

Die Fondsspekulation

und die Gesetzgebung.

Von

R. Ehrenberg.



Berlin.

Verlag von Julius Springer.

1883.

Vorwort.

Die historische Studie, welche ich hiermit der Oeffentlichkeit übergebe, soll einen Beitrag liefern zu der Wissenschaft des Fondswesens, einer Wissenschaft, die trotz ihrer hohen Wichtigkeit bis jetzt noch zu den am allerwenigsten entwickelten Fächern der Volkswirtschaftslehre gehört. Namentlich besteht selbst in wissenschaftlichen Kreisen noch viel Unklarheit über die Fragen, inwieweit die Fondsspekulation schädlich und inwieweit sie nützlich gewirkt hat, wie der Schaden thunlichst beseitigt und der Nutzen dabei doch möglichst ungeschmälert erhalten werden soll, ferner über die Fragen, was bisher in dieser Richtung geschehen ist und welches die Folgen der ergriffenen Maassregeln gewesen sind. Die Beantwortung dieser Fragen auf dem Wege der geschichtlichen Untersuchung wenigstens anzubahnen, schien mir wünschenswerth und dringlich.

Die öffentliche Discussion über die vorstehend bezeichneten Controversen ist seit Jahrzehnten nur wenig vorwärts gekommen; die Gründe pro und contra wiederholen sich bei jedem der so überaus häufigen Anlässe zur Erneuerung des alten Streits, und manche längst schon als wirkungslos erwiesenen Mittel werden immer wieder als heilkräftig angepriesen, eben weil die geschichtlichen Thatsachen zu wenig bekannt sind.

Auf der anderen Seite waltet vielfach die Anschauung ob, dass den Uebeln, welche ich zu schildern unternommen habe,

durch irgend welche besonderen Maassregeln überhaupt nicht beizukommen sei. Die Vertreter dieser Ansicht kennen meistens eine Anzahl der erwähnten Geschichtsfakten; aber sie kennen dieselben in der Regel nur oberflächlich und sie ziehen aus ihnen oder auch nur aus manchen Lehrsätzen der Theorie eine Folgerung, die man zwar jetzt noch nicht als unbedingt irrthümlich, aber doch gewiss als voreilig bezeichnen darf.

Zwischen diesen beiden Anschauungen habe ich versucht, durch Darstellung des Thatbestands einen Mittelweg zu finden. Dass die Schlüsse, welche ich aus den Geschichtsfakten gezogen habe, auf beiden Seiten Gegner finden werden, erwarte ich als eine unvermeidliche Folge meiner Mittelstellung. Aber diese Schlüsse sind für jetzt noch das Minderwichtige, und gegen die Thatsachen selbst wird nicht wohl anzukämpfen sein.

Einen Vorwurf, den ich voraussehe, will ich schon an dieser Stelle ein für alle Mal zurückweisen, den Vorwurf nämlich, dass ich nur die Ausschreitungen der Fondsspekulation in's Auge gefasst, ihre Verdienste dagegen nicht hinreichend gewürdigt hätte. Mich bewahrt gewiss schon meine Lebensstellung inmitten des regen, praktischen Verkehrs vor der engen und einseitigen Auffassung, die grossartige Productivität der Fondsspekulation läugnen zu wollen. Hoffentlich ist es mir bald vergönnt, auch diese Seite ihres Wesens in einer besonderen historischen Untersuchung näher zu beleuchten. Hier aber wollte ich eben bloss pathologische Zustände, nur die spekulativen Excesse schildern und konnte deshalb auf den normalen Zustand, auf die befruchtende Thätigkeit der Spekulation nur gelegentlich und nur ganz im Allgemeinen hindeuten.

Der Standpunkt, den ich einnehme, lässt sich nicht besser kennzeichnen, als mit den Worten, die einer der angesehensten und maassvollsten Staatsmänner des heutigen Frankreichs, der frühere Minister Jules Simon, in einer Sitzung der Pariser Akademie

(am 26. November 1874, gelegentlich eines Berichts über das Werk „*Traité élémentaire des opérations de bourse et de change*“, de M. Alph. Courtois Fils) ausgesprochen hat:

„L'esprit de spéculation crée un danger dans l'ordre moral. Pour lutter contre ce danger, il ne suffit pas d'exposer les grands principes sur lesquels tout le monde est d'accord, il faut entrer dans le détail des opérations, en déterminer le vrai caractère, et au lieu d'un anathème général, qui serait toujours impuissant et souvent injuste, prononcer sur chacune d'elles le jugement d'un homme de bon sens, qui sait être de son temps, mais qui au-dessus du profit veut mettre l'honneur.“

* *

Fast das gesammte Material zu meinen geschichtlichen Untersuchungen habe ich den reichen Bücherschätzen der Hamburger Commerzbibliothek entnommen. Es ist mir eine erfreuliche Pflicht, der Verwaltung dieser Bibliothek und vor allem dem Bibliothekare Herrn Dr. Matsen, für das mir bewiesene liebenswürdige Entgegenkommen an dieser Stelle meinen verbindlichsten Dank abzustatten.

Hamburg, im März 1883.

Richard Ehrenberg.

Inhalts-Verzeichniss.



Einleitung	Seite 1
----------------------	------------

Abth. I.

Der holländische Fondsverkehr während des 17. Jahrhunderts.

Die holländisch-ostindische Handelscompagnie und die Entstehung des Actienhandels — Edikte der Generalstaaten von 1610, 1621, 1623 und 1624 gegen den Actienhandel — Umgehung dieser Edikte — Entwickelte Technik des Fondsverkehrs — Pause in der Maassregelung dieses Verkehrs — Coursengang der Actien — Edikt von 1677 — Der Handel mit holländischen Staatspapieren . . .

3-9

Abth. II.

Der Fondsverkehr des 18. Jahrhunderts.

Frankreich nach dem Tode Ludwig des XIV. — Das Auftreten Law's, sein Charakter und seine Verdienste um die Entwicklung des Fondswesens — Die erste grosse Periode der Ueberspekulation und ihre Folgen — Stellung der Regierung während dieser Periode — Verordnung vom Jahre 1724

9-13

England. Frühestes Einschreiten der englischen Gesetzgebung (1697) — Der Südseeschwindel — Die Regierung unterstützt die Excesse — Verfehltes Einschreiten (*Bubbles Act*) — Nachträgliche Energie — Rückschlag — Die Untersuchungscommission — Parlamentsresolution „*about the infamous practice of stock-jobbing*“ — *Sir John Barnard's Act* (1733) — Weitere Entwicklung des englischen Fondsverkehrs

13-23

Frankreich. Erneuter Ausbruch des Spielfiebers 1785—1787; der Abbé d'Espagnac und seine Clique — Edikte der Regierung von 1785, 1786 und 1787; Wirkungslosigkeit dieser Maassregeln — Mirabeau's Anklage gegen die Agiotage — Kritik der Vorschläge Mirabeau's — Rückblick

24-31

Abth. III.

Der Fondsverkehr des 19. Jahrhunderts.

Kap. 1. Die rechtliche Beurtheilung der Differenzgeschäfte.

Der französische Fondsverkehr während Revolution und Kaiserreich — Die Napoleonische Gesetzgebung und die „*exception de jeu*“ — Entwicklung der französischen Rechtssprechung bis zur Gegenwart — Die rechtliche Beurtheilung der Differenzgeschäfte in anderen Ländern — In welcher Richtung schreitet die Entwicklung fort? — Agitation in Frankreich; Gesetzentwurf von 1882 — Kritik der Gründe für die Legalisirung der Differenzgeschäfte — Schlussfolgerungen

32-46

Kap. 2. Erste Spekulationsperiode des 19. Jahrhunderts, 1800—1832. (Periode der grossen Staatsanleihe-Emissionen.)

England. Verhältniss der Regierung zur Fondsbörse — Allgemeine Prosperität, Optimismus, abermalige Ueberspekulation — Krisis von 1825/26 — Das Verhalten von Regierung und Parlament während der einzelnen Phasen der Bewegung: zuerst Vertrauensseligkeit (Aufhebung der *Bubbles Act*); plötzlicher Stimmungsumschlag nach Eintritt der Krisis — Keine Repressivmaassregeln mehr; das System des Gewährlassens gewinnt die Oberhand.

Die continentalen Fondsmärkte. Allerorten umfangreiche Staatsanleihe-Emissionen — Lokale Krisis in Frankreich (1818) — Erster Aufschwung des spekulativen Fondshandels in Deutschland — Theoretische Discussion über die Bedeutung dieses Handelszweiges — Die Zeit von 1826—1832

47-54

Kap. 3. Zweite Spekulationsperiode des 19. Jahrhunderts, 1833—1851. (Periode der Eisenbahn-Gründungen.)

England. Erneuter Aufschwung des Unternehmungsgeistes — Starke Zunahme der Banken, begünstigt durch das Gesetz von 1826 — Erste Periode des Eisenbahnfiebers (1836) — Rückschlag 1837 — Untersuchung über den Zustand des Actienrechts — Negative Resultate

55-59

Deutschland. Spekulation in spanischen Staatsanleihen — Verordnungen der preussischen Regierung gegen den Handel in spanischen Anleihen (1836) und in anderen ausländischen Papieren (1840) — Die Spekulation wirft sich auf die Eisenbahn-Actien

59-60

Frankreich. Der Asphaltswindel von 1838 und sein Zusammenbruch

61-63

Die Eisenbahn-Manie von 1840—1844. Staatsbahnen und Privatbahnen in den einzelnen europäischen Ländern — Proportionale Entwicklung des Eisenbahnnetzes in den Ländern des vorwiegenden Privatbahnbaues: England, Frankreich und Preussen — Die Eisenbahn-Manie in Frankreich; weise Eisenbahnpolitik der französischen Regierung — Die Eisenbahn-Manie in Preussen und die Berliner Börse — Der Optimismus der Spekulation unterstützt von der Regierung — Das Ueberhandnehmen des Spielfiebers macht die Regierung bedenklich; ein wohlgemeinter Wink des Finanzministers fruchtet Nichts — Energisches Einschreiten der Regie-

zung (Verordnung von 1844) — Panik — Weitere Folgen der Maassregel — Die Eisenbahn-Manie in England — Das englische Actiengesetz von 1844 und seine schädlichen Folgen — Enormer Umfang der Emissionen von Eisenbahnwerthen — Relativ geringe Zahl der definitiv constituirten Unternehmungen — Die weite Ausbreitung des Fiebers; Subscriptionslisten — Das Verhalten der englischen Regierung zur Eisenbahn-Manie — Schlimme Folgen der Passivität — Das Jahr 1848 in seinen Wirkungen auf die Fondsspekulation — Die Course der englischen, französischen und preussischen Eisenbahn-Actien 1844—1850

63-82

Kap. 4. Dritte Spekulationsperiode des 19. Jahrhunderts, 1852—1861. Entstehung der grossen Spekulationsbanken (*Crédits Mobiliers*).

Der Staatsstreich Napoleon III. und seine günstigen Folgen für die französische Volkswirtschaft — Wirtschaftspolitik Napoleon's — Gründung des ersten *Crédit Mobilier* — Seine Beziehungen zur Regierung — Die Brüder Pereire und ihr Geschick in der Ausnutzung des *Crédit Mobilier* für persönliche Zwecke — Die Entwicklungsgeschichte des *Crédit Mobilier* — Sein Einfluss auf die Gestaltung des französischen Fondsverkehrs — Die Pariser Coullisse und der *Crédit Mobilier* — Die Gründungsära von 1852—1855 — Stellung der französischen Regierung; die Note im „*Moniteur*“ vom 9. März 1856 — Folgen des Verhaltens der Regierung — Die Krisis von 1857 in Frankreich — Verfall des *Crédit Mobilier* — Seine Nachfolger in Deutschland — Die Darmstädter Bank — Die kleinen deutschen Credit-Anstalten — Die Oesterreichische Credit-Anstalt — Der Einfluss der deutschen Spekulationsbanken auf den Fondsverkehr — Die Haltung der preussischen Regierung und die öffentliche Meinung — Die preussischen Banken — Der Bankenschwindel in anderen Ländern — Bankactien-Course 1856—1859 — Die Grundidee der *Crédits Mobiliers* — Der St. Simonismus und der *Crédit Mobilier* — Kritik der den *Crédits Mobiliers* zu Grunde liegenden Idee — Die Spekulationsbanken und die Fondsspekulation — Restriktionsmaassregeln 1856—1859

82-123

Kap. 5. Vierte Spekulationsperiode des 19. Jahrhunderts. (Die Zeit der industriellen Massengründungen.)

Die allgemeine spekulative Aufwärtsbewegung 1862—1873 — Treibende Kräfte dieser Bewegung — Die Grundsätze des Systems der Verkehrsfreiheit in ihren Einwirkungen auf das Verhältniss zwischen Staat und Fondsspekulation — Aufhebung der preussischen Verordnungen von 1836, 1840 und 1844 — Aufhebung der *Sir John Barnard's Act* in England — Die englische Actiengesetzgebung 1856—1862 — Die Gründungsära 1863—1865 in England — Panik 1866 — *Leeman's Act* 1867 — Das französische Actiengesetz von 1867 — Das deutsche Actiengesetz von 1870 — Concessionssystem und Verkehrsfreiheit — Das preussische Eisenbahnconcessionswesen — Die Passivität der Staatsgewalten im Deutschen Reiche — Vergleich zwischen deutschen und österreichischen Zuständen — Halbe Maassregeln der österreichischen Regierung — Unterlassungssünden in Oesterreich — Das österreichische Börsengesetz von 1875 — Statistische Tafeln

124-171

Kap. 6. Die neuesten Reformbestrebungen auf dem Gebiete
des Börsenrechts.

Die englischen Enquêtes von 1875 und 1877—1878 mit ihren
Resultaten — Die Reformbestrebungen in Frankreich, Italien und
Deutschland — Der Kampf um die Börsensteuer — Die deutschen
Parteien und die Börse 172-200

Schlussfolgerungen und Reformvorschläge.

- I. Das Wesen der spekulativen Ausschreitungen. 201-210
 II. Die Fehler der Gesetzgebung 210-213
 III. Die Erfahrung in ihrem Einflusse auf die spekulativen
 Excesse 213-217
 IV. Die Aufgaben der Fondsbörse 217-227
 V. Die Aufgaben des Staats 227-232



Einleitung.

Als „Fonds“ oder „Effekten“ bezeichnet der Sprachgebrauch alle, einem Handelsverkehre und Coursschwankungen unterworfenen Actien und Schuldurkunden.

Dieser Fondsverkehr hat von jeher zwei durchaus verschiedene Funktionen auszuüben gehabt, nämlich:

1. Die Vermittlung des Angebots und der Nachfrage auf dem Kapitalmarkte, also diejenige ebenso solide, wie nützliche Thätigkeit, deren Aufgabe es ist, die geldsuchenden Staaten, Gemeinden, Actien-Gesellschaften oder privaten Fondsbesitzer mit den anlagensuchenden Geldbesitzern in Verbindung zu setzen, und

2. Die Befriedigung spekulativer Neigungen, d. h. des weitverbreiteten Wunsches, nicht sowohl Zinsertrag, als vielmehr Kapitalzuwachs durch eine Werthsteigerung des Spekulationsobjekts zu erzielen. Auch diese Funktion kann nützlich sein und sie ist es vielfach gewesen. Wie aber jeder Spekulationsverkehr der Entartung ausgesetzt ist, so ganz besonders der spekulative Fondsverkehr. Dieser unterliegt vielmehr als irgend eine andere Spekulationsart der Gefahr, durch den blossen Zufall, statt durch vernünftige Berechnung gelenkt zu werden; denn wenn wir selbst nicht mit Lassalle¹⁾ annehmen wollen, dass bei jeder Waaren-Conjunktur „die Summe der nicht wissbaren Umstände die Summe der wissbaren unendlich überwiegt“ — so müssen wir diesen Satz doch uneingeschränkt für den Fondshandel gelten lassen.

Die Umstände, welche erfahrungsmässig den Werth der Handlungspapiere, besonders der „Spekulationspapiere“ bestimmen,

¹⁾ Lassalle, Kapital und Arbeit p. 28.

sind so unvergleichlich mannichfaltiger, als bei anderen Waaren, sie entziehen sich ferner (man denke nur an die Politik) in so viel höherem Grade der Beurtheilung des Einzelnen und zwar nicht nur des blossen Privatspekulanten, sondern auch des Händlers von Profession, — dass eine verkehrte Werthbestimmung hier viel häufiger eintreten, und dass die Spekulation selbst sich viel leichter in ein ganz unvernünftiges Spiel verwandeln kann, als bei irgend einer anderen Geschäftsart.

Die Erfahrung hat diese, aus dem Wesen des Fondshandels abgeleiteten Schlüsse bestätigt. Die Fondsspekulation hat schon in ihren frühesten Anfängen zu Ausschreitungen geführt, die sich seitdem periodisch und weit häufiger wiederholt haben, als dies auf anderen Waarenmärkten zu beobachten gewesen ist.

Aber diese Ausschreitungen sind auch stets viel gefährlicher gewesen für das Gemeinwohl, als die Excesse der meisten anderen Spekulationsarten (die Spekulation mit Grundwerthen und für frühere Zeiten auch die Getreidespekulation ausgenommen); denn die Fondskrisen wirken desshalb so besonders verderblich, weil es sich hier um eine Waare handelt, die nicht um des Verbrauchs willen in kleineren Quantitäten gekauft wird, sondern die dazu dienen soll, erspartes, aber noch todttes Kapital in werbendes zu verwandeln; eine Waare, die einen sehr wesentlichen Bestandtheil des Vermögens aller, auch der weniger bemittelten Volksklassen bildet, und deren Werthschwankungen desshalb viel grössere Kreise direct in Mitleidenschaft zieht, als dies bei den meisten anderen Waaren der Fall ist. Die Ausschreitungen der Fondsspekulation sind fast immer von sehr schweren Folgen für den Volkswohlstand gewesen und dies ist ein Hauptgrund dafür, dass sich die Gesetzgebung stets so sehr bemüht hat, jene Excesse mit allen ihr zu Gebote stehenden Mitteln nach Möglichkeit zu verhüten. Wir werden sehen, inwieweit ihr dies gelungen ist.



I. Der Holländische Fondsverkehr während des 17. Jahrhunderts.



Die ältesten Spuren eines Fondshandels finden wir in Oberitalien und zwar besonders in Genua und Venedig, wo die grossen, auf Actien gegründeten Banken einen solchen Verkehr schon seit dem 15. Jahrhundert, vielleicht selbst noch früher, erforderlich machten.²⁾ Aber trotz aller neueren Forschungen über das altitalienische Geld- und Creditwesen ist es noch nicht gelungen, etwas Zuverlässiges über die Beschaffenheit des Verkehrs, welcher erwiesenermaassen in den Antheilen jener alten Gesellschaften bestanden hat, zu ermitteln, und wir müssen desshalb leider darauf verzichten, auch diese frühesten Anfänge des heutigen Fondswesens in den Kreis unserer Untersuchungen einzubeziehen. Wir wenden uns vielmehr gleich demjenigen Lande zu, welches mit der wirthschaftlichen Hegemonie über die ganze damals bekannte Welt, von den oberitalienischen Republiken auch

²⁾ Prince Adam Wiszniewski, *Histoire de la Banque de St. Georges de Gênes* p. 27, 124 ff. E. Nasse, Das venetianische Bankwesen des 14., 15. und 16. Jahrhunderts (Hildebr. Jahrb. f. Nationalökonomie und Statistik XXXIV. p. 329). Jäger, Die ältesten Banken und der Ursprung des Wechsels. Fick, Ueber Begriff und Geschichte d. Actien-Gesellschaft (Goldschm. Zeitschr. f. d. ges. Handelsrecht V. p. 41 ff.). Wie aus diesen Forschungen und denen der Italiener Lattes und Ferrara (auf die sich auch Nasse in seinem oben citirten Aufsätze stützt) hervorgeht, unterlagen die Actien (*luoghi, loca*) der alten italienischen Actien-Gesellschaften (*montes, comperes*) einem Handelsverkehre, circulirten sogar stellenweise wie Geld und schwankten nicht selten beträchtlich im Course.

die Weiterbildung ihrer wirthschaftlichen Institutionen übernahm, nämlich den Niederlanden.

Im Jahre 1602 wurde die Holländisch-Ostindische Handels-Compagnie gegründet, jenes erste, an Grossartigkeit und Bedeutung nur einmal — von der Englisch-Ostindischen Handels-Compagnie — übertroffene Actienunternehmen, dem Holland anerkanntermaassen den grössten Theil seiner Handelsblüthe zu verdanken hatte. Dieser ersten auf Actien gegründeten Handelscompagnie folgten bald zahlreiche andere, sowohl in Holland selbst, wie in anderen europäischen Staaten; aber sie alle waren nach dem Vorbilde der Holländischen Compagnie angelegt. Hierdurch und durch die sorgsame Behandlung, welche ihr die Regierung zu Theil werden liess, wird die Holländische Compagnie für uns ein Gegenstand von besonderem Interesse, ein wichtiges Hilfsmittel für die Erkenntniss der Wirkungen, welche das Actienwesen auf die gesammte Volkswirtschaft ausgeübt hat.

Im Jahre 1602 wurde die Ostindische Compagnie gegründet. Sofort entwickelte sich ein lebhafter Handel in ihren Actien, und wie es bei den ungewissen Chancen eines so grossen, ja weltumfassenden Unternehmens gar nicht ausbleiben konnte, wurden die Antheile desselben in hervorragendem Maasse Gegenstand der Spekulation, besonders da die Uebertragbarkeit der Actien keine sehr schwierige war³⁾, und die Regierung das Unternehmen nach Kräften begünstigte, während doch auch andererseits das Monopol, dessen die Compagnie für den ostindischen Handel genoss, ihr viele Feinde verschaffte. Dieser letztere Umstand, besonders aber die grossen Schwankungen des Erträgnisses während der ersten Zeit⁴⁾ hatten zur Folge, dass bereits im Jahre 1610, also 8 Jahre nach der Gründung, das Bestehen einer umfangreichen Baisse-

³⁾ Die Actien lauteten zwar auf einen bestimmten Namen, aber die Umschreibung war nur mit relativ geringen Formalitäten und Kosten verknüpft. Savary, *Dictionnaire universel de commerce* (2. Aufl. 1759) I. p. 25 ff.

⁴⁾ Die Dividende betrug:

1605	15 %	1608	20 %
1606	75 %	1609	25 %
1607	40 %	1610	50 %

spekulation in den Actien der Gesellschaft bemerkt werden konnte.⁵⁾

Nun sah es die Regierung zwar gern, wenn die Spekulation sich in den Actien der mit ihr so eng liierten *Compagnie à la hausse* engagirte, weil dadurch, nach damaliger Ansicht, der Credit der Gesellschaft und des Landes gehoben wurde; aber von einer Baisse-spekulation wollte man Nichts wissen; und die Generalstaaten erliessen desshalb am 27. Februar 1610 ein Edict „*tegens het verkoopen ende transporterem der Actien inde Ostind. Compagnie*“,⁶⁾ worin zunächst mit Betrübniß constatirt wurde, „dass Leute, die gar nicht bei der Ostind. Compagnie betheiligt seien, trotzdem Actien auf Zeit verkauft hätten und noch verkauften, in der Absicht, sie bis zum Lieferungstage billiger wieder einzukaufen, wobei sie Praktiken anwendeten, die den Credit der Compagnie gröblich schädigten, wie auch Wittwen und Waisen, die ihre Actien gerade zu verkaufen gezwungen seien, in ihrer geringen Habe arg beeinträchtigten.“

Das Edikt verbietet desshalb Jedermann, Actien zu verkaufen, sei es auf Zeit oder per Cassa, die sich nicht wirklich im Besitze des Verkäufers befinden. Ferner wird verordnet, dass jeder Verkauf von Actien innerhalb eines Monats nach Geschäftsabschluss der Compagnie angezeigt werden soll, damit diese die Actien sofort auf den Namen des Käufers umschreiben kann. Die Bezahlung des Kaufpreises darf, je nach Uebereinkommen, später erfolgen; aber da die Actien auch in diesem Falle sofort auf den Namen des Käufers transferirt werden mussten, der Verkäufer also nicht mehr als Besitzer der Gesellschaft gegenüber legitimirt war, so hatte er bis zum Zahlungstage ein Pfandrecht an den Actien.

Der Zweck dieser Bestimmungen liegt klar auf der Hand: man wollte den für illegitim erachteten Blanko-Verkauf unterdrücken, ohne doch damit das legitime Zeitgeschäft, den Kauf *à la hausse*, zu schädigen oder auch nur zu erschweren.

⁵⁾ Diese, sowie die meisten der im Folgenden berichteten Thatsachen sind geschöpft aus der officiellen Holländischen Gesetzsammlung. (*Groot Placaetboek van de Heeren Staten General der Vereenigde Nederlanden*).

⁶⁾ *Groot Placaetboek* I. 553.

Schliesslich bedroht das Edikt noch alle Zuwiderhandlungen mit schwerer Geldstrafe und erklärt die betreffenden Geschäftsabschlüsse für null und nichtig.

Die Wirkung dieses Erlasses muss eine sehr geringe gewesen sein; denn als 11 Jahre darauf, im Jahre 1621, eine ganz analoge Verordnung hinsichtlich der neu gegründeten Westindischen Handelscompagnie erschien, finden wir darin die Klage, dass die verbotenen Blanko-Verkäufe fort und fort stattfänden.⁷⁾ Dieses Edikt von 1621 enthält demgemäss noch sorgsamere Bestimmungen, die 1623 auch auf die Ostindische Compagnie ausgedehnt⁸⁾ und 1624 mit neuen Zusätzen hinsichtlich der Westindischen Compagnie abermals aufgefrischt wurden.⁹⁾ In jedem dieser Erlässe finden wir das Geständniss, dass die Regierung zu ihrem grössten Kummer sähe, wie ihre gute Absicht fortwährend und in immer grösserem Maasse durch die Machinationen der Baissespekulanten zu Schanden gemacht würde. Ja, sie hätte bemerkt, dass in die Kaufscontracte eine Klausel aufgenommen zu werden pflegte, wonach die Parteien ausdrücklich im Voraus darauf verzichteten, die ihnen durch die Edikte etwa erwachsenden Rechte gegen einander geltend zu machen, — wodurch die vom Gesetzgeber beabsichtigte Wirkung vollständig aufgehoben wurde. Demzufolge werden in den neuen Edikten auch solche Klauseln verboten; es werden die Strafbestimmungen verschärft und noch einige andere Aenderungen unwesentlicher Art vorgenommen; insbesondere wird den Maklern bei Strafe sofortiger Amtsentsetzung untersagt, die verbotenen Geschäfte zu vermitteln. Alle diese Bestimmungen lassen auf eine bereits hoch entwickelte Technik des Fondsverkehrs schliessen.

Besonders interessant ist eine Bemerkung, welche in dem ersten, die Westindische Compagnie betreffenden Edikte (von 1621) enthalten ist; es wird da nämlich in der motivirenden Einleitung darüber Klage geführt, dass, noch vor Perfektwerden der Gesellschaft, die Actien bereits in blanco verkauft

⁷⁾ *Groot Placaetboeck* I. 662.

⁸⁾ *Groot Placaetboeck* I. 555.

⁹⁾ *Groot Placaetboeck* I. 665.

würden, was die Gesetzgeber mit den stärksten Ausdrücken als arglistige Machinationen, als Verhöhnung und Untergrabung der staatlichen Autorität brandmarken.¹⁰⁾

Alle diese Edikte waren, ihrem wesentlichen Inhalte nach, identisch; der grösste Theil des Textes wird sogar wörtlich immer von einem zum anderen hinübergenommen; doch ist deutlich zu bemerken, wie sich die Erbitterung über das Treiben der Baissepekulation fortwährend steigert, was dann natürlich wieder zur Verschärfung der Repressivmaassregeln führt.

Ob die Bemühungen der Regierung, wenigstens zeitweilig, von Erfolg gekrönt wurden, lässt sich nicht sicher feststellen; ein dauerndes Resultat wurde, wie wir bald sehen werden, jedenfalls nicht erzielt. Wenn die Gesetzgebung über ein halbes Jahrhundert lang Nichts gegen die verbotenen Geschäfte unternahm, so könnte man sowohl annehmen, dass sie die Fruchtlosigkeit ihrer Bemühungen eingesehen, wie auch, dass diese endlich, wenigstens vorläufig gewirkt hätten. Indess liegen andere, bessere Gründe für die Schweigsamkeit der Gesetzgebung nahe: vor Allem konnte die Baisespekulation während der nächsten Jahrzehnte, bei dem steten Gedeihen und der ruhigen Fortentwicklung der holländischen Handelsgesellschaften, keinen rechten Boden mehr finden; auch wurde die anfängliche Opposition gegen das Monopol der Compagnien mehr und mehr zum Schweigen gebracht, da der gesammte Handelsstand in immer grösserem Maasse direct oder indirect sich bei ihnen betheiligte; endlich ist es gewiss, dass die Actien im natürlichen Verlaufe der Kapitalproduktion immer mehr in festen Besitz übergingen, wodurch eine umfangreiche Baissepekulation ebenfalls sehr erschwert wurde. Der Cours der Ostindischen Compagnie-Actien stieg gegen das Jahr 1670 hin bis auf 650^{0/0}.¹¹⁾

Erst der lange kostspielige und für die Niederlande theilweise so unglückliche Krieg mit Frankreich (1668—1678) störte diese gedeihliche Entwicklung; der Cours der Actien fiel unter 250^{0/0}; die Baissepartei bekam wieder Oberwasser, und die Folge davon

¹⁰⁾ „tot spot and vilipendentie van onse Authoriteyt and goede intentie“.

¹¹⁾ *Savary Dict. de commerce* I. p. 25.

war, dass im Jahre 1677 die alten Verbote abermals wiederholt werden mussten,¹²⁾ mit wenigen Zusätzen, von denen indess zwei grösseres Interesse beanspruchen. Zunächst bezeichnet das Edikt zum ersten Male die Verbreitung falscher Gerüchte als eines der Mittel, durch welche die Baissepartei den Cours der Actien zu drücken suche; und ferner werden die Strafbestimmungen auch auf diejenigen Personen ausgedehnt, welche illegale Geschäfte vermittelten, ohne angestellte Makler zu sein (Pfuschmakler).

Wir sehen auch hieraus, dass der Börsenverkehr schon vor 200 Jahren an denselben Mängeln laborirt hat, wie zu unserer Zeit, — eine Beobachtung, deren Consequenzen wir uns für später aufsparen.

Nach dem Nymweger Frieden (1678) stiegen die Actien wieder, schwankten zwar in den folgenden Jahrzehnten noch mehrfach, je nach der politischen Lage, hielten sich aber im Ganzen doch sehr gut und standen im Jahre 1718 wieder nahe an 600 0/0. Die Regierung hatte keine Veranlassung mehr, in den Gang der Coursentwicklung einzugreifen.

Auch der Handel mit Staatspapieren, wenigstens mit inländischen Staatsanleihen war während des 17. Jahrhunderts in den Niederlanden schon ziemlich entwickelt, namentlich ist dies erkennbar in der zweiten Hälfte des Jahrhunderts, als die Staatsschuld in Folge der vielen, langen Kriege riesig answoll. Die Coursschwankungen waren zuweilen ausserordentlich heftig¹³⁾; indess scheint der Verkehr doch gewöhnlich ein recht ruhiger gewesen zu sein, wie dies ja auch dem Wesen des Staatspapiers im Allgemeinen entspricht. Die Obligationen wurden lange Zeit hindurch mehr als Zahlungsmittel, denn als Waare behandelt.¹⁴⁾ In der Gesetzgebung finden wir nur geringe Spuren, welche darauf hindeuten, dass sich auch in diesen Handelsbetrieb Missbräuche

¹²⁾ *Groot Placaetboek* III. 1307.

¹³⁾ Grossmann. Die Amsterdamer Börse vor 200 Jahren p. 26 und p. 31, berichtet Schwankungen von 25—30 0/0 innerhalb eines Monats.

¹⁴⁾ Grossmann a. a. O. p. 56 *Groot Placaetboek* II. 789. Die Obligationen wurden den Alliirten Hollands als Subsidiengelder, ja selbst den eigenen Soldaten als Sold in Zahlung gegeben, was erst später abkam.

eingeschlichen hätten; überdies handelte es sich dabei lediglich um die Beseitigung betrügerischer Manipulationen, wie sie jeder Verkehr mit sich bringen kann; für uns haben dieselben kein hervorragendes Interesse, da wir es nur mit den specifischen Krankheiten des Fondsverkehrs zu thun haben.

II. Der Fondsverkehr des 18. Jahrhunderts.

Schon gegen Ende des soeben besprochenen Zeitraums hatten die Niederlande viel von ihrer wirthschaftlichen Bedeutung eingebüsst; mit dem Beginne des 18. Jahrhunderts bemächtigten sich die Engländer auch des Restes. Der holländische Actienhandel existirt zwar weiter, aber er bleibt nicht länger der Brennpunkt des gesammten Fondsverkehrs, der vielmehr nach den neuen Centren des wirthschaftlichen Lebens, vor Allem nach Paris und London auswandert.

Zunächst müssen wir unsere Blicke nach Frankreich wenden, das damals durch die Schuld seiner Herrscher ökonomisch total zerrüttet war. Ludwig XIV., der 1715 starb, hinterliess sein Land in der traurigsten Verfassung; das Volk war verarmt, der Staat am Rande des Bankerottes, der bald darauf denn auch wirklich eintrat. Dabei waren weder die Hofkreise, noch die übrigen bevorrechtigten Volksklassen gewillt, sich einzuschränken und durch Sparsamkeit die Sünden der bisherigen Regierung wieder gut zu machen; vielmehr wollte man sich in verdoppeltem Wohlleben entschädigen für die relative Zurückhaltung, welche man sich in dieser Hinsicht während der letzten Regierungsjahre Ludwig XIV. hatte auferlegen müssen.

Da erschien der geistvolle und nationalökonomisch vortrefflich gebildete, aber übermässig sanguinische Abenteurer Law,¹⁵⁾ mit

¹⁵⁾ Das System der Creditwirthschaft, das Law an die Stelle der damals noch überall vorherrschenden Geldwirthschaft setzen wollte, ist in seinen wesentlichsten Grundzügen dasselbe, welches heutzutage von allen Culturländern adoptirt ist, — der beste Beweis für den genialen Scharfblick des

dem Projekte eines grossartigen Central-Geld- und Handelsinstituts, das bestimmt sein sollte, das Volk, wie den Staat aus ihrer bedrängten Lage zu erretten. Er wurde mit offenen Armen aufgenommen, und nun erwuchs plötzlich inmitten des tiefsten Elends, in dem die grosse Masse des Volkes wie in einem bodenlosen Moraste immer weiter versank, die glänzende Sumpflume eines wirthschaftlichen Aufschwungs, desgleichen die Welt bis dahin noch nicht gesehen hatte. Der ephemere „wirthschaftliche Aufschwung“, veranlasst durch Ueberreizung einzelner oder gar sämtlicher Organe des Wirthschaftskörpers, hat in allen Spekulationsepochen eine grosse Rolle gespielt; aber der erste grössere Vorgang dieser Art, welcher durch die Fondsspekulation herbeigeführt wurde, ist der, mit dem wir es hier zu thun haben.

Law ist vielfach der Erfinder des Börsenspiels, der Agiotage, genannt worden. Das war er nicht; denn er fand sein — schon ziemlich entwickeltes — Vorbild in den Niederlanden vor, wo er sich längere Zeit hindurch aufgehalten hatte; aber Law ist allerdings der erste grosse Börsenspekulant im modernen Sinne des Worts, d. h. der Erste, der kolossale Kapitalien aus dem Nichts zu schaffen unternahm, lediglich durch die Creirung entsprechender Massen von Werthpapieren und durch die Geschicklichkeit, mit der er diese grösstentheils fiktiven Werthe zum Gegenstand eines lebhaften, aller Welt zugänglichen und leichten Gewinn versprechenden Handels zu machen wusste.

Law war höchst wahrscheinlich der Erste, welcher die Actien auf Inhaber stellte und sie dadurch erst gänzlich zu einer fungiblen Waare werden liess;¹⁶⁾ er war ferner unzweifelhaft der

Theoretikers Law, aber auch gleichzeitig für seine übermässig sanguinische, ja leichtsinnige Denkweise als praktischer Finanzmann, der er im 18. Jahrhundert nie hätte werden dürfen.

Das Studium der Schriften Law's (veröffentlicht im ersten Bande der *Economistes et Financiers du 18. siècle*) ist auch jetzt noch, namentlich für die Geschichte der Nationalökonomik, von grossem Interesse.

¹⁶⁾ „*Les actions sont regardés comme marchandises et en cette qualité pourront être vendues, achetées etc., ainsi que bon semblera aux propriétaires.*“

Statuten der *Compagnie d'Occident* (gegründet 1717) Art. 32.

Vergl. auch Fick, „Ueber Begriff und Geschichte der Actien-Gesellsch.“

Renaud, „Das Recht der Actien-Gesellschaften“.

Guillard, „*Opérations de Bourse*“.

Erfinder der Prämieneschäfte, die sich bei der Fondsspekulation so grosse Beliebtheit erworben haben;¹⁷⁾ besonders aber verstand er es, durch lockende Anpreisungen seiner Actien dieselben dem Publikum als gewinnverheissende Spekulationsobjekte erscheinen zu lassen.¹⁸⁾

Diese erste grosse Periode der Ueberspekulation auf dem Fondsmarkte ist später zwar an Umfang und wohl auch an unheilvoller Wirkung mehr als einmal übertroffen worden; doch unerreicht geblieben ist die geradezu phantastische Höhe der damaligen Course. Die Angaben des höchsten Courses, bis zu dem die Actien der Law'schen Compagnie gestiegen sind, variiren zwischen 13 500 und 20 000 Francs; aber selbst der erstere Cours bedeutet noch 2700 $\frac{0}{10}$ (für die Actie von 500 Francs).

Die Leitung des Actienhandels lag anfänglich ganz allein in der Hand Law's, der ihn rasch zu beleben wusste; bald schloss sich ihm eine Spielerclique an, besonders aus Wechslern und geldgierigen, theilweise auch recht geldbedürftigen Hofleuten bestehend.¹⁹⁾ Es dauerte aber gar nicht lange, so zog der Reiz des

¹⁷⁾ Ueber diesen Punkt bringt Law's Promemoria an den Herzog von Bourbon (zur Rechtfertigung seines Systems, nach dessen Scheitern) interessante Details.

¹⁸⁾ Man lese nur z. B. die folgenden Stellen aus Law's Briefen und man wird finden, dass er die Kunst, glänzende Prospekte zu fabriciren, bereits ganz vortrefflich verstanden hat. „*Les actionnaires participent de la commodité des rentes et des avantages de l'industrie. Occupés d'affaires ou plus importantes ou plus agréables, les rentiers (die früheren Staatsgläubiger, deren Rententitres in Actien umgetauscht worden waren) devenus actionnaires pourront se reposer du soin de faire valoir leur fonds sur la Compagnie, dont ils sont bien sûrs que les agents ne pourront les tromper; ils jouiront tranquillement du fruit de tout le travail qui se fait dans tout le royaume.*“ (Zweiter Brief „sur le nouveau système des finances“.) Können die glücklichen Actionäre mehr verlangen? „*En tout cas, la porte des richesses a été ouverte à tout le monde, ce qui fait la principale différence des fortunes de l'ancienne administration aux fortunes de celle-ci.*“ (Dritter Brief „sur le nouveau système des finances“.)

¹⁹⁾ Die Wechsler, welche den heutigen Bankiers in mancher Hinsicht entsprachen, besorgten meistens nur die Vermittlung von Privatspekulationen, namentlich des Adels, der sich schon bei dieser ersten Spielperiode in hervorragendem Maasse betheiligte.

raschen, mühelosen Erwerbs immer weitere Kreise des Volkes nach der *Rue Quincampoix*, wo die Börse abgehalten wurde, und als das „System“ auf der Höhe seines ephemeren Glanzes angelangt war, spielte auch das Ausland sehr stark mit; die Augen von ganz Europa waren auf dies aufregende Schauspiel gerichtet, und eine lebhaft literarische Polemik in mehreren Sprachen entspann sich über den Werth oder Unwerth des „Systems“. Die Geschichte hat den Streit entschieden; das luftige Bauwerk brach noch rascher zusammen, als es errichtet worden war, statt des geträumten allgemeinen Wohlstands wurde nur die Bereicherung einiger weniger glücklicher Spieler erzielt, ein recht erheblicher Theil des übrigen Volks aber nur um so tiefer in's Unglück gebracht.²⁰⁾

Wie so oft bei ähnlichen Veranlassungen, dachte die Regierung, welche den Schwindel bis dahin direct unterstützt hatte,²¹⁾ erst dann an Gegenmaassregeln, als Alles längst vorüber war. Im Jahre 1724, vier Jahre nach dem „Krach“, wurde eine Verordnung erlassen, welche:

1. statt der bisherigen Winkelbörsen, eine staatlich anerkannte Fondsbörse schuf,
2. das ausschliessliche Makler-Privilegium der *Compagnie des Agents de Change* bestätigte und befestigte,
3. alle Zeitgeschäfte in Fonds untersagte.

Die radikalste dieser Bestimmungen, das Verbot aller Zeitgeschäfte²²⁾, blieb, wie natürlich, *lettre morte*; es wurde niemals dem Wortlaute entsprechend angewendet, da der Fondsverkehr schon damals das Zeitgeschäft nicht gänzlich entbehren konnte.

²⁰⁾ Die Liquidation der Law'schen Gesellschaft ergab, Alles in Allem gerechnet, ca. 1% des Nominalcapitals.

(Wirth, Geschichte der Handelskrisen p. 32.)

²¹⁾ Die königlichen Prinzen, die Minister, ja der Regent selbst, Alle hatten sich mit grossen Summen am Spiele betheiliget oder hatten sich durch Geschenke Law's gewinnen lassen.

²²⁾ Es ist dies die radikalste Maassregel, welche jemals gegen die Börse ergriffen worden ist; trotzdem wird uns nicht berichtet, dass sie irgend einen Erfolg gehabt hat; dagegen wissen wir, dass die verbotenen Geschäfte ruhig fortbetrieben wurden.

Savary, *Dictionnaire de commerce* II. 123.

Guillard, *Opérations de bourse* p. 109.

Was die übrigen Bestimmungen des Edikts betrifft, so kann man ihre Wirkung als eine zwar nicht sehr grosse, aber doch überwiegend heilsame bezeichnen. Die Begründung einer officiellen Börse erleichterte die Beaufsichtigung des Verkehrs; zwar blieb Letzterer auch später durchaus nicht frei von unlauteren Elementen; aber wenigstens war es viel leichter möglich, offene Betrügereien und sonstige directe Gesetzesübertretungen zu entdecken und zu bestrafen. Die Monopolisirung des Maklergeschäfts durch die *Agents de Change* ist eine Maassregel, deren Nutzen vielfach angezweifelt worden ist; einen Erfolg kann man ihr jedoch schwerlich abstreiten, nämlich die Erziehung einer reichen und auf die Wahrung ihres kaufmännischen Rufs eifrig bedachten Makler-Corporation, deren Mitglieder in weit höherem Grade die für Ausübung des Vermittleramtes nöthigen finanziellen und moralischen Garantien bieten, als die ausserhalb der Corporation stehenden Puschmakler (*Courtiers marrons*).²³⁾

Nach den heftigen Zuckungen, welche der französische Fondsverkehr während der Jahre 1716—1720 erlebt hätte, folgte eine Zeit ruhiger Entwicklung, und erst ganz kurz vor der Revolution kam es wieder zu Ausschreitungen, welche die Gesetzgebung zu Repressalien veranlassten.

In der Zwischenzeit tritt ein anderes Land in den Vordergrund; die Entwicklung des englischen Fondsverkehrs ist es, die unsere Aufmerksamkeit durch höchst interessante Vorgänge auf sich zieht.

Der erste schüchterne Versuch, den die englische Gesetzgebung machte, um der eben erst entstandenen Fondsspeculation Herr zu werden, datirt vom Jahre 1697 (also 3 Jahre nach der Gründung der *Bank of England*). Es wurde eine Verordnung erlassen, welche die Zahl der Fondsmakler beschränkte, ihnen

²³⁾ Das formelle Monopol der *Agents de Change* besteht noch heutigen Tages, wenn es auch thatsächlich längst durchbrochen ist. Indess haben die *Agents de Change* für manche Papiere, namentlich für französische Renten, noch ein ganz entschiedenes Uebergewicht über die nichtconcessionirten Makler, denen der Zutritt zum „Parquet“ nicht gestattet ist. Es besteht eine lebhafte Agitation für Abschaffung des als ungerecht und unzweckmässig bezeichneten Privilegium; doch dürfte dieselbe ihr Ziel sobald noch nicht erreichen, da die Gegenpartei mindestens ebenso stark ist.

verbot, für eigene Rechnung Geschäfte zu machen und alle Zeitgeschäfte, die auf einen längeren Termin, als auf 3 Tage abgeschlossen würden, für null und nichtig erklärte.²⁴⁾

Eine nachhaltige Wirkung hatten diese Bestimmungen keinesfalls; denn nur 20 Jahre später, also etwa um dieselbe Zeit, da in Frankreich der Law'sche Schwindel florirte,²⁵⁾ finden wir auch in England die Anfänge einer Periode toller Ueberspekulation, jener Periode, die unter dem Namen „*South Sea Bubbles*“ in der Geschichte der Börsenkrisen wohl ebenso denkwürdig geblieben ist, wie Law und sein System.

Im Jahre 1711 erfolgte die Gründung der Englischen Südsee-Gesellschaft, einer Compagnie, die officiell nur bestimmt war, den Handel nach der Südsee zu pflegen, im Grunde jedoch hauptsächlich den Staatsfinanzen aufhelfen sollte. Die Actien dieser Gesellschaft wurden sofort Gegenstand eines lebhaften Handels, der — wesentlich veranlasst und begünstigt von den Directoren der Compagnie — bald in ein blosses Spiel ausartete; doch erst im Anfange des Jahres 1720, als der Law'sche Schwindel in Frankreich bereits ein Ende mit Schrecken genommen hatte, begann in England jene rasende Sucht zu spekuliren, die, an Intensität dem französischen Spielfieber durchaus nicht nachstehend, sich vor Letzterem noch dadurch auszeichnete, dass sie zum ersten Male auch das Gründungsfieber bis zu einer später selten übertroffenen Höhe anfachte. Die tollsten Gründungen, „*Bubbles*“ (Seifenblasen) entstanden täglich in grösster Menge;²⁶⁾

²⁴⁾ *Report of the Stock Exchange Commission (1878), Appendix p. 355.*

²⁵⁾ Schon damals zeigte sich also, wie ansteckend die Krankheit des Spielfiebers ist; auch Holland erlebte 1720 eine ähnliche Periode, wenn auch in geringerem Umfange, (*Savary, Dictionnaire de Commerce* I. 27); selbst in Deutschland musste der Actienhandel um diese Zeit ausdrücklich verboten werden; die bezügl. Edikte zeigen indess, wie neu und wenig bekannt das Actienwesen in Deutschland noch war.

(Vergl. die Verordnung des Hamburger Raths vom Jahre 1720, in Bender's Verkehr mit Staatspapieren p. 6.)

²⁶⁾ Wie Cobbett in seiner *Parliamentary history* berichtet, wird das Gesamtkapital der damaligen Gründungen auf 300 Millionen Pfd. Sterl. geschätzt, „*a sum so immense that it exceeds the value of all the lands in England, at the rate of 20 years purchase*“.

während einiger Tage, oder besten Falls Monate, wurden die Actien zur Basis des wahnsinnigsten Spiels gemacht; dann verschwanden sie ebenso plötzlich, wie sie aufgetaucht waren. Um die damaligen Coursschwankungen zu charakterisiren, genügt es, mitzutheilen, dass die Südsee-Actien Ende Mai 1720 etwa 550 0/0 standen, bis zum 2. Juni auf 890 0/0 stiegen, um am folgenden Tage in Folge starker Realisationsverkäufe wieder bis 640 0/0 zu fallen.²⁷⁾

Auch dieser Ausbruch der Spekulationswuth hat ganz ausserordentlich grosse Aehnlichkeit mit denen der Gegenwart. Wie heutzutage, wurde ein sehr beträchtlicher Theil des Volkes aller Klassen von dem Schwindel erfasst; aber besonders war es, — ganz wie heute — der Adel, welcher, den anderen Ständen voran, sich in den Strudel stürzte;²⁸⁾ auch damals schon wurde in den Actien von Gesellschaften gespielt, die noch gar nicht einmal perfekt geworden waren, und dieser Handel mit Quittungsbogen, „scrips“ (Schnitzel), oder Interimsscheinen ist ein Krebschaden besonders des englischen Fondsgeschäfts bis zum heutigen Tage geblieben; schon vor der Emission wurde den Actien, ganz wie dies jetzt noch üblich ist, vermittelt künstlicher Umsätze ein hohes Agio verschafft, um Käufer heranzulocken; directe Betrüge-rien kamen auch zu jener Zeit schon gar nicht selten vor, wenn es sich darum handelte, dem Publikum werthlose Papiere aufzuschwatzen und das hierdurch gewonnene Geld möglichst vollständig

²⁷⁾ Diese, ebenso wie alle übrigen Daten aus der Geschichte des englischen Fondsverkehrs im vorigen Jahrhundert entstammen folgenden Werken, die der Einfachheit halber nicht jedes Mal besonders citirt sind: *Cobbett Parliamentary history* (quasi-officiell); *Report of the Stock Exchange Commission* (officiell); *Baxter, National Debts*.

Der Südsee-Schwindel ist bereits vielfach beschrieben worden, zuletzt sehr ausführlich von Max Wirth, Geschichte der Handelskrisen, auf welches Werk ich für diesen Zweck verweise. Die darauf folgende Zeit hat bisher, meines Wissens, nur Cohn (Zeitgeschäfte und Differenzgeschäfte) und auch dieser nur oberflächlich, berührt. Die sicherlich doch sehr interessanten Parlamentsdebatten hat noch Niemand ausgebeutet.

²⁸⁾ Selbst der *Prince of Wales* verschmähte es nicht, sich an die Spitze einer Compagnie zu stellen und gewann dadurch 40,000 Pfd. Sterl.; er legte diesen Posten erst nieder, als die Gesellschaft wegen betrügerischer Manipulationen strafgerichtlich verfolgt werden sollte.

in die Privattaschen der Gründer fließen zu lassen; ähnlich wie in der Jetztzeit, waren es besonders die Verwaltungsorgane vieler neuentstandener Gesellschaften, die dem Spiele sowohl durch ihre eigene Theilnahme, wie durch Anfeuerung ihrer Geschäftsfreunde immer neue Nahrung zuzuführen verstanden — und wenn trotz alledem seit 1½ Jahrhunderten ein Fortschritt eingetreten ist, so besteht er nur darin, dass es jetzt doch wohl so leicht Niemand wagen wird, das Publikum mit so wahnwitzig phantastischen Projekten übertölpeln zu wollen, wie sie in England während des Südsee-Schwindels an der Tagesordnung waren.²⁹⁾

Die englische Regierung sah dem Treiben mehrere Monate lang unthätig zu; ja, sie unterstützte es sogar indirect, indem sie mit der Südsee-Gesellschaft im Jahre 1720 ein grosses Finanzgeschäft abschloss. Indess wurde in den Parlamentsdebatten, die sich bei dieser Gelegenheit entspannen, doch bereits von einzelnen Seiten darauf hingewiesen, dass die zügellose Fondsspekulation dem Lande schwere Gefahr brächte, indem sie das Volk von anderen nützlicheren Gewerben ablenke und sie statt dessen zum Hazardspiele, zum Ankauf rein imaginärer Werthe verleitete; auch wurde die Regierung davor gewarnt, dieses Treiben ferner noch zu unterstützen. Einstweilen behielt jedoch die optimistische Auffassung noch die Oberhand in den leitenden Kreisen, und die Spekulation, welche den Verhandlungen mit ängstlichem Interesse gefolgt war (die Actien stiegen und fielen je nach den Chancen der betr. Bill), begrüßte das endliche Resultat mit einer Hausse der Südsee-Actien von 130 auf 400 0/0. Erst jetzt erreichte die Hitze des Spielfiebers ihren Höhepunkt; der Cours der Südsee-Actien stieg so rapide, dass die Compagnie es bald wagen durfte, eine neue Actien-Emission -- es war dies schon die dritte — zum Course von 1000 0/0 herauszubringen, und diese jungen Actien stiegen binnen weniger Wochen auf 2000 0/0. Selbst eine so alles Maass überschreitende Bewegung veranlasste die Regierung noch nicht, die Südsee-Gesellschaft fallen zu lassen oder doch wenigstens ihrem gemeingefährlichen Gebahren Einhalt zu thun; die Compagnie

²⁹⁾ So z. B. Gesellschaften „zum Handel mit Menschenhaaren“, „zur Ausnutzung eines *perpetuum mobile*“, „zum Aufbau und zur Ausbesserung der Häuser in ganz England“ etc. etc.

war eng mit ihr liirt, und je höher der Actiencours stieg, desto besser war es — so glaubte die Regierung — um den Credit des Staates bestellt. Aber die zahllosen kleinen Schwindelunternehmen, die im Grunde doch nur durch das Spiel in den Actien der grossen Südsee-Compagnie hervorgehockt worden waren, erregten den Unwillen der weisen Staatsfinanciers; die Regierung erliess im Juni 1720 eine Verordnung, worin sie alle Unternehmen, die dem Publikum, dem Handel und den übrigen Gewerben zum Schaden gereichten, in sehr vagen Ausdrücken als unzulässig bezeichnete, den Handel in den Actien solcher Gesellschaften untersagte und mit schweren Strafen belegte, schliesslich auch noch den Personen, welche durch derartige Unternehmungen zu Schaden kämen, ein Recht auf Ersatz dieses Schadens zusprach.³⁰⁾

Wie es bei der unbestimmten Fassung des Edikts gar nicht ausbleiben konnte, nahmen die Gründungen schwindelhafter Gesellschaften ihren ungestörten Fortgang, und erst als im Juli 1720 die Regierung eine grosse Anzahl von Concessionsgesuchen abschläglicly beschied, sahen die Herren von *Change Alley* ein, dass ihre glänzende Zeit vorüber sei. Als dann noch die Directoren der Südsee-Gesellschaft, um ihre eigenen Actien besser haussiren zu können, ein erneutes Verbot aller „illegalen“ Compagnien durchsetzten, fuhr ein gewaltiger Schreck in die ganze Gründer- und Spielerclique, und die Course fielen mit fabelhafter Schnelligkeit; aber freilich wurden auch die Actien der Südsee-Compagnie mit in die allgemeine Panik hineingezogen, so dass sich die Directoren in ihrer eigenen Schlinge gefangen sahen.

Der jetzt folgende Rückschlag war so heftig, dass er den Credit des Staates und den Wohlstand des Volkes bis in die Grundfesten hinein erschütterte. Eine Geldkrise entstand, in Folge deren zahlreiche Handelshäuser falliren mussten, und so gross war der allgemeine Nothstand, dass der König, der einige Monate vorher nach seinen deutschen Besitzungen gereist war,

³⁰⁾ Diese sogenannte „*Bubbles Act*“, ein Gesetz, wie es naiver und unpraktischer gar nicht gedacht werden kann, blieb bis zum Jahre 1825, also volle 100 Jahre, in England die einzige gesetzliche Bestimmung auf dem Gebiete des Actienwesens.

schleunigst zurückkommen und das Parlament einberufen musste, um die unglückliche Lage des Landes in Erwägung zu ziehen.

Das Parlament kam nach längerem Debattiren zu der Resolution, dass Nichts die Wiederherstellung des öffentlichen Credits mehr befördern könnte, als eine Beseitigung der „schändlichen Gewohnheit des Fondsspekulirens“ (*the infamous practice of stock-jobbing*).

Ferner wurde — da es sich herausstellte, dass die Directoren der Südsee-Gesellschaft betrügerische Handlungen begangen hatten — eine Untersuchungscommission eingesetzt, um die gesammte Lage der Compagnie genau zu prüfen. Diese Untersuchung brachte eine Menge sehr schmutziger Details zum Vorschein; ³¹⁾ zahlreiche Personen, darunter auch Parlamentsmitglieder, mussten gefänglich eingezogen und bestraft werden, obwohl Alle mit grossem Aufwande von Beredsamkeit versicherten, nur *bona fide* und zum allgemeinen Besten gehandelt zu haben. Die Directoren, sowie mehrere andere Beamte der Compagnie wurden abgesetzt, ihr Vermögen wurde confiscirt und soweit als möglich zur Entschädigung der armen Betrogenen verwendet.

Dies war Alles, was geschah; die Resolution „*about the infamous practice of stock-jobbing*“ blieb zunächst ohne praktisches Resultat.

Der Fondshandel war zwar sehr reducirt aus der Krisis hervorgegangen; nur wenige Papiere überlebten den Krach; ³²⁾ aber diese bildeten nach wie vor die Grundlage eines zeitweilig recht lebhaften Verkehrs, der Regierung und der Parlamentsmehrheit ein steter Dorn im Auge. Im Jahre 1733 beschloss man denn auch endlich, mit dem Fondshandel einmal gründlich aufzuräumen.

Wesentlich auf Veranlassung von Sir John Barnard, einem als ausgezeichneten Kenner aller commerciellen Verhältnisse

³¹⁾ Die Directoren und Angestellten der Südsee-Gesellschaft hatten sich z. B. zu Schulden kommen lassen:

Grosse Spekulationen in ihren eigenen Actien; Vertheilung nicht verdienter Dividenden und zu hohe Dividenden-Versprechungen für die Zukunft; Emissionen von Actien über dem reellen Werthe; ausserdem aber auch directe Fälschungen der Bücher, nicht autorisirte Emissionen von Actien etc. etc.

³²⁾ Nämlich die Actien der *Bank of England*, der *East India Company* und der *South Sea Company*, sowie einige wenige Kategorien englischer Staatsanleihen.

gerühmten Vertreter der Londoner City wurde ein Gesetz zu Stande gebracht, welches

1. alle Prämien-Geschäfte in Fonds untersagte und mit schweren Strafen belegte,³³⁾
2. die Regulirung irgend welcher Fondsgeschäfte durch blosse Differenzzahlung verbot, vielmehr anordnete, dass jeder einzelne Kauf durch wirkliche Lieferung und Zahlung des Gegenwerths zu effektuiren sei,
3. jeden Verkauf von Fonds, die der Verkäufer zur Zeit des Geschäftsabschlusses nicht faktisch besitzen sollte, für ungültig erklärte, sowie überdies mit Strafe belegte.

Gestraft wurden auch die Makler, sofern sie dergleichen Geschäfte vermittelten; und Jedermann, der wegen einer von diesem Gesetze untersagten Handlung vor Gericht gestellt wurde, war zu einer eidlichen Aussage darüber verpflichtet, ob er das Delikt begangen habe oder nicht.

Wir haben hier also schon Verbote sowohl der sogenannten „reinen Differenzgeschäfte“ (al. 2), wie der „Blanco-Verkäufe“ (al. 3) — Geschäftskategorien, gegen welche die Waffe des Gesetzes seitdem immer wieder und wieder — mehr als gegen irgend eine andere Geschäftsart — angewendet worden ist.

Die Debatten des Parlaments über „Sir John Barnard's Act“ lesen sich zum Theil, als hätten sie gestern stattgefunden, und mehrere der pro und contra vorgebrachten Gründe sind auch jetzt noch von Interesse.

Einig waren alle Redner, ohne Ausnahme, in der Verurtheilung der Fondsspekulation.

Getheilt waren die Ansichten nur betreffs der zu ergreifenden Maassregeln.

³³⁾ Die Prämiengeschäfte waren während der *Bubbles* zuerst in England eingeführt worden; sie galten damals als Wetten und nicht als ernsthafte Geschäfte; ja, man hielt sie sogar für vorzugsweise unsolide, während jetzt in Bezug auf diese „Geschäfte mit beschränktem Risiko“ gerade die entgegengesetzte Auffassung vorherrscht.

(Vergl. den Bericht der französischen Commission, welche 1882 behufs Modifikation der Börsengesetzgebung zusammentrat. *Journal officiel, documents parlementaires* 1882 p. 1570.)

In ihrer ursprünglichen Gestalt war die Bill wesentlich schärfer gefasst, als das aus den Berathungen hervorgegangene Gesetz; namentlich war ein totales Verbot aller Zeitgeschäfte beabsichtigt worden, und wesentlich hiergegen richteten sich die Angriffe mehrerer sachkundiger Parlamentsmitglieder; sie sagten, dass die soliden faktischen Fondsbesitzer, die ihr Geld hergegeben hätten, in dem festen Glauben, die Papiere stets auf jede beliebige Art wieder veräußern zu können, durch ein Verbot aller Zeitgeschäfte in ihren wohl erworbenen Rechten beeinträchtigt werden würden; dass Verhältnisse eintreten könnten, welche dem Fondsbesitzer den Verkauf „auf spätere Lieferung“ als wünschenswerth erscheinen lassen müssten; in anderen Waaren würden Zeitgeschäfte gemacht, warum nicht in Obligationen und Actien? — Solche principielle Einwürfe und eine Anzahl von Erwägungen über die praktische Durchführbarkeit der Sache hatten die Wirkung, dass man von einem Verbote aller Zeitgeschäfte absah und nur einzelne Kategorien untersagte.^{33a)}

Als Ankläger gegen die Fondsspekulation trat besonders Sir John Barnard selbst auf. Er bezeichnete *Change Alley* (der Ort, wo der Fondsverkehr stattfand) als ein öffentlich geduldetes Spielhaus inmitten der City. Das Fondsspiel sei nicht nur eine blosse Lotterie, sondern sogar eine Lotterie der schlimmsten Art, in der sich alle Chancen auf Seiten der Bankhalter befänden; er exemplificirte auf eine kurz vorher künstlich hervorgebrachte Hausse in den Actien der Ostindischen Compagnie, eine Hausse, welche von einzelnen Individuen lediglich zu dem Zwecke veranstaltet war, das Publikum „hereinfallen zu lassen“; einige der Ostindischen Compagnie nahestehende Personen hatten nämlich schon frühzeitig Kenntniss davon erhalten, dass diese Compagnie demnächst ihre Dividende reduciren würde;³⁴⁾ sie trieben desshalb den Cours

^{33a)} Der abgelehnte Theil von Sir John Barnard's Act wurde 1773 zum zweiten Male eingebracht, aber wiederum verworfen.

³⁴⁾ Wie bei vielen der ältesten Actien-Gesellschaften, wurde auch bei der Ostindischen Compagnie für eine gewisse Reihe von Jahren oder auch nur bis auf Weiteres eine feste Dividende im Voraus festgesetzt, und der Rest in jedem einzelnen Jahre entweder als Superdividende vertheilt oder anderweitig verwendet; jene fixe oder Abschlagsdividende ist oben gemeint.

der Actien, indem sie sich den Anschein gaben, etwas Günstiges über die Gesellschaft zu wissen; die dadurch hervorgerufene Kauflust des Publikums benutzten sie zu grossen Verkäufen unter der Hand, und als die Actien nach dem allgemeinen Bekanntwerden jener schlechten Nachricht in ganz kurzer Zeit 50% fielen, deckten sie sich, kauften mit bedeutendem Nutzen wieder ein.

Sir John Barnard giebt dem Hause ferner zu bedenken, wie oft es vorkäme, dass Kaufleute, die ein gutes, solides Geschäft hätten, durch die Rathschläge falscher Freunde zum Spekuliren verleitet und in kürzester Zeit zu Grunde gerichtet würden. Der solide Handel, die festeste Stütze des Volkswohlstandes, werde durch die leichten Gewinne der Fondsspekulation entmuthigt, von ernster Arbeit abgeschreckt und auf jede Weise geschädigt. Auch politische Gründe führte Sir John Barnard in's Feld; er meinte, dass es im Belieben jeder fremden Regierung stände, das Nationalvermögen Englands vermittels des Fondshandels auf das ärgste zu schädigen; sie brauchte nur an der Londoner Börse grosse Verkäufe in blanco abzuschliessen resp. durch ihre Agenten abzuschliessen zu lassen, dann beunruhigende politische Gerüchte in Umlauf zu setzen, und die dadurch hervorgerufene Panik zum gewinnreichen Wiedereinkauf der „gefixten“ Effekten zu benutzen.

Einen höchst interessanten Beitrag zu diesem Kapitel lieferte auch der Schatzkanzler Robert Walpole;³⁵⁾ er erklärte, er habe schon längst ein Gesetz gegen die Fondsspekulation herbeigewünscht; denn Letztere brächte die Regierung häufig in die schlimmste Verlegenheit dadurch, dass sie über den Gang der Politik besser unterrichtet sei, als die Regierung selbst; die Hauptspekulanten hielten in allen Residenzstädten Agenten, die besser bezahlt und für ihren Zweck geeigneter seien, als die eigenen Agenten der Regierung.

Die Bill wurde, wie bereits erwähnt, mannichfach amendirt und nach vielem Hin- und Herhandeln zwischen den beiden Parlamentshäusern endlich im Jahre 1734 zum Gesetz erhoben.

³⁵⁾ Derselbe Minister Walpole, der sein bedeutendes Vermögen in erster Linie „glücklichen“ Fondsspekulationen zu danken hatte.

Ueber die Wirkung, welche diese Maassregel auf die Gestaltung des Fondsverkehrs ausgeübt hat, urtheilt eine Denkschrift, „*on the Statutes and decided Cases relating to the Stock Exchange*“ (dem Berichte der *Stock Exchange Commission* von 1878 beigefügt und vom Secretär dieser Commission verfasst), in folgender Weise:³⁶⁾

1. „Da es ein Fundamental-Grundsatz der Fondsbörse ist, die Unanfechtbarkeit aller Börsengeschäfte um jeden Preis aufrecht zu halten, so dachte nie Jemand daran, Geschäfte deshalb in Frage zu stellen, weil sie gegen das Gesetz von 1734 verstieessen; da es ferner durch eine Bestimmung des Londoner Börsenstatuts ausdrücklich jedem Börsenmitgliede untersagt ist, Ansprüche, die aus Börsengeschäften herrühren, gerichtlich einzuklagen, so folgt schon hieraus, dass die Fälle, welche in Gemässheit des Gesetzes von 1734 vor die Gerichte gekommen sind, nicht zahlreich sein konnten; es waren fast nur Klagen von Nichtmitgliedern (Privatkapitalisten oder Spekulanten) gegen Mitglieder (Makler).³⁷⁾
2. Durch eine Interpretation des in dem Gesetze von 1734 angewandten Ausdrucks „*public stock*“ wurde die ganze Wirksamkeit des Gesetzes lediglich auf die englischen Staatspapiere beschränkt (demnach gerade für die gefährlichsten Spekulationswerthe aufgehoben.)“

In diesem beschränkten Wirkungskreise behielt das Gesetz bis zum Jahre 1860 formelle Gültigkeit. Es diente bei einer

³⁶⁾ *London Stock Exchange Commission, Appendix* p. 356.

³⁷⁾ Die Londoner Fondsbörse ist nicht, wie alle festländischen Börsen, eine öffentliche Institution, sondern eine ausserordentlich kräftige, von den Staatsgesetzen fast ganz unabhängige Privat-Vereinigung, die eine nahezu unumschränkte Gewalt über ihre Mitglieder ausübt, indem sie dieselben einfach ausschliesst, d. h. brotlos macht, wenn sie im Falle eines Conflicts zwischen Staats- und Börsengesetzen jene höher achten als diese. Die Bedingungen und Usancen des Fondsverkehrs wurden zum ersten Male codificirt im Jahre 1812; jedoch bestanden sie in ihren wesentlichen Grundsätzen schon lange Zeit vorher, und aus der oben citirten Denkschrift geht hervor, dass jener Fundamentalgrundsatz der unbedingten Gültigkeit aller den Börsen-Usancen entsprechenden Geschäftsabschlüsse bereits kurz nach Erlass des Gesetzes von 1734 angewandt wurde.

Anzahl von Streitfällen als Grundlage der richterlichen Entscheidung,³⁸⁾ die sich indess meistens gegen den vermittelnden Makler wandte, statt gegen den eigentlichen Hauptschuldigen, den Spekulanten selbst. Eine erhebliche, dauernde Bedeutung für die Einschränkung des Fondsspiels hat das Gesetz nicht gehabt. Das Geschäft an der Londoner Börse nahm immer grössere Dimensionen an, besonders seitdem die englische Regierung sich genöthigt sah, bei ihren kolossalen Kriegsanleihen die Hülfe der Fondsbörse im ausgedehntesten Maasse in Anspruch zu nehmen, also namentlich während des siebenjährigen, des amerikanischen und vor Allem während des Krieges gegen die französische Republik, sowie gegen Napoleon.³⁹⁾

Trotzdem kam es während des 18. Jahrhunderts in England nicht mehr zu einer eigentlichen Ueberspekulation, da die Zunahme der Ersparnisse, in Folge des immensen Aufschwungs von Handel und Industrie, mit dem Anwachsen der Fondsmasse ungefähr gleichen Schritt hielt,⁴⁰⁾ und auch das Ausland (namentlich Holland) grosse Mengen englischer Papiere an sich zog.

Wir wenden uns desshalb wieder Frankreich zu, dem

³⁸⁾ Der letzte, nach Sir John Barnard's Act entschiedene Fall datirt vom Jahre 1840.

³⁹⁾ Diese Kriegsperioden liessen die englische Staatsschuld von 80 Millionen Pfd. Sterl. bis auf 900 Mill. Pfd. Sterl. anschwellen.

(*Baxter, National Debts.*)

⁴⁰⁾ Die Periode, während welcher jene riesigen Massen dreiprocentiger englischer Consols auf den Fondsmarkt geworfen wurden, war dieselbe, welche England zur Herrin aller Meere erhob, ja der englischen Marine bis zum Friedensschlusse das faktische Monopol des Welthandels verschaffte; es war die Zeit, in der die englische Industrie, angeregt durch Erfindungen jeder Art, den festen Grund legte zu ihrer späteren Uebermacht der gesammten Weltindustrie gegenüber, — kurz, es war für England eine Zeit grossartigster Prosperität. Baxter (*National Debts*) berechnet, dass sich das englische Nationaleinkommen von 1784—1815 verdoppelt hat (von 175 Mill. Pfd. Sterl. pro Jahr auf 350 Mill. Pfd. Sterl.). Nach Leone Levi (*History of British Commerce*) stieg der englische Export im gleichen Zeitraume von 13 Mill. Pfd. Sterl. pro Jahr auf 51 Mill. Pfd. Sterl., der Tonnengehalt der englischen Handelsmarine von 793 000 auf 2½ Millionen.

klassischen Lande des Spielfiebers,⁴¹⁾ das dort kurz vor der Revolution abermals zum Ausbruch gelangte.

Die Erinnerung an das schreckliche Ende, welches Law's „System“ im Jahre 1720 gefunden hatte, erlosch während der folgenden Jahrzehnte; das Verbot aller Zeitgeschäfte, ausgesprochen in dem Postfestum-Edikte vom Jahre 1724, blieb gänzlich unbeachtet; die Fondsspekulation bestand in der Stille weiter, bewegte sich indess, aus Mangel an geeignetem Spekulations-Materiale, über 60 Jahre lang innerhalb sehr enger Grenzen.

Dies wurde erst anders in Folge der zahlreichen Staatsanleihen, welche die immer dringender werdende Finanznoth des Staates und der unkluge Krieg mit England⁴²⁾ erforderlich machten, Anleihen, die meistens in kleineren Posten und in der Form von Lotterien auf den Markt gebracht wurden, überdies — im Gegensatze zu den eigentlichen französischen Renten — fast nur aus *Au porteur* Obligationen bestanden. Diese Anleihen vermehrten die Zahl des flottanten (d. h. nicht in festem Besitze befindlichen) Spekulationsmaterials ganz ausserordentlich und stachelten die im französischen Volke ohnehin stets so weitverbreitete Spiellust von Neuem an. Dazu kam im Jahre 1776 die Gründung einer *Caisse d'Escompte*, die ursprünglich nur den Bedürfnissen des soliden Waarenhandels dienen sollte, bald aber von den Pariser Bankiers, welche die Verwaltung der Kasse zu leiten hatten, lediglich für ihre eigenen Zwecke im Interesse des Börsenspiels ausgebeutet wurde.⁴³⁾ Es kamen weitere Gründungen hinzu, so die einer neuen Indischen Handelscompagnie, einer Gesellschaft zum Bau einer Wasserleitung, mehrerer Assekuranz-Compagnien, und die Actien dieser anscheinend so gemeinnützigen Gesellschaften wurden von der Spekulation gierig aufgenommen.

⁴¹⁾ Der Kanzler d'Aguessau (der berühmte Gegner Law's) sagt über die Neigung des Franzosen zum Börsenspiel:

„*Le Français n'a pas changé de caractère, depuis Jules César. Extrême en tout il passe sans milieu de l'excès de la confiance à l'excès de la défiance. Il n'y a point de pays où l'on puisse hasarder plus aisément des entreprises qui ne roulent que sur l'opinion.*“

⁴²⁾ Zur Unterstützung der Nordamerikanischen Freistaaten, 1778—1783.

⁴³⁾ *A. Courtois Fils, Histoire de la Banque de France et des principales institutions Françaises de Crédit* p. 73 ff.

Grösstentheils waren sie sogar direct durch die Spekulation veranlasst worden und wurden desshalb natürlich auch lediglich in deren Interesse ausgebeutet. Es bildete sich eine Spielerclique, deren Haupt der Abbé d'Espagnac war, und die an Gewissenlosigkeit ihren Vorgängerinnen von der Law'schen Mississippi-Gesellschaft und von der Englischen Südsee-Compagnie durchaus nicht nachstand.

Hätten sich die Spekulanten auf das Actienspiel beschränkt oder hätten sie in den Staatspapieren nur *à la hausse* spekulirt, so wäre es der Regierung gewiss nicht in den Sinn gekommen, sie zu stören; ja, sie unterstützte sogar die Haussespekulation ganz direct: Der König übernahm einmal die Spielschulden des Abbé d'Espagnac auf seine eigene Kasse, indem er dies damit motivirte, dass man in solchen Krisenzeiten die Spekulation *à la hausse* unterstützen müsse.⁴⁴⁾

Aber die Staatsfinanzen verschlechterten sich fortwährend, Dank der heillosen Wirthschaft des Finanzministers Calonne und Anderer; der Staatscredit gerieth immer mehr ins Schwanken, und es wurde desshalb natürlich auch *à la baisse* spekulirt. Was lag da der kurzsichtigen Auffassung jener Zeit näher, als die Baisespekulation für den Coursrückgang der Staatsanleihen verantwortlich zu machen und sie demnach einfach zu verbieten?

Das geschah denn auch zuerst durch einen Erlass vom 7. August 1785, der jeden Verkauf von Fonds, die der Verkäufer nicht effektiv besass, für null und nichtig erklärte,⁴⁵⁾

⁴⁴⁾ Die hier und im Folgenden berichteten Thatsachen sind dem trefflichen Werke Guillard's „*Les opérations de Bourse*“ entnommen; die später noch eingehend zu besprechende „Anklage gegen die Agiotage“ Mirabeau's, der unter allen seinen Zeitgenossen gewiss der gründlichste Kenner des Börsenspiels war und dabei ein hochbedeutender Nationalökonom und geistvoller Schriftsteller — hat doch zuviel von einer nur für die politische Augenblickswirkung bestimmten Flugschrift an sich, um als alleinige Grundlage für geschichtliche Berichterstattung dienen zu können. Selbstverständlich kann und soll das die sonstige Bedeutung der Mirabeau'schen Schrift nicht im Geringsten schmälern.

⁴⁵⁾ „*Déclare nuls, Sa Majesté, les marchés et compromis d'effets royaux et autres quelconques, qui se feraient à terme, et sans livraison desdits effets ou sans le dépôt réel d'iceux*“ — (Art. 7 des Edikts vom 7. August 1785).

ausserdem mit einer Geldstrafe von 24 000 Livres, sowie eventuell mit dauernder Ausschliessung von der Börse bedrohte. Die Zeitkäufe verbot der Erlass nicht, entgegen dem früheren Edikte von 1724, welches alle Zeitgeschäfte ohne Ausnahme untersagt hatte.

Am 2. October desselben Jahres (1785) erschien ein zweiter Erlass, der das Verbot mit unwesentlichen Aenderungen nochmals einschärfte.⁴⁶⁾

Am 22. September des folgenden Jahres (1786) wurde ein drittes Edikt erlassen, laut dessen der längste Termin für alle Zeitgeschäfte auf zwei Monate festgesetzt wurde; diese Verordnung wird eingeleitet durch das Geständniss, dass die bisherigen Verbote leider fortwährend durch Gegenbriefe (Reverse) und sonstige Mittel umgangen würden.⁴⁷⁾

Auch dieser dritte Erlass blieb wirkungslos, und die Regierung sah sich genöthigt, am 14. Juli 1787, zum vierten Male innerhalb zweier Jahre, die früheren Vorschriften zu erneuern, indem sie gleichzeitig alle Uebertretungen mit den härtesten Strafen belegte.

Wer weiss, wie oft sich dieses Spiel noch wiederholt hätte, wenn nicht inzwischen durch die Anfänge der Revolution dem ganzen Fondsverkehre vorläufig ein jähes Ende bereitet worden wäre.

Im Jahre 1787, zu einer Zeit, als das Spiel noch in voller Blüthe stand, schrieb Mirabeau seine berühmte „Anklage gegen die Agiotage“, ein wahres Meisterwerk an Wucht des Ausdrucks und Klarheit der Darstellung; schonungslos stellt er darin die D'Espagnac und Genossen an den Pranger; und gleich-

⁴⁶⁾ Namentlich milderte man die Schärfe des ersten Edikts ein wenig, indem man Zeitverkäufe unter der Bedingung gestattete, dass der Verkäufer bei einem Notar Beweisstücke hinterlegte, aus denen ersichtlich war, dass er die verkauften Papiere zur Zeit des Geschäftsabschlusses wirklich im Besitze hatte. Im Grunde war dies nur eine formelle Concession, die indess die Umgehung des Gesetzes sehr erleichterte.

⁴⁷⁾ „— — *mais l'intérêt, toujours ingénieux à s'affranchir de ce qui le captive, a trouvé moyen d'é luder le règlement qui interdit tout marché d'effets royaux ou publics, sans livraison des objets vendus. Des reconnaissances concertées, des déclarations annulées par des contre-lettres et des dépôts fictifs, voilent aujourd'hui les contraventions, et rendent fort difficile d'en découvrir la trame.*“

zeitig bekundet er so viel Einsicht in das Wesen des Fondshandels, einen für damalige Zeiten so überraschend ungetrübten Blick in der Beurtheilung der Spekulation, dass wir es uns nicht versagen können, einige Stellen aus der Schrift des berühmten Volkstribunen wiederzugeben.⁴⁸⁾

Mirabeau unterscheidet streng zwischen dem soliden Fondshandel und dem blossen Fondsspiele. Jenes vertheidigt er warm, während er dieses in den stärksten Ausdrücken verdammt.

Von dem reellen Fondshandel sagt er:

„Er spielt, dem Staatsschatze gegenüber, die Rolle des grossen Magazinbesitzers gegenüber dem Fabrikanten, indem er den Letzteren so lange unterstützt, bis der Consumment ihm die Waare seinerseits abnimmt; derartige Häuser sind auch in Paris vorhanden; wengleich das tolle Spiel täglich deren mehr verführt, wollen wir doch hoffen, dass dieser Geschäftszweig nicht ganz verschwindet.“

Dagegen kennzeichnet er die Agiotage in folgender Weise:

„Die Agiotage ist das Studium und die Anwendung von Umtrieben, zu dem Zwecke, um Andere mittelst unerwarteter Fluktuationen im Course öffentlicher Papiere auszubeuten.“ — —

„Das Spiel hat die Moral der Geschäftsleute bereits so verderbt, dass man eigentlich die Bezeichnung „Spieler“ nur auf jene Spekulanten anwenden kann, die bei ihren Operationen sich mehr oder minder schuldbarer Ränke bedienen; die falsche Nachrichten verbreiten, trügerische Rathschläge ertheilen; die sagen, sie kaufen, während sie verkaufen und umgekehrt; die fiktive Gesellschaften bilden, sich um alberne Privilegien bewerben und auf diese Weise nach der Reihe die Regierung, das Publikum und ihre eigenen Genossen täuschen.“ —

„Da giebt es keine ehrliche Berechnung, Klugheit, Zurückhaltung. Um zu betrügen, um Einer dem Anderen die Last, die man sich in der Hoffnung auf Gewinn aufgebürdet hat, mit einer neuen vermehrt, von Schulter zu

⁴⁸⁾ Ich benutze dabei die Uebersetzung des Frhrn. v. Rast.

Schulter zu wälzen, um den ehrlichen, aber leichtgläubigen Zuschauer dieses unerklärlichen Gewinns in's Garn zu locken, werden trügerische Erfindungen gemacht, falsche Nachrichten verbreitet.“ — — —

„Wie kann die Regierung diesem Treiben ruhig zusehen? Weil die Sache schon 2 Jahre lang entstellt wurde, weil man der Regierung eingeredet hat, das Spiel führe allerdings Uebel mit sich, dass es aber nur nöthig sei, die Baissepartei zu bekämpfen, dass man dagegen, um den Verkehr zu beleben, den Credit zu steigern, die Haussiers dulden, ja unterstützen müsse. Der Sophismus, dass zwischen Spielern *à la hausse* und solchen *à la baisse* ein principieller Unterschied bestehe, muss auf seinen wahren Werth zurückgeführt werden, nachdem er nur dazu gedient hat, in Zeiten der Noth die Regierung zu verleiten, ihren Schutz jeder Thorheit zu verleihen. Haussiers und Baissiers stehen sich nicht, wie feindliche Heere gegenüber,⁴⁹⁾ bereit, sich gegenseitig zu vernichten; es sind auch nicht verschiedene Menschenklassen, welche aus Eigensinn, Egoismus oder Habgier ein unabänderliches System befolgen. Allerdings ist die Quelle aller Coursvariationen die Sucht, zu gewinnen; gäbe es aber zwei sich systematisch befehrende Parteien, dann müsste eine Partei obsiegen und die Variationen hätten selbstverständlich ihr Ende erreicht; dass dem nicht so ist, ist bekannt.“ —

„Das Spiel kennt keine Logik, keine Berechnung; in der Regel geschieht gerade das Gegentheil dessen, was Vernünftigenkende zu erwarten berechtigt waren; ich will jedoch nicht behaupten, dass die Wahrheit nicht früher oder später doch zum Siege gelangen wird.“ —

⁴⁹⁾ Die irrige Anschauung, welche Mirabeau hier bekämpft, und der allerdings durch Worte wie „Baissepartei“ „Haussepartei“ Vorschub geleistet wird, ist auch jetzt noch weitverbreitet, — ein neuer Beweis dafür, wie wenig das grosse Publikum bis jetzt das eigentliche Wesen der Vorgänge erkannt hat, die sich tagtäglich an der Fondsbörse abspielen.

„Wäre der Cours Sache vernünftiger Berechnung, dann müsste die Bewegung endlich einmal zum Stillstand kommen; jene Actien, die mit Rücksicht auf den künftigen Ertrag gekauft wurden, befänden sich nunmehr in festen Händen, und das Spiel hätte sein Ende erreicht; das liegt jedoch nicht im Sinne der Spieler; sobald eine Stockung eintritt, wird, wie diese Leute sagen — „der Kreisel gepeitscht.“ -- Kann Vernunft und Ehrlichkeit bei diesem Hexensabbath mitthun? — Vernunft? In Sachen des Spiels hat sie keine Stimme; der zu ihrer Fahne schwört, auf den deutet man mit Fingern, giebt ihn der Lächerlichkeit preis; er allein ist der Thor, die Anderen sind die Weisen.“

Schärfer, treffender, als es hier geschehen ist, kann das Wesen des eigentlichen Börsenspiels nicht charakterisirt werden; dagegen passt diese Schilderung, wie leicht erkennbar, durchaus nicht auf die nützliche vernunftgemässe Börsenspekulation.

Sehr hoch schlägt Mirabeau die heilsame Wirkung einer freien Presse an:

„In Ländern, welche sich der Pressfreiheit erfreuen, wird, was bemerkbar ist, auch sogleich allgemein bekannt. Ein Theil der Coursveränderungen geschieht, so zu sagen, im Vornehinein; kluge Spekulanten können den Sturm daher theilweise vermeiden.“⁵⁰⁾

Was dem Spiele, nach Mirabeau, erst seine eigentliche verderbliche Kraft verleiht, ist das Monopol, dessen die — lediglich für Spielzwecke gegründeten — Actien-Gesellschaften genossen. Hierin zeigt sich der Vorfechter jener politischen und

⁵⁰⁾ Auch diese Bemerkung zeugt von grossem Scharfsinn und ist theoretisch unzweifelhaft richtig; nur vergisst Mirabeau, dass auch die „klugen Spekulanten“ meistens von den Ereignissen überrascht werden, da sie durch die Presse über den Zeitpunkt ihres Eintretens im Voraus nichts Sicheres erfahren können und deshalb ihre Engagements zu lange conserviren, zumal es stets noch „klügere Spekulanten“ giebt, die, durch geheime Quellen besser unterrichtet als die Presse, diese Kenntniss zum Nachtheile der „Klugen“ verwerthen; den unklugen oder unerfahrenen Spekulanten hilft natürlich die Pressfreiheit noch weniger.

national-ökonomischen Partei, welche gerade damals sich anschickte, die Monopolwirthschaft der alten Monarchie über den Haufen zu werfen. Diese Wirthschaft war thatsächlich so durchtränkt von Missbräuchen und Corruption jeder Art, dass es uns nicht wundern kann, wenn Mirabeau sie schliesslich auch für die Anfachung der Spielwuth verantwortlich machte. Indessen hat die Folgezeit bewiesen, dass er sich nach dieser Richtung hin über die Wirkung der freien Concurrrenz gründlich getäuscht hat.

Auch wenn Mirabeau gegen Schluss seiner Anklageschrift von der öffentlichen Meinung die Bestrafung und Verhütung des Börsenspiels erwartet,⁵¹⁾ giebt er sich einer, für seine Zeit allerdings sehr verzeihlichen Illusion hin. Kurz darauf fordert er selbst, dass die Regierung das Spiel unterdrücken solle, giebt aber keine näheren Mittel an und schliesst mit einem pathetischen Rufe nach allgemeinen Reformen in der Verwaltung und im Finanzwesen — ein Verlangen, das gewiss gerechtfertigt war, dessen Gewährung aber ebenso gewiss das Börsenspiel nicht ausrotten konnte und thatsächlich denn auch nicht ausgerottet hat.

Ueberhaupt versteht sich Mirabeau weit besser auf das Schildern und Anklagen, als auf positive Reformvorschläge; er stellt die Agiotage, das eigentliche Börsenspiel, verdientermaassen an den Pranger; aber wenn er das Gebiet der positiven Reformen berührt, kommt er über allgemeine Redensarten nicht hinaus — ein Fehler, den er mit den meisten Schriftstellern theilt, die sich nach ihm über die Fondsbörse geäussert haben. —

Werfen wir nun noch einen Blick zurück auf die Maassregeln, welche in den bisher besprochenen Zeiträumen gegen die Ausschreitungen der Fondsspekulation ergriffen worden sind, so finden wir, dass sie fast ausnahmslos in Verboten ganzer Kategorien von Geschäften bestanden, also reine Repressivmaassregeln waren. Das ist auch leicht erklärlich aus der damals noch ganz allgemein vorherrschenden Auffassung, wonach die Fondsspekulation

⁵¹⁾ „Man braucht keine gesetzliche Strafe gegen Jene, die sich dem Laster des Spiels hingeben, man braucht nur (!) die öffentliche Meinung so zu leiten, dass sie jene Strafe ausspricht, welcher noch Niemand getrotzt hat — die allgemeine Verachtung.“

Nichts als ein Vampyr sei, der dem soliden Handel das Blut aussauge, um sich selbst damit zu mästen. Deshalb bemühten sich die Regierungen so eifrig, dieses Uebel schlechtweg auszurotten, während sie andererseits doch durch ihre Anleihen schon selbst dafür sorgten, dass die „schändliche Gewohnheit des Fondsspekulirens“ nicht ausstarb — ein *Circulus vitiosus*, aus dem die Gesetzgeber auch später nie ganz herausgekommen sind. Jenes harte Urtheil aber hat sich langsam, doch stetig gemildert, je mehr die volkswirtschaftliche Einsicht zunahm und je klarer die hohe Bedeutung hervortrat, welche die Fondsspekulation für den Fortschritt der Kultur gewinnen kann.

Auch heutigen Tages ist dieser Bekehrungsprocess längst nicht vollendet; denn noch haben nicht einmal alle Nationalökonomien gelernt, die schädlichen und nützlichen Wirkungen der Fondsspekulation scharf zu sondern und gegen einander abzuwägen; deshalb ist es auch gar nicht zu verwundern, wenn selbst jetzt noch häufig Maassregeln vorgeschlagen werden, die denen des 17. und 18. Jahrhunderts auf ein Haar gleichen.

In Frankreich stand das Repressivsystem gegen Ende des vorigen Jahrhunderts noch in voller Blüthe, während man in England schon seit geraumer Zeit, mindestens in der Praxis milder geworden war und auch die theoretischen Anschauungen, Dank den Lehren von Adam Smith und seiner Schule, in allmählicher Wandlung begriffen waren. Deutschland hatte zu jener Zeit nur einen ganz geringen Fondshandel, der sich auf die Befriedigung der vorhandenen Kapitalanlage-Bedürfnisse beschränkte. Wir werden uns noch eine geraume Zeit lang nur mit Frankreich und England zu beschäftigen haben, da die deutsche Fondsspekulation erst im Anfange der 20er Jahre unseres Jahrhunderts einen etwas lebhafteren Aufschwung genommen hat.

III. Der Fondsverkehr des 19. Jahrhunderts.

—*—

Kap. 1.

Die rechtliche Beurtheilung der Differenzgeschäfte.

Der französische Fondsverkehr, der sich während der Jahre 1785—87 in einem Zustande fieberhafter Lebhaftigkeit befunden hatte, wurde durch die Revolution zunächst gänzlich unterdrückt. Das Geschäft hörte auf, und im Jahre 1793 erfolgte auch die formelle Schliessung sämmtlicher französischer Börsen. Sie wurden zwar im Jahre 1795 wieder eröffnet; aber auch dann noch bewegte sich der Verkehr lange Zeit hindurch innerhalb der allerngsten Grenzen; es war eben noch kein Platz da für einen Handelszweig, der ohne eine gewisse Sicherheit der staatlichen Grundlagen unmöglich gedeihen kann.⁵²⁾

Was man während der Revolution „Agiotage“ nannte und mit den härtesten Strafen (Pranger und Tod) belegte, war nicht in erster Linie die Fondsspekulation, sondern die Spekulation in dem gesetzlichen Zahlungsmittel, den Assignaten. Wer in Fonds spekuliren wollte, der spekulierte in London; die 3 % Englischen Consols, von denen gerade damals ungeheure Summen emittirt wurden, bildeten das Spielobjekt für ganz Europa; ihr Cours war das Barometer der politischen Lage.

Diese Verhältnisse blieben im Wesentlichen bis zum Sturze Napoleons unverändert. Zwar hob sich das Fondsgeschäft langsam, je mehr sich die Staatsform consolidirte, und dies führte sogar unter dem Consulate zu einem erneuten ausdrücklichen Verbote aller Zeitgeschäfte;⁵³⁾ aber von einem lebhafteren Aufflackern

⁵²⁾ Noch 1798 fand ein partieller Staatsbankerott statt (die Reduction der gesammten Staatsschuld auf ein Drittel) und erst seit 1800 hebt sich der Rentencours allmählich; derselbe stand 1797 ca. 6—7 %, 1798 ca. 16 %, 1799 ca. 12 %, 1800 ca. 28 %. (*A. Courtois Fils, Tableaux des Cours des Principales valeurs Françaises.*)

⁵³⁾ Verordnung vom 26. Prairial X. Dieselbe machte besonders die officiellen Makler (*Agents de Change*) für die Einhaltung des Verbots verantwortlich.

der Spekulationslust war während der ganzen Periode in Frankreich Nichts zu bemerken.

Diesem Umstände ist es wohl hauptsächlich zuzuschreiben, dass die grossen Gesetzbücher, welche Frankreich dem ersten Kaiserreiche zu verdanken hat, sich so unentschieden und widersprechend über gewisse Arten von Fondsgeschäften äussern.

Folgendes sind die Bestimmungen, welche hier hauptsächlich für uns in Betracht kommen:

Code pénal. Art. 421. Les paris qui auront été faits sur la hausse ou la baisse des effets publics seront punis des peines portées par l'article 419. Art. 422. Sera réputée pari de ce genre toute convention de vendre ou de livrer des effets publics qui ne seront pas prouvés par le vendeur avoir existé à sa disposition au temps de la convention ou avoir dû s'y trouver au temps de la livraison.

Code de commerce Art. 76. Les agents de change ont seuls le droit de faire les négociations des effets publics et autres susceptibles d'être cotés. — — —

Art. 86. Un agent de change ne peut se rendre garant de l'exécution des marchés dans lesquels il s'entremet.

Code civil. Art. 1965. La loi n'accorde aucune action pour une dette de jeu ou pour le payement d'un pari.

Diese Bestimmungen sind *de jure* sämmtlich noch bis zum heutigen Tage in Kraft; faktische Gültigkeit hat jedoch nur der Art. 1965 des *Code civil* behalten; denn aus ihm wird die vielgenannte „*exception de jeu*“ abgeleitet, die in den französischen Börsenprocessen der letzten 60 Jahre eine so hervorragende Rolle gespielt hat.

Es ist höchst charakteristisch für den Zustand des französischen Börsenrechts, dass eine Bestimmung, wie der Art. 1965 des *Code civil*, worin die Worte „Fonds“, „Börse“, „Zeitgeschäfte“ gar nicht vorkommen, fast die alleinige Grundlage der einschlägigen Rechtsprechung gebildet hat, während die Bestimmungen, welche sich ausdrücklich und unzweifelhaft auf die Fondsgeschäfte beziehen, überhaupt nicht oder doch nur kurze Zeit lang angewendet worden sind.

Ganz unmöglich ist es, alle die Controversen auch nur zu erwähnen, welche den oben citirten Gesetzesstellen entsprungen sind

und grösstentheils noch heutigen Tages schweben. Wer sich hierüber näher unterrichten will, findet ein reichliches Material in den Berichten der beiden Commissionen, die in neuester Zeit im Auftrage der Regierung und des Parlaments den Zustand des Börsenrechts untersucht und Reformvorschläge gemacht haben.⁵⁴⁾

Für unseren Zweck genügt es vollkommen, wenn wir festzustellen suchen:

1. wie sich die Rechtsprechung unter der Herrschaft der angeführten Bestimmungen entwickelt, und
2. welchen Einfluss diese Rechtsprechung auf die Gestaltung des Börsenverkehrs ausgeübt hat.

1. Der Entwicklungsgang der Rechtsprechung.

Da schon die Bedeutung der einzelnen gesetzlichen Bestimmungen von jeher ausserordentlich umstritten war, so kann man natürlich auch nicht erwarten, dass die Tendenz der Rechtsprechung sich im Laufe der Zeit gleich geblieben ist. Daher ist denn auch ein fortwährendes Schwanken der Grundsätze bei Entscheidungen über Börsengeschäfte deutlich bemerkbar. Sehr häufig haben sogar verschiedene Gerichte beinahe zu gleicher Zeit für und gegen die Gültigkeit derselben Kategorie von Geschäften erkannt.⁵⁵⁾ Doch kann man in diesem Wirrsal widersprechender Entscheidungen im Ganzen gewisse Perioden verfolgen, und es ist nicht ohne Interesse, zu beobachten, welche äusseren Umstände hierbei maassgebend gewesen sind.⁵⁶⁾

Bis zum Jahre 1823 finden wir kein ausgesprochenes Princip; es giebt Entscheidungen für und gegen die Legalität aller Zeitgeschäfte; jedoch waren die Gerichte im Allgemeinen nicht geneigt,

⁵⁴⁾ *Journal officiel. Documents parlementaires.* 1882. p. 1569—1575 und 2207—2219.

⁵⁵⁾ *Guillard, Les opérations de bourse, passim.*

⁵⁶⁾ Meines Wissens hat keiner der zahlreichen französischen Autoren, welche sich mit diesem Thema beschäftigt haben, — auch die Verfasser der oben citirten Commissionsberichte nicht — versucht, die merkwürdigen Schwankungen der Rechtsprechung irgendwie zu motiviren; ich habe mich den Causalnexus zwischen den Ereignissen des Börsenverkehrs und den Anschauungen der Richter wenigstens andeutungsweise klar zu legen.

dem unglücklichen Spekulant den Schutz der *exception de jeu* zu gewähren.

Erst seit 1823, als in Folge grosser Emissionen von in- und ausländischen Staatsanleihen wieder einmal eine Periode schwindelhaften Fondsspieler hereingebrochen war, geht die französische Rechtspraxis scharf gegen die Spekulation vor, indem sie alle Zeitgeschäfte in Werthpapieren als blosse Spielverträge ansieht und demgemäss nach Artikel 1965 des *Code civil* für ungültig erklärt. Ja, man grub sogar die strengen Verordnungen des *ancien régime* wieder aus und wandte sie auf die meisten der zahlreichen Rechtsfälle an, welche damals zur Kenntniss der Gerichte kamen. In den diesbezüglichen Entscheidungen trat ein starker doktrinär-moralisirender Zug hervor, der übrigens die französische Rechtsprechung in Sachen der Börsenspekulation bis zum heutigen Tage nicht ganz verlassen hat.⁵⁷⁾

Schon damals entbrannte ein heftiger Kampf zwischen den Anhängern des alten Repressivsystems und denen des *laissez faire*. Unter den Bankiers und Fondsspekulanten entstand eine starke Agitation gegen die neue Praxis der Gerichte, und diese Bewegung führte schliesslich im Jahre 1824 zu einem von den ersten Pariser Bankiers unterzeichneten Parere über die Zeitgeschäfte. Dasselbe weist den Vorwurf zurück, dass die Zeitgeschäfte in Fonds blosse Wetten oder Spiele seien; bei jedem einzelnen Geschäfte werde eine wirkliche Lieferung und eine wirkliche Zahlung beabsichtigt, wie dies aus dem Wortlaute der Schlusscheine hervorgehe;⁵⁸⁾ überdies seien die Zeitgeschäfte sehr nützlich, ja, für die gegenwärtige Finanzlage des Staats ganz unentbehrlich. Aus diesen Gründen protestirten die Unterzeichner gegen die neue Praxis der Gerichtshöfe.

⁵⁷⁾ „— — — in Anbetracht, dass nur die strenge Ausführung der Gesetze über die Fondsspekulation jene unmässige Gier, sich zu bereichern, zügeln kann, welche sich der Familienväter bemächtigt hat, die, statt ihren soliden und nützlichen Gewerben nachzugehen, sich in unmoralische Spekulationen stürzen und sich dadurch entweder ruiniren oder unsolide, Anstoss erregende Reichtümer sammeln.“ (Entscheidung des *Cour de Paris* vom 9. August 1823.)

⁵⁸⁾ Dies ist eine formalistische Auffassung, die jetzt noch sehr weit verbreitet ist, deren Verkehrtheit ich aber noch nachzuweisen gedenke.

Auf die Periode der strengen Rechtsprechung folgte, etwa von den Jahren 1830—32 an wieder eine mildere Praxis,⁵⁹⁾ die zunächst nur den Käufer auf Zeit begünstigte,⁶⁰⁾ dann aber seit 1849 in die noch jetzt übliche Gesetzeshandhabung überging, wonach es dem freien Ermessen des Richters anheimgegeben ist, darüber zu entscheiden, ob eine „*Opération sérieuse*“ (reelles Kaufgeschäft) oder eine „*Opération fictive*“ (Differenzgeschäft) vorliegt und ob das Geschäft demnach gültig oder ungültig ist.

Das Zeitgeschäft ist somit jetzt in Frankreich gültig und klagbar, wenn eine der folgenden Voraussetzungen zutrifft:

1. Wenn der Umfang des Geschäfts in richtigem Verhältnisse zu dem Vermögen der Parteien steht.
2. Wenn ein angemessener Theil der fraglichen Geschäfte durch effektive Lieferung erfüllt ist.
3. Wenn der Kläger in dem begründeten Glauben gehandelt hat, dass die Operationen des Beklagten reelle seien.
4. Wenn der Verkäufer durch das Anerbieten, die Stücke zu liefern, den Beweis erbracht hat, dass dieselben am Lieferungstage wirklich zu seiner Verfügung waren.
5. Wenn die Parteien die erkennbare Absicht gehabt haben, ihr Geschäft durch wirkliche Lieferung zu erfüllen.⁶¹⁾
6. Wenn der Beklagte dem Kläger bei Abschluss des Geschäfts entsprechende Deckung gegeben hatte.

Ist keine dieser Voraussetzungen vorhanden, so ist das Geschäft ein illegitimes und die daraus resultirende Forderung nicht

⁵⁹⁾ Das Julikönigthum war der Börse bekanntlich sehr gewogen und vertraute das Staatsruder zeitweilig den Händen Pariser Bankiers an, wie Laffitte, Périer u. A. Casimir Périer hatte sich schon im Jahre 1826 anlässlich einer Debatte in der Deputirtenkammer für die Legalisirung der Zeitgeschäfte ausgesprochen.

⁶⁰⁾ Auf Grund des Art. 422 des *Code pénal*, wo noch die alte Unterscheidung zwischen Blanko-Käufern (Käufer auf Zeit, ohne Vollbesitz des Kaufpreises) und Blanko-Verkäufern (Verkäufer auf Zeit, ohne Besitz der Papiere) festgehalten wird.

⁶¹⁾ Diese Absicht gilt neuerdings am häufigsten als Kriterium des realen Geschäfts.

klagbar; namentlich ist dies der Fall, wenn der Beweis erbracht wird, dass die Absicht der Parteien auf blosser Differenzzahlung gerichtet war.

In der zweiten Hälfte der 50er Jahre, nach der Periode intensiver Spekulationswuth, die im Jahre 1852 mit der Gründung des *Crédit Mobilier* begann und 1856 mit einem jähen Courssturze abschloss, griffen die Gerichte eine Zeit lang wieder auf die alte, strengste Praxis zurück; aber bald lenkten sie wieder in das neue Fahrwasser ein und sind darin bis zum heutigen Tage geblieben. Zwar giebt es auch jetzt noch manche Widersprüche in den Entscheidungen; doch beeinträchtigen sie die oben wiedergegebene Grundanschauung im Ganzen nur wenig.

Bevor wir nunmehr zur Beantwortung der Frage schreiten, welchen Einfluss die Uneinklagbarkeit der Differenzgeschäfte auf die Fondsspekulation ausgeübt hat, wollen wir erst noch einen Blick auf die Gesetzgebung einiger anderer Länder werfen, um zu erfahren, in welcher Richtung die Rechtsentwicklung auf diesem Gebiete gegenwärtig fortschreitet.

England. Ein im Jahre 1845 erlassenes Gesetz (8 und 9 Victoria C. 109) erklärt alle Spiel- und Wettverträge für null und nichtig; dies ist das einzige jetzt noch in Kraft befindliche englische Gesetz, wonach die Gültigkeit der Differenzgeschäfte angefochten werden könnte.⁶²⁾ Aber auch hier entsteht zunächst wieder die Frage, inwieweit diese Geschäfte unter den Begriff des Spiels und der Wette fallen. Früher waren die Gerichte vielfach geneigt, sich gegen die Klagbarkeit der Differenzgeschäfte auszusprechen; aber in neuerer Zeit hat sich die Auffassung Bahn gebrochen, dass der Makler seinen Clienten zur Bezahlung aller, aus Zeitgeschäften, also auch aus den sogen. „reinen Differenzgeschäften“ herrührenden Forderungen gerichtlich zwingen kann.

Die ganze Frage hat übrigens für England keine grosse Bedeutung, da es, wie schon früher erwähnt, allen Mitgliedern der Fondsbörse statutengemäss untersagt ist, Forderungen gegen ein anderes Mitglied — auch wenn dasselbe seine Zahlungen ein-

⁶²⁾ *Report of the London Stock Exchange Commission (1878) Appendix p. 356.*

gestellt hat — oder gegen den Clienten eines anderen Mitglieds gerichtlich einzuklagen, es sei denn, dass dieses Mitglied resp. dessen sämtliche Gläubiger oder der Börsenvorstand sich damit einverstanden erklärt hätten.⁶³⁾ Da dies wohl niemals geschieht, so beschränken sich die zur gerichtlichen Entscheidung kommenden Fälle auf Klagen von Maklern gegen ihre eigenen Kunden.

Deutschland. In Deutschland giebt es noch viel Streit darüber, ob das Differenzgeschäft als ein gewöhnliches Zeitgeschäft schlechthin klagbar oder als Spiel resp. Wette nur in beschränktem Maasse klagbar ist. Das Allgemeine Deutsche Handels-Gesetzbuch spricht sich über diesen Punkt nicht aus. Nach einzelnen Partikularrechten ist das Differenzgeschäft verboten (namentlich da, wo noch französisches Recht gilt), nach anderen ist es wenigstens nicht klagbar (z. B. in Sachsen), nach anderen wieder wird es wie jedes einfache Zeitgeschäft behandelt (z. B. in Preussen); nach einer Entscheidung des Reichs-Oberhandelsgerichts (vom 4. Juni 1872) wäre das Differenzgeschäft nur dann als solches anzusehen und dem Spiele gleichzustellen, demnach nicht einklagbar, wenn eine ausdrückliche Uebereinkunft der Parteien vorliegt, das Geschäft nur durch Differenzzahlung zur Ausführung zu bringen. Präsumirt wird, im Gegensatze zum französischen Rechte, für die Klagbarkeit.

Oesterreich. In Oesterreich wurde die Klagbarkeit der Differenzgeschäfte erst 1875 (durch das Gesetz vom 1. April 1875 betr. die Organisation der Börsen) gesetzlich ausgesprochen.

Belgien. In Belgien wurden die auf die Börsengeschäfte bezüglichen Artikel des französischen *Code pénal* im Jahre 1867 (8. Juni) ausser Kraft gesetzt, die „*exception de jeu*“ ist zwar noch zulässig; doch präsumirt die Rechtsprechung auch hier für den reellen Charakter aller Zeitgeschäfte.

Italien. Durch das Gesetz vom 14. Juni 1874, welches der Börse eine procentuale Steuer auferlegte, sind alle Börsengeschäfte, einschliesslich der reinen Differenzgeschäfte, in Italien rechtsgültig geworden, insofern sie durch Vermittlung eines autorisirten Maklers und in der gesetzlich vorgeschriebenen Form abgeschlossen sind.

⁶³⁾ *Rules and Regulations of the Stock Exchange, Rule 52.*

Russland ist der einzige grosse europäische Staat, der nicht nur, wie Frankreich, alle Differenzgeschäfte, sondern sogar alle Zeitgeschäfte andauernd für nicht einklagbar erklärt.

Wie aus dieser Zusammenstellung hervorgeht, schwankt die Gesetzgebung noch vielfach zwischen der Furcht, durch strikte Verweigerung der Klagbarkeit das legitime Geschäft mit zu schädigen, und zwischen der Besorgniss, durch gänzliche Legalisirung aller Differenzgeschäfte neue Excesse der Spekulation zu ermuthigen. Doch neigt sich im Allgemeinen die Wagschale ganz unverkennbar zu Gunsten der Legalisirung. Man ist jetzt meist geneigt, anzunehmen, dass die Absicht des Gesetzgebers oder — wo dieser geschwiegen hat — des Richters, durch Nichtanerkennung der Differenzgeschäfte den Ausschreitungen der Fondsspekulation einen Damm entgegenzusetzen, in keiner Weise erreicht worden ist; man erhebt sogar den Vorwurf, dass die Wirkung eine direkt entgegengesetzte sei und man verspricht sich gegenwärtig von der Legalisirung der Differenzgeschäfte denselben Erfolg, den man sich früher von der Ungültigkeitserklärung versprochen hatte; diejenigen, welche nicht so weit gehen, weisen wenigstens auf die schweren Nachtheile hin, die aus dem System, wie es z. B. in Frankreich gegenwärtig noch besteht, entspringen und fordern deshalb, dass die Rechtsgültigkeit der Differenzgeschäfte ausser Zweifel gestellt werde.

In Frankreich ist diese Agitation, wie wir gesehen haben, ebenso alt wie die Rechtsprechung, gegen welche sie sich richtet. Sie hat seit dem Jahre 1823, in dem sie zuerst an die Oeffentlichkeit trat, immer mehr an Stärke zugenommen; ursprünglich von den Interessentenkreisen ausgehend, hat sie sich bald in der wissenschaftlichen Nationalökonomie und allmählich auch in der Juristenwelt Eingang verschafft; durch zahlreiche Parlamentsverhandlungen und durch eine wahre Fluth von Zeitungsartikeln und selbstständigen Schriften hat sie die öffentliche Meinung für sich gewonnen, und gerade im gegenwärtigen Augenblicke ist sie beschäftigt, die letzten ihr noch entgegenstehenden Hindernisse aus dem Wege zu räumen.

Die Kammer hat in Gemeinschaft mit der Regierung bereits im Sommer des Jahres 1882 einen Gesetzentwurf ausarbeiten

lassen, demzufolge sämtliche Arten von Zeitgeschäften für legal erklärt und alle entgegenstehenden früheren Gesetze aufgehoben werden sollen. Dieser Entwurf ist zwar noch nicht definitiv genehmigt, aber wenn, wie wahrscheinlich, die Mehrheit der Kammer dem darin niedergelegten Principe treu bleibt, wird die vollständige Legalisirung aller Zeitgeschäfte nicht lange auf sich warten lassen.

Die Gründe, auf welche sich die Agitation zur Erreichung dieses Zieles stützt, sind zu jeder Zeit und in jedem Lande die gleichen gewesen; sie sind theils juristischer, theils wirthschaftlicher, theils allgemein sittlicher Natur und von sehr verschiedenem Werthe; die am häufigsten angeführten sollen im Folgenden einer kurzen Kritik unterzogen werden:

1. Die Schwierigkeit einer genauen juristischen Definition des Begriffes „Differenzgeschäft“.

Der theoretische Begriff des „Differenzgeschäftes“ ist klar; es ist dasjenige Zeitgeschäft, welches die Parteien nicht durch wirkliche Lieferung der Waare (im Fondshandel „Stücke“) und Zahlung der vollen Kaufsumme abzuwickeln beabsichtigen, sondern durch Entrichtung einer Differenz, und zwar derjenigen Differenz, welche sich ergibt, wenn man den vereinbarten Kaufpreis mit dem zur Zeit der Geschäftserfüllung (des „Termins“) bestehenden vergleicht.

Die Schwierigkeit beginnt erst in der Praxis. Das Differenzgeschäft ist nämlich formell nie rein vorhanden, d. h. die Parteien verpflichten sich nach dem Wortlaute des Contracts („Schlusschein“) nie oder doch fast nie zur blossen Differenzzahlung; vielmehr wird formell stets ein einfaches Zeitgeschäft abgeschlossen; der Schlusschein enthält eine Formel, welche die Verpflichtung zur Lieferung und Zahlung ganz in der für alle Zeitgeschäfte üblichen Weise ausspricht; aber die Absicht der Parteien kann darum doch auf blosser Differenzzahlung gerichtet sein, und sie ist dies auch thatsächlich in einer sehr bedeutenden Zahl von Fällen, ja man kann sagen, bei dem weitaus grössten Theile aller an der Fondsbörse abgeschlossenen Zeitgeschäfte.⁶⁴⁾

⁶⁴⁾ Die monatliche oder halbmonatliche Liquidation durch Scontrirung (Compensation der auf einen bestimmten Termin, Medio oder Ultimo, abgeschlossenen Geschäfte zu einem festgesetzten Course) wird von vielen sonst scharfsinnigen Autoren ganz ungerechtfertigter Weise benutzt, um den Begriff

Da nun aber die Form des Contracts stets dieselbe ist, so ist es fast immer sehr schwierig, das wahre Wesen des Geschäftes zu ermitteln. Häufig wird der Richter sich zwar aus dem Thatbestande ein Urtheil über die wirkliche Absicht der Parteien bilden können; meistens wird er jedoch mit voller Sicherheit hierzu nicht im Stande sein. Immer ist es recht misslich, wenn der Richter die arbiträre Befugniß hat, darüber zu entscheiden, welche Absicht Spekulanten bei Abschluss eines Geschäftes gehabt haben, während doch in der That meistens nur die Absicht bestimmend gewesen ist, Geld zu verdienen und die sekundäre Frage, ob Lieferung oder Differenzzahlung, in vielen Fällen erst später, wohl gar erst am Lieferungstage entschieden wird. Der Richter ist deshalb Irrthümern bei derartigen Urtheilsprüchen ganz besonders ausgesetzt. Dies ist indess auch bei anderen ähnlichen Materien der Fall, und genügt noch nicht, um das Verlangen nach Legalisirung der Differenzgeschäfte zu begründen.

2. Es ist fast immer nur der Makler, welcher durch die Uneinklagbarkeit der Differenzgeschäfte getroffen wird, nicht der eigentliche Spekulant selbst, weil jener schon um seiner commerciellen Stellung willen sich seiner Verpflichtungen nicht unter dem Schutze der Spielklausel entziehen kann.

Wir können diesen Grund nicht als stichhaltig anerkennen; denn das ist ja eben ein Hauptzweck des Gesetzgebers gewesen, zunächst die als öffentliche Angestellte geltenden Makler verantwortlich zu machen für illegale Spekulationen und sie zur beständigen Vorsicht zu mahnen. Lässt der Makler diese Mahnung unbeachtet, erfüllt er seine Pflicht als Beamter nicht, so darf er,

des Differenzgeschäftes zu illustriren. Allerdings bewirkt diese Compensation, dass diejenigen Geschäfte, auf welche sie Anwendung findet, fast sämtlich durch blosse Differenzzahlung regulirt werden, d. h. es wird die Differenz zwischen dem Kaufs- und dem Liquidationcourse gezahlt, womit das Geschäft abgewickelt ist; aber dies ist doch immer nur eine rein mechanische Erleichterung des Lieferungsgeschäftes, lediglich dazu bestimmt, möglichst viele einzelne Botengänge und Geldauszahlungen zu vermeiden. Mit dem inneren Wesen des Differenzgeschäftes hat diese Aeusserlichkeit nicht das Geringste zu thun.

der zu gleicher Zeit Kaufmann ist, sich am Wenigsten darüber beklagen, wenn er zu Schaden kommt.

3. Warum — so fragen die Verfechter der Legalisirung aller Zeitgeschäfte — sollen gerade die Fondsgeschäfte eine von anderen Geschäften abweichende Behandlung erfahren? In vielen anderen Waaren, die einem lebhaften spekulativen Verkehre unterliegen, wie z. B. Getreide, Baumwolle, Eisen, werden fortwährend fiktive Kaufcontracte abgeschlossen, die den an der Fondsbörse üblichen ganz analog sind. Wesshalb gewährt man diesen Geschäften den Schutz des Gesetzes, den man jenen entzieht? —

Darauf ist zu erwidern, was wir bereits in der Einleitung berührt haben, dass die Börsenpapiere eben keine Waare, wie jede andere sind, dass sie sich vielmehr einmal in hervorragender Weise zum Spielobjekt eignen, dass ferner das Fondsspiel stets besonders riskant ist, und vor Allem, dass seine Ausschreitungen viel grössere Kreise in Mitleidenschaft zu ziehen pflegen, als die Excesse der meisten anderen Spekulationsarten. Der Gesetzgeber ist desshalb an und für sich vollkommen in seinem Rechte, wenn er die Fondsgeschäfte abweichend von allen sonstigen Waarentransaktionen behandelt.

4. In dieselbe Kategorie gehört die Frage, wieso der Staat denn überhaupt dazu kommt, selbstständige Männer gegen die Versuchungen des Börsenspiels schützen zu wollen. Auch ausserhalb der Börse kämen schwindelhafte Operationen vor; wenn der Staat überall interveniren wollte, wo fände er ein Ende?⁶⁵⁾

⁶⁵⁾ Dieser Einwurf findet sich sogar, nebst allen übrigen, in dem von A. Naquet verfassten Berichte der französischen Parlaments-Commission von 1882. Wir entnehmen diesem Berichte die folgenden Sätze, welche an radikalem Manchesterthum, an idealistischer Verkennung der Menschennatur so ziemlich das denkbar Aeusserste leisten:

„A vouloir éviter les malheurs qui naissent de l'ignorance, de la vanité, de la sottise, il faudrait aller jusqu' à supprimer la liberté. Il n'y a pas de juste milieu (?); ou le régime de la liberté se limitant elle-même (?) avec son cortège d'abus, mais aussi avec ses immenses avantages, le régime de la liberté avec ses risques individuels, mais aussi avec ses effets généraux bien-faisants, — ou la substitution en toute chose (?) de l'Etat à l'individu, le communisme qui supprime la chance, l'aléa, mais qui fait du même

Diese Frage zu beantworten, ist uns unmöglich, weil wir sonst in eine allgemeine Erörterung über die Aufgaben des Staates eintreten müssten, eine Erörterung, die hier entschieden zu weit führen würde. Es genügt, darauf hinzuweisen, dass die Anschauungsweise, aus der die obige Frage entfloren ist, gegenwärtig glücklicher Weise immer mehr verdrängt wird von einer höheren und weiteren Auffassung der Pflichten, welche der Staat der Gesellschaft gegenüber zu erfüllen hat.

Diese vier Einwürfe erscheinen uns sämtlich theils als unbegründet, theils als nicht ausschlaggebend; aber es giebt zwei weitere Gründe, welche die ganze Streitfrage für uns entscheiden; man weist nämlich

5. auf die fortwährende Schädigung des allgemeinen Rechtsgefühls und der Moral hin, die eine unvermeidliche Folge der Uneinklagbarkeit gewisser Kategorien von Geschäften ist, da sich nur die gewissenlosen Spekulanten durch die Einrede, sie hätten rechtsungültige Geschäfte abgeschlossen, für den Fall des Misslingens der Spekulation schützen können, während der ehrenhafte Mann sich seiner Verpflichtungen auf diese Weise nicht entledigen wird.

Dies ist in der That ein sehr schwerer Übelstand, der z. B. in Oesterreich 1875 wesentlich bestimmend war für die Legalisirung der Differenzgeschäfte.

Aber der Kernpunkt der ganzen Frage liegt doch anderswo. Man hat

6. gesagt, dass die Uneinklagbarkeit der Differenzgeschäfte dem Fondsspiele keinen Eintrag gethan hat; und es herrscht sogar vielfach die Ansicht, dass man diesem Ziele näher kommen wird, wenn man alle Forderungen aus Börsen-

coup disparaître l'émulation, l'esprit d'invention et de découverte — qui pour éviter quelques (?) malheurs privés, quelques (?) ruines particulières en arrive au malheur général, à la ruine universelle (!?).“

In einem Berichte über die Zweckmässigkeit der Spielklausel das Schreckgespenst der communistischen Weltrepublik citiren und dies Schreckgespenst für allgemeine Spekulationsfreiheit verwerthen zu wollen, das ist in der That eine kostbare Leistung, die in einem officiellen Aktenstücke nur im Hinblick auf die bekannte Fähigkeit des Franzosen, sich für alle möglichen Hirngespinnste zu enthusiastiren, erklärlich wird.

geschäften als rechtsgültig anerkennt,⁶⁶⁾ hierdurch das Gefühl der Verantwortlichkeit auch für den Fall des Misslingens bei den Spielsüchtigen schärft und das leichtsinnige Eingehen spekulativer Engagements sich durch den verdienten Geldverlust bestrafen lässt.

Diese Hoffnungen müssen wir allerdings, gestützt auf die Erfahrungen, die man in Ländern gemacht hat, welche das Differenzgeschäft anerkennen, als fromme Wünsche bezeichnen; denn die Furcht vor drohenden Verlusten wird eben aufgewogen durch die Aussicht auf leichten Gewinn, selbst in ganz normalen Zeiten; in Perioden der Ueberspekulation und des allgemeinen Optimismus bleibt jene Furcht stets ganz wirkungslos.

Aber ebenso unwirksam hat sich andererseits auch die Rechtloserklärung der Differenzgeschäfte erwiesen, und das ist bei Weitem der gewichtigste aller bisher angeführten Gründe für eine Aenderung dieses Zustands.

Wenn der Staat versucht, durch irgendwelche gesetzliche Maassregeln den Ausschreitungen der Fondsspekulation und ihren gefährlichen Folgen entgegenzutreten, so müssen diese Maassregeln vor allen Dingen auch thatsächlich wirksam sein; das ist *conditio sine qua non*; denn anderenfalls wird die Autorität des Gesetzes schwer geschädigt, möglicher Weise der solide Handelsverkehr ebenfalls, während der verderbliche Theil der Fondsspekulation, das eigentliche Spiel durch den Echee der Staatsgewalt verdoppelte Bedeutung, Etwas von dem Ansehen einer ewigen Naturnothwendigkeit erhält; und das schreckt mehr, als irgend etwas Anderes von künftigen, zweckmässigeren Versuchen ab.

⁶⁶⁾ Der Bericht der oben erwähnten (ersten) Commission zur Prüfung des französischen Börsenrechts schliesst folgendermaassen:

„*A ce rapport, monsieur le ministre, la commission joint, sous forme d'articles de loi, les propositions qu'elle a l'honneur de vous soumettre.*

Elle a la conviction que leur adoption contribuerait à donner aux transactions une plus grande sécurité, à moraliser le marché, peut-être même à modérer les excès de l'esprit de spéculation, dans la mesure restreinte où la loi peut le faire, sans porter atteinte à la liberté des conventions, l'une des conditions les plus essentielles de la prospérité financière et commerciale du pays.“

In dieser Richtung haben die Gesetze und Gesetzesauslegungen, welche den Differenzgeschäften die Klagbarkeit entzogen, schweren Schaden angerichtet; sie haben ihren Zweck verfehlt und dadurch sehr wesentlich zu dem Glauben beigetragen, dass die Excesse der Fondsspekulation unvermeidliche Uebel seien, die man nur mit den bekannten Universalexixiren der Freihandelsschule, mit Aufklärung des Volkes, Verbreitung von Gemeinsinn und Gewährung möglichst grosser wirthschaftlicher Freiheit bekämpfen könne.

Diese, in der Theorie vortrefflichen, ja unanfechtbaren, im praktischen Leben aber sehr häufig als wirkungslos erwiesenen Heilmittel können den periodischen Ausbrüchen der Spielwuth ebenso wenig die Spitze abbrechen, wie es die Nichtigerklärung der Differenzgeschäfte vermocht hat.

Wir sind vollkommen einverstanden damit, dass alle Fondsgeschäfte da, wo es noch nicht geschehen ist, für rechtsgültig erklärt werden. Wir versprechen uns hiervon keinerlei Erfolg gegenüber den Excessen der Spekulation; aber wir halten den Zustand, wie er z. B. in Frankreich besteht, für verderblich im Interesse des allgemeinen Rechtsgefühls, der Ehrenhaftigkeit im Handel und Wandel und vor Allem der Staatsautorität. Jede Gesetzgebung, welche ähnliche Verhältnisse herbeizuführen geeignet wäre, müsste auf das Allerentschiedenste bekämpft werden.⁶⁷⁾

⁶⁷⁾ Nach Fertigstellung dieses Kapitels kommt mir die kleine Schrift von Prof. Gareis „Die Klagbarkeit der Differenzgeschäfte“ zu Händen. Dieselbe giebt eine treffliche Uebersicht über das auf diesem Gebiete geltende Recht, und zwar ist die Darstellung des bekannten Rechtslehrers in vielen Punkten, die indess für die grundsätzliche Entscheidung nicht ausschlaggebend sind, vollständiger, als die meinige. Gareis kommt schliesslich zu demselben Resultate, wie ich, nämlich dass die Klagbarkeit der Differenzgeschäfte unbedingt anzuerkennen sei. Jedoch ist sein Weg vielfach von dem meinigen verschieden, und auch in manchen principiellen Punkten kann ich ihm nicht beistimmen; auf die wesentlichsten will ich hier kurz eingehen:

Gareis betont zur Unterstützung seiner obigen Schlussforderung hauptsächlich den grossen Nutzen, die Unentbehrlichkeit der Zeitgeschäfte im Allgemeinen. Diese Unentbehrlichkeit ist hinsichtlich des gewöhnlichen Zeitgeschäfts zweifellos anzuerkennen; aber damit ist an sich noch nicht bewiesen, dass diejenige Abart des Zeitgeschäfts, welche man

„Differenzgeschäft“ nennt, ebenfalls unentbehrlich oder auch nur nützlich ist. Nun sagt Gareis allerdings (p. 23), dass man das Differenzgeschäft in der Praxis nicht vom gewöhnlichen Zeitgeschäfte trennen könne; dies ist nur theilweise richtig; die Trennung ist schwer, jedoch nicht in allen Fällen unmöglich, wie man aus meiner Darstellung gesehen haben wird. Aber Gareis versteht unter „Differenzgeschäften“ überhaupt gar nicht dasselbe, wie ich und schon deshalb deckt sich seine Beweisführung nicht mit der meinigen. Er unterscheidet 3 Arten von Differenzgeschäften, nämlich:

1. Das gewöhnliche, auf wirkliche Lieferung gerichtete Zeitgeschäft, welches hinterher durch irgendwelche zufällige Umstände zum Differenzgeschäft wird (zufälliges Differenzgeschäft).
2. Das Prämiengeschäft (alternative Differenzgeschäft).
3. Das sogen. „reine“ oder „unbedingte“ Differenzgeschäft.

Gareis sagt nun, dass nur Geschäfte der ersten Art in der Wirklichkeit vorkämen und zwar vermöge der börsenmässigen Compensation (Liquidation).

Hierin bin ich anderer Ansicht, da ich

1. das Charakteristische des Differenzgeschäfts gar nicht in der Form des Contracts finde, sondern nur in der Absicht der Parteien und deshalb stets nur das (allerdings lediglich durch innere Gründe erkennbare) „unbedingte Differenzgeschäft“ (No. 3) im Auge habe; und
2. die ebenfalls rein formelle, mechanische Erleichterung des Lieferungs geschäfts durch Compensation überhaupt nicht als Entstehungsursache von Differenzgeschäften anerkennen kann.

Wenn ferner Gareis den Beweis zu führen sucht, dass das Differenzgeschäft nicht unter den Begriff des Spiels oder der Wette falle, so kann ich als Laie in der Rechtswissenschaft allerdings nicht wagen, die juristische Richtigkeit dieser Ausführungen zu bestreiten; aber andererseits kann ich es, nach meinen an der Börse gewonnenen Erfahrungen, nur als meine feste Ueberzeugung aussprechen, dass ein beträchtlicher Theil der an der Börse abgeschlossenen eigentlichen „Differenzgeschäfte“ nach dem allgemeinen Sprachgebrauche unzweifelhaft unter den Begriff des Hazardspiels fallen muss, unter den Begriff eines Spiels, dessen einzig bestimmender Faktor der Zufall ist; und ich glaube nicht, dass diese meine Ansicht von Irgendwem, der die Börse aus eigener Erfahrung kennt, bestritten werden wird.

Die Frage, ob das „Differenzgeschäft“, wie ich es definire, überwiegend schädlich oder überwiegend nützlich ist, habe ich mit vollem Vorbedacht weder gestellt, noch beantwortet; denn

- 1) ist dies eine Frage, welche nur im Zusammenhange mit der Erörterung des volkwirtschaftlichen Werthes aller Börsengeschäfte beantwortet werden kann, und
2. genügen die von mir angeführten Gründe vollauf, um die Forderung nach Legalisirung der Differenzgeschäfte zu motiviren.

Kap. 2.

**Erste Spekulationsperiode des 19. Jahrhunderts, 1800—1832
(Periode der grossen Staatsanleihe-Emissionen).⁶⁸⁾**

Wir nehmen den Faden unserer geschichtlichen Darstellung wieder auf und wenden uns zunächst von Neuem dem englischen Fondsverkehre zu.

Die letzte Maassregel, welche die Gesetzgebung in England während des 18. Jahrhunderts gegen die Fondsspekulation ergriffen hat, nämlich Sir John Barnard's Act, datirt, wie wir gesehen haben, vom Jahre 1734; sie war ohne tiefgreifende Wirkung geblieben, theils in Folge des Widerstands, den ihr die Börse entgegensetzte, theils in Folge einer beschränkenden Interpretation Seitens der Gerichte, besonders aber desshalb, weil die Regierung für ihre kolossalen Anleihe-Emissionen die Fondsspekulation nöthig hatte und desshalb gar nicht sehr streng gegen sie vorgehen durfte. Allerdings wäre es dem englischen Staate auch nicht möglich gewesen in den 21 Jahren des französischen Krieges (von 1794—1815) Anleihen im Nominalbetrage von über 600 Mill. Pfd. Sterl. zu emittiren, wenn die Spekulation nicht dem Privatkapitale wenigstens vorläufig den grösseren Theil dieser Last abgenommen und die 3procentigen englischen Consols zum internationalen Spekulationspapiere erhoben hätte.

⁶⁸⁾ Wenn ich sowohl für diese, wie für alle folgenden Spekulationsperioden eine bestimmte Fondsgattung als charakteristisch voranstelle, sie gleichsam als Schlagwort benutze, so soll damit selbstverständlich nur gesagt sein, dass diese Kategorie im Handel, besonders im spekulativen Verkehre stärker umgesetzt wurde, als andere Fondsarten oder dass sie in grösseren Massen zur Emission gelangte. Der sonstige Verkehr kann daneben doch noch recht erheblich gewesen sein, wie denn z. B. in die „Periode der grossen Staatsanleihen“ die Englische Krisis von 1825 fällt, welche durch übertriebene Bergwerksspekulationen mit veranlasst ward.

Die Bezeichnung „Periode der grossen Staatsanleihe-Emissionen“ wird gerechtfertigt erscheinen, wenn man weiss, dass die Anleihen aller Staaten der Erde im Jahre 1793 rund 506 Mill. Pfd. Sterl. betragen, bis 1815/20 sich auf 1530 Mill. Pfd. Sterl., also auf mehr als das Dreifache steigerten, während in der folgenden dreissigjährigen Periode bis 1848 die Zunahme sich nur auf weitere 200 Mill. Pfd. Sterl. belief. (*Baxter, National Debts.* p. 75 ff.)

Die Londoner Fondsbörse trat bei den Anleihe-Emissionen häufig in corpore als Bieterin auf; die einzelnen Londoner Bankiers machten ihr dabei scharfe Concurrenz, und so rege war diese Betheiligung, so festgegründet schon damals der englische Staats-Credit, dass die Regierung selbst in den trübsten Zeiten nie über $6\frac{1}{3}\%$, in der Regel aber höchstens 4—5% Zinsen zu bezahlen brauchte.⁶⁹⁾ Natürlich war der Cours der 3procentigen Consols nicht selten starken Schwankungen ausgesetzt, hielt sich indess meistens über 60% und fiel niemals unter 50%, was für ein dreiprocentiges Papier bei der sonstigen Höhe des damaligen Zinsfusses und in Anbetracht der fortwährenden Kriege gewiss noch durchaus kein besonders niedriger Cours genannt werden kann.⁷⁰⁾

Ob nicht trotz dieser glänzenden Aussenseite damals schon eine übergrosse Vermehrung des flottanten Spekulationsmaterials stattgefunden und die spätere Krisis vorbereitet hat, lässt sich schwerlich entscheiden. Zu Tage getreten ist eine eigentliche Ueberspekulation erst in den Jahren 1824/25, und der darauf folgende, überaus heftige Rückschlag lässt sich, direct wenigstens nicht aus den Finanzoperationen der englischen Regierung ableiten, sondern hat ganz andere unmittelbare Veranlassungen.

Die allgemeine Prosperität, deren sich England zu jener Zeit erfreute, verleitete zu der, leider in solchen Fällen stets wiederkehrenden Anschauung, dass es nun „immer so weiter gehen müsse“; der niedrige Zinsfuss erleichterte die Möglichkeit, Geld für jedes Unternehmen zu erlangen. So kam es denn, dass besonders seit 1823 die Zahl unsolider Gründungen wieder bedenklich

⁶⁹⁾ Diese Verzinsung ist nicht vom Nominale berechnet, sondern vom wirklichen Emissionscourse; der nominelle Zinsfuss war fast durchgängig 3%.

Vergl. *Gilbart, History and principles of banking; J. J. Grellier, The terms of all the loans which have been raised for the public service.*

⁷⁰⁾ Die 3procentigen Consols stiegen im Jahre 1792 sogar bis 97%; der bis zur Gegenwart überhaupt niedrigste Cours von ca. 50% fällt in die Jahre 1797/98. (*Leone Levi, History of British commerce, Tafel zwischen p. 72 und 73.*)

anwuchs.⁷¹⁾ Namentlich die Actien südamerikanischer Bergwerke wurden zu tollen Courstreibereien benutzt.⁷²⁾ Aber auch ausländische Staatsanleihen kamen in grossen Mengen heraus,⁷³⁾ darunter viele von recht zweifelhaftem Charakter; die englische Regierung hatte kurz zuvor die Unabhängigkeit der süd- und mittelamerikanischen Republiken anerkannt, welche sich von Spanien losgerissen hatten; das Publikum schöpfte aus diesem rein politischen Akte ein fast unbegrenztes Vertrauen in die Solvenz jener Staaten, sah sich jedoch nach kurzer Frist in seinen Erwartungen schmachlich getäuscht und verlor den grössten Theil des „angelegten“ Geldes.

Auch die zahllosen fremden und einheimischen Gründungen stellten sich meistens als Fehlgeburten heraus, und diese Enttäuschungen führten am Schlusse des Jahres 1825 zu einer vollständigen Deroute auf dem Fondsmarkte, während gleichzeitig durch übertriebene Banknoten-Emissionen und nachherige plötzliche Einschränkungen der Cirkulation eine Geldkrisis und durch über-

⁷¹⁾ Die Gesamtzahl der in den Jahren 1823—25 gegründeten oder doch dem Publikum in Prospekten angepriesenen Gesellschaften betrug 636, mit einem Nominalkapitale von 372 Mill. Pfd. St.; davon bestanden 1827 nur noch 127 mit einem Gesamtkapitale von 102½ Mill. Pfd. Sterl. (Nach *English, A complete view of the Joint Stock Companies during the years 1824 and 1825*); es gingen also offenbar weit mehr kleine, als grosse Gesellschaften zu Grunde.

⁷²⁾ Nach *Francis, History of the Bank of England* — wurden die Actien des Bergwerks Real del Monte, eines der hauptsächlichen Spielpapiere, bis auf 1350 Pfd. Sterl. Agio (per 70 Pfd. Einzahlung) getrieben, was etwa 2000% bedeutet. Die Gesellschaft, welche dieses Bergwerk damals betrieb, hat nie eine Dividende vertheilen können. Erst in den Händen späterer Besitzer ist es rentabel geworden und hat in neueren Zeiten sogar ganz enorme Erträgnisse geliefert — ein lehrreiches Beispiel von der Unberechenbarkeit derartiger Unternehmungen.

⁷³⁾ Der Gesamtbetrag der in den Jahren 1822—25 in London negociirten ausländischen Staatsanleihen war 48 Mill. Pfd. Sterl.; dieser Betrag mag klein erscheinen neben dem der im gleichen Zeitraume erfolgten Actienemissionen (372 Mill. Pfd. Sterl.); doch muss man berücksichtigen, dass von letzterer Summe nur ein relativ sehr geringer Theil wirklich eingezahlt wurde (Gilbart nimmt ca. 20 Mill. Pfd. Sterl. an). Mit den Zahlen des heutigen Fondsverkehrs darf man diese, für damalige Verhältnisse schon sehr hohen Beträge, allerdings nicht messen.

triebene Waarenspekulationen eine allgemeine Handelskrisis herbeigeführt wurde. Die Zahl und Grösse der Bankerotte, namentlich in der Bankbranche, war eine vorher nie erlebte, und der gesammte Volkswohlstand litt schwer unter dem Zusammentreffen so vieler verderblicher Ereignisse. Es war die schlimmste Krisis, welche die englische Volkswirtschaft seit dem Südseeschwindel von 1720 durchzumachen hatte; aber während Letzterer ganz allein durch unsolide Actienunternehmungen und überspannte Fondsspekulationen veranlasst worden war, wirkten bei der 1826er Panik noch andere Ursachen in erster Linie mit, so namentlich die unsolide Vermehrung des Banknoten-Umlaufs, welche den Zinssuss künstlich herabdrückte und leichtsinnige Creditgewährung für spekulative Zwecke beförderte. Als daher, nach Eintritt der Krisis, das Parlament eine Commission einsetzte, um die Ursachen der herrschenden Nothlage zu erforschen und Abhilfemaassregeln vorzuschlagen, richtete sich die Aufmerksamkeit der Gesetzgebung dieses Mal ausschliesslich auf eine bessere Regelung des Zettelbankwesens. Gegen die Fondsspekulation selbst ergriff man keine generellen Maassregeln, stellte vielmehr nur eine Untersuchung an über betrügerische Vorgänge bei einer einzelnen Actien-Gesellschaft, der *Arigna Mining Company*; diese Untersuchung deckte das Vorhandensein arger Corruption bis in die höchsten Kreise hinein auf, — ganz ebenso wie dies bereits 100 Jahre früher bei Gelegenheit des Südseeskandals ermittelt worden war; — aber obwohl hierbei die Schattenseiten des Actienwesens einmal wieder recht klar zu Tage traten, fand die Gesetzgebung jetzt doch keinen Anlass mehr zu Repressivmaassregeln nach Art von Sir John Barnard's Act.

Der Umschwung in den allgemeinen Anschauungen über Actienwesen und Fondsspekulation wird besonders deutlich erkennbar, wenn man die Parlamentsverhandlungen des Jahres 1825 verfolgt. Man befand sich damals noch in der Periode des Aufstiegens, der Prosperität, des Optimismus; alle Welt, die Regierung mit inbegriffen, erfreute sich an der vehementen Entwicklung des Unternehmungsgeistes und suchte dieselbe nach Kräften zu unterstützen. Auf allgemeines Verlangen hob das Parlament die im Jahre 1720 erlassene sogenannte „*Bubbles Act*“ auf, da deren

rigorose Strafbestimmungen sich dem Entstehen neuer Actien-Gesellschaften hinderlich erwiesen; hiermit kam die einzige gesetzliche Bestimmung in Wegfall, welche damals in England auf dem Gebiete des Actienrechts existirte; ein neues, zweckmässigeres Gesetz zu erlassen, hielt man nicht für erforderlich.⁷⁴⁾

Auch im weiteren Verlaufe des Jahres 1825 liessen sich nur ganz wenige Stimmen hören, welche die Regierung zum Einschreiten aufforderten, und selbst als im Februar 1826, also nachdem der Rückschlag bereits eingetreten war, die Regierung im Parlamente darüber befragt wurde, ob sie keine Maassregeln gegen die schwindelhaften Unternehmungen zu ergreifen gedenke, antwortete der Regierungsvertreter, hierzu läge kein genügender Grund vor; die Gerichte würden schon alle etwaigen ungesetzlichen Handlungen zu bestrafen wissen.

Erst im Herbste 1826, als die Untersuchung in Sachen der *Arigna Mining Company* eine Menge der gemeinsten Schwindeleien aufgedeckt hatte, mussten auch die eingefleischtesten Optimisten zugeben, dass sie in der Vertrauensseligkeit zu weit gegangen waren. Während im Jahre 1825 ein Redner im Parlamente frei und offen erklären konnte, er rechne es sich zur Ehre an, bei zahlreichen neuen Gründungen betheiligte zu sein, sagte sich jetzt plötzlich Jedermann von Letzteren los. Die heftigsten Anklagen wegen aller möglichen Unregelmässigkeiten liessen sich

⁷⁴⁾ Um den damaligen Optimismus zu kennzeichnen, höre man, was das Unterhausmitglied Peter Moore zur Begründung seines Antrags sagte, die *Bubbles Act* aufzuheben (März 1825):

„Es seien in letzter Zeit kolossale Summen zur Gründung neuer Actien-Gesellschaften verwendet worden; aber er hoffe, dass diese Summen sich noch verdoppeln, ja verdreifachen würden; er könne nur segensreiche Folgen von einem solchen Aufschwunge des Unternehmungsgeistes erwarten; zwar suche man von einigen Seiten Misstrauen gegen die neuen Compagnien zu verbreiten; aber das sei Nichts als Böswilligkeit oder Unverstand. Schwindelhafte Projekte könnten „in unseren Tagen“ nicht mehr aufrecht erhalten werden, da das Publikum sie mit Entrüstung zurückweisen würde. Deshalb brauche man keine Gesetze zur Unterdrückung des Schwindels mehr.“

Diesen Ausführungen wurde damals von keiner Seite widersprochen. (*Hansard, Parliamentary Debates.*)

vernehmen, und die Regierung musste sich bittere Vorwürfe gefallen lassen, weil sie nicht rechtzeitig an Gegenmaassregeln gedacht hatte.

Aber wenn man auch die begangenen Ausschreitungen noch so hart tadelte, so hatte doch die Erkenntniss, dass die Actien-Gesellschaft ein unentbehrliches Triebrad des modernen wirthschaftlichen Organismus geworden sei, schon viel zu tief Wurzel geschlagen, als dass man noch hätte versuchen wollen, wie 100 Jahre früher die ganze Institution für das angerichtete Unheil büssen zu lassen. In den Parlamentsdebatten wurde von vielen Seiten auf die segensreichen Wirkungen zahlreicher Actienunternehmungen, wie z. B. der Gasgesellschaften, der Kanal-Versicherungs- und Dampfschiffs-Compagnien hingewiesen, und die Regierung, um vor radikalen Maassregeln zu warnen, exemplificirte besonders auf die alten Actien-Gesellschaften, auf die Bank von England, auf die Ostindische Handels-Compagnie, diese Grundpfeiler des englischen Wohlstands. Das Princip des Gewährenlassens trug schliesslich einen entschiedenen Sieg davon; ja, man ging in dieser Richtung soweit, dass man von einem allgemeinen Actiengesetze überhaupt absah, und nur einige Reformen im Bankwesen einführte; dieselben waren meistens nicht sehr belangreich; nur eine einzige hat für uns besonderes Interesse. Es wurde nämlich die Errichtung von Actienbanken gänzlich freigegeben. Bisher waren, neben der *Bank of England*, nur Privatfirmen mit höchstens sechs Theilhabern zum Betriebe von Bankgeschäften berechtigt gewesen; diese relativ geringen Kapitalkräfte hatten in der Krisis nicht Stand gehalten; man wollte deshalb das ganze Bankwesen auf eine breitere Basis stellen und es hierdurch solider gestalten.

Wie sich später herausstellte, war die Wirkung dieser Maassregel eine den Absichten der Gesetzgeber schnurstracks zuwiderlaufende; gerade die durch sie hervorgerufenen zahlreichen Actienbanken waren es hauptsächlich, welche das Börsenspiel im folgenden Jahrzehnte direct oder indirect beförderten.

Um dieselbe Zeit, als sich der englische Fondshandel zu so folgenschweren Ausschreitungen hinreissen liess, machte sich auch auf dem Continente eine sehr lebhaft spekulative Thätigkeit bemerkbar, die, durch den Friedensschluss angefacht, in

Frankreich bereits 1818 zu einer kurzen Krisis führte.⁷⁵⁾ Aber dadurch wurde die Bewegung nur kurze Zeit aufgehalten; die französische Spekulation, welche sich bisher fast ausschliesslich mit der Rente beschäftigt hatte, warf sich jetzt auch auf die Actien einiger neuentstandener Kanal- und Assekuranz-Gesellschaften, besonders aber auf die zahlreich erscheinenden hochverzinslichen ausländischen Staatsanleihen. Indess war das damalige Spekulationsmaterial im Vergleiche mit demjenigen späterer Zeiten immerhin noch ein recht bescheidenes.⁷⁶⁾

Auch in Deutschland sehen wir den Fondshandel um dieselbe Zeit zum ersten Male aus den Schranken des stillen, soliden Vermittlungsgeschäftes heraustreten und an den spekulativen Fluktuationen des Weltmarktes theilnehmen. Das Actienwesen war zwar damals in Deutschland noch recht schwach entwickelt;⁷⁷⁾ aber die grossen Staatsanleihen, welche während der langen Kriegszeit und auch nach dem Friedensschlusse noch allerorten aufgenommen werden mussten, besonders die für damalige Verhältnisse ausserordentlich bedeutenden Oesterreichischen Lotterianleihen von 1820 lieferten die Grundlage ganz beträchtlicher Spekulationen.

Das Zeitgeschäft mit seinen hauptsächlichen Abarten wurde damals in Deutschland zum ersten Male in grösserem Maassstabe eingeführt, und nach guter deutscher Sitte entspann sich sofort

⁷⁵⁾ Es war dies nur ein localer Zusammenbruch, dessen Wirkungen sich nicht über Frankreich hinaus erstreckten; die 5% Rente, welche seit der Schlacht bei Waterloo von 60 auf 80% gestiegen war, fiel innerhalb weniger Monate wieder auf den ersteren Stand zurück.

(A. Courtois Fils, *Tableaux des cours des principales valeurs Françaises* p. 5.)

⁷⁶⁾ Die Courszettel der französischen Fondsbörsen enthielten an einzelnen Notirungen: i. J. 1826 24; 1836 81; 1846 207; 1856 260; 1866 413; 1871 494.

(Zusammengestellt aus dem oben citirten Tabellenwerke von A. Courtois Fils.)

⁷⁷⁾ In Preussen gab es 1825 nur 16 Actien-Gesellschaften mit ca. 11 $\frac{1}{2}$ Millionen Thaler Kapital; dagegen Ende 1874 1132 Gesellschaften mit 2274 Millionen Thaler Kapital.

(Engel, Die erwerbsthätigen juristischen Personen im Preussischen Staate, *Zeitschr. d. preuss. statist. Bureau* 1875, p. 449 ff.)

eine sehr lebhaft theoretische Diskussion über die Bedeutung des neuen Handelszweiges, wobei denn natürlich die Meinungen weit auseinander gingen. Zahlreiche kleine Broschüren zogen, meist sehr heftig, gegen die „*Stock-Jobbery*“ zu Felde und zwar nicht nur vom wirthschaftlichen, sondern namentlich auch vom moralischen Standpunkte aus, während eine fast noch grössere Zahl von Schriften es sich zur Aufgabe machte, für die Nützlichkeit des Fondshandels einzutreten; auch über die Legalität der Fondsgeschäfte vom juristischen Standpunkte aus wurde schon damals nicht wenig hin- und hergestritten. Die ganze Diskussion blieb indess ziemlich abstrakt, förderte nur wenig praktisch verwerthbares Material zu Tage,⁷⁸⁾ und obwohl auch Deutschland unter der Krisis von 1825/26 zu leiden hatte, so blieb die Calamität doch auf so enge Kreise beschränkt, dass die deutschen Regierungen keine Veranlassung fanden, sich eingehender mit Maassregeln gegen die Fondsspekulation zu befassen.⁷⁹⁾

Nach der Krisis von 1826 entwickelte sich das europäische Fondsgeschäft langsam weiter, ohne dass es in den nächsten sieben Jahren zu irgendwie bemerkenswerthen Excessen gekommen wäre. Aber in diese Periode fällt ein Ereigniss, das, wie es für die ganze Culturentwicklung epochemachend gewesen ist, so auch das Merkzeichen bildet für einen neuen Abschnitt in der Geschichte des Fondswesens. Dies Ereigniss ist die Entstehung der ersten Eisenbahn.

⁷⁸⁾ Wie weit man damals noch davon entfernt war, die künftige Entwicklung des Fondsverkehrs zu ahnen, geht z. B. aus einer Aeußerung Bender's hervor, der in seinem für die damalige Zeit mustergiltigen Werke „Der Verkehr mit Staatspapieren“ die Ansicht ausspricht, die Gründung eines deutschen Zollvereins werde den Waarenhandel aufblühen lassen, und hierdurch den Handel mit Staatspapieren, wenn auch gewiss nicht vernichten, so doch einigermaßen schmälern. Das Bender'sche Buch erschien im Jahre 1830.

⁷⁹⁾ Nur in Baiern wurde 1825 ein Verbot aller Zeitgeschäfte beantragt, aber nicht zum Gesetz erhoben.

Kap. 3.

Zweite Spekulationsperiode des 19. Jahrhunderts, 1833—1850 (Periode der Eisenbahn-Gründungen).

Die umfangreichen Staatsanleihe-Emissionen aus dem ersten Viertel unseres Jahrhunderts können wir als die Grundmauern des kolossalen Papiergebäudes bezeichnen, zu dem die jetzige Generation halb voll Bewunderung, halb voll Schrecken emporschaut. Die Eisenbahngründungen thürmten das erste Stockwerk darauf, dem in immer kühner und luftiger werdender Bauart die übrigen Stockwerke bis zur Gegenwart gefolgt sind.

England hatte die Krisis des Jahres 1826 bald überwunden. Bis zum Jahre 1833 hatten zwar mancherlei störende Einflüsse (schlechte Ernten, die französische Revolution, sonstige politische Unruhen) eine kräftige Entfaltung des Unternehmungsgeistes hintangehalten; aber von da an ist der Aufschwung deutlich bemerkbar, und das Jahr 1833 bezeichnet den Anfang einer neuen Spekulationsperiode, die zunächst durch eine starke Vermehrung der englischen Actienbanken eingeleitet wurde. Das Gesetz von 1826, welches die Errichtung derartiger Institute so ausnehmend erleichterte, konnte seine volle Wirkung erst thun, seitdem im Jahre 1833 die Stadt London, wo die *Bank of England* ihr früheres Monopol als einzige zum Betriebe aller Arten von Bankgeschäften berechnigte Actienbank noch bewahrt hatte, hierin dem übrigen Lande gleichgestellt wurde. Es entstanden jetzt zahlreiche neue Actienbanken,⁸⁰⁾ besonders Zettelbanken, die das Land mit Papierwerthzeichen überschwemmten und den ohnehin schon niedrigen Zinsfuss immer weiter herunterdrückten. Wie so oft bei einer derartigen Lage des Geldmarktes, durchbrach die britische Unternehmungslust sehr bald alle Dämme vernünftigen Maasshaltens, — eine neue Gründungsperiode begann, deren Höhepunkt in das Jahr 1836 fällt.

⁸⁰⁾ Das zweitgrösste englische Bankinstitut, die *London and Westminster Bank*, wurde 1834 trotz lebhaftem Widerstande der *Bank of England* ins Leben gerufen.

Schwerlich wäre diese Bewegung so rasch gross geworden, hätte sie nicht ausgiebige Nahrung gefunden durch die „Eisenbahn-Manie“ (*Railway Mania*), jene wirthschaftliche Krankheit, die, hier zum ersten Male auftretend, im folgenden Jahrzehnte alle europäischen Fondsmärkte wiederholt mit den heftigsten Fieberschauern heimsuchen sollte.

Eigentlich ist die „Eisenbahn-Manie“ gar keine besondere wirthschaftliche Krankheit; sie ist vielmehr nur eine neue Form des uns bereits genugsam bekannten, periodisch auftretenden, gewöhnlichen Spekulationsfiebers, eine Krankheitsform, die allerdings zu einer sehr schweren ward durch die Grösse der in Bewegung gesetzten (wirklichen oder fiktiven) Kapitalien und der unausbleiblich eintretenden raschen Vermögensverschiebungen, sowie besonders auch durch die Unmöglichkeit, den Ertrag einer so gänzlich neuen Anlageart im Voraus zu taxiren, was dann natürlich wieder sehr häufig zu schrankenlosem Sanguinismus mit darauf folgenden schweren Enttäuschungen und zu schwindelhafter Schönfärberei führen musste. Wir werden sehen, dass die erste Entwicklung des Eisenbahnwesens sich in der That fast durchgehends diesen Grundzügen gemäss gestaltet hat.

England hat, wie fast überall in wirthschaftlichen Dingen, so auch im Eisenbahnwesen, die unbedingte Priorität. Bereits 1825 war dort die erste Eisenbahn — die Stockton-Darlington-Bahn — dem Betriebe übergeben worden; aber erst mit dem Jahre 1830, dem Eröffnungsjahre der Liverpool-Manchester-Bahn, begann die eigentliche Aera der Eisenbahngründungen. Zunächst fanden dieselben indess noch heftigen Widerstand auf Seiten der Canalbesitzer und anderer Interessentengruppen, und das Tempo des Eisenbahnbaues blieb mehrere Jahre hindurch noch ein sehr langsames.⁸¹⁾ Als aber die ersten Linien glänzende Erträgnisse abwarfen, erfolgten schnell zahlreiche Neugründungen; die Actien oder vielmehr zunächst die Interimsscheine (*scrips*) wurden dem

⁸¹⁾ Selbst Ende 1835 besass England erst 252 km fertige Eisenbahnen (Stürmer, Geschichte der Eisenbahnen p. 246); aber freilich waren damals schon sehr viel mehr Linien im Bau und noch weit mehr projektirt und concessionirt, die Actien der letzteren Kategorie auch bereits grösstentheils im Besitze des Publikums.

Publikum mit geringer Einzahlung, aber hohem Agio angeboten und begierig aufgenommen; Alles drängte sich zu Betheiligung an den neuen, unterschiedslos für höchst lukrativ gehaltenen Unternehmungen, immer höher wurde das Agio, immer wilder das Spiel, immer grösser die Zahl der Projekte, Parlament und Regierung wurden ebenfalls von dem Taumel erfasst; sie concessionirten Alles, was man von ihnen verlangte — die *Railway Mania* war fertig.

Das Jahr 1836 zeichnete sich besonders aus durch die Zahl der in seinem Verlaufe erfolgten Eisenbahngründungen.⁸²⁾ Hiezu kamen kolossale Emissionen amerikanischer Papiere (namentlich Bankactien), die meist in England eingeführt und stark gekauft wurden. Die neuentstandenen amerikanischen Banken stachelten dann ihrerseits wieder den britischen Unternehmungsgeist durch grosse Creditgewährungen an — kurz Alles schien dazu beitragen zu wollen, dass der unvermeidliche Rückschlag ein recht schwerer werde; derselbe trat denn auch bereits im Jahre 1837 ein, äusserte sich indess längst nicht so heftig, wie derjenige von 1825/26. Den Grund hierfür finden wir, mit Leone Levi⁸³⁾ darin, dass die Krisis von 1825/26 vorwiegend durch grenzenlos unsolide Kapitalanlagen im Auslande herbeigeführt worden war, während es sich 1837 hauptsächlich um inländische Unternehmungen handelte, von denen ein grosser Theil sich zwar als zu theuer, aber im Kerne doch als durchaus gesund erwies, so dass bei ihnen wenigstens nicht das ganze Kapital verloren ging.

Das Schwergewicht der Krisis lastete dieses Mal auf Amerika;

⁸²⁾ Während der Jahre 1834/36 wurden in England 70 Millionen Pfd. Sterl. Eisenbahn-papiere zur Subscription aufgelegt, ferner 24 Millionen Pfd. Bankactien und 41 Millionen Pfd. diverser Actien, zusammen 135 Millionen Pfd. (*Leone Levi, History of British Commerce* p. 220.) Im März 1836 waren erst 5 Eisenbahnen im ganzen Königreiche fertiggestellt; trotzdem enthielt der Londoner Courszettel damals schon 46 einzelne Notirungen von Eisenbahnactien, wovon 31 ein Agio aufwiesen, 5 ein Disagio, 2 *al pari* standen und 8 momentan ganz ohne Cours waren. Die meisten dieser Actien waren nur mit 1—5 Pfd. Sterl. eingezahlt, wurden aber trotzdem mit 10—30 Pfd. gehandelt.

⁸³⁾ *History of British Commerce* p. 220.

immerhin war sie doch in England heftig genug, um den Wunsch nach Abhülfe maassregeln rege werden zu lassen.

Die Aufmerksamkeit der Gesetzgebung richtete sich dieses Mal vorwiegend auf das Actienrecht, dessen Zustand ein ganz trauriger war, und der *Board of Trade* beauftragte im Jahre 1837 Mr. Bellenden Ker, eine Untersuchung über diesen Gegenstand anzustellen.⁸⁴⁾ Mr. Ker arbeitete nach Anhörung zahlreicher Sachverständiger einen Bericht aus, der indess bloß dürftige positive Vorschläge enthielt und schliesslich nur als schätzbares Material für die im Jahre 1844 angestellte grosse parlamentarische Enquête über das Actienrecht verwendet wurde. Ueber die Actienspekulation spricht sich der Bericht in folgender Weise aus:⁸⁵⁾

„Es ist eine allgemein anerkannte Thatsache, dass der Actienhandel, besonders derjenige Theil, welcher vor der eigentlichen Constituirung einer Gesellschaft betrieben wird, zu grossen betrügerischen Missbräuchen Anlass giebt. Vielleicht würde dieser Uebelstand gehoben werden können durch ein Verbot aller Geschäfte in den Actien von Gesellschaften, die noch nicht perfekt geworden sind. Doch kann man hiergegen anführen, dass dies eine überflüssige Maassregel sei, dass man die Actiengesellschaften nur nach dem gemeinen Rechte zu behandeln brauche, und dass es immer das Sicherste sei, wenn man Jedermann gestattet, alle möglichen Geschäfte ganz nach seinem Belieben abzuschliessen. Jedenfalls muss zugegeben werden, dass die bisherigen Versuche der Gesetzgebung, die Fondsspekulation zu beseitigen, fehlgeschlagen sind.“

⁸⁴⁾ Ich habe mich gefragt, ob es angebracht und ausführbar ist, innerhalb des Rahmens meiner Schrift auf die Entwicklung des Actienrechts näher einzugehen, und bin endlich zu dem Entschlusse gekommen, dies nur da zu thun, wo sich ein directer Zusammenhang nachweisen lässt zwischen irgend welchen „Ausschreitungen der Fondsspekulation“ und irgend welchen Reformen des Actienrechts, mögen nun erstere hierbei als Ursache oder als Wirkung fungirt haben. Mehr über diese Materie, die für sich allein schon so viele Bände gefüllt hat, wird man billigerweise hier nicht erwarten dürfen.

⁸⁵⁾ Entnommen den *Parliamentary papers* von 1844 (Bd. VII, p. 249).

So mächtig war damals in England das System des *laissez faire*, dass man sich nicht entschliessen konnte, selbst die offenbarsten Missbräuche auf dem Gebiete des Actienwesens nach Möglichkeit abzustellen. Man versuchte dies gar nicht, man übersah gänzlich, dass hier eine alte Institution sich in ganz neuer, grossartiger Weise entwickelt hatte, und dass deshalb auch eine neue gesetzliche Regelung dringend erforderlich war. Vielmehr glaubte man einstweilen genug gethan zu haben, wenn man das Vorhandensein „grosser, betrügerischer Missbräuche“ constatirte und im Uebrigen Alles ruhig der wunderthätig sich selbst regulirenden freien Concurrenz überliess.

Zu derselben Zeit, als die Fondsspekulation sich in England vorwiegend mit Eisenbahn- und Bankactien beschäftigte, begünstigte sie in Deutschland einige ausländische, besonders spanische Staatsanleihen, die Anfangs nur ihres lockend hohen Zinsertrages wegen, später auch in rein spekulativer Absicht von zahlreichen Kapitalisten aller Volksklassen gekauft wurden. Als dann aber der spanische Staat willkürlich seine Schuld reducirte und durch diesen Gewaltakt auch in Deutschland viel Geld verloren ging, sah sich die preussische Regierung veranlasst, am 19. Januar 1836 alle Zeitgeschäfte in spanischen Staatsanleihen zu untersagen.⁸⁶⁾ Diese Verordnung scheint in der That Erfolg gehabt

⁸⁶⁾ Die Einleitung zu diesem Erlasse lautet folgendermaassen:

„Nachdem Wir von den bedeutenden Verlusten Kenntniss erhalten haben, mit denen ein beträchtlicher Theil Unserer Unterthanen in Folge der Reduktion der Spanischen Staatsschuld betroffen worden, finden Wir, in Erwägung der dringenden Gefahr neuer Verluste für diejenigen, welche sich an dem Verkehr mit Spanischen Staatsschuld-Papieren betheiligen, Uns bewogen, mit Vorbehalt der gänzlichen Inhibirung dieses Verkehrs in Unseren Staaten, demselben insoweit Schranken zu setzen, als es zur Zeit die Rücksicht auf die gegenwärtigen Besitzer solcher Papiere gestattet. Zugleich haben Wir es für nöthig erachtet, den verderblichen Missbräuchen, welche sich in dem Verkehr mit Staats- und Communalschuld-Papieren überhaupt offenbart haben, durch gesetzliche Maassregeln zu begegnen. Indem Wir die weiteren diesfälligen Vorschriften Uns vorbehalten, verordnen Wir vorläufig, was folgt:“

Welch' ein Gegensatz zwischen dieser Auffassung und der etwa um dieselbe Zeit in England herrschenden Ansicht von der Rätlichkeit und Möglichkeit gesetzgeberischer Maassregeln gegen die Schäden des Fondswesens! Hier extremes *laissez faire*, dort ebenso extremes Repressivsystem.

zu haben; wenigstens verschwanden die spanischen Staatsanleihen bald gänzlich von der Berliner Börse und sind bis zur Gegenwart nicht wieder dahin zurückgekehrt, während sie in Süddeutschland, namentlich in Frankfurt am Main nach wie vor lebhaft gehandelt wurden und dem dortigen Publikum später noch schwere Verluste bereitet haben.

Der preussischen Fondsspekulation standen indess manche andere, für ihre Zwecke geeignete Papiere zu Gebote, und sie zögerte denn auch nicht, ihre Thätigkeit auf diese zu verlegen. Aber die Regierung verfolgte sie auch dorthin. Sobald die spekulativen Umsätze wiederum bedrohliche Dimensionen annahmen, erschien, im Anschlusse an die erste, eine zweite Verordnung, welche alle Zeitgeschäfte in ausländischen Werthpapieren für ungültig erklärte und den vereidigten Maklern die Vermittlung derartiger Geschäfte bei Strafe der Amtsentsetzung untersagte. (Verordnung vom 13. Mai 1840.)

Das war ein Schuss über's Ziel hinaus; alle Zeitgeschäfte in ausländischen Werthpapieren verbieten, hiess einfach den grössten Theil des damals noch nicht sehr bedeutenden Berliner Fondshandels unterdrücken, was sich natürlich auf die Dauer als undurchführbar erweisen musste. Zunächst gelang es allerdings, die Spekulation von den ausländischen Papieren auf einige Zeit fast gänzlich zu verschrecken; aber dies war nur möglich, weil die Spekulation sich einem anderen, weit glänzenderen Gestirne zuwenden konnte, jener Fondsart nämlich, die in England schon seit 1834 der Mittelpunkt des gesammten Börsenverkehrs geworden war, die aber in Deutschland erst 10 Jahre später sich zu derselben Stellung erheben sollte — der Eisenbahnactie. Die Einzelheiten dieses Vorgangs werden wir weiter unter kennen lernen.

Auch der französische Fondsmarkt erlebte gegen Ende der 30er Jahre eine kurze, aber denkwürdige Periode intensiver Spekulationslust. Bis zum Jahre 1835 hatte das Actienwesen in Frankreich nur geringen Boden gefunden; von da an nahm es jedoch einen, Anfangs noch langsamen und erst seit 1837 rascher werdenden

Aufschwung, der 1838 im rasendsten Gründungsfieber kulminirte und abschloss.⁸⁷⁾

Es entstanden während dieser Zeit nur wenige Banken, Bergwerks- und Eisenbahngesellschaften, weit mehr schon: Versicherungs-, Canal- und Brückenbau-, Beleuchtungs- und ähnliche industrielle Actiengesellschaften; vor Allem aber concentrirte sich die Unternehmungslust eine Zeit lang auf die Gründung von Gesellschaften zur Asphaltproduktion, und eben diese letzte Kategorie ist es, welche auch in sonstiger Beziehung unsere Aufmerksamkeit hauptsächlich verdient. Keine andere Actienart war jemals einem wilderen Spiele unterworfen, als die französischen Asphaltactien während der ersten Monate des Jahres 1838, und nirgends besser als hier lassen sich die Wechselwirkungen studiren, welche zwischen rasch aufgeschossenen Industriezweigen und der Fondsspekulation zu entstehen pflegen.⁸⁸⁾

Die Asphaltgruben in Seyssel, südlich von Genf, entdeckt im Jahre 1802, waren während des ersten Drittels unseres Jahrhunderts mit wechselndem Erfolge ausgebeutet worden. Anfangs hatte man das neue Produkt enthusiastisch aufgenommen; aber als, in Folge dieser etwas zu hoch gespannten Erwartungen einerseits und verkehrter Anwendung des Asphalts andererseits, ein Rückschlag erfolgt war, ging die Produktion fortwährend zurück, und Ende der 20er Jahre musste sie vollständig eingestellt werden. Die hierdurch total discreditirten und für ganz werthlos gehaltenen Gruben kaufte im Jahre 1832 ein intelligenter Aristokrat, der Graf Sassenay, dem es in wenigen Jahren gelang, die Sache wieder lebensfähig zu machen, indem er sein ganzes Augenmerk darauf richtete, den Asphalt als Pflasterungsmaterial einzuführen und ihm

⁸⁷⁾ Es wurden an den französischen Börsen notirt im Jahre 1834 22 Actien von Banken und industriellen Gesellschaften, 1835 stieg diese Zahl auf 37, 1836 auf 41, 1837 auf 74 und 1838 auf 182, wovon jedoch bereits 1839 66 gänzlich verschwanden. (Zusammengestellt aus *A. Courtois Fils, Tableaux des principales valeurs etc.*)

⁸⁸⁾ Die Einzelheiten dieser fast ganz in Vergessenheit gerathenen Episode habe ich zusammengestellt aus dem mehrfach citirten Tabellenwerke von A. Courtois Fils, aus L. Meyn, *Der Asphalt*, sowie aus den Börsenberichten des Jahres 1838.

hierdurch ein sehr ausdehnbares Absatzgebiet zu sichern. Der Ruf des Materials besserte sich derart, dass der Graf Sassenay im Jahre 1837 seine Gruben um einen hohen Preis an eine zu dem Zwecke gebildete Actiengesellschaft verkaufen konnte. Die Actien dieser Compagnie, der *Mines d'asphalte de Pyrimont-Seyssel*, im Nominalwerthe von 1000 Francs, stiegen noch während des Gründungsjahres bis auf 1950 Francs, ein Erfolg, der natürlich lebhaft zur Nachfolge anreizen musste. Rasch entstanden weitere Asphaltgesellschaften, von denen indess nur zwei im Besitze wirklicher Gruben waren, während alle übrigen den Versuch machten, das Material auf künstlichem Wege herzustellen und diese Imitation in der übertriebensten Weise als dem echten Asphalt gleichwerthig anpriesen.

Einige Monate hindurch ging das ganz gut; alle Welt interessirte sich für das neue Material, und obwohl gar nicht besonders viel davon wirklich abgesetzt wurde, verfehlten die Unternehmer doch nicht, die faktisch oder angeblich erzielten Resultate überall derart auszuposaunen, dass sie dem Publikum weit grösser erscheinen mussten, als sie thatsächlich waren. Die Actien stiegen mit fabelhafter Schnelligkeit; Pyrimont-Seyssel-Actien erreichten im März 1838 den Cours von 10 200, *Houille et asphalte de Lobsann* (ebenfalls 1000 Francs Nominale) stiegen bis 6000 Francs und die anderen Actien in ähnlichen Proportionen.

Das Spiel war ein so tolles, wie es eben nur in Frankreich möglich ist; Schwankungen von 700—800 Francs ($70-80\frac{0}{10}$) kamen fast täglich vor. Aber bald zeigte sich, dass die Course ausser allem Verhältnisse zu dem wirklichen Werthe der Actien standen. Der erhoffte Massenbedarf von Asphaltpflaster blieb aus, da das Material sich wegen seines hohen Preises nicht so rasch Bahn brechen konnte, und vor Allem wurde es arg discreditirt durch die vielen Imitationen, die sich bald als völlig werthlos herausstellten. Dazu kam ein plötzliches Misstrauen des Publikums gegen sämmtliche Industrierwerthe, hervorgerufen durch Gerichtsverhandlungen wegen einiger Schwindelgründungen. Kurz — es erfolgte ein allgemeiner, ganz beispiellos rapider Courssturz. Am 10. April 1838 standen Pyrimont-Seyssel-Actien noch 7500, am 14. Mai 6000, am 2. Juni 4700; noch in demselben Jahre fiel der

Cours bis 2500, 1839 bis 1550, 1840 bis 900 und der letzte Cours, der zu finden ist, wurde im Jahre 1851 mit ganzen 60 Francs notirt, — 60 Francs nach 10,200!

Erst in den letzten Jahrzehnten, ja eigentlich erst seit wenigen Jahren ist das Asphaltpflaster in annähernd dem Umfange zur Verwendung gekommen, wie die sanguinischen Franzosen es anno 1838 erwarteten. Grosse Mengen ersparter Kapitalien hat der heissblütige Spekulationseifer jenes Jahres verschlungen; aber gleichzeitig hat er auch die Grundlage der ganzen modernen Asphaltindustrie geliefert, welche Letztere seitdem nie wieder gänzlich zum Stillstande gekommen ist. Ein bedeutender Kulturfortschritt ist erkauft worden mit ebenfalls bedeutenden Opfern an Geld und — Sittlichkeit; sind damit nicht *in nuce* die Wirkungen des gesammten Actienwesens und so mancher anderen Errungenschaft unseres Zeitalters gekennzeichnet?

Gesetzliche Maassregeln hat die kurze Episode des Asphaltswindels nicht zur Folge gehabt; der Ruf danach wurde zwar mehrfach gehört,⁸⁹⁾ aber die Regierung Louis Philipp's zeigte durchaus keine Neigung, sich mit der Fondsbörse zu verfeinden, und da der Paroxysmus des Spielfiebers nur ausserordentlich kurze Zeit währte, so gerieth die ganze Angelegenheit bald vollkommen in Vergessenheit.

Noch im weiteren Verlaufe der Jahres 1838 wandte sich das Hauptinteresse der Spekulation von den Industriepapieren ab und concentrirte sich auch in Frankreich immer mehr auf das eine Gebiet der Eisenbahn-Actien, mit dem wir uns jetzt eine Zeit lang ausschliesslich zu beschäftigen haben. Denn wie das Eisenbahnwesen seit seinen frühesten Anfängen immer mehr in den Vordergrund des öffentlichen Interesses getreten ist, bis es schliesslich dazu gelangte, einem ganzen Zeitalter als Wahrzeichen zu dienen, so wurde auch die Spekulation in Eisenbahn-Actien immer bedeutungsvoller für den gesammten Fondsverkehr. Während des zehnjährigen Zeitraums, der mit dem ereignissvollen Jahre 1848 abschloss, hat diese Spekulation alle Fondsmärkte beherrscht, und auch später bis auf den heutigen Tag hat sie niemals auf-

⁸⁹⁾ Vergl. „Augsburger Allgemeine Zeitung“ vom 3. April 1838.

gehört, eine sehr hervorragende Rolle zu spielen. Alle guten und alle schlimmen Eigenschaften des modernen Actien- und Börsenwesens hat sie zur höchsten Entwicklung gebracht, kolossale Verschiebungen im Besitzstande der Einzelnen wie ganzer Völker, ja Erdtheile hat sie veranlasst, und in letzter Instanz ist gerade die Eisenbahnspekulation eine Hauptquelle der gegenwärtigen Besitzvertheilung und somit auch eine der bedeutsamsten Kräfte, die zum Aufbau unserer ganzen heutigen Gesellschaftsordnung mitgewirkt haben. Einige Etappen dieses Weges werden wir im Folgenden näher kennen lernen.

Bei Beginn des Jahres 1840 war das europäische Eisenbahnnetz noch in einem sehr unentwickelten Zustande; nur in England hatte der Eisenbahnbau, wie wir gesehen haben, bereits 5 bis 6 Jahre früher einen relativ erheblichen Aufschwung genommen und auch schon jene Uebertreibungen hervorgerufen, denen die Strafe in der Krisis des Jahres 1837 auf dem Fusse folgte. Dagegen war man auf dem Continente noch sehr weit-zurückgeblieben, und erst dem Jahrzehnte, an dessen Schwelle wir jetzt angelangt sind, war es vorbehalten, eine grössere Anzahl der wesentlichsten Linien entstehen zu lassen. Die Initiative fiel hierbei in einzelnen Ländern der Staatsgewalt zu, in andern der Privatspekulation, in wieder andern wirkten beide Faktoren zusammen. Das ersterwähnte System, das der reinen Staatsthätigkeit, war das seltenste; es kam nur in einigen kleineren Ländern zur Anwendung, hat dort meistens durchaus zufriedenstellende Resultate ergeben,⁹⁰⁾ kommt indess für unsern Zweck nicht in Betracht, da wir es nur mit der Privatspekulation zu thun haben. Diese hat den Eisenbahnbau allein, ganz ohne Zuthun des Staates nur in einem der europäischen Hauptländer begonnen und weiter geführt, nämlich in England. Vorwiegend Privatbahnbau, aber mit Betheiligung des Staates, fand in Frankreich und Preussen statt, während in Oesterreich zu jener Zeit das Staatsbahnsystem

⁹⁰⁾ Besonders in Belgien, dessen Staatsbahnnetz allgemein als muster-giltig angesehen wird. Bis 1843 wurden nur Staatsbahnen gebaut, seitdem allerdings auch Privatbahnen, aber erstere bilden das Rückgrat des ganzen Netzes.

überwog und die Netze Russlands, Italiens und Spaniens überhaupt erst viel später einigermaassen an Ausdehnung gewannen. Auch die letztgenannten vier Länder scheiden desshalb für uns einstweilen aus, so dass nur England, Frankreich und Preussen übrig bleiben. Wie sich die Eisenbahnnetze dieser drei Länder entwickelt haben, wollen wir uns zunächst auf statistischem Wege veranschaulichen [s. folgende Seite].⁹¹⁾

Die Zahlen der Tabelle *a* als Durchschnitt angenommen, ergeben sich aus einer Vergleichung derselben mit den übrigen drei Tabellen folgende Hauptresultate:

Erste Periode 1830 – 1840. Die absolute Zunahme des Eisenbahnnetzes ist nur bei England beträchtlich, und zwar bildet sie dort fast die Hälfte derjenigen von ganz Europa. Die relative Zunahme ist in England ein gut Theil stärker, als in ganz Europa; bei Frankreich nähert sie sich dem Durchschnitte schon mehr, hat indess hier, der geringen absoluten Zahlen wegen, nur beschränkte Bedeutung. Preussen kommt überhaupt noch nicht in Betracht.

Zweite Periode 1840 – 1850. Englands Eisenbahnnetz vergrössert sich um die kolossale Länge von 9306 km, wiederum fast die Hälfte der in ganz Europa während dieses Zeitraums stattfindenden Zunahme. Damit ist für England der Höhepunkt erreicht; die relative Zunahme entfernt sich bei diesem Lande nur ganz wenig von dem Durchschnitte, während sie in Frank-

⁹¹⁾ Diese vier Tabellen bezwecken festzustellen, wann und wo sich das Eisenbahn-Netz normal und gleichmässig entwickelt hat, wann und wo ruckweise, überhastig, anormal. Hierzu sind die absoluten Vermehrungszahlen nicht ausreichend; denn z. B. die des Jahrzehnts 1840–1850 sind fast überall viel geringer, als die der späteren Jahrzehnte, und doch hat gerade die zwischen 1840 und 1850 erfolgte Zunahme auf den Fondsvorkehr einen weit grösseren unmittelbaren Einfluss ausgeübt, als die der folgenden Zeitperioden. Der Grund ist leicht zu finden; das Wachsthum der Eisenbahnnetze zwischen 1840 und 1850 war zwar absolut geringer, aber relativ, d. h. im Verhältniss zu der schon vorhandenen Betriebslänge und zur Menge der disponiblen Kapitalien — grösser. Desshalb können wir nur unter Zuhülfenahme der relativen Vermehrungszahlen hoffen, ein annähernd richtiges Bild zu gewinnen.

Die den Tabellen zu Grunde gelegten Zahlen entstammen der statistischen Eisenbahngeschichte von G. Stürmer; nur die Zahlen des Jahres 1880 sind dem Gothaer geneal. Hofkalender pro 1882 entnommen.

Entwicklung des Eisenbahn-Netzes

a) von ganz Europa.

Betriebslänge am Schlusse der Jahre	km	Absolute	Relative
		Zunahme	
1830	245	km	
1840	3 057	2 812	1 148 %
1850	23 766	20 709	678 %
1860	51 544	27 778	117 %
1870	103 744	52 200	101 %
1880	167 801	64 057	62 %

b) von Grossbritannien.

Betriebslänge am Schlusse der Jahre	km	Absolute	Relative
		Zunahme	
1830	92	km	
1840	1 349	1 257	1 373 %
1850	10 655	9 306	690 %
1860	16 790	6 135	58 %
1870	24 373	7 583	45 %
1880	28 879	4 506	18 %

c) von Frankreich.

Betriebslänge am Schlusse der Jahre	km	Absolute	Relative
		Zunahme	
1830	32	km	
1840	427	395	1 235 %
1850	2 996	2 569	600 %
1860	9 431	6 435	215 %
1870	17 602	8 171	87 %
1880	26 166	8 564	49 %

d) von Preussen (incl. der 1866 erworbenen Gebiete).

Betriebslänge am Schlusse der Jahre	km	Absolute	Relative
		Zunahme	
1830	—	km	
1840	176	176	—
1850	3 549	3 373	1 916 %
1860	6 739	3 190	99 %
1870	10 821	4 082	60 %
1880	20 628	9 807	91 %

reich nicht unerheblich hinter demselben zurückbleibt. In Preussen wird der Durchschnitt um das Dreifache überschritten und damit in einem Sprunge nachgeholt, was im vorhergehenden Jahrzehnte versäumt worden war.

Dritte Periode 1850—1860. England mässigt jetzt das Tempo seiner weiteren Entwicklung; die relative Vermehrung beträgt bei ihm nur die Hälfte des Durchschnitts, der in Preussen annähernd eingehalten wird. Dagegen nimmt jetzt Frankreich einen gewaltigen Anlauf, um seine vorausgeeilten Nachbarstaaten einzuholen; bei ihm beträgt die relative Zunahme fast das Doppelte des Durchschnitts.

In der vierten Periode, 1860—1870, ist die relative Zunahme wiederum bei Frankreich am Stärksten; jedoch wird jetzt auch da der Durchschnitt nicht mehr erreicht, weil derselbe in dieser Periode von anderen, hier nicht in Frage stehenden Ländern bestimmt wird. Preussen und England schreiten immer langsamer fort.

Das Gleiche thun England und Frankreich in der fünften Periode, 1870—1880, während in Preussen ein neues Gründungsfieber die Geschwindigkeit des Wachsthums abermals weit über den europäischen Durchschnitt hinaustreibt.

Wenn wir nun weiter untersuchen, welche Punkte in diesem auf statistischem Wege gewonnenen Bilde für unsern Zweck von Belang sind, und wenn wir dabei, von der nur für England bedeutsamen ersten Periode absehend, zunächst lediglich das folgende Jahrzehnt ins Auge fassen, so ergiebt sich, dass von den drei in Vergleich gestellten Eisenbahnnetzen das preussische bei Weitem am Raschesten zwischen 1840 und 1850 zugenommen hat; hier dürfen wir deshalb einen besonders starken Ausbruch des Eisenbahnfiebers erwarten. England hatte den Grund zu seinem Bahnsysteme schon vor 1840 gelegt; die relative Schnelligkeit der Entwicklung konnte sich daher im folgenden Jahrzehnte unmöglich auf der anfänglichen Höhe halten; aber dort war jetzt der absolute Zuwachs ein so enorm grosser, dass er nothwendigerweise eine ausserordentlich lebhaftespekulative Thätigkeit hervorrufen musste. Dagegen ist die Zunahme des französischen Netzes im gleichen Zeitraume weder absolut, noch relativ irgendwie

abnorm gross zu nennen, woraus wir den Schluss ziehen dürfen, dass Frankreich damals verhältnissmässig nur wenig vom Eisenbahnfieber zu leiden hatte.

In der That finden wir, dass diese Schlüsse mit der faktischen Entwicklung übereinstimmen. Die abnorm hohe Thätigkeit des Spekulationsgeistes, welche man mit dem Namen „Eisenbahnmanie“ bezeichnet hat, gelangte nur in Preussen und England zu ihrer grössten Entfaltung. In Frankreich nahm diese Bewegung niemals bedenkliche Dimensionen an; denn Dank dem planmässigen Vorgehen der Staatsgewalt, die auf den privaten Unternehmungsgeist bald animirend, bald retardirend einzuwirken verstand, hat sich das Eisenbahnnetz Frankreichs stets viel gleichmässiger entwickelt, als die der meisten anderen Länder, in denen das Privatbahnsystem ebenfalls ausschliesslich oder vorwiegend zur Herrschaft gelangt ist. Ein Blick auf nachfolgende Tabelle wird dies bestätigen.⁹²⁾

Von den am Schlusse des Jahres 1875

in Betrieb befindlichen Eisenbahnen wurden eröffnet:

In den Jahren:	in Gross- britannien	in Frank- reich	in Deutsch- land
vor 1835	1,00 %	0,70 %	—
1836—1840	4,10 %	1,30 %	1,70 %
1841—1845	9,80 %	2,00 %	6,00 %
1846—1850	24,60 %	9,90 %	13,20 %
1851—1855	10,40 %	11,70 %	7,00 %
1856—1860	12,50 %	18,10 %	11,60 %
1861—1865	17,10 %	19,20 %	10,00 %
1866—1870	11,20 %	18,60 %	17,00 %
1871—1875	9,30 %	18,50 %	33,50 %
	100,00 %	100,00 %	100,00 %

⁹²⁾ Auch diese Tabelle habe ich aus den Zahlen des Stürmer'schen Buches zusammengestellt; dieselbe zeigt nicht, wie die Tabellen a—d, die in den einzelnen Perioden seit deren Beginne erfolgten Fortschritte, sondern sie geht von dem fertigen Bestande des Jahres 1875 aus und theilt nur die Gesamtentwicklung bis zu diesem Zeitpunkte in kleinere Abschnitte.

Allerdings erlebte auch Frankreich eine Zeit, da jedes, selbst das allerunsinnigste Eisenbahn-Projekt mit Jubel begrüsst wurde, da jeder, auch der chimärischste Prospekt allgemeinen Glauben fand und jede Emission von Eisenbahnactien sofort mit hohem Agio untergebracht werden konnte. Allerdings war auch der französische Eisenbahnactien-Markt einige Jahre hindurch der Tummelplatz wilder Spekulationen, und die Regierung sah sich sogar einmal veranlasst (am 15. Juli 1845), den Handel mit Promessen auf Eisenbahnactien gänzlich zu untersagen; aber sie begnügte sich nicht, wie die Regierungen anderer Länder, mit solchen Repressivmaassregeln; sie machte es sich vielmehr zur Aufgabe, durch weise Strenge bei Bewilligung der massenhaft nachgesuchten Concessionen das Fieber von vorneherein zu dämpfen — eine Politik, die damals vielfach als engherzig und dem Lande nachtheilig getadelt wurde, die sich aber schliesslich doch als die einzig richtige herausgestellt hat. Denn da, Dank diesem Verfahren, das Spekulationsmaterial auf dem Eisenbahnactien-Markte nicht übermässig anschwell, konnte sich das Spielfieber nicht auf sehr weite Volkskreise ausbreiten, die späteren Rückschläge konnten deshalb auch nur relativ geringes Unheil anrichten, und erst das Jahr 1848 mit seinen, die ganze Volkswirtschaft tief erschütternden politischen Umwälzungen war im Stande, auch den französischen Eisenbahnactien-Markt gründlich zu deroutiren.

Anders lagen die Dinge in Preussen und England. Preussen war, wie wir bereits gesehen haben, in der Entwicklung seines Eisenbahnnetzes ungefähr um 7 Jahre hinter England zurückgeblieben und schickte sich jetzt an, dieses Versäumniss in einem Sprunge wieder einzuholen.⁹³⁾ Das Entwicklungsstadium, das England schon 1837 absolvirt hatte und welches unzweifelhaft die gefährlichste Zeit für den unerfahrenen, leichtsinnigen Spekulationsgeist darstellt, nämlich die erste, vielverheissende Periode grosser Eisenbahngründungen, drängte sich jetzt auch in

⁹³⁾ Im Frühjahr des Jahres 1840 wurden an der Berliner Börse erst zwei Eisenbahn-Actien notirt und gehandelt — nämlich die Berlin-Potsdam-Magdeburger und die Magdeburg-Leipziger; innerhalb 4 Jahren erhöhte sich diese Zahl auf 29.

Preussen auf wenige Jahre zusammen; sie führte zu einer plötzlichen Massenproduktion von Dividendenpapieren und diese wieder zu einer entsprechenden Ueberspekulation, die zwar nicht an Umfang, aber gewiss an Intensität der analogen Bewegung in England mindestens gleichkam. Die Actien der neugegründeten Bahnen, deren Rentabilität man noch gar nicht taxiren konnte, wurden in kürzester Zeit weit über den Paristand hinausgetrieben, und besonders war es das überaus lebhaftes Geschäft in gering eingezahlten Interimsscheinen, welches die Spielsucht mit allen ihren verderblichen Wirkungen auch in die wenig bemittelten Volksklassen hineintrug. Die Berliner Fondsbörse, bisher ein äusserlich sehr ruhiger, fast nur von den am Platze selbst wohnenden Bankiers und Maklern besuchter Ort, gewann plötzlich ein ganz anderes Aussehen durch das Erscheinen zahlreicher auswärtiger Besucher;⁹⁴⁾ fremde Spekulanten, Glücksjäger der gewöhnlichsten Sorte gingen aus und ein und drückten dem Eisenbahnactien-Handel immer mehr den Charakter eines blossen Hazardspieles auf. Man sah in dieser Veränderung nur ein glückliches Zeichen der steigenden Bedeutung Berlins als Centralpunkt des preussischen Fondsverkehrs und hielt den hierdurch geschaffenen Zustand für einen durchaus gesunden. Die preussische Regierung war sehr erfreut, dass ihr die kostspieligen Eisenbahnbauten durch das Privatkapital besorgt wurden, und als dieselben im Jahre 1842 einmal ins Stocken zu gerathen schienen, wurden sie von der Regierung durch Gewährung ansehnlicher Zinsgarantien schnell wieder in Gang gebracht.⁹⁵⁾ Im folgenden Jahre (1843) legte die Regierung diesen garantirten Eisenbahnactien die Eigenschaft pupillarischer und depositalmässiger Sicherheit bei, obgleich nicht ihr Kapital, sondern nur ein gewisses Zinsminimum garantirt worden war.⁹⁶⁾

Dieses Vertrauensvotum der Regierung führte den Eisenbahnactien neue Liebhaber zu, und jetzt begann eine Periode tollster Spielwuth, wie man sie in Deutschland bis dahin noch nicht er-

⁹⁴⁾ Ludw. Lesser, Zur Geschichte der Berliner Börse und des Eisenbahnactien-Handels p. 7 (erschienen 1844).

⁹⁵⁾ Kabinets Ordre vom 22. November 1842.

⁹⁶⁾ Kabinets-Ordre vom 22. December 1843.

lebt hatte. Alles drängte sich zur Börse, ohne Unterschied des Standes und Vermögens; jene Excesse einer dem momentanen Gewinne blind nachjagenden Spekulation, die in Amsterdam, London und Paris schon seit Jahrhunderten bekannt waren, wiederholten sich jetzt ganz ebenso auch in dem kühlen, vernünftigen Berlin, in dem reichen, soliden Leipzig; an den Fondsbörsen dieser beiden Städte concentrirte sich das Eisenbahnfieber, das indess auch Süddeutschland nicht gänzlich verschonte.

Im Frühjahr 1844 wurde die Preussische Regierung endlich doch auf die grossen Gefahren dieser Bewegung aufmerksam, und es erschien zunächst (am 11. April 1844) eine Bekanntmachung des Finanzministers v. Bodelschwingh gegen „die stets wachsende Zahl und Ausdehnung der Eisenbahnprojekte, welche dem Handel und den Gewerben die nöthigen Betriebskapitalien entziehen“. Der Minister erklärt, er werde einstweilen keine weiteren Eisenbahnen concessioniren und warnt desshalb das Publikum dringend vor dem Ankauf von Interimsscheinen (Promessen) noch nicht genehmigter Projekte.

Dieser wohlgemeinte Wink fruchtete indess nicht das Geringste; die Spielwuth nahm immer mehr zu und erreichte im Mai desselben Jahres (1844) ihren Höhepunkt; fast alle die eben erst emittirten Eisenbahn-Actien wurden schon mit 20, 30, 40 % Agio gehandelt; das ganze Volk schien wie von einem Taumel ergriffen zu sein, und die warnenden Stimmen einzelner Nüchterngebliebenen verhallten unbeachtet.

Jetzt schritt aber die Regierung energisch ein. Sie erliess am 24. Mai 1844 eine Verordnung, welche alle Zeitgeschäfte in „Actienpromessen, Interimsscheinen, Quittungsbogen oder sonstigen, die Betheiligung bei einer Eisenbahn-Unternehmung bekundenden, aber vor Berichtigung des vollen, auf die Actien oder Obligationen einzuzahlenden Betrages ausgegebenen Papieren“ — für null und nichtig erklärte und den vereidigten Maklern die Vermittlung solcher Geschäfte bei Strafe der Amtsentsetzung untersagte. Ferner wird den vereidigten Maklern das schon am 13. Mai 1840 erlassene Verbot, Geschäfte in ausländischen Papieren irgend welcher Art zu vermitteln, nochmals eingeschärft. Endlich werden auch die früheren

Strafbestimmungen gegen das Pfuschkaklerthum von Neuem bestätigt und erweitert.

Schon kurze Zeit vor dem Erlasse dieser Verordnung gelangte das Gerücht an die Börse, dass die Regierung gegen die Spekulation einzuschreiten gedenke; indess fand die Nachricht bei dem allgemein herrschenden Optimismus nur wenig Glauben, und wo dies doch der Fall war, erwartete man wenigstens nicht ein so schnelles und radikales Vorgehen. Daher war es denn auch nicht zu verwundern, dass die Verordnung, zumal sie sofort in Kraft trat, auf dem Eisenbahnactien-Markte eine förmliche Panik hervorrief, wodurch allerdings die Macht der Agiotage wenigstens fürs Erste gebrochen, aber gleichzeitig auch das grosse Gefolge irreführter Privatkapitalisten sehr hart betroffen wurde. Wie man die früheren, das Eisenbahnwesen begünstigenden Maassregeln der Regierung als generelle Vertrauensvota aufgefasst hatte, so hielt man den jetzigen Erlass für ein ebensolches Misstrauensvotum und verschleuderte deshalb unterschiedslos mit den schlechten auch die guten Papiere. Fast sämtliche Eisenbahnactien fielen um 10, 15, 20 $\frac{0}{10}$ und konnten sich erst im folgenden Jahre einigermaassen erholen; auch dann erreichten sie nur zum kleineren Theile den höchsten Stand wieder, den sie vor Erlass der Verordnung innegehabt hatten; gerade einige der beliebtesten Spekulationsactien (wie die Cöln-Mindener, die Berlin-Anhalter, die Magdeburg-Halberstädter Eisenbahn-Actien) sind schon seit jenem Zeitpunkte, mit relativ geringen periodischen Aufbesserungen, immer weiter zurückgegangen, bis die Baisse in den Jahren 1848/49 ihren tiefsten Punkt erreichte und dann erst wieder einer Periode allmählichen Aufsteigens Platz machte.⁹⁷⁾

Angesichts dieses Thatbestandes ist es unbestreitbar, dass die Verordnung der immer wagehalsiger gewordenen Spekulation einen heilsamen Schrecken eingejagt, ihr gleichsam ein *memento mori* zugerufen und in diesem Sinne wohlthätig gewirkt hat. Wenn sie auch andererseits manche soliden Werthe mit discreditirte, und hierdurch den nicht spekulirenden Theil des Volkes, die Sparer und Kapitalisten, in Mitleidenschaft zog, so darf man

⁹⁷⁾ Vergl. Courstabelle am Schlusse des Kapitels.

deswegen weniger die Regierung anklagen, als die Urtheilslosigkeit des Publikums, das sich durch vage und unbegründete Befürchtungen hinreissen liess, seine guten Papiere unter ihrem inneren Werthe loszuschlagen. Dagegen hat die Verordnung in einer anderen Richtung unzweifelhaft ganz ebenso nachtheilig gewirkt, wie alle derartige Maassregeln, welche irgend eine bestimmte Kategorie von Börsengeschäften wegen ihrer Gefährlichkeit verbieten, oder für rechtsungültig erklären: sie beeinträchtigte die Zuverlässigkeit des Börsenverkehrs dadurch, dass sie besonders Anfangs, zur Zeit der Krisis unredlichen Spekulanten als Vorwand diente, sich leichtsinnig eingegangener Verpflichtungen straflos wieder zu entledigen.⁹⁸⁾

Indess hielten weder die guten, noch die schlimmen Wirkungen des Erlasses lange vor; die verbotenen Geschäfte wurden zuerst auf Umwegen, dann bald ganz offen und ungescheut weiter betrieben; und wie hierin, so wusste die Börse sich auch gegen die Unredlichkeiten einzelner Spekulanten zu vertheidigen, indem sie dieselben einfach creditlos und dadurch vollkommen unschädlich machte. Alles dies hat die Regierung später selbst anerkannt, als sie im Jahre 1860 die Verordnungen von 1836, 1840 und 1844 wieder aufhob. Mit dem Gesetze, welches diese Aufhebung verfügte, werden wir uns seiner Zeit noch specieller zu beschäftigen haben.

Während die Eisenbahnmanie in Preussen sich besonders auszeichnete durch ihre überaus schnelle Entwicklung, durch die rasche Folge der einzelnen Phasen, des Entstehens, des Anwachsens bis zur intensivsten Fiebergluth, aber ebenso auch durch den frühen Eintritt der Reaktion — sind es in England ganz andere Momente, welche unsere Aufmerksamkeit in erster Linie verdienen, so vor Allem das kolossale Quantum der in Bewegung gesetzten Kapitalien,⁹⁹⁾ die lange Dauer der ganzen Periode, die

⁹⁸⁾ Ludw. Lesser a. a. O. p. 28.

⁹⁹⁾ Nach *Evans, The commercial crisis 1847—1848*, (p. 22) waren in England November 1845 in Betrieb: 47 Eisenb.-Ges. mit 70 Mill. Pfd. Sterl. Kapitalaufwand, im Bau: 118 Eisenb.-Ges. mit 67 Mill. Pfd. Sterl. Kapitalaufwand, projektirt: 1263 Eisenb.-Ges. mit über 500 Mill. Pfd. Sterl. voraussichtl. Kapitalaufwand, also zusammen 1428 Gesellschaften und ca. 700 Mill. Pfd. Sterl. bereits aufgewendeter oder noch aufzuwendender Anlagekosten. Hiervon waren aufgebracht worden oder sollten noch aufgebracht werden durch

Grösse der fortwährenden Coursschwankungen, *last not least*, eine wahrhaft entsetzliche Menge betrügerischer oder doch mindestens sehr unreeller Handlungen.

Im Jahre 1844 hatte man in England nach langen Parlaments- und noch längeren Commissionsverhandlungen, endlich ein Actien-gesetz erlassen, das bestimmt war, den auf Täuschung des Publikums berechneten Manipulationen bei Gründungen von Actien-Gesellschaften ein Ende zu machen und diesen Zweck wesentlich durch eine einheitliche amtliche Registrirung aller Gesellschaften zu erreichen suchte. Das Mittel war schon an sich nicht gerade sehr wirksam und ein neuer Beweis des hülflosen Zustands, in dem sich die englische Gesetzgebung damals dem mächtigen Aufschwunge des Actienwesens gegenüber befand.¹⁰⁰⁾ Aber die ohnehin schon geringe Heilwirkung des Gesetzes wurde noch weiter reducirt, ja für einzelne Gebiete sogar ins Gegentheil verwandelt dadurch, dass man zahlreiche Kategorien von Actien-Gesellschaften in einer Ausnahmestellung beliefs, so z. B. die Banken, welche nach wie vor den früheren Special-Gesetzen unterworfen blieben, so ferner auch die Eisenbahnen, auf welche die Acte nur zum Theil angewendet wurde. Für sie nämlich, wie für alle anderen Unternehmen von besonderem öffentlichen Interesse war auch fernerhin eine Specialconcession der Krone oder des Parlamentes nothwendig, aber — und das war die „Reform“, welche man einführte — provisorisch sollte von jetzt an jedes Eisenbahnprojekt schon vor Ertheilung jener Specialconcession nach Maassgabe der Acte von 1844 registrirt werden. Durch diese Bestimmung hat das

Emission von Stammactien ca. 110 Mill., der Rest von ca. 590 Mill. durch Ausgabe von Obligationen. Auf die Stamm-Actien waren im November 1845 bereits eingezahlt $54\frac{1}{2}$ Mill. Pfd. Sterl. Mit diesen Zahlen vergleiche man die eine Thatsache, dass in ganz Preussen bis zum Schlusse des Jahres 1850 nur 27 Eisenbahngesellschaften mit einem Kapitale von 142 Mill. Thlr. (21 Mill. Pfd. Sterl.) gegründet wurden (Engel, Erwerbsthätigkeit der juristischen Personen im Preussischen Staate, Zeitschr. des preuss. statist. Bureau's 1875 p. 449 ff.).

¹⁰⁰⁾ 7 und 8 Vict. C. 110. —, vergl. über dieses Gesetz Schwebemeyer, Das Actien-Gesellschafts-, Bank- und Versicherungs-Wesen in England p. 16 ff. Leone Levi, *History of British Commerce* p. 340. Letzterer urtheilt noch ungünstiger darüber als Ersterer.

Gesetz auf die Entwicklung des englischen Eisenbahnwesens einen geradezu unheilvollen Einfluss ausgeübt; denn die „provisorische Registrirung“, welche durchaus keine Prüfung der Projekte involvirte — eine solche Untersuchung erfolgte vielmehr stets erst bei der definitiven Concessionirung durch das Parlament — machte es den Gründern ungemein leicht, ihre Projekte schon vor der definitiven Registrirung mit dem Nimbus obrigkeitlicher Genehmigung zu umgeben und die Interimsscheine (*Scripts*) von Eisenbahn-Gesellschaften, die in den weitaus meisten Fällen niemals wirklich concessionirt wurden, dem leichtgläubigen Publikum als Antheile an bereits genehmigten Linien aufzuschwindeln.

Im Jahre 1845 wurden 1149 Eisenbahngesellschaften provisorisch, aber nur 4 definitiv registriert¹⁾; die Srips der übrigen 1145 wurden indess ebenfalls fast durchgehends sofort nach der provisorischen Registrirung zur Subscription aufgelegt, in den Handel gebracht und auch in mehr oder weniger beträchtlichen Summen wirklich abgesetzt. Zunächst wurden natürlich nur geringe Einzahlungen eingefordert, etwa 1—3 Pfd. Sterl. per Actie, verheissungsvolle Prospekte wurden ausgegeben, der Actien-cours wurde durch künstliche Manöver weit über Pari getrieben, und getäuscht durch diese und andere Kniffe gab das Publikum sein gutes Geld für die meist ganz werthlosen Papierschnitzel,²⁾ welche ja faktisch weiter Nichts waren als Versprechungen von Antheilen an Unternehmen, die vielleicht einmal ins Leben gerufen werden konnten, thatsächlich aber fast nie über das Stadium des Projekts hinausgekommen sind. Die auf diese Weise erlangten Gelder flossen meist unverweilt ganz oder theilweise in die Privatkassen der Gründer, deren Zweck damit erreicht war.³⁾

Wie ausgedehnt die Kreise waren, welche das Eisenbahnfieber ergriff, wird ersichtlich aus einer auf Veranlassung des Unterhauses zusammengestellten Liste der Subscribenten von Actien und Obligationen aller während einer Parlamentssession concessionirten

¹⁾ *L. Levi, History of British Commerce* p. 340.

²⁾ *Scripts* bedeutet Schnitzel.

³⁾ Ueber die skandalösen Vorgänge jener Periode vergl. besonders das oben citirte Werk von Evans.

Gesellschaften. Dieses Verzeichniss enthält die Namen von über 30 000 Personen, die im Ganzen auf 83 Mill. Pfd. Sterl. Eisenbahnpapiere subscribirten, und zwar betheiligten sich davon ungefähr 7000 mit Einzelbeträgen von 2000 Pfd. Sterl. und darüber (durchschnittlich jeder mit 9000 Pfd. Sterl.), die übrigen mit geringeren Summen (aber selbst diese durchschnittlich doch mit ca. 1000 Pfd. Sterl.). Alle Stände, vom Pair bis zum Bedienten, sind unter den Subscribenten vertreten; bei zahlreichen Frauennamen findet sich nur das kurze, aber hier so inhaltschwere Wörtlein „Wittwe“, und fast noch bedenklicher erscheint die relativ sehr grosse Menge der aufgeführten Parlamentsmitglieder und Geistlichen.⁴⁾

Die eigentliche Periode der englischen „*Railway Mania*“ umfasst die beiden Jahre 1845 und 1846. Zwar herrschte auf dem Markte für Eisenbahnwerthe schon seit Beginn des Jahrzehnts eine erhöhte Thätigkeit, die auch mit Schluss des Jahres 1846 noch nicht ganz erlosch, sondern erst 1848 zum Stillstand gelangte; aber die Bewegung gipfelte jedenfalls in den Jahren 1845 und 1846. Auch während dieser Zeit hielt sie sich nicht immer auf gleicher Höhe; so trat z. B. schon im November 1845 eine Stockung ein, und im April 1846 constatirte Lord Sandon im Unterhause, dass die Personen, welche Concessionsgesuche eingereicht hätten, jetzt „mehr fürchteten, als hofften“, ihr Ansuchen gewährt zu sehen. Damals war es bereits sehr schwierig geworden, die Subscribenten zur Leistung weiterer Einzahlungen zu veranlassen. Im weiteren Verlaufe des Jahres prägten sich die Folgen der begangenen Excesse immer deutlicher in der wachsenden Geldknappheit aus; aber, trotzdem sich der Fondsmarkt Ende 1846 schon mitten in einer sehr heftigen Krisis befand, wurden im Laufe des folgenden Jahres doch noch 190 Eisenbahn-Gesellschaften mit 40 Mill. Pfd. Sterl. Capitalaufwand concessionirt. Wir ersehen daraus, wie viel Zeit und schlimme Erfahrungen nöthig waren, um die bis zur Raserei erhitzte britische Spekulationslust wieder zu beruhigen.

Vieles liesse sich noch sagen über diese Periode grossartigster

⁴⁾ *Parliamentary papers* 1845, vol. XL. (*accounts & papers*).

spekulativer Ausschreitungen; aber selbst die interessantesten Details würden nur neue Beweise liefern zu dem schon genugsam ausgeführten Satze, dass die Excesse der Fondsspekulation von jeher und immer wieder dieselben oder doch ähnliche Erscheinungen hervorgebracht haben. Was für unsern Zweck essentiell ist, liegt nicht in den Einzelheiten dieser Excesse, sondern in ihren Grundzügen und ferner in der Stellung, welche die gesetzgebenden Gewalten ihnen gegenüber eingenommen haben. Desshalb können wir gleich zur Beantwortung der Frage übergehen, was Parlament und Regierung in England thaten, um die Eisenbahn-Manie zu bekämpfen und um ihre verderblichen Einwirkungen auf den Volkswohlstand nach Möglichkeit einzuschränken.

Die Antwort lautet: Im ersten Stadium der Manie, in der Periode des Aufsteigens, des blinden Vorwärtstürens geschah gar Nichts, und nachher, als der Rückschlag eingetreten war, da geschah so gut wie Nichts. Zunächst bemühte man sich sogar eifrigst, die Unternehmungslust noch weiter anzufeuern; Minister betheiligten sich an der Grundsteinlegung zahlreicher Eisenbahnen; in officiellen Auslassungen wurde das Land wegen seiner blühenden Lage beglückwünscht, und während angesehene Blätter, wie die *Times* und der *Economist*, bereits fortwährend zur Nüchternheit mahnten, während sich auch im Parlament schon Stimmen hören liessen, welche die Regierung zur Wachsamkeit aufforderten, dachte dieselbe noch nicht daran, einzuschreiten. Eine grosse Anzahl von Personen und Gesellschaften wurde öffentlich der ärgsten Betrügereien beschuldigt; aber die Gesellschaften blieben straflos, die Personen behielten ihre theilweise recht hohen Aemter, konnten das öffentliche Rechtsgefühl täglich von Neuem beleidigen und nahmen sogar noch weiter zu an Macht und Einfluss.⁵⁾

⁵⁾ Unter diesen Vertretern des „*Railway Interest*“ ragte besonders hervor der Eisenbahndirector George Hudson, ein Mann, der lange Jahre hindurch im Parlamente als die erste Autorität in allen Eisenbahnfragen galt, aber schon fast ebenso lange für einen der gefährlichsten Schwindler gehalten und schliesslich dann auch als solcher definitiv entlarvt und bestraft wurde. Letzteres geschah jedoch erst im Jahre 1849, als er thatsächlich bereits alles Unheil angerichtet hatte, was er anrichten konnte. Zur Zeit der Eisenbahn-Manie war sein Ansehen ein derartiges, dass die Actien jeder Eisenbahn, an der er als Directionsmitglied oder auf andere Weise sich betheiligte, schon um des-

Im Parlamente, ja sogar in den Parlamentsausschüssen, welche die eingegangenen Concessionsgesuche zu prüfen hatten, wurden Fälle von Corruption nachgewiesen; ⁶⁾ aber fast noch schlimmer war es, dass auch die persönlich intakt gebliebenen Staatsmänner meist nicht wagten, den Kampf mit der mächtigen Eisenbahn-spekulation aufzunehmen.

Erst als der Rückschlag bereits eingetreten war, als Gründer und Actionäre selbst dringend wünschten, ihre Concessionsgesuche zurückziehen respective die ihnen bereits ertheilten Concessionen unbenutzt lassen zu dürfen, als namentlich die unglücklichen Sub-scribenten bei Regierung und Parlament Petition über Petition einreichten, um ihrer Verpflichtungen ledig zu werden und ihr eingezahltes Kapital wenigstens theilweise zurück zu erhalten, erst da begann man im Parlamente ernsthaft die Frage zu diskutieren, wie dem Lande geholfen werden könne.

Aber bald zeigte sich, dass auch jetzt weder bei der Regierung, noch bei der Parlamentsmehrheit der ernste Wille vorhanden war, durch energische Maassregeln die Folgen der bisherigen Excesse nach Möglichkeit zu mildern und neuen Ausschreitungen zu begegnen. ⁷⁾ Zwar wurde im Jahre 1846 ein Gesetz erlassen, welches sowohl

willen mit hohem Agio bezahlt wurden. (*Evans, The commercial crisis 1847/48* p. 15). Als er verhaftet wurde, stellte sich heraus, „dass die gesammte Verwaltung seiner Bahnen sich in der kläglichsten Unordnung befand. Er hatte nicht ein einziges neues, nicht ein einziges gesundes Princip eingeführt, nicht einen Mann von bedeutenden Fähigkeiten emporgehoben. Das ganze System war Ein ungeheurer Betrug, der bei dem ersten Lichtstrahl zusammenbrach“. (*Tooke-Newmarch, Geschichte und Bestimmung der Preise* übersetzt von Asher p. 176).

⁶⁾ Cohn, Die Entwicklung der Eisenbahn-Gesetzgebung in England, Bd. I, p. 185 und 214.

⁷⁾ Statt aller anderen Beweise für die Richtigkeit dieser Darstellung möge es genügen, zwei Zeugen zu citiren, denen man das Prädikat „klassisch“ gewiss nicht versagen wird, nämlich die grossen Staatsmänner und unversöhnlichen Gegner Gladstone und Disraeli. Ersterer sprach im Jahre 1852 von „der Feigheit und Unfähigkeit des Parlaments“ zur Zeit der Eisenbahn-Manie; und Disraeli rief schon im Jahre 1846 dem Minister Sir Robert Peel zu: „da habe er nun die Folgen der Politik des Gehenlassens“ (im Eisenbahnwesen). Beide Aeusserungen sind dem oben citirten Werke Cohn's entnommen, das die Ziele und Wirkungen der englischen Eisenbahnpolitik in gründlicher und klarer Weise beleuchtet.

den noch nicht definitiv genehmigten, wie den bereits concessionirten aber noch nicht im Bau befindlichen Eisenbahn-Unternehmungen unter gewissen Bedingungen erlaubte, sich aufzulösen. (Die sog. „*Lord Dalhousie's Dissolution Act*“). Ferner wurde im Laufe desselben Jahres eine Eisenbahn-Kommission eingesetzt, welche die Missbräuche im Eisenbahnwesen aufdecken, geeignete Abhilfe-maassregeln vorschlagen und die künftig einlaufenden Concessions-gesuche begutachten sollte. Aber weder die Zusammensetzung, noch die Machtbefugnisse dieser Commission waren derartig beschaffen, dass es ihr möglich gewesen wäre, grossen Einfluss auf die Entwicklung des englischen Eisenbahnwesens zu gewinnen.⁸⁾ Gerade ihre wesentlichsten Vorschläge wurden nicht angenommen und sie musste sich im Jahre 1851 wieder auflösen, ohne nennenswerthe Resultate erzielt zu haben. Auch sonst geschah in jener Zeit kaum das Allernothwendigste zur Reform des Eisenbahnwesens, das nach wie vor dem ziellos ungebundenen Walten der freien Concurrenz fast gänzlich überlassen blieb. Damals wurde der Grund gelegt zu dem übermächtigen britischen Eisenbahnstaate, der es so oft verstanden hat, durch seinen Reichthum und durch seine einflussreichen Connexionen die Gesetzgebung des Landes nach seinem Interesse zu lenken. Lange und schwere Kämpfe hat es gekostet, ehe es gelang, die Erfordernisse des Verkehrs, die Interessen des Publikums mit denen der Eisenbahngesellschaften einigermaassen auszusöhnen; aber eine Zeit der Eisenbahn-Manie hat England nicht wieder erlebt. Die Stürme des Jahres 1848 fegten den letzten Rest des Fiebers hinweg; an die Stelle der krampfhaften Zuckungen trat jetzt zunächst ein Zustand gänzlicher Abspannung,⁹⁾ der erst nach Verlauf mehrerer Jahre einer ruhigen Weiterentwicklung Platz machte.

⁸⁾ Cohn a. a. O. p. 242 ff.

⁹⁾ Nach Tooke-Newmarch (p. 171) wurden Eisenbahn-Concessionen ertheilt für folgende Capitalbeträge:

im Jahre	1843 :	82	Mill.	Pfd.	Sterl.	im Jahre	1849 :	4	Mill.	Pfd.	Sterl.
„	„	1844 :	20	„	„	„	„	1850 :	4	„	„
„	„	1845 :	60 $\frac{1}{2}$	„	„	„	„	1851 :	9 $\frac{1}{2}$	„	„
„	„	1846 :	132	„	„	„	„	1852 :	4	„	„
„	„	1847 :	44	„	„	„	„	1853 :	15 $\frac{1}{2}$	„	„
„	„	1848 :	15	„	„						

Eine Vergleichung der Eisenbahnlängen, welche während der einzelnen

Damit schliesst auch für England eine Periode, welche auf die Entwicklung des gesammten Fondsverkehrs von allergrösstem Einflusse gewesen ist. Ein Bild von dem Umfange der damaligen Kapitalverschiebungen und von den Uebertreibungen, deren man sich nach der einen, wie nach der anderen Seite hin schuldig machte, gewinnen wir mit Hülfe der nebenstehenden Tabelle, welche die höchsten und niedrigsten Course der Actien von je 7 Hauptbahnen Englands, Frankreichs und Preussens für die Zeit zwischen 1844 und 1850 neben einander stellt.¹⁰⁾

Das Jahr 1848 ging mit allen europäischen Fondsmärkten scharf ins Gericht; am schwersten hatte natürlich Frankreich zu leiden, wo nicht nur die politische, sondern die ganze sociale Ordnung erschüttert war.¹¹⁾ Durch die ebenso grossen wie rapiden Coursrückgänge aller, auch der solidesten französischen Effekten,

Jahre in Betrieb gesetzt wurden, ergiebt natürlich ganz andere und für unseren Zweck ungeeignete Resultate, da ja der Bau stets lange Zeit in Anspruch nahm; so wurden z. B. gerade im Jahre 1848 mehr Eisenbahnen dem Betriebe übergeben als in irgend einem früheren oder späteren Jahre, nämlich 1182 engl. Meilen, gegen nur 803 in 1847, und 606 in 1846.

¹⁰⁾ Diese Tabelle ist zusammengestellt und berechnet aus:

J. Michaelis, Deutschlands Eisenbahnen (3. Auflage 1863).

L. Lesser, Zur Geschichte der Berliner Börse und des Eisenbahn-Actien-Handels.

Wolters, *Histoire Financière des Chemins de Fer, 1ère année 1860.*

A. Courtois Fils, *Tableaux des Cours des principales valeurs Françaises.*

Tooke-Newmarch, Geschichte und Bestimmung der Preise sowie aus der englischen Zeitschrift „*The Economist.*“

Für die absolute Richtigkeit der Rentabilitäts-Berechnungen bei den meisten französischen Actien kann ich nicht eintreten, da es mir leider nicht überall möglich war festzustellen, mit welchen Beträgen die Actien eingezahlt waren. Bei England habe ich dieselben Actien gewählt, welche Tooke-Newmarch ihren kleinen Courstabellen zu Grunde gelegt haben, jedoch umfasst die meinige einen erheblich grösseren Zeitraum und ist auch anderweitig vollständiger.

¹¹⁾ Die 5% französische Rente fiel von 116 (23. Februar) bis 50 (5. April); die 3% englischen Consols von 90 (23. Februar) in 5 Tagen bis 80, erholten sich dann aber wieder rasch bis 83, während die französische Rente immer weiter zurückging und erst nach der Wahl Napoleons zum Präsidenten (10. December 1848) entschieden zu steigen begann.

Name und Nationalität der Eisenbahnen	Höchster Cours	Niedrigster Cours	Cours- rückgang in Procenten	Rentabilität in Procenten						
	zwischen 1844 u. 1850			1844	1845	1846	1847	1848	1849	Durchschn. 1844—49
Grossbritannien	%	%								
London & North-Western	(1845) 254	(1848) 99	155	10	10	10	8 50	7	7	8 75
Great-Western	" 295	(1850) 58	237	7 50	8	8	7 50	6 50	4	6 92
South-Western	" 203	" 61	142	9	9	10	9	5 50	3 25	7 62
Midland	" 183	" 45	138	5	0 67	6 25	7	5 50	3	4 51
Brighton	" 160	(1848) 50	90	4 25	5 50	6	4	3 62	3 87	4 54
South-Eastern	" 146	(1850) 57	89	3 37	5	5	6 50	5 62	3	4 75
York- & North-Midland	" 224	" 34	190	10	10	10	10	7	1	8
Durchschnitt :	209	58	150	7 02	6 88	7 89	7 50	5 81	3 59	6 50
Frankreich										
Paris-Orléans	(1845) 265	(1848) 77	188	7 85	9 46	12 20	12 54	4 28	11 40	9 60
Paris-Rouen	" 247	" 55	192	7 54	9 40	8 40	10 28	5	6 78	7 90
Rouen-Hâvre	" 199	" 28	171	4	4	4	5 76	5	7 70	5 08
Centre	" 189	" 38	151	—	—	—	4	4	4	—
Orléans-Bordeaux	" 163	" 72	91	—	—	4	5	5	4 80	—
Nord	" 172	" 61	111	—	—	4	6	4	4 50	—
Est	" 111	" 64	47	—	—	—	—	—	4	—
Durchschnitt :	192	56	135	—	—	—	—	—	—	—
Preussen										
Berlin-Anhalter	(1844) 169	(1849) 75	94	6 50	6 75	8	7 75	4	4	6 17
Berlin-Stettiner	" 139	(1848) 76	63	5	5 17	5 25	6	4	5 20	5 10
Berliner-Hamburger	" 128	(1849) 46	82	4	4	4	2 50	0	4 50	3 17
Cöln-Mindener	" 120	(1848) 62	58	4	4	4	4	3 50	4 50	4
Magdeburg-Halberstadt	" 129	" 83	46	3	3 50	5 25	7	7	8	5 62
Oberschlesische A.	" 129	" 65	64	4	4 43	4	6	6 33	5 60	5 06
Rheinische	(1845) 102	(1849) 40	62	1	3	3 50	4	0	1	2 08
Durchschnitt :	131	64	67	3 93	4 41	4 86	5 32	3 55	4 68	4 50

sowie durch das mit rasender Schnelligkeit um sich greifende allgemeine Misstrauen, welches plötzliche „runs“ veranlasste, wurde eine Anzahl der ersten Pariser Bankfirmen zu Falle gebracht;¹²⁾ den Noten der Bank von Frankreich musste der Zwangscours beigelegt werden. Der eben erst recht in Fluss gekommene Eisenbahnbau stockte fast gänzlich; mehrere Bahnen mussten sequestrirt werden, weil sie den Bau nicht fortsetzen konnten; andere wurden nur durch die directe Unterstützung der Regierung vor demselben Schicksale bewahrt, und von 1848 bis Ende 1851 wurde nur eine einzige neue Eisenbahnconcession ertheilt.¹³⁾ Der so oft gerühmte und ebenso oft tiefbeklagte französische Unternehmungsgeist schien vollständig erstorben zu sein.

Da kam der 2. December des Jahres 1851, und mit einem Schlage änderte sich die ganze Situation.

Kap. 4.

Dritte Spekulationsperiode des 19. Jahrhunderts, 1852—1861, Entstehung der grossen Spekulationsbanken (Crédits Mobiliers).

Es giebt jetzt in Frankreich nur recht wenige Schriftsteller, welche, ohne direct der Bonapartistenpartei anzugehören, offen einzugestehen wagen, dass der Staatsstreich des dritten Napoleon für die französische Volkswirthschaft eine Wohlthat, ja eine Nothwendigkeit gewesen ist.¹⁴⁾ Und doch war dies unzweifelhaft

¹²⁾ Die Details dieser Panik findet man in *A. Courtois Fils, Histoire de la Banque de France et des principales institutions Françaises de crédit* p. 168 ff., sowie in *Evans, The commercial Crisis 1847/48* p. 118 ff.

¹³⁾ L. Ancoc, Ueber die zur Entwicklung des französischen Eisenbahn-Netzes angewendeten Mittel (deutsch herausgegeben von W. v. Nördling) p. 12.

¹⁴⁾ Selbst A. Courtois Fils, der in seiner 1875 erschienenen *Histoire de la Banque de France etc.* nicht umhin kann, den segensreichen unmittelbaren Einfluss des Staatsstreichs anzuerkennen, hält es doch für nöthig, eine recht sophistische Verwahrung einzulegen (p. 196), worin er „vom politischen Standpunkte aus“ die Nothwendigkeit des Staatsstreichs in Abrede stellt.

der Fall. Die Ungewissheit, das fortwährende Schwanken aller Grundlagen der politischen und socialen Ordnung war ohne nachhaltige Schädigung des gesammten Wirthschaftsorganismus nicht mehr länger zu ertragen. Der Staatsstreich machte diesem ganz trostlosen Zustande ein rasches Ende, das Vertrauen kehrte zurück und „die Geschäfte nahmen, sobald die staatliche Ordnung wieder hergestellt war, wie durch einen Zauber einen um so lebhafteren Aufschwung, je länger die Zeit gewesen war, während welcher sie gänzlich gestockt hatten“¹⁵⁾.

Dass die Course der Staatsanleihen und mit ihnen die aller anderen Fonds eine rapide Besserung erfuhren,¹⁶⁾ wollen wir als Symptom des wiedererwachenden Unternehmungsgeistes nicht allzu hoch anschlagen; denn man weiss ja oder man nimmt wenigstens als erwiesen an, dass die Urheber des Staatsstreichs durch künstliche Steigerung der Rentencourse es verstanden haben, sowohl die Börse, wie die grosse Klasse der Rentenbesitzer in ihr Interesse zu ziehen und so den Staatscredit, d. h. den Credit des neuen Regime, mit glänzenden Flittern herauszuputzen. Indessen giebt es sicherere Beweise dafür, dass der Aufschwung ein wirklicher und nicht bloss ein scheinbarer war. Der auswärtige Handel Frankreichs (Import und Export) repräsentirte im Jahre 1851 einen Werth von 2787 Mill. Francs, im Jahre 1856 einen Werth von 4587 Mill. Francs, der Betrag der bei der *Banque de France* (Centrale) discountirten Wechsel war im Jahre 1851 360 Mill. Francs und im Jahre 1856 1752 Mill. Francs.¹⁷⁾ An Eisenbahnen wurden concessionirt:¹⁸⁾

Aber ist denn eine Handlung, die von irgend einem Standpunkte aus als nothwendig erscheint, — wie der Staatsstreich „*au point de vue économique*“ — damit nicht überhaupt eine nothwendige Handlung geworden? Die Autoren aus der Zeit vor 1870 verfallen, wie leicht erklärlich, bei ihrer Beurtheilung des Staatsstreichs meist in's entgegengesetzte Extrem, d. h. sie sehen nur Licht, wo doch immerhin auch ein recht dunkler Schatten war.

¹⁵⁾ A. Courtois Fils a. a. O. p. 215.

¹⁶⁾ Die 3% Rente stieg von 56½ (29. Novbr. 1851) auf 66¾ (22. Decbr.), die 5% Rente von 91¾ auf 103.

¹⁷⁾ Entnommen dem *Annuaire de l'Economie politique et de la Statistique*.

¹⁸⁾ Nach dem *Annuaire officiel des Chemins de Fer*.

im Jahre 1848	11 km	im Jahre 1853	1867 km
„ 1849	0 „	„ 1854	396 „
„ 1850	0 „	„ 1855	2483 „
„ 1851	377 „	„ 1856	15 „
„ 1852	2984 „	„ 1857	2626 „

Aus diesen Zahlen tritt uns die erstaunliche Vehemenz, mit der sich der so lange gewaltsam niedergehaltene Unternehmungsgeist eruptionsartig Luft machte, mit grösster Klarheit entgegen. Noch frappanter erscheint der plötzliche Umschwung, wenn man sich erinnert, wie schwierig sich nach dem Ausbruche der Revolution selbst die Vollendung der schon begonnenen Bauten gestaltet hatte, und wenn man ferner berücksichtigt, dass am Ende des Jahres 1851 in Frankreich überhaupt nur 3540 km Eisenbahnen im Betriebe waren,¹⁹⁾ also gar nicht sehr viel mehr, als in dem einen folgenden Jahre concessionirt wurden.²⁰⁾

Es entsteht jetzt die Frage: War dieser auf allen Produktionsgebieten zu Tage tretende enorme Aufschwung nur die natürliche Reaktion der wohlbekannten französischen Spekulationslust gegen die ihr aufgenöthigte Zurückhaltung der Revolutionsjahre? oder bekam der feurige Renner etwa noch obendrein von seinem Herrn die Sporen? Unzweifelhaft war Letzteres der Fall. Napoleon wollte sich nicht damit begnügen, der wirthschaftlichen Entwicklung durch Consolidirung der Staatsform freie Bahn geschafft zu haben; er wollte dieser Entwicklung auch einen recht kräftigen Impuls geben, er wollte der wirthschaftliche Reformator Frankreichs werden und durch eine Aera allgemeiner Prosperität die widerstrebenden Theile des Volkes mit dem ungesetzlichen Ursprunge seiner Herrschaft aussöhnen. Desshalb war es eine

¹⁹⁾ Stürmer, Geschichte der Eisenbahnen p. 149.

²⁰⁾ Der anscheinende Widerspruch zwischen dieser Darstellung und dem, was weiter oben über das regelmässige Wachsthum des französischen Eisenbahn-Netzes gesagt wurde, löst sich, wenn man bedenkt, dass damals nur von grösseren Zeitabschnitten die Rede war, während die Zunahme in den einzelnen Jahren allerdings oft stark schwankte. Namentlich tritt dies hervor, wenn man, wie hier geschehen, nicht das Datum der Betriebseröffnung zu Grunde legt, sondern das der Concessionsertheilung, da letztere in der Regel für grössere zusammenhängende Strecken erfolgte, die dann aber erst nach und nach dem Betriebe übergeben wurden.

seiner ersten Sorgen, den systematischen Ausbau des französischen Eisenbahnnetzes auf jede Weise (durch Gewährung umfassender Zinsgarantien, durch Prolongirung der Concessionen, durch Ausführung unrentabler Strecken auf Staatskosten und dergleichen mehr) zu fördern; wenn der Präfekt Haussmann durch seine kolossalen Pariser Bauten jahraus jahrein Tausende von Arbeitern beschäftigte, so war auch dies hauptsächlich veranlasst durch den Wunsch Napoleons, als Volksfreund, als Regenerator des in der Hauptstadt concentrirten Frankreichs gepriesen zu werden; und aus keinem anderen Motive begünstigte er in so hervorragender Weise die Gründung und Entwicklung von zwei mächtigen Centralbanken, die den Mittelpunkt der ganzen Reform-Aera bilden sollten, nämlich des *Crédit Foncier*, vor Allem aber des *Crédit Mobilier*.

Wir haben damit das Wort ausgesprochen, welches von jetzt an auf längere Zeit hinaus den Angelpunkt für alle unsere Erörterungen abgeben wird, das Wort, mit dem sich die öffentliche Meinung von ganz Europa viele Jahre lang beschäftigt und dem sie dabei allmählich jenen schlimmen Nebenbegriff des Schwindelhaften beigelegt hat, der ihm auch gegenwärtig noch anhaftet.

Der erste französische *Crédit Mobilier*²¹⁾ gehört jetzt bereits der Geschichte an; die von ihm erzielten Resultate lassen sich, trotz aller Verdunkelung Seitens mancher interessirter Freunde und Gegner, mit ziemlicher Klarheit erkennen, da wir unser Urtheil auf eine Reihe von Thatsachen stützen können, die kaum einer Doppeldeutung fähig sind.

Die Begründung des *Crédit Mobilier* fällt der Zeit nach fast ganz genau mit der des zweiten Kaiserreichs zusammen; am 20. November 1852, einen Tag vor dem Plebiscite, welches die neue Würde Napoleons bestätigen sollte, wurde im *Moniteur universel* die Concessionsurkunde veröffentlicht.²²⁾ Schon aus

²¹⁾ Diese erste „*Société générale de Crédit Mobilier*“ ist nicht zu verwechseln mit der jetzt noch bestehenden Pariser Gesellschaft gleichen Namens. Jene trat schon 1867 in Liquidation, vererbte indess ihre Firma und einen Theil ihrer Klientel an eine neugebildete Bank.

²²⁾ *Aycard, Histoire du Crédit Mobilier* p. 1.

diesem Aktenstücke geht hervor, wie nahe das Institut der Regierung stand. Laut Art. 4 konnte Letztere die Abrechnungen, ja selbst die gesammte Buchführung und die Operationen der Gesellschaft jederzeit ohne Weiteres einer Prüfung unterziehen und laut Art. 5 ist die Wahl der Vorstandsmitglieder nur dann gültig, wenn sie von der Regierung bestätigt wird.

Die Concessionäre des *Crédit Mobilier* waren theils hervorragende Bankiers des In- und Auslands, theils Mitglieder der höchsten (napoleonischen) Aristokratie.²³⁾ An ihrer Spitze standen zwei geniale finanzielle Abenteurer, Männer vom Schlage John Law's, wie Frankreich deren fast in jeder Periode erhöhter spekulativer Thätigkeit besessen hat, ohne dass jedoch auch nur Einer von ihnen Allen es verstanden hätte, sich inmitten der alten stolzen „*Haute finance*“ so rasch und so dauernd einzubürgern, wie es den Brüdern Pereire gelungen ist. Ihr Werkzeug war der *Crédit Mobilier*, den sie seiner ursprünglichen Bestimmung — Handel und Gewerbe des Landes zu unterstützen — allmählich immer mehr entfremdeten und ihn statt dessen vorwiegend ihrem eigenen Interesse dienstbar zu machen wussten. Sie wurden vielfache Millio-

²³⁾ Laut Art. 10 des Statuts waren die ersten Hauptzeichner von Actien des *Crédit Mobilier* folgende Personen und Handelsfirmen:

B. L. Fould & Fould-Oppenheim (grosses Pariser Bankhaus)	11445 Actien à 500 Fr.	
Emil Pereire	5773	„
Isaac Pereire	5673	„
Mallet Frères & Co. (grosses Pariser Bankhaus)	800	„
Benoît Fould (Chef der obigen Firma B. L. Fould & Fould-Oppenheim, Bruder des Ministers gleichen Namens)	730	„
Duc de Galliera	500	„
Duc de Mouchy	500	„
La Princesse de Leuchtenberg (Tochter d. Kaisers Nicolaus I. von Russland)	500	„
Torlonia & Co., Rom	500	„
Salomon Heine & Co., Hamburg	500	„
Sal. Oppenheim jr. & Co., Cöln	500	„
Graf Delamarre	200	„
Charles Laffitte	200	„
		etc. etc.

Das Fould'sche Haus zeichnete mit den Pereire's zusammen mehr als die Hälfte des ganzen Actienkapitals.

näre, während das ihrer Leitung anvertraute Institut nach einer kurzen Periode äusserlich glänzenden Gedeihens erst langsam, dann immer schneller in Verfall gerieth, bis es schliesslich unter dem Gewichte der ihm von seinen Administratoren aufgeladenen Engagements zusammenbrach.

Die Geschichte des *Crédit Mobilier* ist eins der interessantesten Kapitel in dem grossen Buche, welches handelt von der „Ausbeutung des Menschen durch den Menschen.“²⁴⁾ Für uns hat jedoch der Entwicklungsgang des Instituts nur insoweit besonderen Werth, als er einen bestimmenden Einfluss auf die Gestaltung des allgemeinen Fondsverkehrs ausgeübt hat, und wir beschränken uns desshalb auf einen kurzen Abriss.

Der *Crédit Mobilier* war laut Art. 5 seines Statuts befugt, alle erdenklichen Spekulationsgeschäfte in Mobilienwerthen zu unternehmen; besonders aber solche, welche mit Fondsemissionen verknüpft sind, also die Gründung anderer Actien-Gesellschaften, die Negociirung von Anleihen und dergl. mehr. Durch sein für damalige Zeit ausserordentlich gross bemessenes Kapital, sowie durch die gänzliche Abwesenheit von Concurrrenz-Unternehmen

²⁴⁾ Demjenigen, welcher sich eingehend über dies Thema informiren will, sei das oben citirte Werk von Aycard empfohlen: die darin enthaltenen Anklagen gegen die Gründer und Leiter des *Crédit Mobilier* sind zwar nicht durchweg, aber doch grösstentheils mit Thatsachen belegt. So bringt er z. B. im Anhange eine Tabelle, laut deren die bilanzmässigen Tantiemen der Administratoren des *Crédit Mobilier* sich für die Zeit von 1853—1867 auf insgesamt $8\frac{1}{4}$ Millionen Francs beliefen. Dies ist indess nur ein kleiner Theil der Total-Vortheile, welche sich die Administratoren zu verschaffen wussten; denn bei jeder gewinnverheissenden Unternehmung des *Crédit Mobilier* beteiligten sie sich natürlich mit grösseren Beträgen, die Aycard ebenfalls meist genau aufführt. Ob sie diese Beträge stets faktisch einzahlten, ist mindestens sehr zweifelhaft. Jedenfalls waren sie fast immer in der Lage, derartige Privat-Engagements zur rechten Zeit und namentlich vor dem *Crédit Mobilier* zu realisiren, so dass für sie von keinem grossen Risiko die Rede sein konnte. Schlimmstenfalls war es ihnen leicht möglich, verlustbringende Beteiligungen durch einfache Rückcession an ihr Institut wieder abzustossen. Nachweisen konnte man ihnen derartige kleine Kunststücke nicht, da die Jahresberichte des *Crédit Mobilier* die denkbar summarischsten waren und das Statut dieser Bank irgendwelche Revisionen nicht vorschrieb.

gleichen Ranges²⁵⁾ war er in den Stand gesetzt, den grössten Theil des französischen Emissionsgeschäftes in seiner Hand zu vereinigen, was die Gründer und Protektoren des Instituts ja auch beabsichtigt hatten.

Um den auf ihn gesetzten hohen Erwartungen zu entsprechen, begann der *Crédit Mobilier* sofort nach seiner Begründung eine überaus rege Thätigkeit zu entfalten, die er, mit relativ kurzen, durch die allgemeine wirthschaftliche Lage gebotenen Unterbrechungen bis nahe an sein Ende fortgesetzt hat. Fast unzählbar ist die Menge der grossen und kleinen Emissionsgeschäfte, die er allein oder mit Hülfe anderer, seiner Führung folgenden Kapitalkräfte unternahm.²⁶⁾ Bald erstreckte er seine Thätigkeit auch auf das Ausland, indem er dort ebenfalls Eisenbahnen, industrielle Unternehmungen jeder Art, besonders aber Spekulationsbanken nach seinem eigenen Vorbilde ins Leben rief, welche Letztere die Kraft des Mutterinstituts verstärken, seinen Einfluss weit über die Grenzen Frankreichs hinaustragen und ganz Europa dem französischen Kapitale dienstbar machen sollten.²⁷⁾

Die finanziellen Resultate des Instituts waren zunächst die

²⁵⁾ Bis zum Jahre 1864 gab es in Frankreich, neben dem *Crédit Mobilier* kein anderes grosses Actien-Unternehmen desselben Genre's; zwar bildeten sich von Zeit zu Zeit kleinere derartige Gesellschaften, (wie z. B. die *Caisse des Chemins de Fer* und die übrigen Gründungen des berüchtigten Mirés, die Bonnard'sche *Banque d'échange* etc.), die sich aber sämmtlich nicht lange halten konnten. Abgesehen von einigen grossen Privatbankhäusern (Rothschild, Pillet-Will, Hentsch, Lutscher & Cie.), erwuchs dem *Crédit Mobilier* erst 1864 ein ebenbürtiger Concurrent in der *Société générale pour favoriser le développement du commerce et de l'industrie en France*, welche Gesellschaft indess wesentlich andere geschäftliche Grundsätze befolgt, wie der *Crédit Mobilier*.

²⁶⁾ Aycard (p. 550) schätzt die Gesamtsumme der durch den *Crédit Mobilier* während der 15 Jahre seines Bestehens (von 1852—1867) emittirten Werthe auf etwa vier Milliarden Francs.

²⁷⁾ Dieses Programm, ein vortrefflicher Köder für den französischen Chauvinismus, ist später auch von anderen grossen Spekulanten (so z. B. kürzlich noch von Bontoux) mit bestem Erfolge für ihre Zwecke benutzt worden,

denkbar glänzendsten.²⁸⁾ Eine Dividende von ca. 41 %, wie der *Crédit Mobilier* sie pro 1855 vertheilte, ist etwas Unerhörtes in der Geschichte des Bankwesens, und wenn man von den beiden Jahren 1857 und 1858 absieht, die in der ganzen Welt exceptionell ungünstig waren, so kann man das durchschnittliche Resultat nur als ein sehr befriedigendes bezeichnen. Indess hatte die Medaille auch ihre Kehrseite. So abnorm hohe Dividenden konnten nur vertheilt werden auf Kosten der soliden finanziellen Grundlage, welche eine für das dauernde Gedeihen des Instituts wahrhaft besorgte Administration demselben jedenfalls gesichert haben würde. Die aus den kolossalen Spekulationsgewinnen der ersten Jahre zurückgelegten Reserven waren nicht entfernt hinreichend für den unaufhörlich wachsenden Umfang der schwebenden Engagements. Die innere Situation der Bank war schon von Anfang an unsicher und wurde jedes Jahr immer gefährlicher; die Bilanz pro 1865 wies, bei einem Kapitale von 60 Mill. Francs und einer Reserve von 2 Millionen, schwebende Engagements in der Höhe von 174 Millionen auf, deren Abwicklung grösstentheils nur sehr schwer zu bewerkstelligen war, — ein Missverhältniss, das bewies, in welch' kolossalem Maasse der *Crédit Mobilier* fremde Kapitalien benutzt hatte. Von da an verschlechterte sich die Lage der Gesellschaft so rasch, dass ihre Gründer und Hauptleiter, die Brüder Pereire im Jahre 1867 sich veranlasst sahen, aus der Verwaltung auszuschneiden. Schmähhlich liessen sie das hauptsächlich durch ihre Schuld so arg heruntergekommene Institut im Stich, nachdem sie es genügend für ihre Privatzwecke ausgebeutet hatten.

Bald darauf sah sich der *Crédit Mobilier* gezwungen, in Liquidation zu treten. Er hatte sich in der Zeit seines Glanzes viele und mächtige Feinde gemacht durch seine Versuche, immer neue Geschäftszweige zu monopolisiren und namentlich auch den ganzen Geldmarkt zu beherrschen. Gegen diese Feinde, unter denen sich in erster Linie die *Banque de France* befand, hatte ihn die Regierung geschützt, so lange sie ihn noch brauchen konnte.

²⁸⁾ Nach Aycard vertheilte der *Crédit Mobilier* an Dividenden pro 1853 13,40 %, 1854 11,80 %, 1855 **40,74** %, 1856 23 %, 1857 5 %, 1858 5 %, 1859 7½ %, 1860 10 %, 1861 10 %, 1862 25 %, 1863 25 %, 1864 10 %, 1865 5 %, 1866 0 %, 1867 0 %.

Als das Institut aber unter der Last seiner Sünden zusammenbrach, da wurde es, ebenso wie von den eigenen Administratoren, so auch von der Regierung verlassen und auf Gnade oder Ungnade an seine Gegner ausgeliefert. Die *Banque de France* übernahm gegen eine stattliche Gebühr die ganze Liquidation und erzielte mit dieser Todtengräber-Arbeit den doppelten Profit, ein glänzendes Geschäft zu machen und sich gleichzeitig eines lästigen Concurrenten zu entledigen.

Die Actie des *Crédit Mobilier*, deren Cours im Jahre 1856 bis $1997\frac{1}{2}$ Francs (pro 500 Francs) = $399\frac{1}{2}\%$ gestiegen war, fiel während der Liquidation im Jahre 1870 bis $87\frac{1}{2}$ Francs = $17\frac{1}{2}\%$. Diese beiden Zahlen sprechen Bände.

Das ist in kurzen Zügen die Geschichte des ersten *Crédit Mobilier*. Er war der erste,²⁹⁾ aber sehr bald nicht mehr der einzige. Nach seinem Vorbilde, theilweise direct von ihm ausgehend, entstanden rasch zahlreiche andere grosse Bankinstitute derselben Kategorie, und die Bezeichnung „*Crédit Mobilier*“ wurde zu einem Gattungsnamen, der sich bis zum heutigen Tage als solcher erhalten hat. Wir werden uns mit dieser Nachkommenschaft demnächst noch specieller zu befassen haben, wollen jedoch einstweilen bei dem Stammvater des ganzen Geschlechts, dem Pariser *Crédit Mobilier*, noch ein Weilchen stehen bleiben und den Einfluss festzustellen suchen, den er auf die Gestaltung des französischen Fondsverkehrs ausgeübt hat. Demnächst werden wir uns der Entwicklung des *Crédit Mobilier*-Wesens in einigen anderen Ländern zuwenden und schliesslich das Princip dieser Anstalten im Allgemeinen prüfen.

Wir haben bereits gesehen, wie der französische Fondsmarkt den Staatsstreich Napoleons mit einer lebhaften Hausse begrüßte; diese Hausse hielt während des ganzen Jahres 1852 an, so dass

²⁹⁾ Die Law'sche Bank (1720) und die Brüsseler *Société générale pour favoriser l'industrie nationale* (gegr. 1835) hatten ohne Zweifel manche ähnliche Aufgaben, wie der *Crédit Mobilier*; aber ihr Hauptgeschäft erstreckte sich auf andere Gebiete; jene war vorwiegend Zettelbank oder sollte es doch vorwiegend sein; ihre Spekulationsgeschäfte waren irregulärer, missbräuchlicher Natur, und das Brüsseler Institut hat stets hauptsächlich das gewöhnliche, solide Bankgeschäft kultivirt.

zu der Zeit, als der *Crédit Mobilier* in's Leben trat (November 1852) die glänzenden Erwartungen, welche die Börse dem neuen Regime entgegenbrachte, thatsächlich in der Höhe aller Course schon vollständig escomptirt waren. Es musste desshalb zunächst eine Reaktion oder doch wenigstens ein Stillstand eintreten, und so folgte denn in der That eine Baisseperiode, die zwar nicht zu sehr heftigen Coursrückgängen führte, aber doch, mit längeren Unterbrechungen, bis Anfang des Jahres 1855 andauerte; das Coursniveau erniedrigte sich langsam, unter fortwährenden, oft recht erheblichen Oscillationen. Im Jahre 1853 trugen hohe Getreidepreise in Folge einer schlechten Ernte, sowie Befürchtungen eines Krieges mit Russland dazu bei, die Börse zu verstimmen, im folgenden Jahre begann der Krieg wirklich und liess keine entschiedene Hausse aufkommen.

Inzwischen begannen die Erwartungen, welche man an die Begründung der neuen Staatsform geknüpft hatte, sich zu verwirklichen. Handel und Gewerbe nahmen einen kräftigen Aufschwung, der Eisenbahnbau wurde unter Assistenz und Aufsicht der Regierung energisch gefördert; die Kapitalien strömten in Massen den Stellen zu, wo sie gebraucht wurden. Und gebraucht wurden gewaltige Kapitalien; denn die Zeit der grossen Fondsemissionen hatte begonnen. Die Regierung musste umfangreiche Anleihen aufnehmen für ihre rapid wachsenden Kriegs- und Friedensbedürfnisse; besonders aber war es der private Unternehmungsgeist, der alle freien Kapitalien für die Begründung neuer Actiengesellschaften an sich zog.

In dieser überaus lebhaften Bewegung, die während der folgenden Jahre noch viel grössere Dimensionen annehmen sollte, spielte der *Crédit Mobilier* eine leitende Rolle, nicht allein durch den activen Antheil, den er an jenen Gründungen als Spekulationsbank *par excellence* zu nehmen berufen war, sondern auch durch das Interesse, das sich an seine eigenen Actien knüpfte und welches dieselben seit ihrer Ausgabe, ja schon vorher zu einem tonangebenden Spekulationspapiere des ganzen französischen Marktes erhoben hatte.³⁰⁾

³⁰⁾ Schon zwei Monate vor der Emission waren Promessen auf die Actien des *Crédit Mobilier* in der Coullisse lebhaft umgesetzt worden, zuerst mit circa

Im Jahre 1855, dem glänzendsten, welches der *Crédit Mobilier* je erlebt hat, stieg der Cours seiner Actien um volle 640 Frcs. oder 128 $\frac{0}{10}$ (nämlich von 725 Frcs. bis 1365 Frcs.), während die 3 $\frac{0}{10}$ französische Rente im gleichen Jahre um 2 $\frac{0}{10}$ zurückging (von 66 $\frac{1}{2}$ auf 64 $\frac{1}{2}$). Ueberhaupt begann man damals die Papiere mit festem Zinsgenusse zu vernachlässigen und sich immer mehr den Actien zuzuwenden — ein untrügliches Zeichen dafür, dass das Anlage-Bedürfniss hinter der Spekulationslust zurücktrat. Immer deutlicher stellten sich jetzt an der Pariser Börse jene Erscheinungen ein, welche schon von jeher allen Perioden höchster Spiel Leidenschaft eigen gewesen sind: Tägliche unmotivirte oder nur durch leere Gerüchte motivirte Coursschwankungen grössten Umfangs;³¹⁾ tiefe Demoralisation weiter Gesellschaftsschichten³²⁾; unaufhörliche Zunahme der Neugründungen^{32a)} mit dem üblichen Gefolge von Miss-

1000 Francs (200%); dann wurde der Cours rasch bis 2110 Francs (422%) getrieben; am 23. November 1852, dem ersten Tage, an dem eine officiële Notirung stattfand, schwankte der Cours zwischen 1100 Francs und 1000 Francs, am 25. zwischen 1050 Francs und 1210 Francs, am 26. zwischen 1785 Francs und 1525 Francs u. s. f.; einen Monat später (28. December) waren die Actien bereits wieder bis 835 Francs gefallen (Aycard p. 41).

³¹⁾ Vergl. Aycard p. 143 ff.

³²⁾ Wie fast immer betheiligte sich in erster Linie der Adel am Börsenspiele und an den Neugründungen industrieller Gesellschaften. Fast unter jedem der zahllosen Prospekte jener Zeit findet man Namen wie den des Duc de Mouchy, des Duc de Galliera, des Duc de Noailles und anderer Mitglieder der höchsten Aristokratie.

^{32a)} Es entstanden in Paris Commandit-Gesellschaften auf Actien

im Jahre	1852	mit einem	Gesammtkapitale	von	98	Millionen	Francs,
" "	1853	" "	" "	" "	1013	" "	" "
" "	1854	" "	" "	" "	650	" "	" "
" "	1855	" "	" "	" "	968	" "	" "
" "	1856	" "	" "	" "	1928	" "	" "

(Aus *Lescoeur, La législation des sociétés commerciales* p. 66.)

Die Spekulation bediente sich in Frankreich zu jener Zeit und überhaupt andauernd bis zum Erlass des Actiengesetzes von 1867 fast ausschliesslich der Form der Commandit-Gesellschaft und nicht der gewöhnlichen Actiengesellschaft, da Letztere einer staatlichen Genehmigung bedurfte, jene dagegen ganz frei gebildet werden konnte. Die Actien-Commandit-Gesellschaft war jedoch nur der äusseren Form nach identisch mit dem, was wir jetzt darunter verstehen. Faktisch waren die persönlich haftenden Gesellschafter, die

bräuchen jeder Art; besonders aber ein sehr starkes Anwachsen der sogen. „Coulisse.“³³⁾ Diese Coulisse, die aus einer fortwährend wechselnden Zahl von meist ausserordentlich rührigen, klugen und geschäftskundigen Leuten besteht, richtet ihre Hauptthätigkeit auf die Vermittlung von Spekulationsgeschäften; sie hat es von jeher vortrefflich verstanden, durch Anstachelung der ohnehin schon in Frankreich so weit verbreiteten Neigung zu derartigen Geschäften, ihren eigenen Kundenkreis immer mehr auszudehnen, sich den grossen Emissionshäusern immer unentbehrlicher zu machen und allmählich eine bedeutsame Macht im französischen Fondsverkehre zu werden. Nicht mit Unrecht wird gesagt, dass die Coulisse — die bis zum heutigen Tage eine zwar zeitweilig geduldete, aber im Grunde doch illegale Institution geblieben ist — nicht nur den Emissionshäusern und dem Actienwesen des Landes, sondern auch dem Staate wesentliche Dienste geleistet hat, indem sie sich eifrig und erfolgreich bemühte, alle die kolossalen Emissionen, welche der französische Fondsmarkt in den letzten Jahrzehnten erlebt hat, rasch und relativ günstig unterzubringen. Sie fungirte hierbei nicht allein vermittelnd, sondern trat auch, wenigstens vorübergehend, selbst in Spekulation, wozu sie durch den nach und nach erworbenen eigenen Besitz an grossen Kapitalien vollauf befähigt war.³⁴⁾

In den Jahren 1854—56 stieg die Bedeutung der Pariser Coulisse ganz ungemein; diejenigen Emissionshäuser, welche sie am Besten zu benutzen wussten, hatten die grösste Sicherheit für das Gelingen ihrer Operationen, und Niemand verstand es

gérants, Nichts als Angestellte, als Puppen der eigentlichen Geschäftsleiter, der Commanditisten. Hierdurch wurde natürlich die Absicht des Gesetzgebers nahezu gänzlich paralysirt und die Actien-Commanditgesellschaft der gewöhnlichen Actien-Gesellschaft in Bezug auf die Leichtigkeit, sie zu missbrauchen, thatsächlich gleichgestellt. (Vergl. Lescoeur a. a. O. p. 33 ff.)

³³⁾ Ein Pariser Börsenausdruck, der die nicht autorisirten Geschäftsvermittler im Gegensatz zu dem „Parquet“ der autorisirten „*Agents de Change*“ umfasst.

³⁴⁾ Nach Aycard p. 192 bestand die Pariser Coulisse im Jahre 1856 aus 240 bis 250 Firmen, welche 2500 bis 3000 Angestellte beschäftigte und 125 Millionen eigene Kapitalien besass, ausserdem standen noch erheblich grössere fremde Geldmittel zu ihrer Verfügung.

besser, die Coullisse durch ein wohlbedachtes System von Vergünstigungen zu gewinnen, als die Leiter des *Crédit Mobilier*. Das war ein Hauptgrund der Beliebtheit, deren sich die Actien dieses Instituts und der von ihm gegründeten Unternehmungen bei der Pariser Spekulation längere Zeit hindurch zu erfreuen hatten. Um die Gruppe von Werthen, welche dem *Crédit Mobilier* ihre Entstehung verdankten, drehte sich damals der gesammte spekulative Fondsverkehr Frankreichs.

Die Interessen des *Crédit Mobilier* waren vollkommen in Uebereinstimmung mit denen der Pariser Börsenspekulation, solange diese beiden Grössen einander brauchten, d. h. solange das Spiel- und Gründungsfieber dauerte, so lange die Hausseströmung anhielt. Während dieser Periode, die erst mit dem Jahre 1856 ihren Höhepunkt und ihr Ende erreichte, konnte der *Crédit Mobilier* so grosse und so abenteuerliche Unternehmungen angreifen, wie er wollte — es gelang ihm Alles³⁵⁾; er konnte Emissionen von guten oder von schlechten Werthen veranstalten — sie wurden unterschiedslos mit Enthusiasmus begrüsst und mit hohem Agio aufgenommen, vorausgesetzt, dass es nicht blosse Anlagepapiere waren.³⁶⁾ Sein Stern strahlte im hellsten Glanze, sein Ruhm, das Genie seiner Geschäftsleiter erfüllte ganz Europa.

In dieser Richtung entwickelten sich die Dinge während des Jahres 1855. Alle Welt sprach damals von dem *Crédit Mobilier*, und obwohl es bereits eine starke Partei gab, welche sein Gebahren

³⁵⁾ Aycard (p. 128) führt allein für das Jahr 1855 25 ganz grosse Unternehmungen des *Crédit Mobilier* auf, darunter:

Französische Staatsanleihe von 500 Millionen Francs.

(Betheiligung des *Crédit Mobilier* und seiner Klientel ungefähr 250 Millionen.)

Französische Staatsanleihe von 780 Millionen Francs.

(Betheiligung des *Crédit Mobilier* 625 Millionen.)

Gründung der *Société Maritime* (30 Millionen).

Oesterreichische Staats-Eisenbahn-Gesellschaft (Gesamtkapital 200 Millionen Francs).

Canalisation des Ebro (126 Millionen Realen) etc. etc.

³⁶⁾ Der *Crédit Mobilier* versuchte mehrfach, von ihm selbst ausgestellte, festverzinsliche Obligationen zu creiren, was jedoch stets missglückte. Andere Emissionen zinstragender Papiere sind ihm zwar gelungen; doch nie war der Erfolg ein derartiger, wie bei den Actien-Emissionen.

als unsolide und gefährlich tadelte, so beeinflusste das doch weder den Coursgang, der ein steigender blieb, noch die Zahl der Neugründungen, die fortwährend anwuchs. Die französische Regierung stand ganz auf der Seite des Instituts, das sie mitbegründet hatte und dessen Verhalten vollständig ihren Intentionen entsprach.³⁷⁾ Sie ertheilte ihm jede Concession, die es von ihr verlangte, benutzte es zur Durchführung ihrer Eisenbahnpolitik — kurz, Regierung und *Crédit Mobilier* waren ebenso einig, wie Spekulation und *Crédit Mobilier*.

So lagen die Dinge Ende 1855. Im Januar des folgenden Jahres riefen schlimme politische Nachrichten eine kurze, scharfe Baisse hervor; aber bald stellte sich die frühere Vertrauensseligkeit wieder ein, die Course stiegen höher und immer höher, die Gründungen folgten sich schneller und immer schneller, — da erschien am 9. März (1856) im *Moniteur* die folgende offizielle Notiz:

„Die Aussicht auf einen baldigen Friedensschluss veranlasst zahlreiche Projekte neuer Unternehmungen. Neue Gesellschaften sind im Begriffe sich zu bilden und die Behörden empfangen täglich neue Concessionsgesuche. Die Regierung hält es für ihre Pflicht, allen Uebertreibungen vorzubeugen, welche den schon in Angriff genommenen Unternehmungen und dem öffentlichen Credite nur schaden könnten. Der Kaiser hat entschieden, dass — was auch immer der Ausgang der schwebenden Friedensverhandlungen sein mag — die Regierung aus ihrer Reserve nicht herauszutreten hat und im Laufe dieses Jahres keine weitere Unternehmung concessioniren wird, die zur Emission neuer Werthe Anlass geben könnte.“ —

³⁷⁾ In einem Berichte, den der Minister des Innern im Jahre 1854 an den Kaiser abstattete, heisst es von dem *Crédit Mobilier*.

„Elle (la société) peut à volonté commanditer l'industrie, s'intéresser dans des entreprises, s'associer à des opérations à long terme, en un mot, elle est libre de ses mouvements et peut rendre son action aussi variée que les besoins du génie commercial. — — — C'est ainsi qu'elle encouragera puissamment les efforts de l'industrie et stimulera partout l'esprit d'invention.“

Um dieser Ankündigung noch mehr Nachdruck zu geben, wurde die Vereinigung der *Agents de Change* veranlasst, während des Jahres 1856 keinen neuen Werthen mehr die officiële Coursnotirung zu gewähren und ferner wurde auch den Coulissehäusern untersagt, in derartigen Papieren Geschäfte abzuschliessen.

Was war der Zweck dieses ganzen Vorgehens? War der Regierung wirklich bange geworden vor den Folgen eines so maasslosen Gründungstaumels und wollte sie weiteren Ausschreitungen vorbeugen? Oder wollte sie vielleicht nur die Kraft der Spekulation auf die im Course zurückgebliebene Staatsrente, auf ihre eigenen Emissionen und auf die „in Angriff genommenen“, aber noch schwebenden Geschäfte concentriren, welche Letztere sich meistens in den Händen des *Crédit Mobilier* befanden? Wollte man vielleicht nur das „*Syndicat des banquiers*“ treffen, ein Consortium hervorragender Privatbankiers, das sich kurz zuvor gebildet hatte, wesentlich in der Absicht, den Emissionsgeschäften des *Crédit Mobilier* Concurrrenz zu machen? Die Meinungen darüber, welches die wirkliche Absicht der Regierung war, sind getheilt. Vermuthlich wollte sie beide Zwecke zugleich erreichen: Die Spekulation von allzu tollen Excessen zurückhalten, ihren *élan* aber nicht brechen, sondern nur auf die Rente und auf die Werthe des *Crédit Mobilier* lenken.

Das letztere Ziel wurde unzweifelhaft erreicht. Die Spekulation, ausser Stande, neue Werthe zu creiren, stürzte sich mit verdoppelter Vehemenz auf die Rente, auf die Actien des *Crédit Mobilier* und der ihm nahe stehenden Unternehmen, die sämmtlich erst nach jener Maassregel ihrem höchsten Coursstande zusteuereten. Die dreiprocentige Rente stieg im Mai 1856 bis 75,65, die *Crédit Mobilier*-Actie bis fast 2000 Francs — Course, welche diese überhaupt nicht, jene erst 14 Jahre später, und auch nur ganz vorübergehend wiedersehen sollte. Aber wurde damit eine Eindämmung der Spekulation erreicht? Unmittelbar gewiss nicht; denn gerade die nächstfolgenden Monate waren für die Pariser Börse eine Zeit des allerwildesten Spieles, wie man es dort in dem Umfange seit den Tagen Law's nicht erlebt hatte. Ausser den enormen Quantitäten jener kurz zuvor erst emittirten inländischen Papiere standen der Spekulation noch die vielen neuen

ausländischen Werthe zur Verfügung, so dass es ihr an Material sicher nicht mangelte. Indess wäre die Spielwuth wohl noch ärger geworden, wenn sie ein noch grösseres Material vor sich gehabt hätte, und so darf man der Maassregel nicht unbedingt jeden Erfolg absprechen.³⁸⁾ Aber sehr gross kann dieser Erfolg keinesfalls genannt werden.

Von einigen Seiten wird die Ansicht geäussert, dass, wenn Frankreich unter der Krisis des Jahres 1857 weniger zu leiden hatte, als die meisten anderen Länder, es dies hauptsächlich der Weisheit seiner Regierung und speciell der vorliegenden Maassregel zu verdanken habe.³⁹⁾ Es mag sein, dass die Regierung durch ihren Entschluss, vom März 1856 an keine neuen Actien-Unternehmungen mehr zu concessioniren und überhaupt neue Werthe möglichst von dem französischen Fondsverkehre fern zu halten, dem Lande wirklich das Allerschwerste erspart hat. Aber um einen durchgreifenden, sicheren und grossen Einfluss auszuüben — dazu erfolgte das Einschreiten viel zu spät. Der Kapitalverlust, den Frankreich durch die spätere Krisis erlitt, war — soweit

³⁸⁾ In den Jahren 1856/57 geschah dies ganz allgemein; so enthält der *Annuaire de l'économie politique et de la statistique pro 1857* (herausgegeben von Maurice Block) in Bezug auf die Maassregel vom 8. März 1856 folgende Bemerkungen: „*on ne pouvait admettre que des mesures de police puissent être jamais assez efficaces pour empêcher les négociations sur ces valeurs. En 1793, sous le couteau de la guillotine, on échangeait les assignats contre de l'or; espérait on en 1856 être, plus heureux? L'évènement a montré l'inanité de ces décisions*“ etc. Im folgenden Jahre (1858) hatte derselbe *Annuaire* sein hartes Urtheil schon etwas gemildert: „*Certes, la note du 9 mars 1856 était, à titre d'avertissement, un avis salutaire*“ — und dann später, nachdem er gegen die repressive Tendenz der Maassregel polemisiert hat: „*Néanmoins, en ne la prenant que comme avis émanant de personnes placées au-dessus des intérêts individuels, et comme telles, pouvant juger plus sainement la situation générale, elle était salutaire.*“ Diese Ansicht ist noch verkehrter wie die frühere, denn als „Warnungsruf“ hätte die Maassregel doch einen unmittelbaren Erfolg haben müssen, wenn sie überhaupt einen Erfolg haben sollte. Dass Jenes nicht der Fall war, haben wir bereits dargethan. Der ganze Meinungsstreit beweist von Neuem, wie schwer es ist, die Wirkungen gesetzgeberischer Maassregeln auf ein so proteusartiges Gebilde, wie es die Fondsbörse ist, einigermaassen zuverlässig festzustellen.

³⁹⁾ Vergl. Max Wirth, Geschichte der Handelskrisen p. 300; Evans, *The commercial crisis 1857/58* p. 41.

lediglich die Fondsbörse in Betracht kam — gewiss nicht geringer, als der, von dem England und Deutschland betroffen wurde. Wenn die Krisis des Jahres 1857 im Ganzen auf Frankreich weniger schwer gelastet hat, als auf den genannten Ländern, so ist dies anderen Ursachen zuzuschreiben.

Die 1857er Krisis war keine blosse Krisis des Fondsmarktes, wie etwa die von 1720, sie war nicht einmal, wie diejenigen von 1825, 1837 und 1847 vorwiegend durch übertriebene Effektenpekulationen herbeigeführt worden; sondern sie war eine allgemeine Handelskrisis, in erster Linie veranlasst durch kolossale Anspannung des internationalen Waarenverkehrs. In zweiter Reihe wirkten allerdings noch manche andere Ursachen mit und darunter nicht am wenigsten die Excesse der Fondsspekulation; aber der, trotz aller Grösse doch übersehbare Schaden, den diese Ausschreitungen anrichteten, verschwand in dem grenzenlosen allgemeinen commerciellen Ruin. Letzterer war in Frankreich unzweifelhaft geringer, als in England und Deutschland, jedoch nicht deshalb, weil die französische Fondsspekulation weniger gesündigt hatte, als diejenige Deutschlands oder Englands; — das Gegentheil war vielmehr der Fall —, sondern einfach, weil der französische Handelsstand im Allgemeinen sich solider gehalten hatte, als der englische und deutsche. Dies zur Aufklärung über die Wirkungen der französischen Börsenpolitik von 1856.

Die gespannte Situation, in der sich der Pariser Fondsmarkt schon seit Beginn dieses Jahres befand, wird am deutlichsten illustriert durch die Höhe der Reportsätze.⁴⁰⁾ In der Liquidation vom Ultimo Januar mussten die Haussiers auf dreiprocentige Rente 0,92 $\frac{1}{2}$ Cts. Report = 16 % Zinsen, auf *Crédit Mobilier*-Actien 18 Frcs. Report = 30 % Zinsen bezahlen.⁴¹⁾

In der ersten Hälfte des Monats Mai wurde der Höhepunkt der Hausse erreicht; aber die wahnsinnig getriebenen Course dieser Periode wurden bereits zu ausgedehnten Realisations-Verkäufen benutzt. Als nun überdies noch schreckliche Ueberschwemmungen

⁴⁰⁾ d. h. der Gebühr, welche der Haussier bezahlen muss, wenn er sein Engagement von einem Lieferungstermine bis zum nächsten „prolongiren“ will.

⁴¹⁾ Aycard p. 201.

den grössten Theil der gesammten Ernte vernichteten, als ferner die Reportsätze sich mit der zunehmenden Geldknappheit fortwährend steigerten, so dass sie schliesslich auf die Dauer ganz unerschwinglich wurden — da erfolgte ein heftiger Rückschlag, der die dreiprocentige Rente um 9% (auf 66), die *Crédit Mobilier*-Actie um 730 Francs = 146% (auf 1260) herunterwarf. Diese niedrigsten Course des Jahres wurden im November erreicht; im December wurde ein Theil des Rückgangs wieder eingeholt; jedoch blieb die Hausse nur ein ziemlich kraftloser Versuch; im Frühjahr des folgenden Jahres (1857) gewann die Baisse wieder entschieden die Oberhand und ist von da an bis in das Jahr 1859 hinein vorherrschend geblieben.

Der *Crédit Mobilier* konnte diese naturgemässe Reaktion nicht aufhalten; im Jahre 1856 hatte er noch 700 Millionen Francs im Reportgeschäft anlegen und hierdurch die Haussespekulation sehr wesentlich unterstützen können. Im Jahre 1857 war er hierzu nicht mehr im Stande, schon desshalb nicht, weil er selbst sich jetzt in keineswegs glänzenden Verhältnissen befand. Sein Kapital war festgelegt in grossen, weitausschauenden Unternehmungen, die keine oder nur geringe Erträgnisse lieferten; er war nicht einmal mehr in der Lage, die buchmässig erzielte Dividende auszuzahlen, sondern musste sie als Reserve einbehalten; die Periode seines Verfalls hatte begonnen. Auch seine Popularität bei der Spekulation schwand rasch dahin, und er wurde jetzt noch lebhafter angegriffen, als er früher gepriesen worden war.⁴²⁾

Wir beschliessen die Darstellung seiner Schicksale mit einer vergleichenden Tabelle der höchsten und niedrigsten Course, welche einige der durch ihn emittirten Actien während der Jahre 1855 bis 1859 erreicht haben:⁴³⁾

⁴²⁾ Aycard p. 230 ff.

⁴³⁾ Zusammengestellt aus dem Aycard'schen Werke und aus den Course Tabellen von A. Courtois Fils. Es sind nicht die schlechtesten, sondern die besten Gründungen des *Crédit Mobilier* ausgewählt, die sämmtlich später, nach vielfach wechselnden Schicksalen, endlich doch zu einer guten, theilweise zu einer recht günstigen Prosperität gelangt sind.

Name des Effekts	Höchster Cours %	Niedrigster Cours %
<i>Omnibus</i>	(1855) 222	(1859) 101
<i>Gaz</i>	„ 210	„ 118
<i>Immobilière</i>	„ 170	„ 80
<i>Cie. maritime</i>	(1856) 130	„ 16
<i>Chemins autrichiens</i>	„ 191	„ 65

Wir haben uns mit dem französischen *Crédit Mobilier* deshalb so lange beschäftigt, weil er nicht nur hinsichtlich seiner Organisation, sondern auch hinsichtlich seiner Einwirkung auf den Fondsverkehr typisch ist für die ganze Kategorie von Banken, welche man nach ihm benannt hat. Seine Nachfolger können wir daher weit summarischer behandeln.

Die Reihe dieser Nachfolger wurde schon wenige Monate nach der Gründung des Pariser *Crédit Mobilier* eröffnet, und zwar war es eine kleine deutsche Residenzstadt, das stille, bis dahin wirthschaftlich durchaus nicht interessante Darmstadt, dem die Ehre zu Theil wurde, als Domicil des zweiten *Crédit Mobilier* benutzt zu werden. Die Darmstädter Bank wurde am 2. April 1853 concessionirt. Zweck und Organisation waren im Wesentlichen dieselben wie beim *Crédit Mobilier*.⁴⁴⁾ In ihrer Geschäftshandhabung hat sich indess diese „Bank für Handel und Industrie“ — so ist ihr eigentlicher Name — unvergleichlich solider und Alles in Allem auch wesentlich tüchtiger erwiesen, als ihre Collegin von der Seine. Zwar hat auch sie sich, besonders in den ersten Jahren, ihrem Programme entsprechend, sowohl auf bedenkliche industrielle Gründungen, wie auf umfangreiche Fondsspekulationen tief eingelassen und hierdurch schwere Verluste erlitten,⁴⁵⁾ aber schliesslich hat sie

⁴⁴⁾ Details in Hecht, Bankwesen und Bankpolitik in den süddeutschen Staaten p. 161 ff.

⁴⁵⁾ In dem einen Jahre 1859 verlor die Bank an börsengängigen Effekten fast eine Million Gulden; für die Jahre 1859—1875 betrug der Gesamtverlust an solchen Effekten $6\frac{3}{4}$ Millionen Mark, dagegen der Gesamtgewinn nur 6 Millionen Mark; der Gesamtverlust an industriellen Kapitalbetheiligungen belief sich für den gleichen Zeitraum auf $1\frac{5}{8}$ Millionen Mark, der Gesamtgewinn nur auf $1\frac{1}{3}$ Millionen Mark. (Hecht a. a. O. p. 175 und 179.)

doch alle Nöthe und Gefahren glücklich überwunden und steht jetzt geachtet da, während der Pariser *Crédit Mobilier* längst zu Grunde gegangen ist. Auch der Darmstädter Bank wäre höchst wahrscheinlich früher oder später dasselbe Schicksal widerfahren, wenn sie sich nicht noch rechtzeitig entschlossen hätte, ihre Thätigkeit nicht auf spekulative Operationen zu beschränken, sondern daneben auch alle Zweige des regulären Bankgeschäfts zu kultiviren. Gegründet war die Darmstädter Bank jedoch in erster Linie als *Crédit Mobilier*, als Spekulationsbank und sie blieb diesem Charakter auch mehrere Jahre hindurch getreu, bis sie durch schlimme Erfahrungen eines Besseren belehrt wurde. Wie das Institut sich hinsichtlich seiner finanziellen Resultate entwickelt hat, wird man aus unserer späteren Dividententabelle ersehen können.

So besass denn jetzt auch Deutschland seine erste grosse Spekulationsbank. Die Idee, welche dieser „Bank für Handel und Industrie“ zu Grunde lag und mit deren Würdigung wir uns demnächst noch eingehender beschäftigen werden, war eine echt französische. In ihrer Neuheit und in dem dialektischen Flitterglanze, mit dem sie der französische Esprit verschwenderisch auszustatten wusste, war sie ausserordentlich geeignet, die in solchen Fragen damals noch ganz unerfahrenen Deutschen zu blenden, zu überumpeln, zu enthusiastiren. Wer sich die Mühe nehmen will, die periodischen Zeitschriften und die Broschüren-Litteratur der Jahre 1853—56 durchzusehen, der wird auf Schritt und Tritt begeisterten Lobhymnen über die grosse, die schöne, die geistvolle Idee der *Crédit Mobiliers* begegnen. Alle Welt, namentlich aber die mit ihrer ökonomischen Existenz schon längst nicht mehr zufriedenen Handwerker, Subalternbeamten, kleinen Kaufleute, überhaupt weite Kreise der sog. „Mittelklassen“ geriethen in die freudigste Aufregung, als sie aus diesen ebenso unbestimmten, wie vielverheissenden Anpreisungen die Botschaft heraushörten oder doch herauszuhören glaubten, die „Creditanstalten“ würden all' ihrer Noth ein Ende machen.⁴⁶⁾

⁴⁶⁾ Der folgende Auszug aus einem Artikel der „Augsburger Allg. Zeitung“ vom 19. November 1855 schildert sehr treffend den Zustand, in dem sich damals ein grosser Theil des deutschen Volkes befand. Die Beschreibung ist

Als nun gar die ersten glänzenden Ertragnisse des Pariser *Crédit Mobilier* bekannt wurden, da schmolzen alle etwa noch vorhandenen Zweifel dahin vor der überzeugenden Beweiskraft

zwar zunächst auf österreichische Verhältnisse gemünzt, kann aber, *mutatis mutandis*, auch für die meisten anderen Theile des Deutschen Bundes gelten:

„Es ist unglaublich, wie schnell sich das Interesse für die Creditanstalten, welche die letzten Wochen bei uns in's Leben gerufen haben, aller Schichten der Gesellschaft bemächtigt hat. Unsere Blätter gehen vollständig in der Erörterung finanzieller und nationalökonomischer Fragen auf. Die Nachrichten vom Kriegsschauplatze sind in einen Winkel des Blattes gebannt, das sie sonst vollständig in Anspruch nahmen; Theater und Musik werden im Notizenwege abgefertigt, und selbst der Schauerroman unserer Kreuzerblätter muss sich zur Seite schieben und einigermaassen dem neuen Concurrenten Platz machen. Die ungeheuersten Erwartungen knüpfen sich an die neuen Institute. Der Hausbesitzer, dem in den letzten Jahren die sichersten Satzposten gekündigt wurden, weil der Geldbesitzer seine Kapitalien nicht um 5 % darleihen wollte, die er ohne Gefahr mit 8 % in Staatspapieren anlegen konnte und ein höherer Zins als 5 % bei Hypotheken bereits dem Wuchergesetz verfiel, — der Hausherr, dem selbst die sonst allgetreue Sparkasse schon seit vielen Monaten keine Kapitalien mehr zu Gebote stellte, weil auch bei ihr schon längst die Rückzahlungen die Einlagen überschritten, die das Publikum bei einer 4procentigen Verzinsung nicht länger in ihren Cassen liess, sah sich oft in der peinlichsten Verlegenheit, während die gesteigerten Miethparteien ihn im Schoosse des Ueberflusses wähten und über den geldgierigen Crösus jammerten. Besonders auf dem Lande wurden oft ganz hübsche Besitzungen, die durchaus nicht überschuldet waren, im Executionswege versteigert, weil ein Gläubiger, der ein paar hundert Gulden darauf geliehen hatte, sein Geld brauchte, und sich Niemand fand, der die Post übernommen hätte. Dass in den kaufmännischen und industriellen Kreisen der Credit zu enormen Preisen bezahlt werden musste, dass Wechsel auf erste Häuser mit 8 % und darüber escomptirt wurden, sind allbekannte Thatsachen. Unter solchen Umständen blickt die ganze Welt mit übertriebenen Erwartungen auf die goldene Zeit der Zukunft. In den Bureaux derjenigen Finanzgrössen, welche die neue Creditbank in's Leben gerufen haben, wimmelt es von Leuten aller Art; grosse und kleine Spekulantem bücken sich und drücken sich, um ihr Theil an dem Glücksregen, der dort aus überreichem Füllhorn strömt, zu erhalten, d. h. um mit Actien der neuen Anstalt zum Emissionspreise bedacht zu werden; Sollicitanten und Bewerber um grosse und kleine Stellen füllen die Vorzimmer, suchen nach Protection, um eine Verwendung zu erhalten. Noch vor wenigen Monaten waren alle Blicke auf das grosse Gestirn des französischen *Crédit Mobilier*

der Zahlen; man beeilte sich, noch mehr solcher wunderthätiger und profitabler Unternehmungen zu begründen, und besonders vom Herbste des Jahres 1855 an wurden alle deutschen Regierungen mit Gesuchen zur Concessionirung neuer „Banken für Handel und Gewerbe“ überschwemmt. Eine Anzahl der Regierungen gab diesem Ansturme bereitwilligst nach, und es entstanden in rascher Folge fünf weitere grosse Spekulationsbanken in Wien, Meiningen, Dessau, Leipzig und Coburg,⁴⁷⁾ ausserdem noch mehrere Zettel-

gerichtet, der hier die Staatseisenbahn-Gesellschaft begründet hat. Wer kümmert sich heute um diese? — — — Der grossen Masse kommt das ungewöhnlich bewegte Leben, das sich nach dieser Richtung plötzlich kundgiebt, um so erwünschter, als sie schon längst nicht mehr die eigene Existenz mit der unbefangenen Sorglosigkeit betrachtet wie ehemals. In den Mittelklassen, unter den Subalternbeamten namentlich, ist Missbehagen an der eigenen Stellung, und ein gewisses Streben, über sich selbst hinauszukommen, an der Tagesordnung. Je unklarer nun die Vorstellungen sind, je weniger man sich über die eigenen Erwartungen Rechenschaft geben kann, desto blinder ist denn auch das Vertrauen, und dieselben Leute, die sonst nur für die Pepita oder Nestroy, für den Gasthaustratsch oder noch Anderes Sinn und Worte hatten, die sind jetzt in nationalökonomische Fragen bis über die Ohren vertieft, und sprechen über die Regelung des Credits, wenn sie dabei vielleicht auch nur an die des eigenen denken.“

⁴⁷⁾ Folgendes sind die Namen, Gründungsdaten und Grundkapitale dieser 5 Banken

1. Wien, Kaiserl. Königl. priv. Oesterreichische Credit-Anstalt für Handel und Gewerbe, concessionirt am 31. October 1855 mit 100 Millionen Gulden Kapital, zunächst wurden nur 60 Millionen emittirt. Jetziger Betrag 40 Millionen.
2. Meiningen, Mitteldeutsche Creditbank, concessionirt am 29. Februar 1856, Kapital Anfangs 24 Millionen Mark, dann reducirt auf 12 Millionen. Jetziger Betrag 33 Millionen.
3. Dessau, Creditanstalt für Industrie und Handel (jetzt in Dresden), concessionirt Mitte März 1856. Ursprüngliches Kapital 24 Millionen Mark, jetzt $1\frac{1}{2}$ Millionen.
4. Leipzig, Allgemeine Deutsche Creditanstalt, concessionirt am 2. Mai 1856. Ursprüngliches Kapital 30 Millionen Mark, dann reducirt bis 15 Millionen, jetzt wieder 30 Millionen.
5. Coburg, Coburg-Gothaische Credit-Gesellschaft, concessionirt am 19. Mai 1856. Kapital ursprünglich 30 Millionen Mark, jetzt 6 Millionen.

Diese 5 Banken allein lieferten den deutschen Fondsmärkten innerhalb eines halben Jahres und bloss durch ihre eigenen Actienkapitale über 200 Millionen Mark neues Spekulationsmaterial,

banken, denen gleichzeitig die Befugniß ertheilt wurde, *Crédit Mobilier*-Geschäfte zu betreiben. Der Anlage nach gleichen diese Institute in allen wesentlichen Punkten ihrem Pariser Vorbilde. Ihre Schicksale sind im Einzelnen natürlich sehr verschiedenartige gewesen, je nach der grösseren oder geringeren Tüchtigkeit und Solidität ihrer Geschäftsleitungen; doch lassen sich einige Entwicklungsphasen unterscheiden, die Allen gemeinsam gewesen sind:

Bis zur Krisis von 1857, d. h. etwa 1—1½ Jahre lang, haben sie sämmtlich ausgezeichnete Geschäfte gemacht; von da an folgt eine Periode mehr oder weniger schwerer Bedrängniß, in der sich alle ohne Ausnahme zu grossen Kapital-Reduktionen gezwungen sahen (vergl. Note No. 47), und aus der sich nur diejenigen von ihnen zu besserem Gedeihen herauszuarbeiten vermochten, welche — ganz ebenso wie die Darmstädter Bank — der Pflege des regulären Bankgeschäfts hervorragende Aufmerksamkeit widmeten. Auch diese haben späterhin noch viel schlimme Erfahrungen machen müssen; da sie indess die Verluste, welche sie an ihren spekulativen Operationen erlitten, nach und nach durch die im Bankgeschäfte erzielten Gewinne decken konnten, so haben sie im Durchschnitt ihren Actionären ziemlich gute Erträge geliefert, um so bessere, je vorsichtiger sie bei ihren Operationen verfahren, je weniger sie sich namentlich bei industriellen Unternehmungen betheiligten, je mehr sie also ihre eigentliche *Crédit Mobilier*-Natur verleugneten. Alle ohne Ausnahme sind jedoch, sobald der spekulative Verkehr wieder einmal aussergewöhnlich lebhaft zu werden begann, die Ersten gewesen, welche der damit an sie herantretenden Versuchung unterlagen; Alle ohne Ausnahme haben sich z. B. in den Jahren 1871 bis 1873 in umfangreiche und oft sehr gewagte Spekulationen eingelassen; Alle ohne Ausnahme haben hierfür nach Eintritt der Krisis mehr oder weniger schwer büssen und sich wieder vorwiegend dem soliden Bankgeschäfte zuwenden müssen, um auch in gewöhnlichen Zeiten weiterexistiren zu können.

Die weitaus bedeutendste, nicht nur von diesen, sondern auch von allen später entstandenen Spekulationsbanken Deutschlands und Oesterréich-Ungarns ist die Oesterréichische Creditanstalt.

Der Wirkungskreis dieses grossartigen Instituts umfasst nicht nur den ganzen österreichischen Kaiserstaat, wo sich neben ihm bisher kein ebenbürtiger Concurrent auf die Dauer hat halten können, sondern die Oesterreichische Credit-Anstalt ist auch eine internationale Spekulationsbank in des Worts umfassendster Bedeutung; in Russland, in England, auf der Balkanhalbinsel und noch in manchen anderen Theilen Europa's hat sie vorübergehend oder dauernd beträchtliche Kapitalien auf die verschiedenartigsten commerciellen und industriellen Unternehmungen verwendet und so bringt sie den kosmopolitischen Charakter der modernen Creditwirthschaft in seiner bisher höchsten Vollendung zum Ausdruck. Aber auch dieses mächtige Institut hat lange Zeit hindurch unter den Sünden seiner ersten Lebensjahre zu leiden gehabt⁴⁸⁾ und später ebenfalls noch viele Millionen an verfehlten Spekulationen eingebüsst.⁴⁹⁾ Dass sie die schwersten Krisen überdauern und sich nachher immer wieder verhältnissmässig rasch erholen konnte, verdankt auch die Oesterreichische Creditanstalt hauptsächlich den zwar nie exceptionell günstigen, aber auch nie ganz versiegenden Ergebnissen ihrer nicht spekulativen Geschäftsbranchen.

So war im Grossen und Ganzen der Entwicklungsgang aller dieser ältesten deutschen *Crédit Mobiliers* beschaffen. Der Einfluss, den sie in ihrer Gesamtheit auf die Gestaltung des deutschen Fondsverkehrs im guten, wie im schlimmen Sinne ausgeübt haben, ist ein sehr grosser und vielseitiger gewesen. Leider ist es uns im Rahmen unserer gegenwärtigen Untersuchung unmöglich, alle diese vielverschlungenen Wechselbeziehungen im Einzelnen zu verfolgen; das muss späterer Zeit vorbehalten bleiben; für jetzt müssen wir uns mit einigen Streiflichtern begnügen.

⁴⁸⁾ So hat z. B. ein durch die Credit-Anstalt im Jahre 1856 übernommener Posten von 10 Millionen Gulden Theissbahn-Actien noch 12 Jahre später auf ihrem Effekten-Conto gelastet, da diese Actien erst von da an rentabel und hierdurch verkäuflich wurden.

⁴⁹⁾ Nach Saling's Börsenpapieren Theil III. (5. Aufl.) p. 265 hat die Oesterreichische Credit-Anstalt in den Jahren 1873—1877 allein auf ihre Bethheiligung an zwei industriellen Etablissements (den Judenburger und den Lothringer Eisenwerken) zusammen über $4\frac{1}{2}$ Millionen Gulden abschreiben müssen.

Die Actienkapitale aller in den Jahren 1855 und 1856 gegründeten Spekulationsbanken wurden von den Concessionsinhabern ganz oder doch theilweise zur öffentlichen Subscription aufgelegt und von dem vor Gewinn gierenden Publikum unterschiedslos vielfach überzeichnet.⁵⁰⁾ Einzelne dieser Actien wurden schon

⁵⁰⁾ So wurde z. B. bei der, Mitte December erfolgten Subscription auf die Actien der Oesterreichischen Credit-Anstalt, laut officieller Bekanntmachung (Augsb. Allg. Ztg. vom 18. Decbr. 1855) statt der verlangten 15 Millionen Gulden das 43 fache (644 Millionen) gezeichnet. Dies Resultat bleibt auch dann noch erstaunlich, wenn man weiss, dass eine Ueberzeichnung schon Wochen vorher erwartet worden war und dass deshalb Jedermann das 10 und 20fache von dem subscribirte, was er haben wollte (Augsb. Allg. Ztg. vom 16. Decbr. 1855). Die Zahl der zeichnenden Parteien betrug 25 348; in welchem Umfange sich die Finanzwelt betheiligte, zeigt die Thatsache, dass 4 Parteien jede das ganze Subscriptionskapital oder nicht viel weniger zeichneten; 22 294 Parteien subscribirten je 1—25 Actien, meistens in lauter einzelnen Actien, weil man erwartete, dass die kleinen Zeichnungen in erster Linie berücksichtigt werden würden. Diese Hoffnung wurde betrogen; denn bei der Repartition erhielten die Zeichnungen von 1—25 Actien je $\frac{1}{2}$ Stück, diejenigen von 25—50 Actien ein ganzes Stück.

Wie es bei der Subscription zugeht, wird aus folgender, der Augsb. Allg. Ztg. vom 27. December 1855 entnommenen höchst drastischen Schilderung ersichtlich:

„Trotz einer Kälte, die in einzelnen Nächten bis auf -12° R. stieg, standen ungeheure Volksmassen die ganze Nacht durch unter Aufsicht der Polizei Queue machend, in den an die Bank angrenzenden Strassen; zum Theil standen die Leute da auf eigene Spekulation, zum Theil unter Leitung und auf Rechnung Anderer gegen eine unverhältnissmässig geringe Vergütung. Die erlangten Certifikate wurden von aller Welt (für 8—15 Gulden per Stück) gierig gekauft, obgleich damit noch keineswegs die Ausfolgung einer wirklichen Actie garantirt war. Unter jedem Hausthore wurde gekauft oder gefeilscht, theils Leute zum nächtlichen Dienst gedungen, theils Certifikate denen abgekauft, die solche erbeutet hatten. Ganze Schaaren von Arbeitern erschienen auf dem Platze, zum Theil unter Leitung ihrer Werkführer. Es gab einen Tag, wo man für die blossen Subscriptions-Formulare, die in der Bank umsonst verabfolgt wurden, einen Gulden bezahlte. Gestern (der Bericht ist vom 15. December datirt) wurde bereits Militär in bedeutenden Massen requirirt und für den 15. December, als dem letzten Subscriptionstage, sah man einem so übermässigen Andränge entgegen, dass die ärgsten Excesse befürchtet wurden. Da erschien ein Erlass, der die Subscription für geschlossen erklärte — zum grossen Missvergnügen des Publikums, das über Vergewaltigung klagte.

lange vor der Subskription mit Agio gehandelt,⁵¹⁾ alle aber stiegen in der ersten Zeit ganz kolossal (vergl. Courstabelle) und dienten dem verwegesten, unsinnigsten Spiele als Grundlage. Seit jener Zeit datirt die Beliebtheit der Oesterreichischen Credit-Actie als tonangebendes Spekulationspapier aller deutschen Börsen. Das wilde Spiel in Darmstädter „Berechtigungsscheinen“ war eine Zeit lang fast sprichwörtlich geworden.⁵²⁾ Auch sonst brachte diese Periode des „Bankfiebers“ ganz ähnliche hässliche Erscheinungen hervor, wie alle die früheren Gründungs- und Spielperioden.⁵³⁾ Wien und Frankfurt waren die Centren des ganzen

Die überwiegende Anzahl derjenigen, die in den Strassen die Nacht hindurch, zähneklappernd, in Lumpen eingehüllt, vor Kälte mit den Füßen trippelnd — wodurch ein eigenthümliches fortwährendes Getöse entstand, das ich in dieser Art nie gehört habe — von der Branntweinflasche Gebrauch machend, zum Theil im Chor Volkslieder singend, die in die Spiegelscheiben der nahegelegenen Paläste grell genug hineintönten, in ewigen grösseren oder kleineren Conflikten mit der bewaffneten Macht begriffen, in enggeschlossenen Reihen Queue machten, hatten einzelne Actien subscribirt.“

Aehnliche Scenen spielten sich auch bei den Subscriptionen der übrigen Banken ab. In Dessau war das Gedränge so gross, dass mehrere Personen ohnmächtig wurden und einer gar für todt weggetragen werden musste. (Augsb. Allg. Ztg. vom 23. März 1856.)

⁵¹⁾ Die Oesterreichischen Credit-Actien wurden schon im November 1855, vier Wochen vor der Subscription, deren Bedingungen und Umfang damals noch gar nicht bekannt waren, mit 10—14% Agio gehandelt. (Augsb. Allg. Ztg. vom 19. November 1855.)

⁵²⁾ Vergl. über diese Berechtigungsscheine und über das damalige Frankfurter Börsentreiben Wirth, Geschichte der Handelskrisen (2. Auflage) p. 275. Dieses Buch ist überhaupt reich an interessanten Detailsschilderungen, die indess leider nicht hinreichend geordnet und zusammengefasst sind.

⁵³⁾ Unter den Gründern der Oesterreichischen Credit-Anstalt befanden sich ein Fürst von Fürstenberg, ein Fürst von Schwarzenberg, ein Fürst von Auersperg, ein Graf von Chotek u. A. Wie sich gerade diese hochadligen Spekulanten benahmen, zeigt folgender Vorfall: Bei der ersten Constituirung der Anstalt, als der Erfolg noch sehr zweifelhaft war, erliess der dem hohen Adel angehörige Theil der Gründer an seine Standesgenossen ein Circular, worin er sie aufforderte, schon vor der allgemeinen Subscription recht zahlreiche Privatzeichnungen an die Centralkasse des Fürsten Schwarzenberg gelangen zu lassen. Als dann aber die Börse und das grosse Publikum sich so überraschend lebhaft für das Projekt begeisterten, erhielten jene Präliminar-Zeichner

Treibens, während an der Berliner Börse die Spekulation zwar auch sehr thätig war, aber doch nicht so tolle Excesse veranlasste, wie in den genannten beiden anderen Börsenplätzen. Freilich befand sich auch weder in Berlin, noch überhaupt in ganz Preussen eine Bank, die es sich zur Aufgabe gemacht hätte, die Spekulation fortwährend anzustacheln und die Course immer höher zu treiben, in der Absicht, ihre Emissionsgeschäfte möglichst günstig abwickeln zu können.

Aber wie ging es nur zu, dass damals in Berlin kein *Crédit Mobilier* entstand, während im vorhergegangenen Jahrzehnte die Fondsspekulation doch gerade in Berlin sich so besonders expansionsfähig erwiesen hatte? Nun, an Versuchen zur Gründung einer grossen Spekulationsbank fehlte es auch in Berlin keineswegs. Die Preussische Regierung wurde mindestens ebenso sehr mit Gesuchen zur Concessionirung derartiger Institute bestürmt, wie die meisten anderen deutschen Regierungen; aber bei ihr blieb dieses Andrängen damals ohne allen Erfolg; sie lehnte selbst die lockendsten Offerten ab, auch wenn sie, wie zwei Concessionsgesuche des Jahres 1856, von den Spitzen des Adels und der *haute finance* ausgingen.⁵⁴⁾

Die Preussische Regierung wurde zu dieser reservirten Haltung einestheils durch principielle Zweifel an dem Nutzen der *Crédits Mobiliers* überhaupt bestimmt, besonders aber durch die unbedingt richtige Erwägung, dass — ganz abgesehen von der Principien-

ein neues Cirkular, in dem ihnen eröffnet wurde, dass ihre Anmeldungen leider doch nicht berücksichtigt werden könnten. Erst nach wiederholten Reklamationen der solchergestalt Döpirtten verstanden sich die Gründer endlich dazu, ihnen 10% der subscribirten Beträge auszufolgen, jedoch nur unter der Bedingung, die Actien vor Ablauf von 3 Monaten an Niemand, als an die Gründer selbst zu verkaufen! (Augsb. Allg. Ztg. vom 9. Februar 1856.)

Ein anderes Zeichen der Zeit war die tiefe Corruption der Presse. Vor der Gründung der Oesterreichischen Credit-Anstalt erhielt jede grössere Zeitungsredaktion eine Betheiligung von 500 Actien. Die Augsb. Allg. Ztg. vom 27. December 1855 erzählt dies als etwas ganz Bekanntes und fährt dann fort: „Man ist übrigens so weit gegangen, es den Herren mehrentheils freizustellen, die Actien selbst zu übernehmen oder bis zu einem festgesetzten Termine eine Prämie von 15% = 30 fl. per Actie gegen Verzicht auf die Actien einzukassiren. Ein grosser Theil der Herren hat sich zu Letzterem entschlossen.“

⁵⁴⁾ v. Poschinger, Bankwesen und Bankpolitik in Preussen Bd. II. p. 214.

frage — jedenfalls der Zeitpunkt zur Gründung einer solchen Bank schlecht gewählt war. Die Regierung hatte schon damals die Ueberzeugung gewonnen, dass eine schwere Krisis vor der Thür stehe und war desshalb mit Recht der Ansicht, dass die Begründung einer neuen Spekulationsbank im damaligen Augenblicke nur dazu beitragen konnte, den maasslos gesteigerten Spekulationsgeist zu nähren und die Folgen des drohenden Rückschlags zu verschärfen. Desshalb behielt sie „die weitere Prüfung der Frage, ob die Schöpfung von Creditanstalten dem Lande wahren und dauernden Nutzen gewähren würde und wie die dabei (vorher von ihr selbst) angedeuteten Gefahren vermieden werden könnten, einem Zeitpunkte vor, wo der Zustand des Geldmarktes weniger Besorgnisse darbieten würde und wo dann zugleich die inzwischen in anderen Ländern gemachten Erfahrungen weitere und sichere Rücksichten der Erwägung anheimgeben würden“. ⁵⁵⁾

Diese ganz korrekte Stellungnahme der Preussischen Regierung wurde damals allgemein hart getadelt, als engherzig verschrien und im Gegensatze zu dieser Politik, „die sich vermesse, den wirthschaftlichen Zeitgeist bannen zu können“ („Bremer Handelsblatt“) — die entgegenkommende, fortschrittslustige Haltung der Dessauer und Darmstädter Behörden als etwas Hoherfreuliches und Bewundernswerthes dargestellt. Indess liess sich die Preussische Regierung hierdurch nicht beirren, sondern blieb consequent dabei, alle Concessionsgesuche für Actien-Gesellschaften mit ausgesprochenem *Crédit Mobilier*-Charakter abzulehnen. Eine grosse Spekulationsbank auf Actien ist zu jener Zeit in Preussen nicht entstanden.

Allerdings bildete sich auch in Preussen eine Anzahl neuer Banken in der Form von Commandit-Gesellschaften auf Actien, als welche sie einer staatlichen Genehmigung nicht bedurften, und von diesen neuen Instituten bezweckten vier, nämlich die Berliner Waaren-Credit-Gesellschaft, der Schlesische Bankverein, die Berliner Handels-Gesellschaft und die Direction der

⁵⁵⁾ Allerh. Ordre vom 26. März 1856, aus v. Poschinger's oben citirtem Geschichtswerke II. 222.

Disconto-Gesellschaft⁵⁶⁾ statutengemäss u. A. auch den Betrieb eigener Spekulationsgeschäfte.⁵⁷⁾ Hierdurch wurde die Bankpolitik der Regierung bis zu einem gewissen Grade paralysirt; aber als ganz resultatlos kann man sie darum doch nicht bezeichnen; denn einmal haben von jenen vier Banken überhaupt nur zwei, die Disconto-Gesellschaft und die Berliner Handels-Gesellschaft, hervorragende Bedeutung erlangt; ferner sind aber auch diese Beiden in der ersten Zeit ihres Bestehens bei ihren spekulativen Operationen sehr vorsichtig zu Werke gegangen, was sich theilweise gewiss aus den soliden Principien der Geschäftsleitungen erklären lässt,⁵⁸⁾ zum anderen Theile aber ganz unzweifelhaft durch die persönliche Haftbarkeit derselben veranlasst wurde. Diese persönliche Haftbarkeit, welche das charakteristische Merkmal der Commandit-

⁵⁶⁾ Sämmtlich im Jahre 1856 begründet, die Direction der Disconto-Gesellschaft, das nächst der Preussischen Bank (der jetzigen Reichsbank) mächtigste Bankinstitut des Preussischen Staates, in's Leben gerufen von dem 1848er Finanzminister D. Hansemann.

⁵⁷⁾ Vergl. Hocker, Sammlung der Statuten aller Actien-Banken Deutschlands (1858) p. 25, 33, 158 und 579.

⁵⁸⁾ Artikel 40 des Statuts der Disconto-Gesellschaft enthält folgende Grundsätze:

„Die Mittel der Gesellschaft sollen so verwendet werden, dass dieselbe voraussichtlich zu keiner Zeit und auch nicht bei einer möglichen starken Handelskrisis wegen rechtzeitiger Erfüllung ihrer Verpflichtungen in Verlegenheit gerathen könne. Insbesondere hat daher die Direction dafür zu sorgen, dass weder durch Uebernahme, noch durch Beleihung von Staatspapieren, Actien oder sonstigen Fonds, im Verhältniss zu den Mitteln und dem Geschäftsbetriebe der Gesellschaft zu grosse Summen für geraume Zeit festgelegt oder schwer realisirbar gemacht werden.“

Indess erlitten diese Grundsätze oft in kurzer Zeit ganz merkwürdige Interpretations-Aenderungen. So war die Gesellschaft z. B. Anfangs nicht befugt, Immobilien zu erwerben, aber schon am 11. November 1856 beschloss eine aussergewöhnliche General-Versammlung auf Antrag der Geschäftsleitung, dass diese Bestimmung auf Bergwerkseigenthum und industrielle Etablissements aller Art keine Anwendung mehr finden solle. Es solle jedoch auch die Erwerbung solcher Immobilien in der Regel nur zum Zweck der baldigen Wiederveräusserung stattfinden und eine Ausnahme von dieser Regel nur unter besonders günstigen Umständen zulässig sein. (Hocker a. a. O. p. 180.) Trotzdem hat die Disconto-Gesellschaft gerade eines derjenigen Bergwerksunternehmen, auf welche jene Autorisation zunächst gemünzt war, nämlich die Henrichshütte, lange Jahre hindurch in ihrem Besitze behalten müssen.

Gesellschaften auf Actien gegenüber den gewöhnlichen Actien-Gesellschaften bildet, ist gewiss kein unfehlbares Schutzmittel gegen Missgriffe, ja nicht einmal gegen unsolide Geschäftshandhabung der persönlich haftenden Gesellschafter — wir erinnern z. B. an die jüngsten Ereignisse bei der Berliner Handels-Gesellschaft, — aber dass durch die drohende directe Vermögens-einbusse eine grosse und fortwährende Mahnung zur Vorsicht gegeben wird, kann doch unmöglich geleugnet werden, und im vorliegenden Falle vermochte diese Mahnung um so eindringlicher zu wirken, als der erste Spekulationseifer ohnehin schon durch die Warnungen von oben etwas gedämpft sein mochte. Wenn trotzdem selbst die so umsichtig geleitete Disconto-Gesellschaft nach 1857 an ihren industriellen Betheteiligungen erhebliche Verluste erlitt, so beweist dies zwar, wie gefährlich derartige Operationen auch bei der vorsichtigsten Geschäftshandhabung werden können, aber die Zweckmässigkeit der damaligen preussischen Bankpolitik muss solchen Erfahrungen gegenüber in noch hellerem Lichte erscheinen. Hätte sich die Preussische Regierung auch in späteren Zeiten immer nur von so soliden Grundsätzen leiten lassen, — ihr wäre ein gut Theil drückender Verantwortlichkeit erspart geblieben.

Wie besorgt die Preussische Regierung schon im Jahre 1856 die Ausschreitungen der Fondsspekulation beobachtete, erhellt auch aus einer Circular-Verfügung des Handelsministers vom 7. Juli jenes Jahres. Danach „bedürfen die bereits bestehenden gewerblichen Anlagen, die in Actien-Gesellschaften umgewandelt werden sollen, des überzeugenden Nachweises (vor der Concessionirung), dass dafür im allgemeinen gewerblichen Interesse triftige Gründe vorliegen und die Umwandlung nicht bloss im Interesse der Besitzer und ihrer Gläubiger geschieht“. Ferner suchte die Preussische Bank durch mannichfache Restriktionen mässigend auf die Spekulation einzuwirken. Immerhin war das Spielfieber auch in Preussen intensiv genug, da die Regierung ja nicht verhindern konnte, dass sich preussisches Kapital in beträchtlichem Umfange bei auswärtigen Spekulations-Banken betheiligte, und ebenso wenig, dass sowohl die Actien dieser Letzteren, wie die der von ihnen gegründeten industriellen Unternehmungen an der Berliner Börse eingeführt und als willkommene Spekulations-Objekte benutzt

wurden. Jedoch sind in Preussen damals keinesfalls so tolle spekulative Ausschreitungen vorgekommen, wie in denjenigen deutschen Ländern, deren Fondsverkehr mehr nach Wien und Frankfurt, als nach Berlin gravitirte.

In einem ganz ähnlichen Zustande hochgradiger spekulativer Ueberreiztheit, hervorgerufen durch zu zahlreiche und zu rasch auf einander folgende Bankgründungen, befanden sich um die nämliche Zeit auch ausser Deutschland und Frankreich, noch andere Länder Europa's. In Spanien, Holland und Italien gründete der Pariser *Crédit Mobilier* grosse Spekulationsbanken, denen er mit seiner Organisation gleichzeitig auch seine Geschäftsprincipien einimpfte.⁵⁹⁾ Ueberall erzeugten diese Banken, in kleinerem Maassstabe, ganz dieselben Zustände, welche wir für Frankreich und Deutschland geschildert haben; überall erfolgte der Rückschlag zugleich mit dem Niedergange der gesammten commerciellen und gewerblichen Verhältnisse.

Auch in England bildete die „*Joint Stock-Bank Mania*“ während der Jahre 1853—1856 den Gegenstand allseitiger und immerfort steigender Aufmerksamkeit, die sich in Angst und Schrecken verwandelte, als im Jahre 1857, nach dem Ausbruche der Krisis, zahlreiche Banken fallirten, als ihre Gläubiger sowohl wie ihre — unbeschränkt haftbaren — eigenen Actionäre hierdurch zu Grunde gerichtet wurden und als sich zu gleicher Zeit bei vielen dieser neuen Institute eine derartige Misswirthschaft offenbarte, dass die Gesetzgebung auf Abhülfe sinnen musste. Indess concentrirte sich die ganze Discussion lediglich auf zwei Fragen: 1. ob eine Reform der Peel'schen Zettelbank-Gesetzgebung von 1844 erforderlich sei und 2. in wie weit die unlimitirte Haftbarkeit der Actionäre in eine limitirte umgewandelt werden könne. Da beide Punkte einstweilen für unseren Zweck ohne Belang sind, gehen wir hier auf eine Detailschilderung der damaligen englischen Verhältnisse nicht weiter ein.⁶⁰⁾

⁵⁹⁾ Nämlich den *Crédit Mobilier Espagnol*, den *Crédit Mobilier Hollandais* und den *Crédit Mobilier Italien*.

⁶⁰⁾ Man findet solche Details in *Evans, The commercial crisis 1857/58*, wo auch der Bericht der Parlaments-Commission hinsichtlich der Bankgesetzgebung vollständig wiedergegeben ist (p. 57 ff.). Auf das Princip der beschränkten Haftbarkeit werden wir später noch zurückkommen.

Ehe wir nunmehr die historische Berichterstattung über diese ganze Periode schliessen, wollen wir noch in einer Tabelle die höchsten und niedrigsten Course zusammenstellen, welche einige von der Spekulation bevorzugte deutsche und französische Bankactien während des Zeitraums 1856—1859 erreicht haben, indem wir auch hier wieder die Rentabilitätsziffern für eine Reihe von Jahren als Maassstab hinzufügen:⁶¹⁾

Name	Höchster	Niedrigst.	Dividenden pro							
	Cours zwischen 1856—1859		1854	1855	1856	1857	1858	1859	1860	Durchsch. 1854—1860
Pariser Crédit Mobilier ..	%	%	11 80	40 74	23	5	5	7 50	10	14 72
Oest. Credit- Anstalt ...	() 205	() 42	—	—	11	5	7	6	5	6 80
Darmstädter Bank	() 170	() 42	2 40	10 67	15	5	5 25	4	4	6 62
Berliner Dis- conto-Ges..	() 146	() 62	—	—	13 33	5	5	4	5 50	6 57
Durchschn.	(1856) 230	(1859) 62	—	—	15 58	5	5 56	5 37	6 13	8 68

Wir haben jetzt gesehen, wie sich die den *Crédits Mobiliers* zu Grunde liegende Idee in ihrer Verwirklichung gestaltet hat, und es erübrigt uns nun noch, an der Hand der so gewonnenen

⁶¹⁾ Die Tabelle ist zusammengestellt aus den Courstabellen von A. Courtois Fils, aus der Aycard'schen Geschichte des *Crédit Mobilier*, ferner aus den Börsenberichten des Frankfurter „Actionär“; die Dividendenziffern habe ich aus Saling's Börsenpapieren geschöpft. Zur Erläuterung der Tabelle diene noch Folgendes: Die grosse 1857er Handelskrise hatte die Fondscourse allerdings von ihrer schwindelhaften Höhe herabgeworfen und manche ganz unsolide Unternehmungen sofort hinweggefegt; aber zahlreiche andere vegetirten noch kürzere oder längere Zeit weiter und erschwerten den natürlichen Heilungsprocess. Die niedrigsten Course fallen gar nicht einmal in das Jahr 1857, sondern wurden erst 1859 erreicht, als der italienische Krieg die ohnehin noch sehr schwachen Börsen vollständig deroutirte, und zwar wurde die schlimmste Panik überall im Mai des letzterwähnten Jahres durch Napoleon's Kriegsmanifest („Frei bis an die Adria“) hervorgerufen. Aber diese politischen Ereignisse gaben nur die äussere Veranlassung ab für Coursrückgänge, die schon durch den inneren Zustand der Börsen unvermeidlich geworden waren und ohnehin, wenn auch in langsamerem Tempo, stattgefunden hätten.

Resultate dieser Idee auch theoretisch etwas näher zu treten. Denn der staunenswerthe Aufschwung, welchen der spekulative Fondsverkehr in den letzten Jahrzehnten erfahren und die wiederholten, schweren Krisen, die er während dieses Zeitraums durchgemacht hat, stehen in so engem Zusammenhange mit jener Klasse von grossen Geldinstituten, die Letzteren bilden ein so charakteristisches Merkmal des gesammten modernen Fondswesens, dass es uns in hohem Grade wünschenswerth sein muss, uns über ihre Bedeutung möglichst klar zu werden. Eine erschöpfende dogmatische Untersuchung kann an dieser Stelle weder beabsichtigt noch ermöglicht werden; aber die wesentlichsten Gesichtspunkte, von denen eine jede solche Untersuchung auszugehen hat, sollen von uns in ein etwas helleres Licht gerückt werden, als es ihnen bisher zu Theil geworden ist.

Zunächst müssen wir uns, um das Bedürfniss kennen zu lernen, aus dem die *Crédits Mobiliers* erwachsen sind, in die Zeit vor ihrer Entstehung zurückversetzen. Damals gab es noch keine Banken, deren Hauptaufgabe darin bestand, industrielle Unternehmungen ins Leben zu rufen. Vielmehr war dies fast gänzlich der privaten Thätigkeit einzelner Financiers, Industrieller, Erfinder etc. überlassen, die bei besonders grossen Unternehmungen wohl *ad hoc* einen Spekulationsverein bildeten, aber auch dann niemals so bedeutende und namentlich nie so concentrirte Geldmittel aufbringen konnten, als es einem grossen Bankinstitute, nach Art der späteren *Crédits Mobiliers* möglich gewesen wäre. Allerdings wurde in früheren Zeiten ein Bedürfniss nach solchen Kapitalmassen auch noch gar nicht lebhaft empfunden. Erst als durch die Eisenbahnen und durch den Aufschwung der Maschinenindustrie dieses Bedürfniss immer dringender zu werden begann, konnte der Gedanke festen Fuss fassen, durch Schaffung einer stets bereiten, mit den grössten Kapitalien ausgestatteten Gründungsbank Zustände unmöglich zu machen, wie sie z. B. in Frankreich nach dem Jahre 1848 herrschten. Wenn man sich diesen Zustand einer zeitweilig gänzlichen Stockung aller wirthschaftlichen Säfte ins Gedächtniss zurückruft, wird man den allgemeinen Enthusiasmus begreiflich finden, mit dem die *Crédits Mobiliers* zu jener Zeit aufgenommen wurden.

Die Grundidee, der Hauptzweck eines jeden *Crédit Mobilier* kann nicht präciser und klarer ausgedrückt werden, als dies in dem ersten Jahresberichte geschehen ist, den die Begründer und Leiter des Pariser Instituts der General-Versammlung vom 29. April 1854 erstattet haben.⁶²⁾ Der betreffende Passus lautet folgendermaassen:

„Die erste Pflicht unserer Gesellschaft besteht darin, an der Entwicklung der nationalen Industrie mitzuarbeiten und die Bildung jener grossen Unternehmungen zu erleichtern, welche — wenn auf sich selbst allein angewiesen — in der Regel so viel Mühe haben, in's Leben zu treten. Der Beruf unserer Anstalt wird sich in dieser Beziehung um so leichter gestalten, als sie über zahlreiche, den Privatkapitalisten fehlende Mittel zur Informirung und Prüfung verfügt, und sich hierdurch leicht über den wahren, inneren Werth aller vorkommenden geschäftlichen Unternehmungen klar werden kann. In den guten Zeiten soll sie ein Leitstern sein für alle anlagesuchenden Kapitalien; in schlimmen Zeiten vermag sie werthvolle Rettungsmittel (*des ressources précieuses*) darzubieten, um den Fortbestand der Arbeiten zu ermöglichen und um jene Krisen zu mildern, die aus einer plötzlichen Einschränkung der disponiblen Kapitalbestände hervorgehen (*qui sont le résultat d'un brusque resserrement des capitaux*).“

In der That, ein grosses, ein schönes, ein wahrhaft geniales Programm! Wem imponirt sie nicht, diese Bank, die alle die zwecklos im Lande zerstreuten kleinen Kapitalien in einem einzigen mächtigen Kanale vereinigt, um damit die vaterländische Produktion je nach Bedürfniss bald reichlich, bald sparsamer befruchten zu können! Wenn der *Crédit Mobilier* diese ideale Be-

⁶²⁾ Dieser hochinteressante Bericht, von dem eine jede geschichtliche oder dogmatische Untersuchung der *Crédits Mobiliers* ausgehen sollte, ist vollinhaltlich abgedruckt in dem *Journal des Economistes* 1854 T. III. p. 118.

stimmung erfüllte, so war er sicherlich ein Wohlthäter der Menschheit. Ein solches Ventil, ein solcher Regulator der in jedem Volke schlummernden und von Zeit zu Zeit mit elementarer Vehemenz hervorbrechenden Spekulationslust hätte nicht nur jene langen Stockungen, sondern auch die noch viel gefährlicheren Perioden der Ueberspekulation, des Gründungsfiebers auf ein Minimum reduciren können. Wieviel Elend, wieviel Sittenverfall, wieviel sociale Unzufriedenheit wäre dadurch vermieden worden!

Aber das ist ja der pure Socialismus! — wird man ausrufen. — Ganz richtig — in der That, die Idee der *Crédits Mobiliers* ist eine socialistische, im weitesten Sinne dieses Worts, ausgestattet mit all' der ethischen Kraft, mit all' der theoretischen Richtigkeit, mit all' der bestechenden und eindringlichen Beredsamkeit, die so vielen Grundgedanken des Socialismus innewohnt, — freilich auch mit dem einen grossen Fehler, der ihnen allen anhaftet, dem Fehler praktischer Undurchführbarkeit, herstammend aus vollständiger Nichtachtung der Menschennatur.

Doch wie war es möglich, dass ein so durch und durch socialistischer Gedanke den Anstoss geben konnte zur Entstehung dieser Spekulationsbanken, die thatsächlich nur der kapitalistischen Produktionsform genützt, ja, gerade deren Schattenseiten erst recht kräftig ausgebildet haben? — Dem, welcher in der Geschichte des Socialismus bewandert ist, wird diese Frage nicht schwer zu beantworten sein.

Die Schule St. Simon's, jene eigenthümliche socialistische Sekte, die in den ersten Jahren nach der Julirevolution durch den Feuereifer und das Talent ihrer Führer, bald indess auch durch ihre mystisch-unklaren Verirrungen sich bemerklich gemacht, und im öffentlichen Leben Frankreichs eine kurze, aber hervorragende Rolle gespielt hat — diese Sekte wollte der „Ausbeutung des Menschen durch den Menschen“, ⁶³⁾ wie überhaupt allen Ungerechtigkeiten

⁶³⁾ *L'exploitation de l'homme par l'homme* — ein altes socialistisches Schlagwort (L. Stein übersetzt es unrichtig mit „Die Benutzung des M. durch den M.“), das ich oben nicht ohne Absicht zur Kennzeichnung der Wirksamkeit des Pereire'schen Instituts angewendet habe.

der bestehenden Gesellschaftsordnung hauptsächlich durch folgenden Plan ein Ende machen:⁶⁴⁾

Ein einheitlich und streng centralistisch organisirtes System von Banken sollte über das ganze Land ausgebreitet werden; unter einer Centralbank sollten die Banken der Provinzen stehen, unter diesen wieder die der Städte und Gemeinden. Diese Banken sollten alle vorhandenen Kapitalmittel in Händen haben, und zwar als kollektiven Besitz, der den hierfür als die geeignetsten erfundenen Personen auf Lebenszeit zur Verwaltung und Fructificirung übergeben werden, nach deren Tode aber jedesmal wieder an die Banken zurückfallen sollte. Dieses Gesamt-Vermögen sollten die Banken ausschliesslich zur Unterstützung der nationalen Produktion⁶⁵⁾ verwenden, jedoch nicht, wie die Bankiers der alten Gesellschaft, indem sie derselben wucherische Bedingungen auferlegen und sich den Löwenantheil aller Vortheile sichern, sondern indem sie ihr eigenes Interesse mit dem der Industrie in Einklang bringen und hierdurch auch das Wohl der Gesammtheit fördern sollten.

Zu den eifrigsten Anhängern dieser Lehre gehörte, mit anderen später berühmt gewordenen Männern, einige Jahre hindurch auch der damals noch sehr wenig bekannte Emil Pereire — der spätere *spiritus rector* des *Crédit Mobilier*, dessen Grundidee er unzweifelhaft jenem centralisirten Banksysteme entnommen hat.⁶⁶⁾

⁶⁴⁾ Vergl. L. Stein, Geschichte der socialen Bewegung in Frankreich, Bd. II. p. 201 ff. Reybaud, *Etudes sur les Réformateurs ou Socialistes modernes* I. p. 463, sowie die Schriften der St. Simonisten, namentlich Bazard's und des „Père“ *Enfantin*.

⁶⁵⁾ Die Worte „*industrie*“, „*industriel*“ sind das Alpha und Omega der St. Simonisten: sie bedeuten jedoch nicht ganz dasselbe, wie unsere „Industrie“, „Industrieller“, sondern sollen die ganze „Production“ und die „arbeitenden Klassen“ umfassen. L. Stein hat sich, meines Erachtens, auch hier wieder geirrt, als er bei der Uebersetzung jene zu engen Bezeichnungen gewählt hat.

⁶⁶⁾ E. Pereire hat eine Zeit lang sogar an dem Organe der St. Simonisten, dem „Globe“, mitgearbeitet. Selbst die Bezeichnung des *Crédit Mobilier* als „*Société commanditaire de l'industrie*“ war schon von den St. Simonisten gebraucht, vielleicht sogar von ihnen erfunden worden. Reybaud (dessen oben citirtes Werk längst vor der Begründung des *Crédit Mobilier* erschien) sagt über diesen Punkt Bd. I. p. 113: „*Une banque, pour M. Enfantin, n'était*

So ist es gekommen, dass ein ursprünglich rein socialistischer Gedanke lediglich im Interesse des Kapitalismus verwirklicht wurde — ein für den Socialismus hochbedeutsamer und warnender Vorgang! Jene idealistisch denkenden St. Simonisten von 1830, ebenso wie die gutgläubigen Bewunderer ihrer weit weniger idealistisch denkenden Nachfolger von 1852⁶⁷⁾ rechneten eben nur mit der an sich vortrefflichen Maschinerie, die eingerichtet werden sollte, nicht mit den Eigenschaften der Menschen, denen Betrieb und Ueberwachung der Maschinerie anvertraut werden musste. Die Aufgabe, welche diesen Menschen damit übertragen wurde, ist schon an sich eine, selbst für den grössten, genialsten Finanzmann kaum zu bewältigende. Denn selbst wenn die Direction eines *Crédit Mobilier* sich mit einem Stabe sachverständiger Techniker umgibt und durch dieselben jedes industrielle Unternehmen, das ihr vorgeschlagen wird, eingehend prüfen lässt — so sind auch dann die faktischen Chancen derartiger Unternehmungen fast immer so schwer zu beurtheilen und namentlich so raschen Schwankungen ausgesetzt, dass eine Gründungsbank, selbst bei aussergewöhnlicher Vorsicht und Intelligenz ihrer Geschäftsleitung sich doch fortwährend in der Gefahr befindet, die aller schwersten Verluste zu erleiden und hierdurch mehr oder weniger grosse Kreise mitzuschädigen. Wenn der Autor des mehrerwähnten Pariser Jahresberichts es wie etwas ganz Selbstverständliches ausspricht, „dass es dem *Crédit Mobilier* durch die den Privatkapitalisten fehlenden Prüfungsmittel leicht gemacht werde, sich

pas une Caisse d'escompte, choisissant et classant son papier; c'était une société commendaire de l'industrie, chargée de distribuer les instruments du travail de la manière la plus favorable aux producteurs et à la production.“ Hiermit vergleiche man den oben erwähnten ersten Jahresbericht des *Crédit Mobilier*, und man wird jeden Zweifel an dem inneren Zusammenhange aufgeben müssen.

⁶⁷⁾ Der Pereire des Jahres 1852 hatte sicherlich die meisten seiner früheren Illusionen schon verloren, war er doch damals schon beinahe 20 Jahre lang im höheren Finanzgeschäfte thätig gewesen, und hatte er doch das kurze, aber intensive Gründungsfieber von 1838 in nächster Nähe miterlebt. Jedenfalls ist er sich im Jahre 1852 schon ziemlich klar gewesen über die wahrscheinlichen Vortheile oder Nachtheile, welche der *Crédit Mobilier* seinen Actionären, der nationalen Industrie und — ihm selbst bringen musste.

über den Werth der ihm proponirten Unternehmungen ein sicheres Urtheil zu bilden“ — so täuschte er mit dieser Phrase entweder nur seine Actionäre oder, — was jedoch unwahrscheinlich ist, — auch sich selbst. Jedenfalls hat die Erfahrung alle derartigen Illusionen sehr bald zerstört.

Wir haben bisher angenommen, dass die Geschäftsleitungen der *Crédit Mobiliers* stets nur mit der allergrössesten Vorsicht und Intelligenz zu Werke gehen; aber auch diese Voraussetzung trifft leider sehr oft, ja man kann sagen, meistens nicht zu, jedenfalls nicht für diejenigen Zeiten, in denen sich solche Eigenschaften gerade erst recht bewähren sollen, für die Perioden der Ueber speculation, des Gründungsfiebers. Die Mehrzahl der Directoren aller der so überaus zahlreichen *Crédits Mobiliers* kann eben nicht aus ungewöhnlich beanlagten Menschen bestehen und ebenso wenig kann man erwarten, dass sie, zu deren Verfügung sich so grosse und ihnen nur in der Hoffnung auf glänzende Erträgnisse übergebene Kapitalien befinden, ein exceptionell bedeutendes Maass von Vorsicht entwickeln, wenn alle Welt ringsumher die ruhige Ueberlegung verloren hat. Dass auch ihnen dann das Gefühl der Verantwortlichkeit für die ihrer Obhut anvertrauten Kapitalien mehr oder weniger abhanden kömmt und dass gerade solche Momente auch ihre moralische Zuverlässigkeit auf eine sehr harte Probe stellen, aus der dieselbe nicht immer ganz intakt hervorgeht — das Alles sind Vorgänge, die gewiss in der Natur des Menschen ihre Begründung finden, die aber auch gleichzeitig zeigen, wie wenig die *Crédits Mobiliers* geeignet sind, ihre hohe Aufgabe, die Regulirung der industriellen Production, zu erfüllen. Man darf sogar noch weiter gehen und sagen, dass sie das directe Gegen theil von dem bewirkt haben, was sie bewirken sollten.

Nach ihrem Programme, wie es sich uns aus dem Pereire'schen Berichte ergibt, und wie es auch später überall verkündigt wurde, sollten die *Crédits Mobiliers* als „Leitsterne“ für den Unternehmungsgeist dienen, sollten regulirend und ausgleichend auf die Schwankungen der Speculation einwirken und sollten hierdurch namentlich die Folgen der Krisen mildern. Nicht nur haben sie dieses hohe und schöne Ziel nicht erreicht, sondern gerade die grossen Gründungsbanken sind es gewesen, welche in Zeiten des allgemeinen

Spielfiebers durch unausgesetzte gewaltige Emissionen aller möglichen Arten von Börsenpapieren den Fondsmarkt überlastet und die Spekulationsmanie bewusst oder unbewusst gepflegt haben. Im Mittelpunkte der heftigsten Krisen, von denen der spekulative Fondsverkehr in den letzten 30 Jahren heimgesucht worden ist, konnte man stets eine Anzahl grosser Bankinstitute bemerken. Das ist auch leicht erklärlich. Denn eine jede Gründungsbank muss sich doch bemühen, zunächst ihr eigenes Interesse zu verfolgen, und dieses Interesse gebietet ihr, die Unternehmungen, an denen sie sich in Gemässheit ihres Programms betheiligt hat, möglichst rasch mit einem recht hohen Gewinne auf die Schultern anderer Spekulanten abzuwälzen, um das hierdurch freiwerdende Kapital aufs Neue nutzbringend anlegen zu können; mit andern Worten, die Bank muss bestrebt sein, möglichst viel neue Spekulationswerthe zu schaffen. Für sie ist daher der momentane Agio-Gewinn die Hauptsache, dagegen die weitere Prosperität des Unternehmens höchstens im Interesse des Renommée's von Belang. Zumal die sogar ihren eigenen Actionären gegenüber sehr unabhängigen Directoren der Spekulationsbanken fühlen sich natürlich in noch viel geringerem Maasse verantwortlich gegenüber den Actionären der durch sie begründeten und zwar oft verkehrt oder unsolide begründeten fremden Gesellschaften. Diese Ursachen sind schuld daran, dass die *Crédits Mobiliers* dem Fondsmarkte stets so massenhaftes und dabei relativ so viel schlechtes, unsolides Spekulationsmaterial zugeführt haben.

Aber nicht genug daran, dass diese Banken dem Spielfieber durch ihre Gründungen immer neue Nahrung geliefert haben, — auch ihre eigenen Actien sind ganz wie geschaffen für Spekulationen der wildesten, unberechenbarsten Art. Welches Börsenpapier ist schwieriger auf seinen wahren, inneren Werth zu prüfen, als die Actie einer solchen Bank, deren finanzielle Situation sich in bewegten Zeiten fast täglich, in normalen Zeiten jedenfalls sehr häufig ändern kann? Und gerade solcher schwer taxirbarer Objekte bedarf die Börsenspekulation, wenn sie den Boden vernünftiger Berechnung verlassen hat, und im wilden Taumel der Hausse den Cours nicht mehr als Werthmesser, sondern als eine blosser Zahl betrachtet, die sich mit Leichtigkeit ganz willkürlich immer

höher und höher schieben lässt. Das ist der Hauptgrund, wesshalb die Actien der *Crédits Mobiliers* schon bei ihrem ersten Auftauchen die beliebtesten, die eigentlich tonangebenden Spielpapiere der meisten Fondsbörsen wurden, und wesshalb sie sich in dieser Stellung seitdem noch immer weiter befestigt haben.

Ein ferneres Mittel, durch dessen umfassende Anwendung die *Crédits Mobiliers* den Excessen der Fondsspekulation wesentlich Vorschub geleistet haben, besteht in der directen Unterstützung, die sie ihr auf dem Wege des Reportgeschäfts haben angedeihen lassen. Meist wird hiermit allerdings nur eine aussergewöhnlich hohe Verzinsung disponibler Kapitalien bezweckt, nicht selten aber waltet, besonders in kritischen Zeiten, die Absicht vor, eine übertriebene und eben desshalb ihrem Ende nahe Hausse künstlich zu verlängern. In der Regel haben die grossen Spekulationsbanken noch längst nicht alle ihre Engagements abgewickelt, wenn die Hausse auf ihrem Gipfelpunkte angelangt ist und man zu fürchten beginnt, dass bald ein Rückschlag eintreten wird. Dann spannen jene Institute vielfach ihre ganze enorme Kapitalkraft an, um die Hausse zu stützen, und lassen hiermit erst nach, wenn sie sich entweder nicht mehr stark genug fühlen, um den Zusammenbruch aufzuhalten oder wenn sie ihre Absicht erreicht, ihre Engagements gelöst haben. Der gleiche Zweck wird nicht selten auch durch plötzliche, forcirte Käufe angestrebt, was besonders dann erfolgreich zu sein pflegt, wenn die Börse annimmt, dass diese Käufe „von unterrichteter Seite“ ausgehen. Wie sehr ein derartiges Verschleppungssystem geeignet ist, die unvermeidliche Krisis zu verschärfen, liegt auf der Hand; aber hier gilt eben nur das Recht des Stärkeren, der immer trachten wird, zunächst sich selbst in Sicherheit zu bringen, ohne zu bedenken, wie viele schwächere Kräfte dadurch um so sicherer zu Grunde gerichtet werden, ja oft, ohne genügend zu erwägen, um wie viel schwerer auch der eigene Verlust im Falle des Misslingens werden muss.

Endlich — *last not least* — haben die *Crédits Mobiliers* auch oftmals durch umfassende directe Bethheiligung an der Fondsspekulation, durch eigene Börsenoperationen in der gerade vorherrschenden Richtung, *à la hausse* oder *à la baisse*, die maasslosesten Uebertreibungen unterstützt und hiermit ebenfalls das

Gegentheil von dem gethan, was sie nach ihrem Programme hätten thun sollen.

Wenn man allen diesen offenkundigen und schwerwiegenden Nachtheilen den sicheren Nutzen gegenüber stellt, den die *Crédits Mobiliers* faktisch gestiftet haben, so lässt sich gewiss nicht leugnen, dass manches gesunde, wichtige und verdienstliche Unternehmen durch sie ins Leben gerufen worden ist. Ob aber die Summe der guten Wirkungen nicht zu theuer erkauft ist durch die Summe der schlechten — das ist eine Frage, deren Beantwortung wir für jetzt noch unterlassen müssen. Wir wollen hier nur die verderblichen, zu Gegenmaassregeln herausfordernden Excesse der Fondsspekulation schildern. Ihre grossen und unbestreitbaren Verdienste zu detailliren, ihr Soll und Haben gegen einander abzuwägen — die Lösung dieser schwierigsten Aufgabe haben wir in unserer gegenwärtigen Untersuchung nicht beabsichtigt.

Wenn wir nun schliesslich fragen, wer die Hauptverantwortlichkeit für die im gegenwärtigen Kapitel geschilderten spekulativen Ausschreitungen zu tragen hat, so lautet die Antwort folgendermaassen:

Das Meiste hat unzweifelhaft die Gewinnsucht der Massen selbst verschuldet; aber ein grosser Theil der Verantwortlichkeit fällt auf diejenigen Regierungen zurück, welche, so lange es noch Zeit war, nicht einmal den Versuch machten, jene Gewinn gier zu mässigen, sondern im Gegentheil, entweder aus Mangel an Voraussicht, oder ebenfalls aus purer Gewinnsucht⁶⁸⁾ die Leidenschaft des Spieles direct nährten, indem sie eine weit grössere Zahl von Spekulationsbanken und anderen Actien-Gesellschaften concessionirten, als durch das vorhandene Bedürfniss gerechtfertigt war. An Restriktionsmaassregeln wurde, wie fast immer, erst dann gedacht, als dieselben gar keinen nennenswerthen Nutzen mehr stiften, sondern nur die Krisis noch weiter verschärfen konnten.

⁶⁸⁾ Die kleinen deutschen Regierungen bedangen sich den von ihnen concessionirten Banken gegenüber fast immer besondere Vortheile aus; entweder mussten die Gründer ihnen einen Theil der Actien *al pari* zur Verfügung stellen, oder die Banken mussten sich verpflichten, die Geschäfte der Regierungen für alle Zeiten gratis zu besorgen, oder es wurden noch andere ähnliche Vereinbarungen getroffen. (Vergl. Hocker, Sammlung der Statuten aller Actienbanken Deutschlands.)

Besonders eifrig in dieser Hinsicht bezeugte sich die französische Regierung. Von ihrer Haltung während des Jahres 1856 ist bereits die Rede gewesen. Im Jahre 1857 setzte sie für die Pariser Börse ein Eintrittsgeld fest, um die kleinen Privatspekulanten möglichst zu entfernen; dieselben wären aber ohnehin fortgeblieben, da sie an der Börse Nichts mehr verdienen konnten.⁶⁹⁾ Die Maassregel erregte in den Interessentenkreisen einen wahren Sturm der Entrüstung, blieb sehr unpopulär und wurde schon im Jahre 1861 durch den neuernannten Finanzminister Fould wieder aufgehoben, um die Börse für das wirthschaftliche Programm der Regierung und für ihre Rentenemissionen zu interessiren. Noch grösseres Aufsehen erregte im Jahre 1859 der Monstre-Process gegen die Coulisse,⁷⁰⁾ in dessen Verlaufe 26 der bedeutendsten Coulissenhäuser wegen „Einmischung in das Gewerbe der *Agents de Change*“ zu hohen Geldstrafen verurtheilt wurden. Die ohnehin schon durch die Krisis decimirte Coulisse verschwand jetzt auf kurze Zeit gänzlich. Um die Lücke auszufüllen, wurde den *Agents de Change* das Recht verliehen, sich 1—2 Gehülfen (*commis principaux*, vulgo „*assesseurs*“ genannt) zu halten; aber diese *assesseurs* haben nie eine selbstständige Bedeutung erlangt,⁷¹⁾ und schon nach Verlauf weniger Jahre hatte sich eine neue Coulisse gebildet, deren Existenz, illegal wie sie noch heutigen Tages ist, seitdem doch niemals wieder ernsthaft in Frage gestellt wurde.

Kurz, alle diese nachträglichen Maassregeln stellten sich als ganz verfehlt heraus und erzielten weiter nichts; wie eine gründliche Desorganisirung des Pariser Börsenverkehrs während der für ihn ohnehin schon so trüben Jahre 1857 – 1860. Eine gesunde, fruchtbringende Börsenpolitik lässt sich eben aus derartigen nachträglichen Repressivmaassregeln niemals construiren.

⁶⁹⁾ Auch in den Berichten über das deutsche Fondsgeschäft der Jahre 1857—1860 wird fortwährend geklagt über das gänzliche Fehlen der kleinen Spekulation, „über die Abwesenheit jener zahlreichen Spekulanten, die früher der Börse aus den Reihen der eigentlichen Kaufleute zuströmten, aber durch die Krisis verjagt sind“ (Frankfurter „Actionär“).

⁷⁰⁾ Details über diesen sehr interessanten Process in Guillard, *Opérations de Bourse* p. 213 und p. 316.

⁷¹⁾ Vergl. A. Courtois *Fils*, *Opérations de Bourse* p. 214.

Kap. 5.

Vierte Spekulationsperiode des 19. Jahrhunderts. (Die Zeit der industriellen Massengründungen.)

Die Nachwehen der Krisis von 1857 erstreckten sich bis in das Jahr 1861 hinein; dieses Jahr schliesst jedoch die Zeit der Busse, und mit dem Jahre 1862 beginnt eine neue Periode für den spekulativen Fondsverkehr, eine Periode, die in dem Augenblicke, da wir dies schreiben, noch keinesfalls ihr Ende, vielleicht noch nicht einmal den Höhepunkt ihrer Gesamt-Entwicklung erreicht hat — die Periode der industriellen Massengründungen. Man könnte sie auch nennen „die Periode der Massenemissionen von Börsenpapieren aller Kategorien“; aber getreu unserem bisherigen Verfahren, stellen wir auch hier diejenige Erscheinung in den Vordergrund, welche das charakteristische Merkmal des neuen Zeitabschnittes bildet, indem wir hierdurch unserer Darstellung einen Mittelpunkt geben, ohne den sie sich gar zu leicht ins Bodenlose verlieren würde. Denn je mehr wir uns der Gegenwart nähern, desto kolossaler dehnt sich die Breite des Stromes, den wir von seinen Quellen aus befahren haben.

Das Jahr 1862, mit dem wir die neue Spekulationsperiode beginnen lassen, war seit dem Zusammenbruche von 1857 das erste, welches entschieden wieder der Hausse und überhaupt einer aufwärts strebenden spekulativen Richtung angehörte. Dieselbe ist von da an bis zum Jahre 1873 die vorherrschende geblieben. Nur darf man nicht glauben, dass diese Bewegung stetig angewachsen ist und sich überall gleichnässig entwickelt hat. Vielmehr war der Verlauf in jedem Lande ein eigenartiger, den besonderen wirthschaftlichen und politischen Schicksalen des Landes entsprechender. Wir werden dies später im Einzelnen nachzuweisen suchen; für jetzt nur eine kurze vorläufige Uebersicht:

In England konnte sich die Bewegung am Frühesten entfalten, da sie dort durch politische Unruhen wenig gestört und durch die Gesetzgebung sogar direct gefördert wurde. Dort fällt daher der erste und höchste Kulminationspunkt schon in die Jahre 1864/65; das Jahr 1866 brachte für England bereits einen

heftigen Rückschlag, dessen Nachwirkungen mehrere Jahre lang merkbar blieben. Auf dem Continente wurde die Bewegung sehr häufig unterbrochen durch Zwischenfälle politischer Natur, aber sobald diese Störungen vorüber waren, lenkte die Spekulation immer wieder in das Haussefahrwasser ein,⁷²⁾ und als dann schliesslich die Zeit der Unruhe, der allgemeinen Gährung ihren Abschluss gefunden hatte, als das französische Kaiserreich gestürzt, das deutsche Kaiserreich begründet war, — da konnte Nichts mehr den so oft gewaltsam unterbrochenen spekulativen Aufschwung zurückhalten. In Oesterreich und Deutschland war diese Strömung schon wäh-

⁷²⁾ Am deutlichsten kann dies bewiesen werden, wenn wir die Coursentwicklung eines internationalen Spekulationspapiers die ganze Periode hindurch verfolgen, und das für diesen Zweck geeignetste Effect ist unbedingt die Oesterreichische Credit-Actie, deren Course von localen Einflüssen stets viel unabhängiger gewesen ist, als derjenige aller anderen internationalen Spekulationswerthe. Die Course sind im Folgenden durchgehends auf Procente reducirt:

1862. Ruhe in der hohen Politik. Der Cours steigt von 60 bis 96.

1863. Das Jahr beginnt mit dem Course 100. Die Schleswigsche Frage wird akut; Baisse bis $69\frac{1}{2}$ (19. November, nach dem Tode König Friedrich VII. von Dänemark).

1864 und **1865.** Der Cours erhebt sich vorübergehend mehrfach bis ca. 87, fällt aber in Folge der preussisch-österreichischen Differenzen immer wieder auf 70—75 zurück und erreicht seinen niedrigsten Stand im Jahre

1866 nach dem Einmarsche der preussischen Truppen in Sachsen (16. Juni) mit 42. Dann Erholung bis ca. 60 im Anfange des Jahres

1867 und nach kurzer Unterbrechung durch die Luxemburger Frage (24. April 53%) bis 75 (31. December).

1868 weiteres Steigen bis 103 am Jahresschlusse.

1869 Fortsetzung der Hausse bis 136 (31. December)

1870 weitere Fortsetzung der Hausse bis **147** (gegen Ende Juni); dann plötzlicher Sturz in Folge des deutsch-französischen Krieges bis 92 (19. Juli, französische Kriegserklärung); rasche Erholung bis 131 (Sedan), dann Abschwächung; aber von Anfang

1871 an (125) bis Ende

1872 fortwährende Hausse, die ihren Höhepunkt in dem Course **200** erreichte; derselbe wurde sogar mehrfach um einige Procente überschritten; auch im April des Jahres

1873 stand er noch ungefähr ebenso hoch; seit Mai unaufhaltsamer Sturz; niedrigster Cours im Jahre 1876 ca. 70% .

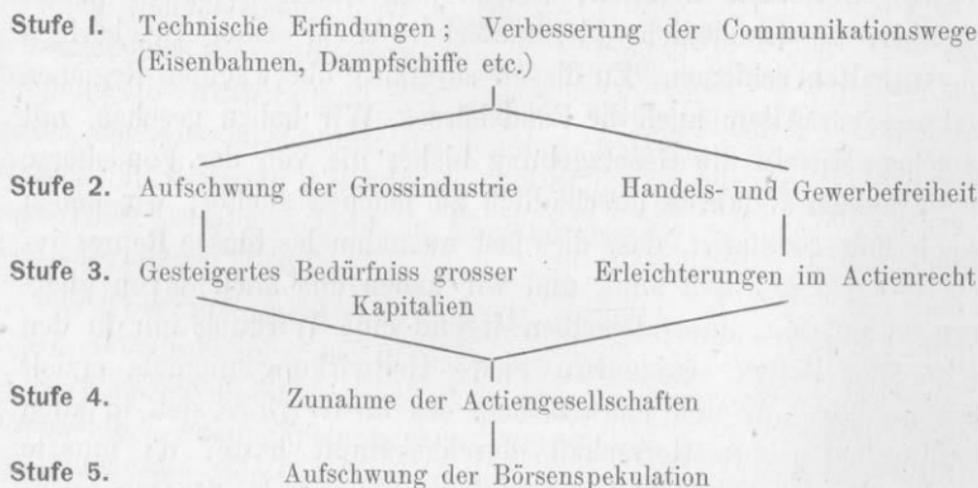
rend des Krieges mächtig angeschwollen; nach dem Friedensschlusse durchbrach sie dort alle Dämme und trat nicht eher wieder in ihr normales Bett zurück, bis sie sich gänzlich ausgetobt hatte. Dann erst erfolgte im Jahre 1873 der als „Krach“ bekannte furchtbare Rückschlag.

In Frankreich und England fand nach dem Kriege ebenfalls eine sehr starke spekulative Aufwärtsbewegung statt, und auch in diesen beiden Ländern trat die Reaction um das Jahr 1873 ein. Indess waren Stoss und Gegenstoss weder in England noch in Frankreich annähernd so stark, wie in Deutschland und Oesterreich. In England nicht, weil dort jener erste Aufschwung schon einen Theil der spekulativen Spannkraft absorbiert hatte, in Frankreich nicht, weil dieses Land unter den unmittelbaren Folgen des Krieges am Schwersten gelitten hatte und desshalb seine gesammten wirthschaftlichen Ressourcen zunächst für die Heilung dieser Schäden verwenden musste.

Das ist in grossen Umrissen die Entwicklung der neuesten Spekulationsperiode in ihrem ersten, jetzt gänzlich abgeschlossenen Theile gewesen. Nur wenn man die Jahre 1862 bis 1877 als einen zusammengehörigen Zeitabschnitt betrachtet, als die erste Phase einer Entwicklungsreihe, deren Ende die jetzige Generation schwerlich noch erleben wird, — nur dann ist es möglich, die wirthschaftlichen Ereignisse der jüngsten Vergangenheit ihrer ganzen Bedeutung nach zu würdigen.

Und welches waren nun die treibenden Kräfte einer so mächtigen, langanhaltenden Bewegung? Nach den bisherigen Resultaten zu urtheilen, müssen hier gewaltige Motoren thätig gewesen sein, — und in der That, es waren Kräfte von ganz ausserordentlicher Wirksamkeit. Zunächst und in erster Linie handelt es sich dabei um eine Anzahl wichtigster wirthschaftlicher Erscheinungen, von denen jede einzeln schon hundertfältig beschrieben, und in ihren wesentlichsten Folgen dem allgemeinen Verständnisse nahegerückt ist, deren Gesamt-Nexus aber noch nicht hinreichend klargelegt zu sein scheint, am Allerwenigsten mit Bezug auf den spekulativen Fondsverkehr. Um das Vorstehende zu verdeutlichen, greifen wir zu einem etwas ungewöhnlichen Hilfsmittel. Wir wollen nämlich versuchen, in der Form eines Stammbaums die

Reihenfolge und den Causalzusammenhang derjenigen wirthschaftlichen Erscheinungen zu veranschaulichen, auf deren Basis sich die neueste Spekulationsperiode aufgebaut hat: ⁷³⁾



Aber es giebt noch ein weiteres, in dieser Tafel nicht erwähntes Moment, das als hochbedeutsam für die neueste Entwicklung des spekulativen Fondsverkehrs hervorgehoben werden muss, — die Umgestaltung des Verhältnisses zwischen Staat und Fondsbörse, eine Umgestaltung, deren Ursachen uns freilich wiederum zu dem Principe der Handels- und Gewerbefreiheit zurückleiten.

Die Lehre, dass jedes Individuum sein eigenes wirthschaftliches Interesse selbst am Besten wahrzunehmen verstehe, und dass der Staat sich desshalb auf Gewährleistung des eigentlichen Rechtsschutzes beschränken, im Uebrigen aber den wirthschaftlichen Einzelinteressen freien Lauf lassen solle — diese Lehre hatte sich zwar in England schon seit Jahrhunderten auf manchen Gebieten der legislativen Praxis Geltung verschafft; aber in den europäischen

⁷³⁾ Einer eigentlichen Erläuterung bedarf dieser Stammbaum gewiss nicht. Nur darauf sei aufmerksam gemacht, dass bei Stufe 2 und 3 links die thatsächlichen und rechts die legislativen Folgen von Stufe 1 angegeben sind. Dass eine derartige schematische Darstellung nie ganz korrekt sein kann, dass sie nicht für alle Fälle passt, braucht wohl kaum besonders hervorgehoben zu werden. Aber als Veranschaulichung des normalen Entwicklungsganges wird die Tafel nicht ohne Nutzen sein.

Continentalstaaten wurde ihr dies erst seit der französischen Revolution ermöglicht, und einzelne Gebiete blieben ihr bis in die allerneueste Zeit hinein fast überall ganz oder theilweise verschlossen, diejenigen Gebiete nämlich, welche dem Staate besonders grosse Gefahren für das sittliche oder materielle Wohl seiner Angehörigen zu enthalten schienen. Zu diesen sorgfältig überwachten Regionen gehörte vor Allem auch die Fondsbörse. Wir haben gesehen, mit welchen Mitteln die Gesetzgebung bisher die von der Fondsbörse ausgehenden Gefahren unschädlich zu machen suchte; wir haben wiederholt constatirt, dass dies fast ausnahmslos bloss Repressivmaassregeln gewesen sind, und wir haben uns auch davon überzeugen müssen, dass dieselben irgend eine Wirkung nur in den seltensten Fällen, eine dauernde Heilwirkung niemals erzielt haben. Als nun aber jenes Princip des *laissez faire* sich in allen Kulturstaaten zur Herrschaft durchgekämpft hatte, da musste hierdurch natürlich auch am Ende die Stellung des Staates gegenüber der Fondsbörse beeinflusst werden; immer seltener werden die Versuche Jenes, in die Angelegenheiten der Börse einzugreifen; immer mehr wird diese der Ort, wo sich die freie Concurrrenz am ungestörtesten entfalten kann. Dann kommen freilich auch wieder Momente, in denen der Staat Neigung empfindet, zu seiner früheren Repressivpolitik zurückzukehren; aber es bleibt meist bei der blossen Absicht, und wenn diese wirklich einmal ausgeführt wird, so geschieht es ohne Energie und ohne ernsthaften Glauben an wirklichen Erfolg.

An die Stelle des bisherigen Bestrebens, die Excesse der Fondsspekulation um jeden Preis zu unterdrücken, selbst auf die Gefahr hin, das solide Geschäft mit zu ruiniren, tritt jetzt das entgegengesetzte Extrem: fatalistische Ergebung in's Unvermeidliche solcher periodischen Ausschreitungen, hervorgehend aus der Ueberzeugung, dass jedenfalls die schlechten Wirkungen der Fondsspekulation von ihren guten bei Weitem überwogen werden, und dass jene untrennbar mit diesen verknüpft sind. Daneben macht sich nur noch der Wunsch geltend, durch eine Besteuerung der spekulativen Umsätze die aus denselben resultirenden Conjunkturgewinne zu beschneiden, und auf diese Weise eine gerechtere Vertheilung der staatsbürgerlichen Lasten herbeizuführen.

Das ist die grosse Umgestaltung, welche das Verhältniss zwischen Gesetzgebung und Fondsspekulation in den letzten Jahrzehnten erfahren hat. Schon das Jahr 1860 wird uns einige Beweise hierfür liefern. In diesem Jahre erfolgte nämlich — ein bezeichnendes Zusammentreffen! — sowohl in Preussen, wie in England die Aufhebung von Gesetzen, welche in früheren Zeiten gegen die Ausschreitungen der Fondsspekulation erlassen worden waren. In Preussen handelte es sich dabei um die Verordnungen vom 1836, 1840 und 1844, in England um Sir John Barnard's Act vom Jahre 1733.

Wir beginnen mit Preussen. Die bereits von uns gewürdigten Repressivmaassregeln der Preussischen Regierung aus jener Zeit, da die Fondsspekulation zum ersten Male in Deutschland grössere Dimensionen anzunehmen begann, waren, wie ganz natürlich, in den betroffenen Kreisen von Anfang an nicht sehr populär gewesen. Besonders seit 1844 verging kaum ein Jahr, in dem die Aeltesten der Berliner Kaufmannschaft nicht um Wiederaufhebung der Verordnungen petitionirt hätten. Lange Zeit schwankte die Regierung, ob sie diesem Drängen nachgeben solle. Schon im November des Jahres 1846 forderte sie von den Vertretern des Handelsstandes Gutachten darüber ein, ob die Verordnungen etwa zu modificiren seien, und als diese Gutachten sich überwiegend für gänzliche Aufhebung aussprachen, wurde schon im Jahre 1848 ein Gesetzentwurf vorbereitet, durch den alle Verordnungen, bis auf einen einzigen Paragraphen derjenigen von 1844, ausser Kraft gesetzt werden sollten. Die politischen Ereignisse verhinderten dies jedoch, und die Regierung schien lange Jahre hindurch nicht mehr geneigt, den Wünschen der betheiligten Kreise zu entsprechen. Ja, in dem Spekulationsjahre 1856 hielt sie es sogar für nöthig, die 1844er Verordnung nochmals nachdrücklichst einzuschärfen.⁷⁴⁾ Aber nach Verlauf von weiteren vier Jahren, während welcher Seitens der Interessentenkreise wiederholt gegen die Verordnungen agitirt worden war, entschloss sich die Regierung definitiv, dieselben aufzuheben; sie beantragte im Jahre 1860 bei

⁷⁴⁾ Verfügung an das Aeltesten-Kollegium der Berliner Kaufmannschaft vom 19. März 1856.

den Kammern die gänzliche Abrogation, und dieser Antrag wurde sowohl im Herrenhause, wie im Abgeordnetenhause ohne Debatte angenommen. Die Motivirung, die dem Gesetzentwurfe beigegeben war, ist so interessant, dass wir ihren wesentlichen Inhalt wörtlich wiedergeben wollen:⁷⁵⁾

„Seitdem zuerst die häufige Wiederkehr ausserordentlicher Geldbedürfnisse der Regierungen, später die mit dem fortschreitenden Wohlstande der Nationen sich vermehrende Zahl industrieller Actien-Gesellschaften eine grosse Menge geldwerther, zu Kapitalanlagen geeigneter Papiere geschaffen hatte, wurde die öffentliche Aufmerksamkeit bald auf die Erscheinungen gelenkt, welche der Umsatz dieser Effekten an den Fondsbörsen mit sich brachte. Man nahm wahr, dass die Verkäufe, welche in dergleichen Papieren gemacht wurden, einen weit grösseren Umfang erreichten, als solcher lediglich durch das Bedürfniss, Kapitalien darin anzulegen oder aus der gewählten Anlage herauszuziehen, sich erklären liess. Die Ursache dieser Erscheinung lag nahe; sie beruhte in den Schwankungen des Courses, denen derartige Werthpapiere mehr als andere Handelsartikel ausgesetzt sind und welche Gelegenheit boten, durch wiederholte Umsätze in kurzen Zeiten namhafte Gewinne zu realisiren — Gewinne, welche zu den in anderen Geschäften sich anbietenden, bescheidenen Verdiensten um so mehr ausser Verhältniss standen, je mehr man für die zu machenden Spekulationen die Form der Zeit- oder Lieferungs-Verträge zu Hülfe nahm, bei welchen es eines in dem Geschäfte selbst anzulegenden Kapitals nicht weiter bedurfte und die abgeschlossenen Verträge durch die einfache Zahlung der Coursdifferenz abgewickelt wurden.

„Auch die Preussische Regierung wurde frühzeitig auf die Uebelstände, welche diese Art der Börsenoperationen

⁷⁵⁾ Anlage No. 54 zu den stenographischen Berichten über die Verhandlungen des Preussischen Abgeordnetenhauses 1860 I. p. 345 ff.

mit sich führen, aufmerksam gemacht. Man verwies auf die grosse Anzahl von Personen, welche, statt ihr Vermögen, ihre Thätigkeit und ihre Erfindungsgabe in produktiver Weise arbeiten zu lassen, solche lediglich einer Spekulation zuwendeten, deren Gewinn nicht aus einer durch sie geschaffenen Vermehrung des Nationalwohlstandes geschöpft, sondern lediglich auf die Verluste Anderer begründet seien; man machte bemerklich, wie die Sucht, mit leichter Mühe reich zu werden, auch solche Klassen der Bevölkerung, deren Beruf ganz ausserhalb des Kapitalienmarktes liege und welche von dessen geheimen Operationen Nichts verstehen, der Fondsbörse zuführe und der Ausbeutung durch gewissenlose Spekulanten und provisionsbegierige Vermittler überliefe; man befürchtete von einer weiteren Ausbreitung dieser Erscheinungen eine bedauerliche Beeinträchtigung nutzbarer Thätigkeit und eine gefährliche moralische Verwilderung des Volks-Charakters.“

Um dem vorzubeugen, fahren die Motive fort, seien mehrfach Vorschläge an die Regierung herangetreten, die Zeitgeschäfte wie Wetten zu behandeln und ihnen demgemäss die Klagbarkeit zu entziehen. Dann heisst es weiter:

„Die Preussische Regierung fand diesen Vorschlag nicht gerechtfertigt. Sie glaubte bei wiederholten Berathungen des Gegenstandes den Standpunkt festhalten zu müssen, dass der Handel mit Effekten, wenn er überhaupt bestehen solle, auch die Form der Lieferungsverträge nicht entbehren könne; dass dieser Handel selbst, wenn nicht wichtige Staats-Interessen gefährdet werden sollten, nicht verhindert und in seiner freien Bewegung nicht beeinträchtigt werden dürfe.⁷⁶⁾“

⁷⁶⁾ Es ist nicht klar ersichtlich, wann die „Berathungen“, von denen die Regierung spricht, stattgefunden haben, anscheinend in den zwanziger Jahren. Ist dies richtig, so wäre damit erwiesen, dass die Preussische Regierung schon in jener frühesten Entwicklungsphase der deutschen Fondsspekulation über diese Letztere merkwürdig aufgeklärte Ansichten gehabt hat.

Als indess seit Mitte der dreissiger Jahre mehrfache Börsenkrisen stattgefunden hätten, sei die Regierung in der Erwägung, „dass es ihr Beruf sei, das Publikum vor dem Schaden zu bewahren, welchem es durch die Ausschreitungen der Spekulationssucht ausgesetzt sei“, von dem bisherigen Principe abgegangen und habe zwar nicht alle Lieferungsverträge als Wetten oder Hazardspiele behandelt, aber doch die gerade am Meisten von der Spekulation gemissbrauchte Kategorie von Effekten durch Verbote, sie auf Lieferung zu handeln, unschädlich zu machen versucht.

Dieser Zweck sei indess leider nicht erreicht worden; ja, die beteiligten Kreise hätten sogar die Behauptung aufgestellt, dass jene Verordnungen nicht nur nicht genützt, sondern positiv geschädigt hätten; hierauf gehen die Motive dann im Folgenden näher ein.

„Die Geldverhältnisse der Regierungen sowohl als des Privatverkehrs machen die Existenz grosser Fondsbörsen zu einem Bedürfniss, und es ist ein Gewinn für Preussen, dass es in Berlin eine derartige Börse besitzt und nicht lediglich auf auswärtige Kapitalienmärkte angewiesen ist. Wenn ein derartiger Markt aber überhaupt seine Aufgabe erfüllen soll, so kann sich derselbe ebenso wenig, wie ein Weltmarkt für andere Handelsgüter, in seinen Beständen auf die Gegenstände des lokalen und unmittelbaren Bedarfs beschränken, noch kann er für seine Umsätze des Lieferungs geschäfts entbehren. Es kann hiernach kaum einem Zweifel unterliegen, dass, wenn die Verordnungen in dem Sinne, in welchem sie erlassen worden sind, ganze und volle Wirkung ausgeübt hätten, Berlin seine Bedeutung als Fondsbörse lange verloren haben müsste. (!) Wenn dies nicht geschehen ist, so liegt der Grund lediglich in dem Umstande, dass in dem kaufmännischen Verkehre der gerichtliche Schutz bis zu einem gewissen Grade durch die Begriffe der kaufmännischen Ehre ersetzt wird und dass die letztere die Unterscheidungen des Gesetzes zwischen klagbaren und nichtigen Geschäften ignorirt,

so lange diese Unterscheidungen nicht mit dem allgemeinen Rechtsbewusstsein in Uebereinstimmung stehen. Die Stütze, welche das wechselseitige Vertrauen in diesem Ehrgefühle findet, reicht aber doch nur bis zu einem gewissen Punkte aus und eben daran, dass sie nicht weiter reicht und nicht einen vollen Ersatz für den Schutz des Gesetzes gewährt, knüpfen sich die Nachtheile, welche die Verordnungen mit sich gebracht haben und welche in einer Untergrabung derjenigen Solidität bestehen, deren Erhaltung die Verordnungen sich zur Aufgabe gemacht hatten.“

Dies wird dann dahin erläutert, dass die Verordnungen mehrfach von wortbrüchigen Spekulanten als Vorwand benutzt worden seien, um sich geschäftlicher Verpflichtungen zu entledigen.

„Aus diesen Gründen erscheint es rathsam, die Klagbarkeit der Lieferungsgeschäfte, soweit sie durch die Verordnungen ausgeschlossen ist, wiederherzustellen und den Operationen der Börse durch den Rückhalt, den sie in dem Gesetze zu finden haben, den Ernst und die Bedeutung wiederzugeben, auf welche sie, gleich anderen Transactionen des bürgerlichen Lebens Anspruch haben.“ —

Dies die Motivirung des Gesetzentwurfs. Wie man leicht sieht, besteht dieselbe in ihrem Haupttheile aus einer ungewöhnlich scharfen Kritik der Principien, von denen sich die Preussische Börsenpolitik noch wenige Jahre vorher hatte leiten lassen. Die Schärfe dieser Kritik ist um so bemerkenswerther, als die Motive zwar den Nutzen der Fondsbörse sehr stark betonen, aber doch auch das Vorhandensein zeitweiliger arger Excesse nicht in Abrede stellen wollen. Sie constatiren nur, dass die Verordnungen ihren Zweck, jene Ausschreitungen dauernd unmöglich zu machen, nicht erreicht und sogar im entgegengesetzten Sinne gewirkt hätten. Ob dies auch für die erste, unmittelbare Wirkung zutrifft, erscheint mindestens sehr fraglich;⁷⁷⁾ aber selbst zugegeben, dass die Verordnungen gar keinen oder nur einen schlimmen Einfluss ausgeübt

⁷⁷⁾ Vergl. oben p. 72.

haben, so war die Regierung damit doch noch nicht von der Verpflichtung entbunden, zu prüfen, ob man vielleicht auf anderem Wege das Ziel sicherer erreichen könne. Daran dachte sie indess nicht und wurde auch von den Kammern nicht daran erinnert. Eine dringende Veranlassung, sich mit der Frage zu beschäftigen, lag nicht vor, da die Spekulation sich seit 1857 sehr ruhig verhalten hatte; so beseitigte man denn die alten Verordnungen, ohne etwas Besseres an ihre Stelle zu setzen.

Ganz ähnlich war das Verfahren in England. Dort legte die Regierung am 2. April 1860 dem Parlamente einen Gesetzentwurf vor, durch den die im Jahre 1733 erlassene Maassregel „*against the infamous practice of stock jobbing*“ — bekannt unter dem Namen Sir John Barnards Act — aufgehoben werden sollte. Gleichzeitig brachte die Regierung ein Stempelgesetz ein, welches jeden Schlusschein mit einer Steuer von einem Penny belegte. Im grossen Publikum wurden diese Vorlagen ziemlich gleichgültig behandelt,⁷⁸⁾ im Parlamente veranlassten sie jedoch lange und heisse Redekämpfe, die wir ihrem wesentlichsten Inhalte nach reproduciren wollen.⁷⁹⁾

Der äussere Verlauf war folgender: Am 2. April 1860 brachte der Schatzkanzler den Antrag ein, Sir John Barnard's Act zu widerrufen; die Berathung wurde begonnen und bis zum 27. April fortgeführt. An diesem Tage stellte das Parlamentsmitglied Mr. Bovill einen Gegenantrag („*Stock Jobbing Bill*“ genannt), laut dessen nur diejenigen Theile von Sir John Barnard's Act aufgehoben werden sollten, welche dem legitimen Fondsgeschäfte unnöthige Beschränkungen auferlegten, nämlich die Verbote der Blanko-Verkäufe und der Differenzgeschäfte, aber nur insoweit es sich um „*Bona fide*“ Geschäfte“ handelte. Diejenigen Transactionen dagegen, „welche den Hazardspielen oder Wetten gleich zu achten sind“, sollten durch den Bovill'schen Entwurf nicht sanktionirt werden, und die nicht ausdrücklich aufgehobenen Theile von Sir John Barnard's Act (also z. B. das Verbot aller Prämiengeschäfte) sollten weiter in Kraft bleiben.

⁷⁸⁾ *Bankers Magazine* Jahrg. 1860 p. 408.

⁷⁹⁾ *Hansard's Parliamentary debates* Jahrg. 1860. Vol. CLVII. p. 1708 ff. und 2037 ff. CLVIII. p. 301 ff., 913 ff. und 1696 ff.

Dieser der Tendenz nach ganz löbliche, aber confuse und völlig impraktikable Entwurf wurde gewissenhaft in zwei Sitzungen durchberathen, dann jedoch natürlich abgelehnt. Darauf wurde die Regierungsvorlage nach weiteren ausgedehnten Debatten am 14. Juni definitiv zum Gesetz erhoben.

Die Hauptgründe der Regierung und ihrer Anhänger waren folgende:

Sir John Barnard's Act sei gänzlich veraltet und eigentlich seiner Zeit nur deshalb erlassen worden, weil man den Minister Walpole im Verdachte der Fondsspekulation gehabt habe. Ferner sei das Gesetz nicht allein gegen das eigentliche Fondsspiel gerichtet, sondern es träfe auch den regulären, nützlichen Fondshandel. Es sei eine Ausnahmemaassregel, während es doch wünschenswerth erscheine, die Börsengeschäfte nicht anders zu behandeln wie alle übrigen commerciellen Transaktionen. Warum man in Baumwolle oder Indigo alle Arten von Geschäften abschliessen dürfe und nicht in Börsenpapieren? Die bestehenden Gesetze⁸⁰⁾ gewährten vollkommen hinreichenden Schutz gegen solche Geschäfte, die als Hazardspiele oder Wetten zu qualificiren seien.⁸¹⁾ Sir John Barnard's Act habe den beabsichtigten Zweck gar nicht erreicht; sie habe nur den unehrlichen Spekulanten genützt; sie sei ein unerhörter Eingriff in die individuelle Freiheit („*the liberty of action*“).

Die Gegner der Vorlage waren nicht sehr zahlreich, aber dafür um so eifriger; sie führten folgende Gründe ins Gefecht:

Der solide Fondshandel sei gewiss einwurfsfrei; aber die „Fonds-Jobberei“ müsse möglichst beseitigt werden. Es sei nicht gerathen, dieses Börsenspiel durch Aufhebung von Sir John Barnard's Act ausdrücklich zu sanktioniren, sonst müsste man

⁸⁰⁾ Worunter stets die „*Gambling and Wagering Act*“ von 1845 gemeint war. Vergl. oben p. 37.

⁸¹⁾ Dass diese Ansicht, die besonders von den Regierungsvertretern mehrfach nachdrücklich ausgesprochen wurde, eine gröbliche Selbsttäuschung enthielt, bedarf kaum eines speciellen Beweises; man vergleiche indess hierüber auch den Bericht der *London Stock Exchange Commission* vom Jahre 1878. *Minutes of Evidence*. Appendix p. 356.

es mit dem gewöhnlichen Hazardspiele und mit den Rennplatz-Wetten ebenso machen. Das Fondsspiel sei sogar noch weit gefährlicher, da an der Börse keine loyale Concurrenz stattfinde, der Eingeweihte vielmehr dem Unerfahrenen stets sehr überlegen sei. Wenn Sir John Barnard's Act keine grossen Wirkungen gehabt habe, so sei dies noch kein hinreichender Grund für ihre Aufhebung; hielte sie jährlich auch nur sechs Kaufleute vom Börsenspiele zurück, so genüge dies schon, um ihre Weiterexistenz zu motiviren.

Ferner wurde von mehreren Seiten sehr scharf gerügt, dass die Regierung der Fondsbörse gegenüber sich auf einen förmlichen Tauschhandel eingelassen und den anfänglich heftigen Widerstand der *Stock Exchange* gegen die beabsichtigte Stempelsteuer durch das Versprechen besiegt habe, Sir John Barnard's Act aufzuheben. In der That geht aus den Debatten ziemlich klar hervor, dass ein derartiger Handel stattgefunden hat. Die Opposition geisselte dies Verfahren in den schärfsten Ausdrücken. Die Regierung, sagte sie, hätte sich von fiskalischen, statt von moralischen und wirthschaftlichen Motiven leiten lassen; es gebe aber in dieser Frage ein höheres, als das blosse fiskalische Interesse. Einer der oppositionellen Redner rief der Regierung das Wort Hamlet's zu:

„*Thou com'st in such a questionable shape
That I will speak to thee.*“ —

Hiergegen wurde von den Vertheidigern des Entwurfs gesagt, die Regierung sei nicht zu tadeln, sondern zu loben, weil sie ein werthloses, altes Gesetz aufgegeben und dafür eine fette Steuer eingetauscht habe.

So schwankte die Debatte unfruchtbar zwischen zwei Extremen hin und her; immer wieder wurden hüben wie drüben dieselben allgemeinen Redensarten, dieselben principiellen Gründe in's Treffen geführt. Nur ein einziger Redner und zwar einer der letzten (Sir H. Willoughby) schwang sich zu dem allein richtigen Standpunkte auf, indem er bemerklich machte, die Fondsbörse handele viel weiser, als Regierung und Parlament; sie mache in ihren Satzungen doch wenigstens den Versuch, die Ausschreitungen

der Spekulation nach Möglichkeit einzudämmen;⁸²⁾ Regierung und Parlament aber wollten die alten Gesetze, welche die gleiche Tendenz verfolgten, abschaffen, ohne irgend einen Ersatz dafür durch neue, zweckentsprechende Maassregeln zu bieten. Niemand achtete auf diesen Prediger in der Wüste; man wollte eben in England damals gar keinen Eingriff in die „*liberty of action*“ zugeben, oder wo man vielleicht zu einem solchen Eingriffe geneigt gewesen wäre, da tröstete man sich mit der Thatsache, dass ja die Fondsspekulation einstweilen zu irgend welchen Ausschreitungen durchaus nicht befähigt war und huldigte dem bekannten Grundsatz „morgen, morgen, nur nicht heute!“

Nun, dies „morgen“ sollte früh genug kommen. Ehe wir indess hier weiter gehen, müssen wir zunächst noch eine kurze Excursion auf das Gebiet des englischen Actienrechts unternehmen. Wie bereits weiter oben angedeutet, wurde in England während der Jahre 1856 und 1857 lebhaft darüber discutirt, ob das bisherige Princip der unbeschränkten Haftbarkeit aller Actionäre aufzugeben und durch dasjenige der beschränkten Haftbarkeit (*limited liability*) zu ersetzen sei. Man entschied sich für Letzteres, hauptsächlich in der Absicht, hierdurch die Entstehung neuer Actien-Gesellschaften zu erleichtern, und in der Erwartung, dass diese Reform die Solidität des Actienwesens nicht mindern, sondern im Gegentheil, steigern werde. Einen kleinen Schritt in der angegebenen Richtung hatte die Gesetzgebung bereits 1855 gemacht, indem sie für einzelne Kategorieen von Gesellschaften die beschränkte Haftbarkeit zuliess; weitere Gesetze derselben Tendenz entstanden in den Jahren 1856, 1857 und 1858, und schliesslich wurden sie alle zusammengefasst durch die *Compagnies Act* von 1862, welche ganz allgemein den Grundsatz aufstellte,

⁸²⁾ *The Rules and Regulations of the London Stock Exchange*, eine Sammlung von Vorschriften, welche die Vereinigung der Londoner Fondsbörse, im Interesse einer möglichst zweckmässigen, raschen und soliden Geschäftsabwicklung für ihre Mitglieder aufgestellt hat, und die, den wechselnden Bedürfnissen des Verkehrs entsprechend, abgeändert werden können. Diese *Rules and Regulations* bilden das oberste Gesetz für alle Mitglieder der *Stock Exchange*. Es wird sich später noch Gelegenheit ergeben, ihnen etwas näher zu treten.

dass es beliebigen sieben oder mehr Personen, sofern sie sich zur Erreichung irgend eines gesetzmässigen Zweckes vereinigten, gestattet sein solle, ohne Staatsgenehmigung durch blosse Unterzeichnung eines „*memorandum of association*“ eine Actiengesellschaft mit limitirter oder unlimitirter Haftbarkeit zu bilden.⁸³⁾ Damit war das Princip der unbeschränkten oder doch nur durch strafrechtliche Schutzmaassregeln gegen offenen Betrug eingeschränkten Individualfreiheit auch auf diesem Gebiete in England endgültig zur Herrschaft gelangt. Alle Thore standen jetzt dem Unternehmungsgeiste offen. Sobald die wirthschaftliche Lage sich wieder günstiger gestaltete, brauchte die Spekulation nur kühn vorwärts zu schreiten; wenn sie nicht mit dem Strafgesetze collidirte, konnte ihr der Staat keinerlei Hindernisse mehr in den Weg legen.

Die Besserung der allgemeinen wirthschaftlichen Lage liess nicht lange auf sich warten; sie hatte in der That schon begonnen, als die *Compagnies Act* von 1862 erschien. Die Wunden, welche die Krisis des Jahres 1857 geschlagen hatte, waren geheilt, der Zinsfuss war von seiner bisherigen Höhe herabgestiegen, Handel und Gewerbe florirten, — niemals hat ein solcher Zustand in England längere Zeit hindurch angedauert, ohne von der Spekulation über das vernünftige Maass hinaus ausgebeutet zu werden; so auch dieses Mal, und zwar bevorzugte die Spekulation jetzt in noch höherem Grade als früher das weite und für ihre Zwecke so überaus geeignete Feld der Actiengesellschaften, das ihr jetzt erst ganz zugänglich geworden war. Die Jahre 1863—1865 sahen den englischen Actienmarkt in fieberhafter Thätigkeit, kräftigst genährt durch zahlreiche *ad hoc* in's Leben gerufene Spekulationsbanken, die das Gründungsgeschäft genau nach dem Vorbilde des Pariser *Crédit Mobilier*, aber womöglich noch zügelloser betrieben, als könnten gar nicht genug neue Spekulationsobjekte geschaffen werden. Alle die früheren wohlbekanntenen Symptome des intensivsten Spielfiebers stellten sich auch dieses Mal wieder ein. Als charakteristisch ist höchstens erwähnenswerth die im grössten

⁸³⁾ Details in *Lescœur, Legislation des Sociétés Commerciales en France et à l'étranger* p. 285 ff. *L. Levi, History of British Commerce* p. 345. Renaud, Das Recht der Actiengesellschaften p. 36.

Maassstabe und ganz offen betriebene directe Betheiligung vieler Banken an der Haussespekulation in ihren eigenen Actien. Letztere standen im Mittelpunkte des ganzen Treibens und wurden zu wahrhaft phantastischen Coursen hinaufgetrieben; die Existenz der meisten neugegründeten Banken basirte ausschliesslich auf der Fondsspekulation *sans phrase*.⁸⁴⁾

Der Rückschlag wurde am 11. Mai 1866 durch den Fall der grössten und angesehensten aller jener neuen Banken, Overend Gurney & Co., *limited*, herbeigeführt. Darauf Suspension der Bankacte, allgemeines Misstrauen, überstürzte „*runs*“ auf die Kassen der gefährdeten Banken, die in Folge dessen um so rascher zu Falle gebracht wurden, rapider Courssturz aller Fonds, namentlich aller Bankactien — kurz der ganze Apparat einer regelrechten Börsenkrisis; die Details sind für uns unwesentlich; von höherem Interesse ist nur das Verhalten der Gesetzgebung.

Im Juli 1866 wurde im Parlamente eine Krisen-Enquête beantragt; aber dieser Antrag, der seine Spitze hauptsächlich gegen die Peel'sche Bankgesetzgebung richtete, ging nicht durch, und fast hatte es den Anschein, als ob man sich dieses Mal aller nachträglichen Maassregeln enthalten wolle, — da erschien im Februar des folgenden Jahres (1867), nachdem die äusseren Wirkungen der Krisis schon grösstentheils wieder verschwunden waren, Mr. Leeman im Parlamente mit einer Bill, die keinen geringeren Zweck hatte, als den, eine Bank-Panik, wie die des Jahres 1866, für die Zukunft unmöglich zu machen. Und das Mittel, womit dies hohe Ziel erreicht werden sollte? Nun, das Mittel war einfach genug. Die Bill erklärte alle diejenigen Geschäfte in Bank-

⁸⁴⁾ Wie unsolide ein grosser Theil des ganzen englischen Bankwesens zu jener Zeit war, erhellt aus folgenden Zahlen: Von 1855—1868 entstanden in England **291** Banken; davon wurden **82** schon vor der definitiven Constituirung wieder aufgegeben; weitere **160** mussten liquidiren oder Concurs anmelden; nur **49** existirten nach 1868 noch weiter. (Entnommen der ausgezeichneten Abhandlung *L. Levi's „On Joint Stock Companies“*, im *Journal of the Statistical Society* 1870. Vol. XXXIII. p. 1 ff.) Weitere Details über die englische Schwindelperiode von 1864—1866 findet man in M. Wirth's Geschichte der Handelskrisen, sowie in *L. Levi's, History of British Commerce*. Ueber den Gesamtumfang der damaligen Neugründungen wird die Statistik am Schlusse dieses Kapitels Auskunft ertheilen.

actien für nichtig, für rechtsungültig, bei denen der Verkäufer nicht sofort beim Geschäftsabschlusse ein vollständiges Nummern-Verzeichniss der gehandelten Actien mitliefern würde.

Im Grunde war dies nichts Anderes, als ein unbedingtes Verbot aller Blanko-Verkäufe von Bank-Actien. Und was war die Veranlassung zu diesem Rückfalle in die Grundsätze der 7 Jahre vorher erst beseitigten Sir John Barnard's Act? Aus der Motivirung des Antragstellers Leeman wird ersichtlich, dass er der Ansicht war, die Panik des Jahres 1866 sei hauptsächlich verschuldet worden durch grossartige Spekulationen *à la baisse*.⁸⁵⁾ Nach dieser, übrigens auch sonst vielfach verbreiteten Anschauung hätte die Baisse-Spekulation durch forcirte Blanko-Verkäufe, durch Aussprengen falscher, beunruhigender Gerüchte⁸⁶⁾ und durch andere unsaubere Mittel die Course der Bank-Actien in kurzer Zeit derartig geworfen, dass das Publikum vor Angst und blindem Misstrauen alle Besinnung verloren, die Banken um Rückzahlung der Depositengelder bestürmt und durch Verschleuderung der Actien die Course immer weiter heruntergedrückt habe. Die ganze Calamität wäre danach muthwillig heraufbeschworen worden. Alle Banken, hiess es weiter, bedürften zu ihrer Existenz in erster Linie des Credits, und dieser Credit müsste untergraben werden durch Manipulationen, wie sie die Baissespekulation im Vorjahre angewendet habe.

Die ganze Beweisführung enthielt ein Körnchen Wahrheit, — wir kommen gleich darauf zurück; in der Hauptsache aber, in der Diagnosis des Uebels, war sie grundfalsch. Trotzdem fand die Bill einige enthusiastische Vertheidiger, die sich indess im Wesentlichen auf heftige Deklamationen gegen die Verderblichkeit des Börsenspiels, sowie auf Erzählungen aus der *Chronique scandaleuse* der letztvergangenen Jahre beschränkten.

⁸⁵⁾ Die Parlamentsdebatten über *Leeman's Act* in *Hansard, Parl. debates* 1867. Vol. CLXXXV. p. 690, 1134, 1397. Vol. CLXXXVI. p. 96, 267 und 1063.

⁸⁶⁾ Namentlich war viel die Rede von anonymen Briefen und Zeitungsannoncen, durch deren beunruhigenden Inhalt die Bank-Actionäre in Schrecken gesetzt seien.

Dass die Bill den beabsichtigten Zweck auch wirklich erreichen würde, nahmen ihre Anhänger zunächst als sicher an, und als dies von anderer Seite, unter Hinweisung auf Sir John Barnard's Act entschieden in Abrede gestellt wurde, da hiess es, man müsse doch wenigstens den Versuch machen. Ueberhaupt trat in der ganzen Debatte ein gehöriges Quantum Unkenntniss der Materie und Zerfahrenheit des Wollens zu Tage. Die Mehrheit schien der Ansicht zu huldigen: „Nützt es Nichts, so schadet's doch auch Nichts.“ Die Regierungsvertreter lobten die Tendenz,⁸⁷⁾ bezweifelten den Erfolg und verhielten sich im Uebrigen passiv. So wurde denn die ganz absurde Bill wirklich zum Gesetz erhoben. Ihr Erfolg war gleich Null;⁸⁸⁾ die Fondsbörse hat sie einfach ignorirt; hin und wieder wurde sie von ausserhalb der Börse stehenden Spekulanten als Vorwand benutzt, um Differenzschulden aus missglückten Baissespekulationen nicht zu honoriren; im Uebrigen blieb die Maassregel gänzlich *lettre morte*.

Wir brauchen hier gar nicht einmal weiter auf die Frage einzugehen, welchen Antheil die Baissespekulation an der Panik von 1866 gehabt hat — eine Frage, die sich überdies durch unsere Darstellung der thatsächlichen Entwicklung von selbst erledigt, — schon die vollständige Wirkungslosigkeit der Maassregel genügt, um sie zu verurtheilen. Allerdings hat der englische Bankactien-Markt seit dem Jahre 1866 nicht wieder eine derartig übertriebene Spekulationsperiode erlebt. Aber auch bei einer Wiederkehr ähnlicher Verhältnisse wird *Leeman's Act* niemals eine heilsam restringirende Wirkung ausüben können; denn gerade die schlimmsten, die verderblichsten Ausschreitungen können gar nicht von der Baissespekulation, sondern nur von der Haussepekulation begangen werden. Wenn Letztere sich innerhalb vernünftiger Grenzen hält, so wird die Baissespekulation niemals

⁸⁷⁾ Der Vice-Präsident des *Board of Trade* citirte sogar, mit Bezug auf gewisse Börsenspekulanten das etwas starke Dichterwort: „*He would like to*
„Put in every honest hand a whip
„To lash the rascals naked through the world“.

⁸⁸⁾ Vergl. *Report of the Stock Exchange Commission* von 1878. *Minutes of Evidence* p. 217. Appendix p. 356.

Gelegenheit haben, ihrerseits nach der entgegengesetzten Seite hin zu sündigen, und lässt sich die Haussespekulation zu Uebertreibungen hinreissen, so kann die Baissespekulation sogar zu einem nützlichen, ja nothwendigen Gegengewichte werden. Allerdings ist sie ebenfalls geneigt, die Coursentwicklung auch ihrerseits weiter zu treiben, als gut und berechtigt ist. Hierdurch kann sie den Rückschlag gegen vorhergegangene Excesse der Haussespekulation unnöthig verschlimmern und in die Länge ziehen; aber darum ist es doch noch keineswegs wünschenswerth, die Baissespekulation zu proscribiren. Es ist dies auch nicht einmal möglich, am Allerwenigsten in England, wo die Börse stets in der Lage ist, durch ihre *Rules & Regulations* die Gültigkeit eines Staatsgesetzes, das ihre Freiheit beeinträchtigt, innerhalb ihrer Machtsphäre faktisch aufzuheben. Aber auch den Verkehr ausserhalb der Börse kann ein Gesetz wie *Leeman's Act* niemals dauernd beeinflussen. Höchstens könnte es die Makler veranlassen, in der Wahl ihrer nicht der Börse angehörigen Kunden Vorsicht zu üben; indess hat die Erfahrung gelehrt, dass in Zeiten allgemeiner Spekulationssucht — und gerade auf solche Zeiten kommt es hier an — auch diese geringe Schutzwehr regelmässig niedergerissen wird. *Leeman's Act* ist eine verspätete Repressivmaassregel und desshalb zu dauernder Unwirksamkeit prädestinirt.

Um dieselbe Zeit, als die englische Gesetzgebung der Fondsspekulation ein, wenn auch nur imaginäres Hinderniss in den Weg stellte, sehen wir den Gesetzgeber in Frankreich gerade nach der entgegengesetzten Seite hin thätig. Es erschien nämlich im Jahre 1867 ein neues französisches Actiengesetz, welches die *Société anonyme*, die gewöhnliche Actien-Gesellschaft von dem Erfordernisse der staatlichen Genehmigung befreite, an deren Stelle eine Anzahl Normativ-Bedingungen setzte und hiermit auf die *Société anonyme* dasselbe Princip anwendete, welches bis dahin in Frankreich der Actien-Commanditgesellschaft vorbehalten gewesen war. Frankreich war der erste Continentalstaat, der auf dieser Bahn sich dem Vorgange Englands anschloss. Drei Jahre später folgte das Deutsche Reich mit dem Actiengesetze vom 11. Juni 1870, welches ebenfalls alle Actien-Gesell-

schaften als solche von der Concessionspflicht befreite.⁸⁹⁾ Man hat diesem letzteren Gesetze vielfach die Hauptschuld an den Ausschreitungen der kurz nachher eingetretenen Gründungsperiode aufgebürdet, und wir werden auch gleich sehen, dass dies bis zu einem gewissen Grade richtig ist; indess darf man den Einfluss des Gesetzes nicht überschätzen. Oesterreich behielt, im Gegensatze zu Frankreich und dem Deutschen Reiche, die Concessionspflicht noch bei, und doch ist gerade Oesterreich das einzige dieser drei Länder, welches schon vor dem deutsch-französischen Kriege, nämlich im Jahre 1869 eine kurze, aber intensive Periode des Gründungsfiebers, ja sogar auch schon eine Krisis, einen kleinen „Krach“ erlebt hat. Allerdings vermehrte sich die Zahl der Actien-Gesellschaften auch in Frankreich während der Jahre 1867—1869 stärker als bisher (cfr. Statistik am Schlusse des Kapitels); aber weder dort, noch in den deutschen Staaten kam es zu einer eigentlichen Ueberproduktion auf dem Fondsmarkte, wie sie in Oesterreich unzweifelhaft bereits 1869 vorhanden war.⁹⁰⁾ Es giebt hierfür nur eine ausreichende Ursache, nämlich der relativ stabile und von politischen Befürchtungen freie Zustand, dessen sich Oesterreich im Gegensatze zu Frankreich und zu den deutschen Staaten seit dem Kriege von 1866, namentlich seit dem österreichisch-ungarischen Ausgleiche von 1867 zu erfreuen hatte, wie denn andererseits auch der Rückschlag im September 1869 hauptsächlich durch politische Beunruhigungen herbeigeführt wurde.

⁸⁹⁾ Hiermit wurde natürlich das Erforderniss der staatlichen Genehmigung, insoweit der Gegenstand des Unternehmens sie erheischte, nicht aufgehoben. Z. B. blieben Eisenbahnen, Versicherungs-Gesellschaften und Zettelbanken nach wie vor der Concessionspflicht unterworfen.

⁹⁰⁾ Auf eine Detailsschilderung der Verhältnisse in Oesterreich und im Deutschen Reiche während der Jahre 1869—1873 werde ich mich nirgends einlassen. Zahlenmässige Belege für die Richtigkeit meiner allgemeinen Darstellung findet man in der Statistik am Schlusse dieses Kapitels. Im Uebrigen verweise ich auf die trefflichen Arbeiten von Neuwirth, Die Spekulationskrisis von 1873 (2. Band von „Bank und Valuta in Oesterreich“) — für Oesterreich, Oeichelhäuser, Die wirthschaftliche Krisis — für Deutschland und Engel, Die Erwerbsthätigkeit der juristischen Personen im Preussischen Staate (Zeitschr. d. preuss. statist. Bureau 1875 p. 449 ff.) — speciell für Preussen.

Der Krieg im folgenden Jahre schlug dem Fasse vollends den Boden aus, so dass die Spekulation auch in Oesterreich erst 1871 wieder eine lebhaftige Thätigkeit entfalten konnte. Die Gründungsperiode von 1869 ist jedoch, trotz ihrer kurzen Dauer, für uns nicht ohne Interesse; denn sie bezeichnet recht deutlich die Grenzen, innerhalb welcher das französische Actiengesetz vom Jahre 1867 und das deutsche vom Jahre 1870 auf die Spekulation eingewirkt haben. Ein legislativer Act dieser Art kann unzweifelhaft eine ohnehin schon vorhandene spekulative Strömung verstärken und beschleunigen — das lehrt nicht nur das Beispiel Deutschlands, sondern ebenso auch, wie wir bereits früher sahen, dasjenige Englands; aber wenn eine solche Strömung nicht vorhanden ist, so kann kein freiheitliches Actiengesetz sie hervorzubringen, — das zeigt in Frankreich die dem Gesetze von 1867 unmittelbar folgende Periode; endlich vermag die Spekulation auch unter der Herrschaft des Concessionssystems die schlimmsten Ausschreitungen zu begehen, — dafür hat uns die Geschichte schon zahlreiche Belege geliefert, und wir finden jetzt einen weiteren Beweis in dem Spekulationsfieber, von dem Oesterreich während der Jahre 1869 und 1871/72 heimgesucht wurde. Eben dasselbe lehren auch die bedenklichen Folgen des durch die neue Actiengesetzgebung nicht berührten Eisenbahn-Concessionswesens in Preussen. Allerdings haben wir es sowohl hier, wie namentlich in Oesterreich mit einem ausgearteten Concessions-systeme zu thun, und da drängt sich natürlich zunächst die Frage auf, ob dieses System, bei tadelloser Ausübung nicht sehr wohl im Stande gewesen wäre, die Excesse der Spekulation einzuschränken. Im Allgemeinen hat man aus den „bisherigen Erfahrungen“ den Schluss gezogen, dass keine Regierung den Pflichten und der Verantwortlichkeit, welche ihr das Concessions-system aufbürdet, gewachsen sein könne⁹¹⁾ und hat deshalb gefordert, dass der Staat möglichst vollständig von einer derartigen, unerfüllbaren Aufgabe befreit werde. So generell ausgesprochen, scheint uns

⁹¹⁾ Vergl. d. Bericht der preussischen Specialkommission zur Untersuchung des Eisenbahn-Concessionswesens p. 126, ferner den Bericht des volkswirtschaftlichen Ausschusses des österreichischen Abgeordnetenhauses über den Antrag des Abg. Lienbacher und Genossen, betreffend die Krisis von 1873, p. 45.

diese Anschauung eine *petitio principii* zu enthalten; denn wenigstens ein Beispiel dafür, dass das Concessionssystem bei zweckentsprechender Ausübung innerhalb gewisser Grenzen heilsam wirken kann, ist uns aus der Geschichte der letzten Jahrzehnte bekannt geworden, nämlich die preussische Bankpolitik seit dem Aufkommen der *Crédits Mobiliers* bis zum Erlass des Actiengesetzes von 1870, d. h. eben bis zur Abschaffung der Concessionspflicht. Allerdings ist nicht zu bestreiten, dass das Erforderniss der staatlichen Genehmigung, wenigstens insofern es unterschiedslos alle Actien-Gesellschaften betraf, gegenüber dem riesigen Aufschwunge des Actienwesens sich schliesslich als unhaltbar herausstellen musste. Man kann dies um so bereitwilliger anerkennen, als ja natürlich die dem Concessionssysteme eigenthümlichen Mängel sich mit der zunehmenden Grösse der Aufgabe immer empfindlicher fühlbar machen müssen.⁹²⁾ Soweit sind wir mit dem Principe, welches dem Actiengesetze vom Jahre 1870 zu Grunde lag, vollkommen einverstanden; aber das ist auch die äusserste Grenze, bis zu der wir mitgehen können. Wir beabsichtigen hier nicht auf diejenigen oft gerügten Mängel einzugehen, welche, nach der allgemein herrschenden Ansicht, zahlreichen Detailvorschriften des Gesetzes anhaften, sondern wir wollen einen ganz anderen, einen principiellen Einwand erheben.

Vor der Untersuchungs-Commission über das preussische Eisenbahn-Concessionswesen, welche im Jahre 1873, nach den bekannten Enthüllungen des Abgeordneten Lasker auf königlichen Befehl zusammentrat, that einer der vernommenen Sachverständigen, der damalige Leiter einer der grössten deutschen Eisenbahn-Gesellschaften folgenden, höchst bemerkenswerthen Ausspruch:

⁹²⁾ Namentlich ist hiermit die dem Concessionssysteme inwohnende grosse Versuchung zum Missbrauche des Genehmigungsrechtes Seitens der ausübenden Organe gemeint. Was dagegen das oft vorgebrachte Argument betrifft, das Concessionssystem schläfer die Wachsamkeit des Publikums ein, so ist meines Erachtens darauf kein grosser Werth zu legen. Die grosse Masse des Publikums schläft unter der Herrschaft der Vertragsfreiheit ebenso fest, wie unter der des Concessionssystems, und insoweit sie durch Schaden überhaupt klug werden kann, ist ihr die Möglichkeit dazu hier wie dort gegeben.

„Jeder Sprung in der Gesetzgebung, sei er die freie Bewegung erweiternd oder beschränkend, wird von der Spekulation im vollsten Maasse ausgenutzt, wie dies in der Gegenwart und jüngsten Vergangenheit mit der Novelle zum Actiengesetz vom 11. Juni 1870 geschehen ist. Soll ein Uebermaass der Spekulation und dadurch der für alle konservativen Tendenzen im Staatsleben äusserst gefährliche jähe Wechsel im Besitz in gewissen Schranken gehalten werden, so ist es nothwendig, dass auch die Gesetzgebung sich nur im gemessenen Schritte bewege und Neuerungen nur mit grosser Vorsicht successive einführe.“⁹³⁾

Dieser ebenso berechtigten, wie eigentlich ganz selbstverständlichen Forderung hat die deutsche Gesetzgebung nicht entsprochen, als sie durch das Actiengesetz vom 11. Juni 1870 den plötzlichen Sprung machte von der unbedingten Concessionspflicht in die, nur durch formelle, leicht zu umgehende Vorschriften beschränkte Vertragsfreiheit. Nicht einmal mit der schon an sich sehr zweifelhaften, aber trotzdem vielfach gehörten Entschuldigung können sich die Gesetzgeber vom 11. Juni 1870 rechtfertigen, dass sie die schlimmen Folgen des Gesetzes unmöglich hätten voraussehen können; denn, wie aus den Motiven der Novelle hervorgeht, und wie auch der Bericht der preussischen Untersuchungs-Commission vom Jahre 1873 ausdrücklich anerkennt, verhehlte man sich bei Erlass des Gesetzes nicht, „dass unmittelbar nach Fortfall der Staatsgenehmigung möglicherweise eine Periode des Actienschwindels eintreten könnte.“ Natürlich glaubte man im Juni 1870 nicht, dass die möglicherweise zu erwartende Periode des Actienschwindels derartige Dimensionen annehmen

⁹³⁾ Anlagen zu den stenographischen Sitzungsberichten des preussischen Abgeordnetenhauses 1873 p. 1771. Es war der Geheime Kommerzienrath Mevissen, der jenen Ausspruch that, ein Mann, der gewiss weit davon entfernt ist, die Spekulation in ihrer gesunden Entfaltung beeinträchtigt sehen zu wollen, wie dies auch seine sonstigen Aussagen vor der Untersuchungs-Commission sehr deutlich beweisen.

würde, wie sie thatsächlich angenommen hat. Aber von einem Mangel an der, bei einer so hochwichtigen und schwierigen Materie doppelt erforderlichen Voraussicht kann die Gesetzgebung keinesfalls freigesprochen werden. Denn wenngleich die Concessionspflicht, wie bereits zugestanden, für alle Actien-Gesellschaften nicht mehr aufrecht erhalten werden konnte, so hätte man sie doch jedenfalls für alle Banken conserviren müssen: Warum blieb zum Bau einer Eisenbahn, zur Errichtung einer Zettelbank oder einer Versicherungs-Gesellschaft nach wie vor die staatliche Genehmigung erforderlich? Weil diesen Unternehmungen die Obhut über wichtige öffentliche Interessen anvertraut ist und weil der Staat sie desshalb nicht dem schrankenlosen Walten der freien Concurrenz überlassen kann, sondern sich einen gewissen Einfluss auf ihre Entstehung und Geschäftshandhabung vorbehalten muss. Aber in ganz derselben Lage befindet er sich doch auch gegenüber denjenigen grösseren Banken, die nicht mit dem Notenprivilegium ausgestattet sind. Welchen ungeheuren Einfluss diese Institute im guten, wie im schlimmen Sinne auf den commerciellen Verkehr im Allgemeinen, auf den Kapitalmarkt, auf den Fondsverkehr, namentlich aber auf die Fondsspekulation auszuüben vermögen, — darüber war schon im Jahre 1870 gar kein Zweifel möglich, nach den Erfahrungen, die man in dieser Beziehung seit 1855 allerorten gemacht hatte. Nicht umsonst hatte die englische Gesetzgebung, als sie die Concessionspflicht für alle anderen Actien-Gesellschaften aufhob, sie für Banken mit beschränkter Haftbarkeit der Actionäre noch weiter bestehen lassen; und wenn sie einige Jahre später diesem Principe wieder untreu wurde, wenn sie die Banken im Jahre 1859 gänzlich freigab, so war dies eben ein schwerer Fehler, wie das unmittelbar darauf folgende Ueberwuchern der Schwindelbanken deutlich bewiesen hat.

Den Industrie-Gesellschaften gegenüber war die Beseitigung der Concessionspflicht am Gefahrlosesten, aber auch am Dringlichsten, da der Staat sich bei ihnen, wegen ihrer grossen Menge und schwierigen Taxirbarkeit, am Allerwenigsten auf eine specielle Prüfung einlassen konnte. Bei allen Banken dagegen, die eine viel grössere Macht besitzen, Schaden anzurichten, wäre die Regierung sehr wohl im Stande gewesen, die Last der Verant-

wortlichkeit weiter zu tragen, wie sie dies z. B. in Preussen bis 1870 mit Geschick und Erfolg gethan hatte^{93a)} und wie sie es hinsichtlich der Eisenbahnen, Zettelbanken und Versicherungs-Gesellschaften faktisch bis zum heutigen Tage noch thun muss.

Allerdings hätte die nothwendige Ergänzung dieser theilweisen Beibehaltung der Concessionspflicht eine zweckentsprechende, vom extremen *laisser faire* wie vom extremen *non possumus* gleich weit entfernte Handhabung des Concessionswesens sein müssen — eine gewiss sehr schwierige und delikate Aufgabe, die nur zu lösen war durch die ganze Aufmerksamkeit und Kraftanstrengung sachkundiger und unparteiischer Männer. Doch erst wenn solche Männer nicht mehr zu finden waren, weder in der Beamtenwelt, noch in commerciellen Kreisen, hätte der Staat daran verzweifeln dürfen, jene Aufgabe erfüllen zu können. Statt dessen machte er sofort *tabula rasa* mit der ganzen Concessionspflicht, und wenn er auch hierdurch das Spekulationsfieber nicht hervorgerufen hat — dies anzunehmen wäre, wie wir gesehen haben, sehr verkehrt — so hat er sich doch unzweifelhaft der einzigen wirksamen Waffe beraubt, die ihm bis dahin noch gegen die Ausschreitungen der Spekulation zu Gebote gestanden hatte.

Und nicht genug hieran — selbst auf dem beschränkten Gebiete, innerhalb dessen der Staat die Waffe der Concessionspflicht auch nach Erlass des Actiengesetzes von 1870 noch anwenden konnte und musste, hat er dies vielfach unterlassen. Namentlich kommt hier in Betracht das preussische Eisenbahn-Concessionswesen, dessen laxen Handhabung die Spekulation zu Uebertreibungen herausfordern musste. Die mehrerwähnte Untersuchungscommission hat dies in ihrem Berichte auf Grund eines sehr umfangreichen

^{93a)} Vergl. v. Poschinger, Bankwesen und Bankpolitik in Preussen Bd. III. p. 139, wo auf Grund amtlicher Aktenstücke der Beweis geführt wird, dass die Preussische Regierung noch im October 1869, also nur acht Monate vor Erlass des deutschen Actiengesetzes, unverrückbar an ihren bisherigen vorsichtigen Grundsätzen hinsichtlich der Concessionirung neuer Banken festhielt. Es ist dies um so bedeutsamer, als die Handhabung der Bankpolitik nicht, wie die der Eisenbahnpolitik, Sache eines einzelnen Ministers (nämlich des Handelsministers Grafen Itzenplitz) war, sondern vom gesammten Staatsministerium bestimmt wurde.

Materials mit grösster Klarheit festgestellt;⁹⁴⁾ sie findet eine Hauptursache der ganzen Erscheinung darin, „dass in einzelnen (?) Fällen dem Wunsche, möglichst viele Eisenbahnen gebaut zu sehen, eine über das zulässige Maass hinausgehende Berücksichtigung zu Theil geworden sei.“ Nun freilich, wenn eine Regierung der Ansicht huldigt, dass jede Eisenbahn, auf welche Weise sie auch immer zu Stande kommen mag, von überwiegendem Nutzen für die Volkswirtschaft ist, dann kann man natürlich nicht erwarten, dass diese Regierung die Waffe der Concessionspflicht gegen spekulative Ausschreitungen zweckentsprechend anzuwenden wissen wird. Hier darf man also nicht die Einrichtung anklagen, sondern die Tendenz, in der sie gehandhabt wurde, die Tendenz, welche bewusst oder unbewusst geleitet wird von dem Glaubenssatze: Was die freie Concurrrenz thut, das ist wohlgethan.

Dieser Tendenz müssen wir, soweit das Deutsche Reich in Betracht kommt, den Hauptantheil der Schuld beimessen, die den Staat überhaupt bei seinem Verhalten gegenüber den spekulativen Excessen der Jahre 1871/72 treffen kann. Um jedem Missverständnisse vorzubeugen, wiederholen wir, dass wir weit davon entfernt sind, den Staat für den Ausbruch des Spekulationsfiebers irgendwie verantwortlich machen zu wollen. Die Grundursachen der ganzen Bewegung lagen viel tiefer, wie wir Eingangs des Kapitels ausgeführt haben; den unmittelbaren Anlass und die Möglichkeit einer Uebertreibung dieser naturgemässen Bewegung lieferten politische Elementar-Ereignisse, die ebenso unabwendbar waren, wie Elementar-Ereignisse in der Natur. Aber den Vorwurf, dass der Staat so gut wie gar Nichts gethan hat, um dem so

⁹⁴⁾ Die Commission fasst ihre Beobachtungen am Schlusse ihres Berichts (p. 134 der Anlagen zu den stenographischen Sitzungsberichten des preussischen Abgeordnetenhauses Bd. I. 1873) zusammen unter der Rubrik „Missstände“; es ist eine lange Reihe, sieben Hauptpunkte mit zahlreichen Unterabtheilungen; u. A. wird als eine schlimme Folge des bisherigen Verfahrens hervorgehoben (sub 6d), dass der „Eisenbahnbau in einer, der Natur des Unternehmens nicht entsprechenden, bedenklichen Weise von den Schwankungen der Börsengeschäfte abhängig gemacht wird“. Die Vorschläge, welche die Commission hieran knüpft, betreffen über 30 einzelne Punkte; speciell zur Beseitigung des obigen Missstandes wird eine Ausdehnung der Staatsaufsicht auf die Geldbeschaffung, Einzahlung und Ausgabe der Actien empfohlen.

überaus gefährlichen Krankheitszustände bei Zeiten entgegen zu arbeiten, — diesen Vorwurf können wir ihm, wie so oft schon, auch hier nicht ersparen.

Parlamente und Regierungen sahen mit verschränkten Armen das Uebel entstehen und gross werden, ja mehr noch als das: einflussreiche Mitglieder beider Staatsgewalten betheiligten sich ganz direct an den Ausschreitungen der Spekulation. Ob sie dabei im besten Glauben handelten, durch ihr Verhalten dem Gemeinwohle zu dienen, oder ob sie bloss ihre eigenen persönlichen Interessen verfolgten, — das ist für das Endresultat vollkommen gleichgültig, und dieses Endresultat war jedenfalls ein sehr verderbliches. Aber auch die Staaten selbst unterstützten die Spekulation, indem sie vermittels der französischen Kriegskosten-Entschädigung viele Millionen Anleihen zurückzahlten und hierdurch, sowie durch Ausleihung weiterer Summen an grosse Bankinstitute den ohnehin schon herrschenden Kapitalüberfluss für spekulative Zwecke noch um ein Beträchtliches vermehrten.

Erst als der Höhepunkt der Bewegung längst erreicht war, im Anfange des Jahres 1873, wurde ein Theil der begangenen Ausschreitungen, — soweit sie sich nämlich auf das Eisenbahnwesen bezogen — im preussischen Abgeordneten - Hause zum Gegenstande von Erörterungen gemacht, welche dann die Einsetzung der bekannten Untersuchungscommission veranlassten. Das Verhalten der Regierung bei diesem Anlasse macht ganz den Eindruck, als sei sie lange Zeit mit verbundenen Augen am Rande eines Abgrunds gewandelt, und es würde ihr nun plötzlich die Binde abgenommen.⁹⁵⁾ Man wird dabei unwillkürlich zu einem Vergleiche angeregt zwischen der Politik, welche die preussische Regierung in den Jahren 1855/56 und der, welche sie in den Jahren 1871/72 der Spekulation gegenüber befolgte. Dort angestrenzte, fast ängstliche Wachsamkeit, hier vollkommene Achtlosigkeit, dort ein fortwährender Kampf gegen die von der öffentlichen Meinung protegirten spekulativen Excesse, hier eine wohlwollende Neutralität, in theilweiser Opposition gegen die öffentliche Meinung.

⁹⁵⁾ Vergl. namentlich die Rede des Ministerpräsidenten v. Roon, stenographische Sitzungsberichte des preussischen Abgeordnetenhauses 1873 Bd. II. p. 951.

Dass jener Kampf nicht die volle beabsichtigte Wirkung erzielte, beweist Nichts für die Richtigkeit der späteren Abstinenzpolitik. Nur vor ganz aussichtslosen, unwirksamen Versuchen, vor inconsequenten und schwächlichen Anläufen soll der Staat sich in seinem Kampfe gegen die Ausschreitungen der Spekulation sorgfältig hüten; denn damit würde er gerade das Gegentheil von dem erreichen, was er zu erreichen wünscht. In diesen letzteren Fehler ist die Gesetzgebung des Deutschen Reiches und seiner Einzelstaaten allerdings nicht verfallen; denn sie ergriff weder ganze, noch halbe, sondern überhaupt gar keine Maassregeln gegen die spekulativen Excesse.

Etwas anders verhielten sich die staatlichen Gewalten in Oesterreich, dessen Verhältnisse auch sonstiger Verschiedenheiten wegen, eine getrennte Behandlung erheischen. Die Ausschreitungen, zu denen sich die österreichische Fondsspekulation während des Jahres 1872, sowie während der ersten vier Monate des folgenden Jahres hinreissen liess, machen, auch wenn man sie ganz isolirt betrachtet, schon einen sehr schlimmen Eindruck, obwohl sie, ihrem Umfange nach, nicht bedeutender waren, als die gleichzeitigen spekulativen Excesse im Deutschen Reiche. Berücksichtigt man jedoch den Unterschied in der Kapitalkraft beider Länder, sowie den Umstand, dass in Oesterreich Staatsfinanzen und Valutaverhältnisse sich in einem Zustand hochgradiger Unsicherheit befanden, von dem im Deutschen Reiche keine Spur vorhanden war, so wächst die Verschuldung der österreichischen Spekulation gegenüber derjenigen im Deutschen Reiche schon ganz ungemein; noch klarer tritt der Unterschied hervor, wenn man die Art des damaligen österreichischen Spekulationsverkehrs, sowie die Beschaffenheit der von ihm creirten Werthe etwas näher ins Auge fasst.

Die österreichische Bevölkerung ist weit sanguinischer und daher auch weit leichtgläubiger, als diejenige des Deutschen Reiches, namentlich als diejenige Norddeutschlands. Sie ist ferner auch der Neigung zum mühelosen Gewinne, zum Glücksspiele in viel höherem Grade ergeben. Wenn nun schon im Deutschen Reiche das Spekulationsfieber sehr weite Volkskreise ergriff, so musste dies natürlich in Oesterreich noch erheblich stärker der

Fall sein. Der corrumpirende Einfluss maassloser Spekulations-sucht äusserte sich in Oesterreich weit schärfer und unverhüllter als im Deutschen Reiche, wo wenigstens die leitenden Kreise in Regierung und Parlament von dem Contagium grösstentheils verschont blieben. Mit diesem Unterschiede in den Charaktereigenschaften der beiderseitigen Bevölkerungen hängt es zusammen, dass auch die Beschaffenheit der Unternehmungen, auf welche sich die spekulative Thätigkeit vorzugsweise concentrirte, in Oesterreich eine wesentlich andere war, wie im Deutschen Reiche. Aus der Statistik am Schlusse dieses Kapitels wird man ersehen, dass die nutzlosen, unproduktiven, lediglich für die Zwecke der Agiotage geschaffenen Unternehmungen im Deutschen Reiche bei weitem nicht einen so grossen Bestandtheil der gesammten Neugründungen bildeten, als dies in Oesterreich der Fall war.⁹⁶⁾ Diejenige Fondskategorie, der sich die Spekulation in den hauptsächlich nach der Berliner Börse gravitirenden Landestheilen mit Vorliebe zuwandte, war auch jetzt noch unzweifelhaft die Eisenbahn-Actie, allerdings mehr die „leichte“, als die „schwere“ Eisenbahn-Actie, aber doch immerhin ein relativ gutes Spekulationsobjekt. Erst in zweiter Linie kamen Banken, Baugesellschaften und sonstige Industrie-Unternehmungen. In Oesterreich dagegen war das Verhältniss gerade umgekehrt; die Bank- und Industrie-Actien standen an der Spitze; auch die Baugesellschaften absorbirten unverhältnissmässig viel Kapital, während für Eisenbahnen relativ nur sehr wenig davon übrig blieb.⁹⁷⁾

⁹⁶⁾ Vergl. die Tabellen A. und C. Allerdings ermöglichen sie einen ziffernmässigen Vergleich nur zwischen Preussen und Oesterreich; aber wenigstens die norddeutschen Verhältnisse sind durch die auf Preussen bezüglichen Zahlen vollkommen ausreichend gekennzeichnet, und auch in den süddeutschen Staaten, sowie im Königreich Sachsen näherten sich die spekulativen Ausschreitungen jedenfalls mehr dem preussischen, als dem österreichischen Typus. Ein ziffernmässiger Beweis lässt sich hierfür allerdings leider nicht erbringen.

⁹⁷⁾ Die in Tabelle C. enthaltenen Zahlen der Concessions-Ertheilungen lassen dies noch nicht hinlänglich klar erkennen. Wir fügen desshalb hier noch folgende Kapitalangaben bei, die dem Ausschussberichte „über den Antrag des Abgeordneten Lienbacher, betreffend die Krisis von 1873“ ent-

Wenn solchergestalt die spekulativen Ausschreitungen in den beiden Ländern, ihrer äusseren Erscheinungsform und ihrer relativen Intensität nach, wesentliche Verschiedenheiten aufweisen, so sind die Grundursachen doch hier wie dort ganz dieselben, welche wir bereits Eingangs dieses Kapitels als solche bezeichnet haben. Das Gleiche lässt sich auch sagen in Bezug auf die Stellung, welche die Staatsgewalten in beiden Ländern den Ausschreitungen gegenüber einnahmen. Eine Grundanschauung war es, welche das Verhalten der leitenden Kreise in Oesterreich sowohl wie im Deutschen Reiche dictirte, die Ansicht nämlich, dass der durch die Spekulation erzeugte Aufschwung ein faktischer und nicht, wie in Wahrheit der Fall, ein grösstentheils fiktiver sei. Aber während die deutschen Regierungen aus dieser irrigem Anschauung den Schluss zogen, dass die Spekulation sich selbst überlassen werden müsse und dass es nicht gerathen erscheine — selbst da, wo dies auch nach dem Actiengesetze von 1870 noch möglich war — in den Entwicklungsgang des Verkehrs einzugreifen, sehen wir, dass in Oesterreich allerdings einige dahin zielende Versuche gemacht wurden. Zwar waren es nur recht unbeholfene und schwächliche Versuche; aber sie zeigen doch, dass die Oesterreichische Regierung wenigstens in einzelnen Momenten die spekulativen Excesse als solche erkannt haben muss, wenngleich diese Erkenntniss weder klar, noch nachhaltig gewesen sein kann.

Wie schon erörtert, bestand und besteht noch in Oesterreich die Concessionspflicht für alle Actien-Gesellschaften. Es musste also vor der Gründung eines jeden Actien-Unternehmens die staatliche Genehmigung eingeholt werden, gleichviel, ob es sich um eine Bank mit 10 Millionen Gulden Kapital oder um eine ländliche Zuckerfabrik mit 50 000 Gulden Kapital handelte. Die unausbleibliche Folge hiervon war, dass die Regierung resp. die von ihr eingesetzte Behörde, die „Vereinscommission“, eine Prüfung

nommen sind: Von den, während der 16 Monate, Januar 1872 bis Mai 1873, concessionirten Nominalkapitalen im Betrage von rund 2800 Millionen Gulden entfallen auf Banken rund 900 Millionen, auf Baugesellschaften 670 Millionen, auf Eisenbahnen 100 Millionen und auf diverse Industrie-Gesellschaften 1130 Millionen.

aller der plötzlich in überwältigender Zahl einlaufenden Concessionsgesuche unmöglich vornehmen konnte, und da man nicht alle diese Gesuche prüfen konnte, scheint man überhaupt jede Prüfung auch der wichtigeren Fälle unterlassen zu haben. Wenigstens sagt der vom volkswirtschaftlichen Ausschusse des österreichischen Abgeordneten-Hauses im Jahre 1875 über die Entstehungsursachen der Krisis von 1873 erstattete Bericht:⁹⁸⁾

„Es hat während der ganzen Periode keinen Zeitpunkt gegeben, an welchem der Concessionirungsapparat länger stillgestanden hätte. — — — Dass bei Ertheilung von Concessionen principielle Gesichtspunkte festgehalten, bestimmte Grundsätze systematisch aufrecht erhalten worden seien, das lässt sich zum Mindesten aus dem in dieser Richtung geradezu kaleidoskopisch gearteten Materiale in keiner Weise erkennen, wenn auch zugegeben werden mag, dass ein bestimmtes Urtheil über diesen Punkt erst dadurch ermöglicht oder doch mindestens erleichtert wäre, wenn neben den ertheilten auch die verweigerten Concessionen, deren Zahl eben auch keine geringe war, vorliegen würden.“

Dass man zunächst eher geneigt war, alle einlaufenden Concessionsgesuche zu genehmigen, hat sehr viel innere Wahrscheinlichkeit für sich, da ja der „wirtschaftliche Aufschwung“, die lebhafteste Thätigkeit des Unternehmungsgeistes, von allen Seiten und namentlich auch von der Regierung selbst in officiellen Auslassungen mit unverhohlener Freude begrüsst wurde. Indess scheint die Regierung doch bald durch das Ueberhandnehmen des Spielfiebers, vielleicht auch durch schlimme Erfahrungen ängstlich geworden zu sein und eingesehen zu haben, dass unmöglich alle neuen Unternehmungen von überwiegendem Nutzen für das Gemeinwohl sein konnten. Es ergab sich daher die Nothwendigkeit,

⁹⁸⁾ No. 445 der Beilagen zu den stenographischen Protokollen des Abgeordnetenhauses. VIII. Session. Der Bericht, ein Meisterwerk präciser und doch erschöpfender Analytik, ist verfasst vom Abgeordneten Neuwirth. Wir werden ihn citiren als „Bericht“, das bereits mehrfach erwähnte treffliche Werk desselben Verfassers (zweiter Band von „Bank und Valuta in Oesterreich“) als „Spekulationskrisis“.

irgend welche Normen für die Gewährung oder Verweigerung der Concessionen aufzustellen. Dies geschah durch das vielbesprochene „Regulativ vom 1. März 1872“, das indess weiter Nichts war, wie eine administrative Instruktion für die mit dem Concessionirungsgeschäft betraute Vereinscommission. Das Regulativ lautete folgendermaassen:

1. Die Emission neuer Actien vor erfolgter Volleinzahlung der Actien früherer Emission ist ausnahmslos unstatthaft und ist jede wie immer geartete Umgehung dieses Verbots hintanzuhalten.
2. Bei jeder Art von Creditinstituten wird nur die Emission von volleingezahlten Actien, lautend auf mindestens 200 Gulden zugelassen. Die Actien dürfen zur Verhütung von Umgehungen nicht in Actientheile zerlegt werden.
3. Bei Actiengesellschaften zu industriellen Zwecken (auch Eisenbahnen und Versicherungs - Gesellschaften) werden zugelassen:
 - a) Actien, auf 200 fl. lautend, mit 40%⁰ Einzahlung,
 - b) Actien, auf 100 fl. lautend, mit Volleinzahlung.

Es ist in allen drei Fällen (1—3) kein Unterschied zwischen Actien auf Namen und solchen auf Ueberbringer zu machen.

4. In den Fällen sub 3. bleibt es dem Vereinscomité überlassen, unter Berücksichtigung der Höhe des Grundkapitals, des Umfanges und Ortes des Geschäftsbetriebes, dann der Art der Unternehmung u. s. w. Ausnahmen zuzugestehen und zwar sowohl in Bezug auf den Nominalbetrag der Actien, als auch auf die Höhe der Einzahlung. Im Falle der Gestattung einer solchen Ausnahme werden jedoch die Actien der betreffenden Unternehmung zur Notirung an der Börse nicht zugelassen werden.

Wie man sieht, waren die Schranken, welche dieses Regulativ den spekulativen Ausschreitungen entgegensetzen sollte, im Grunde recht dürftiger Natur. Sie bezweckten, das ohnehin schon massenhaft vorhandene Material an geringwerthigen und deshalb für das Spiel auch der minder bemittelten Volksklassen hervor-

ragend geeigneten Actien nicht allzusehr anschwellen zu lassen, — eine Tendenz, die jedenfalls als eine recht löbliche bezeichnet werden muss. Aber waren schon für diesen Zweck die Minimalbeträge, wie sie das Regulativ vorschrieb, besonders bei den Industrie-Actien viel zu niedrig normirt, so wurde der geringe, trotzdem etwa noch möglich gewesene Erfolg vollkommen illusorisch gemacht durch die flau und verständnisslose Art der Ausführung. Die Spekulation hatte natürlich das lebhafteste Bestreben, die Anordnungen der Regierung auf jede Weise zu umgehen, und da es den mit der Ausführung betrauten Beamten „sowohl an aller Energie, wie an allem Verständnisse für die raffinirten Praktiken und Winkelzüge der Spekulation fehlte“⁹⁹⁾, so wurde „der eigentliche Zweck, die Ueberspekulation einzudämmen und das Gründungstempo zu mässigen, in keiner Weise erreicht.“¹⁰⁰⁾

An dieser Sachlage änderte es auch Nichts, dass die Regierung im Juni 1872 ihren Beamten eine weitere, das Regulativ vom März nach einzelnen Richtungen hin ergänzende Instruktion ertheilte. Auch diese letzteren Vorschriften wurden unter den Augen der Regierungs-Commissare straflos umgangen, und das Einzige, was die Regierung hiergegen that, bestand darin, dass sie den solchergestalt zur Welt gekommenen Actien die officiële Coursnotirung verweigerte. Aber warum verweigerte sie nicht lieber die Concessionen selbst? Warum liess sie nicht überhaupt den ganzen Concessionirungsapparat ruhen, sobald sie die Ueberzeugung gewonnen hatte, dass das Spekulationsfieber gefahrdrohende Dimensionen anzunehmen begann? Auf diese Fragen hat auch der Neuwirth'sche Bericht keine Antwort finden können; er begnügt sich damit, „die auffallende Thatsache zu constatiren,¹⁾ dass nicht nur gerade die Monate März und April 1872 (also die Zeit kurz nach dem Erlasse des Regulatives) zu den hinsichtlich der Concessionsertheilung, allerstärksten der ganzen Periode 1867—1873 gehören, sondern dass, ungeachtet jener Maassregel, nachdem die Zahl der Concessionsertheilungen während des Sommers

⁹⁹⁾ Neuwirth, Spekulationskrisis p. 33.

¹⁰⁰⁾ Bericht p. 25.

¹⁾ Bericht p. 10.

1872 vorübergehend eine Ermässigung erfahren hatte, in den darauf folgenden, dem Ausbruche der Krisis unmittelbar vorausgegangenen Wintermonaten die Coullance der Concessionirung geradezu ihren Kulminationspunkt erreichte! Wurden doch in den Monaten März und April 1873 allein nicht weniger als 90 Concessionen ertheilt, zu einer Zeit also, in welcher nicht bloss die früher ertheilten und noch nicht realisirten Concessionen längst aufgehört hatten, irgend einen Werth zu haben, sondern auch die deutlichen Anzeichen dafür sich mehrten, dass der Moment des unvermeidlich gewordenen Zusammenbruchs bereits in nächste Nähe gerückt sei.“

Aber auch in anderer Hinsicht wurde die Regierung den Grundsätzen einer vernünftigen Restriktionspolitik, denen sie sich bei Erlass des Regulatives einen Augenblick hinzugeben schien, selbst wieder untreu. Eine der widerwärtigsten Erscheinungen der ganzen Epoche war der in aller Offenheit betriebene Schacher mit bereits erlangten Concessionen. Der volkswirtschaftliche Ausschuss des Abgeordneten-Hauses stellte hinsichtlich dieses Punktes an die Regierung folgende Anfrage:

„Bei welchen Gesellschaften wurden die Concessionen schon vor der Begründung der Gesellschaft von den Concessionären auf Andere übertragen?“

Hierauf antwortete die Regierung:

„Die namentlich im Laufe der letzten Jahre faktisch vorgekommenen Fälle, dass von Seiten einzelner Concessionäre vor Constituirung der Gesellschaft die aus der Concession entspringenden Rechte ohne Einholung einer besonderen Genehmigung im Wege der Cession an andere Personen übertragen wurden, können hier nicht angegeben werden, weil der Abschluss derartiger Ueber-einkommen der Kenntniss der Administrativ-behörden stets völlig entzogen geblieben ist.“

„Insoferne aber in einzelnen Fällen von den Concessionären vor Constituirung der Gesellschaft die Uebertragung der Concession auf andere Personen förmlich nachgesucht wurde, war diese Uebertragung stets Gegenstand einer besonderen Genehmigung, weil von dem Grundsätze

ausgegangen wurde, dass die Concession eine persönliche Berechtigung bilde und dass daher jede Aenderung in der Person der Concessionäre eine neuerliche Genehmigung von Seite der Staatsverwaltung bedinge.“

Hierdurch sieht sich der Ausschussbericht zu folgenden Bemerkungen veranlasst:

„Nicht ohne Interesse ist die in der vorstehenden Antwort der Regierung officiell constatirte Thatsache, dass, trotzdem die Concession als eine persönliche Berechtigung angesehen wurde, nicht bloss Uebertragungen dieser Berechtigung im Wege der Cession, sondern auch faktische Constituirungen in grosser Zahl auf Grund so erworbener Concessionen stattgefunden haben, ohne dass auch nur Ein Fall constatirt wäre, in welchem diese Unzukömmlichkeit geahndet worden wäre. Die Angabe, dass derartige Uebereinkommen — und es muss bemerkt werden, dass ertheilte Concessionen oft etliche Male hinter einander den Besitzer wechselten, ehe zur Constituirung geschritten wurde, — sich der Kenntniss der Administrativbehörden stets entzogen haben, kann wohl nur so verstanden werden, dass die Betreffenden es unterlassen haben, diesfalls bei der concessionirenden Behörde die entsprechende Anzeige zu machen; aber nirgends wird ersichtlich, dass sie hierzu behördlich verhalten worden wären, obgleich in nicht wenigen Fällen der Abschluss solcher Uebereinkommen den Gegenstand öffentlicher Zeitungsberichte gebildet hat. — — — Soviel steht fest, dass es dem Belieben der betreffenden Besitzer von Concessionen anheimgegeben war, solche Concessionen auch ohne jede Zustimmung der Behörde auf Andere zu übertragen, und dass auf diese Weise ein Concessionsschacher sich entwickelt hatte, welchem seitens der Staatsregierung in keiner Weise Einhalt gethan wurde.“

Wie man sieht, handelt es sich auch in Oesterreich bei den Vorwürfen, welche gegen das Verhalten der Regierung erhoben werden, ausschliesslich um Unterlassungssünden, deren

Reihe damit aber noch keineswegs erschöpft ist. Die Regierung unterliess es, die Ausgabe von Pfandbriefen und verzinslichen Kassenscheinen, welche von den neugegründeten Banken in maasslosester Weise betrieben wurde, irgendwie ausreichend zu controliren, sie unterliess es, durch Aufstellung strengerer Bedingungen für den Börsenbesuch die Wiener Börse von dem derselben massenhaft zuströmenden Gesindel zu säubern, obwohl es auf der Hand lag, wie sehr der an der Wiener Börse gegenüber den anderen europäischen Hauptbörsen ohnehin schon überaus niedrige Durchschnittsstand von Kapitalkraft, Intelligenz und Moralität noch weiter heruntergedrückt werden musste durch jene Masseninvasion zweifelhafter oder gar direct unlauterer Elemente.²⁾ Die Regierung unterliess endlich auch die Herstellung eines geordneten Rechtszustands an der Börse, obwohl das Oesterreichische Börsenrecht ein wahres Chaos darstellte. „Den Ausgangspunkt des bestehenden Börsenrechtes, soweit von einem solchen überhaupt gesprochen werden kann, bildete die Börsenordnung vom Jahre 1854, also ein zwanzig Jahre altes Gesetz, welches nicht bloss durch die Entwicklung des Börsenverkehrs vollständig überholt worden war, sondern in vielen wichtigen Punkten auch im Widerspruche stand mit dem seit dem 1. Juli 1863 in Wirksamkeit befindlichen, also um 9 Jahre jüngeren Handelsgesetzbuche, durch welches zwar die Bestimmungen der Börsenordnung vom Jahre 1854, soweit sie Gegenstände betreffen, welche durch das Handelsgesetzbuch geregelt sind, für aufgehoben erklärt, die Widersprüche zwischen seinen Bestimmungen und den Normen der Börsenordnung aber keineswegs vollständig beseitigt worden waren. Daran nicht genug, spielte als Rechtsquelle in vielen Fällen auch das allgemeine bürgerliche Gesetzbuch eine verwirrende Rolle und gleichzeitig kam in Bezug auf die Rechtswirkungen der Börsengeschäfte auch eine bunte Reihe von im Laufe der Zeit normirten Börseusancen neben einer Menge im Verordnungswege

²⁾ Vergl. über die wahrhaft entsetzliche Demoralisation, die nach dem „Krache“ an der Wiener Börse Platz griff, z. B. Neuwirth, Spekulationskrise p. 98, wo u. A. berichtet wird, dass an einem einzigen Tage, am 15. Mai 1873, diesem *dies irae* der Wiener Börse, **120** Börsenmitglieder sich insolvent erklärten.

erlassener Verfügungen in Betracht. Aber alle diese wirklichen und sogenannten Rechtsquellen zusammen haben nicht zu verhindern vermocht, dass für eine ganze Reihe von Börsengeschäften gleichwohl jede Norm in Bezug auf ihre Rechtswirkungen vollständig fehlte und dass thatsächlich viele Zweige des Börsenverkehrs, gesetzlicher Normen in Bezug auf ihre Rechtswirkung vollständig entbehrend, geradezu als vogelfrei erschienen.“³⁾ Namentlich galt dies von den Differenzgeschäften, welche Seitens der Oesterreichischen Gerichte auf Grund der §§ 1270 und 1271 des allgemeinen bürgerlichen Gesetzbuches als rechtsungültige Glücksverträge behandelt wurden. Dass die Wiener Börse, wie es unter solchen Umständen unvermeidlich war, nach dem Ausbruche der Krisis in einen ganz beispiellosen Zustand allgemeiner Rechtslosigkeit verfiel, dafür muss zu einem nicht geringen Theile die Passivität und Sorglosigkeit der Staatsgewalten verantwortlich gemacht werden.

Wie bei den meisten früheren Krisen des spekulativen Fondsverkehrs, so dachte auch bei diesem Anlasse die Gesetzgebung erst nach Eintritt des Rückschlags an ernsthafte Gegenmaassregeln und selbst dann dauerte es noch recht lange, bis die Action irgend ein positives Ergebniss hervorbrachte. Erst nach zweijährigen, lässig geführten und oft unterbrochenen Berathungen kam als erstes und bisher einziges Resultat dieser Action das Gesetz vom 1. April 1875, betreffend die Organisation der Börsen, zu Stande.⁴⁾ Folgendes sind die wesentlichsten Aenderungen, welche dieses Gesetz im österreichischen Börsenrechte hervorbrachte:

Vor Allem wurde der Börse in administrativer Hinsicht eine grössere Selbstständigkeit verliehen. Nach dem Wiener Börsengesetze von 1854 hatte die Landesbehörde resp. der von ihr eingesetzte Commissar betreffs der Regelung des Börsenverkehrs zahlreiche, sehr weit und in's Detail gehende Pflichten zu erfüllen gehabt, die sich z. B. selbst auf die Ermittlung der täglichen Durchschnittscourse und auf die Controlirung der Maklerbücher erstreckten. Die Handhabung der meisten dieser Vorschriften wurde jetzt der directen staatlichen Mitwirkung entzogen, durch besondere Börsen-

³⁾ Neuwirth, Spekulationskrisis p. 340.

⁴⁾ Oesterreichisches Reichsgesetzblatt 1875, No. 23.

statuten für jede Börse einzeln geordnet und ausschliesslich in die Hände einer selbstständigen Börsenleitung gelegt. Jedoch behielt sich der Staat umfassende Aufsichtsrechte vor, vermöge deren er auch jetzt noch einen maassgebenden Einfluss auf die Gestaltung des Börsenverkehrs ausüben kann.

Nach dem Gesetze vom Jahre 1875 ist die Gültigkeit der Börsenstatuten, sowie aller daran etwa vorzunehmenden Aenderungen von der Genehmigung des Finanz- und des Handelsministers abhängig. Bei jeder Börse wird ein staatlicher Commissar bestellt, welcher die Oberaufsicht an der Börse führt, die Ausführung aller Börsenvorschriften überwacht, Missbräuche zu rügen und, wenn nicht sogleich Abhülfe erfolgt, deren Beseitigung im Wege der politischen Landesbehörde zu bewirken hat. Der Commissar hat insbesondere auch allen Berathungen der Börsenleitung beizuwohnen und Beschlüsse, welche er wider die bestehenden Gesetze oder das Börsenstatut gefasst erachtet, bis zu der im Wege der politischen Landesbehörde einzuholenden höheren Entscheidung zu sistiren. Endlich hat der Börsencommissar auch die tägliche Feststellung der Course zu überwachen.

In einzelnen, entscheidend wichtigen Punkten behielt sich der Staat sogar noch das Recht directer Einwirkung resp. Initiative vor. Namentlich hat der Finanzminister nach Anhörung der betreffenden Börsenleitung zu bestimmen, welche Werthpapiere an den Börsen börsenmässig gehandelt und im amtlichen Coursblatte notirt werden dürfen. Dieses Recht stand der Regierung in Oesterreich von jeher zu. Hätte sie es während der Gründerjahre nachdrücklich und in umfassendem Maasse gegen die speculativen Ausschreitungen angewendet, so wären damit jedenfalls einige Erfolge zu erzielen gewesen. Das Gleiche gilt auch für die Zukunft, vorausgesetzt, dass das ebenfalls in dem Gesetze von 1875 enthaltene Verbot aller Winkelbörsen nicht minder energisch durchgeführt wird.

Wenn die Börsenleitung Verletzung der Gesetze oder der Börsenstatuten, oder eine beharrliche Vernachlässigung ihrer Pflichten sich zu Schulden kommen lässt, ist der Finanzminister berechtigt, im Einvernehmen mit dem Handelsminister die Börsen-

leitung ihrer Funktionen zu entheben und die Leitung der Börse zeitweilig Vertrauensmännern zu übertragen, welche von ihm ernannt werden. Ebenso ist er berechtigt, im Einvernehmen mit dem Handelsminister, nach Anhörung der Handels- und Gewerbekammer die Schliessung der Börse zeitweilig oder für immer anzuordnen.

Diese letztere Befugniss zur gänzlichen oder zeitweiligen Aufhebung der Börse hatte die Regierung nach dem Börsengesetze von 1854 nicht gehabt. Es ist das eine Erweiterung des staatlichen Interventionsrechtes, die in normalen Zeiten selbstverständlich ganz ohne Werth ist und auch bei einer Wiederkehr der Zustände von 1872/73 schwerlich jemals praktische Bedeutung erlangen dürfte, da kaum anzunehmen ist, dass sich irgend eine Regierung zu einer so gefährlichen Maassregel entschliessen wird.

Hinsichtlich der Börsenfähigkeit brachte das Gesetz nur eine, nicht sehr wesentliche Reform, darin bestehend, dass Verbreiter falscher Gerüchte von der Börse auszuschliessen sind. Ferner enthält das Gesetz mehrere Bestimmungen, durch welche den Erkenntnissen der Börsenschiedsgerichte grössere Wirksamkeit verliehen wurde, sowie noch einige weitere Anordnungen privatrechtlicher Natur, deren wichtigste die von uns bereits in einem früheren Kapitel besprochene Legalisirung der Differenzgeschäfte ist.

Alles in Allem kann das Gesetz als ein zwar keineswegs grosser, aber doch immerhin aner kennenswerther Schritt auf dem Wege zu einer zweckentsprechenden Regelung der Börsenverhältnisse bezeichnet werden. Dass alle Börsengeschäfte unter den Schutz des Gesetzes gestellt, dass die Rechte des Staats und der Börsenleitung schärfer und zweckmässiger als bisher gegen einander abgegrenzt worden sind, ist jedenfalls schon ein Fortschritt, der freudig begrüsst zu werden verdient, wenn auch der durch das Gesetz geschaffene Zustand noch ausserordentlich weit von unserem Ideale entfernt ist.

Wir schliessen hiermit unsere Berichterstattung über diesen letzten Entwicklungsabschnitt des spekulativen Fondsverkehrs. Bevor wir jedoch das Gebiet der vollendeten Thatsachen endgültig

verlassen und uns ausschliesslich demjenigen der noch nicht abgeschlossenen Reformbestrebungen, der fluktuirenden Tagesströmungen und der schwebenden Streitfragen zuwenden, wollen wir noch für einen Augenblick unseren beredten Hülfsstruppen, den Zahlen das Wort ertheilen; sie mögen ergänzen, was in unserer Darstellung nothgedrungen aphoristisch bleiben musste.

Erläuterungen zu den statistischen Tabellen.

Alle Sachkenner sind darüber einig, dass die Statistik des Fondswesens gegenwärtig noch ausserordentlich viel zu wünschen übrig lässt. Die Hauptschuld an diesem sehr bedauerlichen Mangel hat jedenfalls die officielle Statistik zu tragen, welche das so überaus wichtige und fruchtbare Feld bisher noch fast gar nicht beackert hat. Aber auch die private Statistik ist nicht ohne Schuld; denn wenn sie selbst nur die, trotz ihrer Lückenhaftigkeit, immerhin doch noch recht interessanten Bruchstücke, welche in allen Winkeln zerstreut umherliegen, zusammengesucht und verarbeitet hätte, so besässen wir jetzt schon einen ganz ansehnlichen Grundstock wissenschaftlich verwerthbaren Materials, und die platte Ignoranz dürfte es nicht mehr wagen, in allen auf das Fondswesen bezüglichen Fragen das grosse Wort zu führen.

Die nachstehenden Tabellen sollen Nichts sein, als ein kleiner Versuch auf diesem fast noch gar nicht betretenen Boden, ein Versuch, der sich direct an unsere geschichtliche Darstellung anschliesst. Wir haben dabei nur solche Quellen benutzt, welche die grösstmögliche Gewähr für annähernd vollkommene Zuverlässigkeit zu bieten schienen; approximative Schätzungen, zu denen man bisher noch fast regelmässig gegriffen hat, haben wir, bis auf eine einzige Ausnahme, gänzlich vermieden. Im Folgenden wollen wir nur die Form der Tabellen erläutern; ihr innerer Werth ergiebt sich dann bei einiger Aufmerksamkeit von selbst.

Die Tabellen A. bis E. sollen die Entwicklung des Actienwesens in Preussen, Oesterreich und England veranschaulichen. **Tabelle A.** ist zusammengestellt aus den von Engel in seiner trefflichen Arbeit: „Die Erwerbsthätigkeit der juristischen Personen im Preussischen Staate“ (Zeitschr. d. kgl. preuss. statist. Bureau Jahrgang 1875) gegebenen Zahlen. Die Zeit seit Entstehung der ersten preussischen Actien-Gesellschaft bis zum Ende des Jahres 1874 ist eingetheilt in zwei Perioden, deren erste bis zum Erlass des Actien-Gesetzes von 1870 reicht, während die zweite nur den übrig bleibenden Zeitraum von $4\frac{1}{2}$ Jahren umfasst. Für beide Perioden sind sowohl die Zahlen der Neugründungen, wie die der Auflösungen von Actien-Gesellschaften wiedergegeben. Den Schluss bildet eine Zusammenstellung der am Ende des Jahres 1874 existirenden Gesellschaften. **Tabelle B. und C.** sind combinirt aus dem officiellen „Statistischen Jahrbuch“ (herausgegeben von der k. k. Statist. Central-Commission) sowie aus dem ebenfalls officiellen Zahlenmateriale, welches dem Berichte des volkswirtschaftlichen Ausschusses des österreichischen Abgeordnetenhauses „über den Antrag den Abgeordneten Lienbacher, betreffend die Krisis von 1873“ beigegeben ist. **Tabelle B.** zeigt die Gesamtentwicklung des österreichischen Actienwesens, während **Tabelle C.** die Zahlen der von 1869—1871 und von 1872 bis Mai 1873 erteilten Concessionen in Vergleich bringt mit den Zahlen der von 1873 bis 1877 erfolgten Wiederauflösungen, Letztere wiederum nach dem Datum der Concessionsertheilung in drei Perioden eingetheilt. **Tabelle D. und E.** sind gewonnen aus den jährlichen Aufstellungen, welche dem englischen Parlamente Seitens des die Actien-Gesellschaften registrirenden Amtes zugehen. Für die Jahre bis incl. 1868 sind die Zahlen corrigirt nach der Arbeit von Professor L. Levi „*On Joint Stock Companies*“ (*Journal of the Statist. Society* Jahrg. 1870); für die späteren Jahre sind die Zahlen unverändert aus den erwähnten Aufstellungen herübergenommen; doch weichen dieselben keinesfalls sehr erheblich von der Wahrheit ab. **Tabellè D.** zeigt die Entwicklung des englischen Actienwesens nach einzelnen Jahren, **Tabelle E.** nach fünfjährigen Perioden. Da hier nur die Nominalkapitalien aufgeführt werden konnten, die überall, besonders aber in England, viel grösser zu sein pflegen, als die effektiv einge-

zahlten Beträge, so darf man die Kapitalangaben der Tabellen D. und E. nicht mit denen der Tabelle A. bis C. vergleichen.

Tabelle F., ein Seitenstück zu den einigen früheren Kapiteln beigefügten Zahlengruppirungen, zeigt die extremsten Course, welche die beliebtesten Spekulationspapiere der Berliner und Wiener Börse während der Periode 1872—1877 erreicht haben. Unserer bisherigen Praxis entsprechend, haben wir die Dividendenziffern für eine Reihe von Jahren hinzugefügt und überall die Durchschnittszahlen ebenfalls ausgerechnet. Zum Vergleiche ist in **Tabelle G.** die Coursentwicklung einiger der wichtigsten französischen und englischen Werthe, nach den höchsten und niedrigsten Coursen jedes einzelnen Jahres von 1872—1877 beigegeben. Letzteres ist wegen der in London und Paris üblichen Art der Coursnotirung erforderlich. Die Course sind überall auf Procente umgerechnet und den Coursblättern der Fachpresse entnommen.

Tabelle H. (nach den Jahresberichten des Berliner Kassenvereins) soll einen Begriff geben von der Entwicklung der Berliner Börsenumsätze in der Periode 1866—1877. Als Maassstab ist der Incassoverkehr des Berliner Kassenvereins angenommen. Natürlich enthält derselbe nur den gesammten Betrag des Comptantgeschäfts in Effekten und Wechseln, vom Zeitgeschäfte dagegen nur einen sehr geringen Bruchtheil, nämlich die sich aus dem allmonatlichen Liquidationsverfahren ergebenden Saldi, welche schwerlich mehr als 10—20 % der gesammten Transactionen darstellen.

Tabelle I. zeigt die Frequenz der Wiener Börse in der Zeit von 1867—1877 (nach dem als äusserst zuverlässig bekannten finanziellen Jahrbuche „Der Compass“). Die „Schrankenplätze“ werden meist von den Bankiers und Banken eingenommen, während die Jahres-, Monats-, Quartals- und Wochenkarten der grossen, kleinen und kleinsten Coulisse dienen.

Tabelle K. ist zusammengestellt aus den „*Tableaux des cours des principales valeurs négociées et côtés aux bourses de Paris, Lyon et Marseille*“ von A. Courtois Fils. Sie veranschaulicht die Entwicklung der französischen Fondsbörsen während des Zeitraums 1800—1880. Die Eintheilung nach Actien und fest verzinslichen Papieren entspricht dem Zwecke unserer Untersuchungen.

Es sind zehnjährige Abschnitte gewählt; doch ist das Jahr 1838, das Jahr des Asphalt- und Minenschwindels, als gerade für unseren Zweck charakteristisch eingeschoben. Lediglich zum Vergleiche sind einige entsprechende Zahlen für die Berliner, Londoner und Wiener Börse hinzugefügt.

Tabelle L. und M. beschäftigen sich wieder ausschliesslich mit dem englischen Fondswesen, und zwar zeigt Tabelle L. (nach der ausgezeichneten Zeitschrift „*Investors Monthly Manual*“) die Entwicklung des englischen Fonds-Emissionsgeschäfts während der Periode 1865—1881. Da hier auch die effektiv eingezahlten Beträge mit aufgeführt sind, so gewährt die Tabelle einen besseren Einblick in das Getriebe des englischen Fondswesens, als die Tabellen D. und E., die dafür aber weiter zurückreichen und namentlich die Spekulationsperiode 1863—1865 vollständig einschliessen. Auch enthält Tabelle L. nur denjenigen, allerdings weitaus grössten Theil des englischen Fonds-Emissionsgeschäfts, welcher zur Kenntniss der obengenannten Zeitschrift gelangt ist. Tabelle M. endlich zeigt nur die jetzigen Kapitalbeträge aller an der Londoner Börse gehandelten Effekten (nach „*Burdett's Official Intelligence*“). Die gewählte Eintheilung nach grossen Kategorien lässt namentlich erkennen, welche ungeheure und überwiegende Quantitäten ausländischer Werthe an der Londoner Börse gehandelt werden.

Entwicklung des Actienwesens.

Tabelle A.

1) In Preussen (bis Ende 1874).

	Es entstanden Actien-Gesellschaften bis Juli 1870		Davon gingen wieder ein bis Ende 1874		Es entstanden Actien-Gesellschaften v. Juli 1870—Ende 1874		Davon gingen wieder ein bis Ende 1874		Es existirten Actien-Gesellschaften Ende 1874	
	Zahl	Kapital in Reichsmark	Zahl	Kapital in Reichsmark	Zahl	Kapital in Reichsmark	Zahl	Kapital in Reichsmark	Zahl	Kapital in Reichsmark
Eisenbahnen	39	2150,321,373	1	9,180,000	24	1760,966,550	4	95,640,000	66	3806,467,623
Banken	24	118,227,650	3	3,012,000	103	838,568,442	29	176,400,000	95	778,384,092
Bergbau-u. Hütten-Ges.	100	360,048,048	24	55,994,499	93	394,954,884	6	25,140,000	163	673,868,433
Baubanken	25	22,263,945	2	1,695,000	102	486,644,760	13	100,200,000	112	407,013,705
Sonstige industr. Ges.	222	427,656,349	36	35,438,100	535	808,643,139	25	44,085,000	696	1155,776,688
Total:	410	3078,517,365	66	105,319,599	857	4289,777,775	77	441,465,000	1132	6821,510,541

Tabelle B.

2) In Oesterreich (bis Ende 1877).

Es existirten Actien-Gesellschaften							
Ende des Jahres	Zahl	Statutenmässiges Grund-Kapital	Eingezahltes Kapital	Ende des Jahres	Zahl	Statutenmässiges Grund-Kapital	Eingezahltes Kapital
		Gulden	Gulden			Gulden	Gulden
1867	149	?	720,779,403	1873	681	2835,636,245	1877,837,088
1868	177	?	759,583,033	1874	602	2285,397,062	1667,756,814
1869	285	?	936,210,935	1875	557	2239,178,394	1616,081,273
1870	350	?	1049,654,391	1876	512	1877,845,524	1513,751,674
1871	462	1720,983,297	1221,090,108	1877	480	1791,192,380	1454,974,181
1872	661	2669,073,444	1799,869,600				

Tabelle C.

	Zahl der ertheilten Concessionen 1869—1873			Davon nicht zu Stande gekommen	Es liquidirten und verfielen in Concurs 1873—1877								
	1869—71		1872—Mai 73		Zusamm.	Gegründet vor 1869		Gegr. 1869—1871		Gegr. 1872—Mai 1873		Zusammen	
	Zahl	Eingez. Kapit.	Zahl		Eingez. Kapit.	Zahl	Eingez. Kapit.	Zahl	Eingez. Kapit.	Zahl	Eingez. Kapit.	Zahl	Eingez. Kapit.
Eisenbahnen	16	12	28	5	—	fl. —	4	10,718,000	2	4,000,000	6	14,718,000	
Banken	61	99	160	31	4	15,800,000	31	79,276,000	67	199,720,000	102	294,796,000	
Bergbau u. Hütten-Ges.	14	7	21	5	2	850,000	6	9,180,000	7	8,486,000	15	18,516,000	
Baubanken	23	79	102	40	—	—	2	5,016,000	32	95,295,000	34	100,311,000	
Sonstige industr. Ges.	303	333	636	233	20	7,556,000	72	35,788,000	105	71,689,000	197	115,033,000	
Total:	417	530	947	314	26	24,206,000	115	139,978,000	213	379,190,000	354	543,374,000	

Entwicklung des Actienwesens.

Tabelle D.

3) In England (bis 1881).

Tabelle E.

Es wurden registriert		
Jahr	Zahl	Nominelles Grund-Kapital
		Pfd. Sterl.
1856	227	14,720,486
1857	392	20,969,230
1858	301	19,287,374
1859	326	13,156,960
1860	409	17,818,510
1861	479	24,613,084
1862	502	68,092,103
1863	760	137,356,138
1864	975	235,762,912
1865	1014	203,725,576
1866	754	74,643,998
1867	469	28,545,948
1868	448	33,657,482
1869	475	141,274,251 *
1870	595	38,252,374
1871	821	69,528,316
1872	1116	133,041,395
1873	1234	152,056,545
1874	1241	110,540,063
1875	1172	82,447,180
1876	1066	48,314,085
1877	990	66,800,186
1878	886	67,856,975
1879	1034	75,568,047
1880	1302	168,466,322
1881	1581	210,711,657
Total :	20569	2257,207,197

Es wurden registriert		
in den Jahren	Zahl	Nominelles Grund-Kapital
		Pfd. Sterl.
1856—1860	1655	85,952,560
1861—1865	3730	669,549,813
1866—1870	2741	216,374,053
1871—1875	5584	547,613,499
1876—1880	5278	427,005,615
1881	1581	210,711,657
Total :	20569	2157,207,197
ausgelassen (in 1869)	100,000,000 *

Durchschnitt per Jahr 1856—1881 : 86,⁸² Mill. £

„ „ Quinquennium 1856—1880 : 389,³⁰ Mill. £

* Im Jahre 1869 wurde eine Gesellschaft registriert mit einem **nominellen Grundkapitale** von **100 Millionen Pfd. Sterl.**; ihr **ein-gezahltes** Kapital war jedoch niemals grösser als **200 Pfd. Sterl.**; diese 100 Millionen Pfd. Sterl. sind deshalb in der Quinquennial-Tabelle oben fortgelassen und nur am Schlusse wieder hinzugefügt.

Coursentwicklung während der Jahre 1872—1877.

Höchste und niedrigste Course der leitenden Spekulationspapiere an der Berliner und Wiener Börse 1872—1877.

Tabelle F.	Höchster Course	Niedrigster Course	Dividende in Procenten							
			1870	1871	1872	1873	1874	1875	1876	Durchschn. 1870—76
Wien										
Oesterr. Credit-Actien	(1872) 220 ⁵⁰	(1876) 85	14 ⁰⁶	17 ⁵⁰	18 ⁷⁵	5 ⁶²	6 ⁸⁷⁵	5	1 ²⁵	9 ⁸⁷
Oesterr. Staatsb. „	„ 206	(1877) 108 ⁵⁰	12	12	10	10	8	6 ⁵⁰	5 ⁴⁰	9 ¹³
Oesterr. Südbahn „	„ 109	„ 35 ⁵⁰	3	4	4	3	1 ⁵⁰	0	0	2 ²¹
Innerberger Gewerkschaft	„ 105	„ 14 ⁵⁰	9 ²⁸	10	13 ⁵⁷	7	1 ⁵⁰	0	0	5 ⁹¹
Berlin										
Disconto-Commandit-Antheile	„ 350	(1876) 105	13	24	27	14	12	7	4	14 ⁴³
Laurahütte	(1873) 262	„ 56 ⁵⁰	—	12 ²⁵	29	20	10	2	2	12 ⁵⁴
Dortmunder Union	(1872) 208	„ 3 ⁷⁵	—	—	12	0	0	0	0	2 ⁴⁰
Bergisch-Märkische Eisenbahn	„ 156	(1875) 76	8	7 ⁵⁰	6	3	3	4	3 ⁷⁵	5 ⁰⁴
Cöln-Mindener Eisenbahn	„ 198	„ 89	10 ⁵⁰	11 ²⁰	9 ⁷⁰	8 ⁰⁸	6 ⁴⁵	4 ⁶⁰	5 ²⁵	7 ⁹⁷
Durchschnitt :	201 ⁵⁰	63 ⁷⁵	9 ⁹⁸	12 ³¹	14 ⁴⁵	7 ⁸⁶	5 ⁴⁸	3 ²³	2 ⁴¹	7 ⁸⁵

Höchste und niedrigste Course einiger Hauptwerthe der Londoner und Pariser Börse 1872—1877.

Tabelle G.	1872		1873		1874		1875		1876		1877	
	H.	N.										
London												
5% Russen v. 1862	96	89	100	91 ⁵⁰	103	96	105 ⁵⁰	94	101	72	89	68
3% ausländ. Spanier	34 ²⁵	28 ⁵⁰	29	16 ⁷⁵	20 ⁷⁵	16 ⁷⁵	24 ⁵⁰	17 ¹²	20 ¹²	12 ⁵⁰	15	10
5% Türken	55	47	55	42 ⁵⁰	48	38	45 ⁵⁰	22 ²⁵	24 ⁵⁰	9 ⁵⁰	13 ²⁵	7 ⁵⁰
Great-Western Eisenbahn	126 ⁷⁵	106 ²⁵	129 ⁷⁵	116 ⁷⁵	130	108	122 ²⁵	107 ⁵⁰	121	101 ⁷⁵	106	96 ²⁵
Anglo-American Telegr.	141	113	93	79	85 ⁵⁰	67 ⁵⁰	75 ⁷⁵	51 ²⁵	68	53	62 ²⁵	52
Paris												
5% Rente	91 ²⁵	82 ⁵⁰	93 ⁶⁰	85	100 ⁵⁰	92	106 ⁵⁰	99 ⁵⁰	107 ²⁵	101 ⁸⁰	108 ⁷⁰	101 ⁷⁰
Crédit Lyonnais	151	114	150	121	152	127	130 ⁵⁰	112	124	109	119 ⁵⁰	105 ⁵⁰
Paris-Lyon Eisenbahn	178	161	184	164	186	168 ⁵⁰	196 ⁵⁰	176	208	187	215	195
Nord-Eisenbahn	252	231	261	243	275	247 ⁵⁰	305	267 ⁵⁰	325	292 ⁵⁰	328	297 ⁵⁰
Omnibus-Actien	149	119	139	111	138	116	162	129 ⁵⁰	214	155	232	178

Betrag der durch die Bank des Berliner Kassenvereins einkassirten Wechsel- und Effekten-Rechnungen

Tabelle H. 1866—1877.

1866	1836 Mill. Mark	1872	13433 Mill. Mark
1867	2273 " "	1873	10889 " "
1868	2891 " "	1874	6275 " "
1869	3795 " "	1875	5210 " "
1870	3874 " "	1876	4046 " "
1871	6584 " "	1877	4247 " "

Besuch der Wiener Geldbörse

Tabelle I. 1867—1877.

	Schranken- plätze	Jahres- karten	Monats- karten	Quartals- karten	Eintritts- gebühren
1867	116 à fl. 80	867 à fl. 30	1209 à fl. 5	.	fl. 41,350
1868	119 " 80	835 " 30	1230 " 5	.	" 40,720
1869	140 " 80	1135 " 30	1942 " 5	206 à fl. 15	" 58,050
1870	140 " 80	1389 " 30	1382 " 5	247 " 15	" 63,485
1871	135 " 80	1457 " 30	2088 " 5	40 " 15	" 65,550
1872	201 " 120	2352 " 45	1550 " 10	883 " 20	" 163,120
1873	189 " 150	2941 " 60	302 " 15	258 " 30	" 219,840
1874	186 " 150	2423 " 60	136 " 15	135 " 30	" 179,570
1875	165 " 150	1717 " 60	219 " 15	.	" 131,055
1876	154 " 100	1312 " 75	335 " 12	.	" 130,805 ¹⁾
1877	160 " 100	1142 " 75	530 " 12	.	" 132,445 ²⁾

¹⁾ Incl. fl. 11,280 für 376 Viermonatskarten à fl. 30 und fl. 1705 für 341 Wochenkarten à fl. 5.

²⁾ Incl. fl. 21,750 für 725 Viermonatskarten à fl. 30 und fl. 2685 für 537 Wochenkarten à fl. 5.

Anzahl der an den französischen Börsen gehandelten Fondsarten

Tabelle K. 1800—1880

	1800	1810	1820	1830	1838	1840	1850	1860	1870	1880
1) Actien :										
Banken	1	1	1	2	15	13	8	23	35	65
Eisenbahnen	—	—	—	—	15	13	29	37	41	41
Versicherungs-Gesellsch. Brücken, Kanäle u. sonstig.	—	—	7	8	26	27	24	30	15	68
Verkehrs Unternehm..	—	1	1	6	22	16	16	18	22	42
Bergbau- u. Hütten-Ges.	—	—	—	—	45	20	29	44	38	91
Beleuchtungs-Anstalten .	—	—	—	1	13	1	11	16	43	41
Sonstige Gesellschaften .	—	1	—	—	46	14	11	29	39	74
Summa 1 :	1	3	9	18	182	104	128	197	233	422
2) Fest verzinsliche Fonds	3	3	6	20	37	44	76	135	259	431
Total :	4	6	15	38	219	148	204	332	492	853

NB. Der **Berliner** Courszettel umfasste 1820 11 Effekten, 1830 21, 1840 16, 1850 63, 1860 126, 1870 309, 1880 636.

Der **Londoner** Courszettel 1815 30 Effekten, 1877 1367.

Der **Wiener** Courszettel 1867 144 Effekten, 1873 579, 1877 379.

Das englische Fonds-Emissionsgeschäft 1865—1881.

Tabelle L.

Emittirte Nominalkapitalien			Eingezahlte Effectivbeträge			
	Emittirt nur in England	Emittirt in England und zugleich im Auslande	Zusammen	Emittirt nur in England	Emittirt in England und zugleich im Auslande	Zusammen
	£	£	£	£	£	£
1865	?	?	136,000,000	?	?	75,000,000
1866	35,200,000	14,100,000	49,300,000	41,250,000	18,450,000	59,700,000
1867	33,350,000	10,850,000	44,200,000	20,600,000	10,250,000	30,850,000
1868	28,925,000	45,100,000	74,025,000	20,500,000	28,950,000	49,450,000
1869	23,650,000	68,100,000	91,750,000	21,600,000	37,900,000	59,500,000
1870	39,600,000	52,650,000	92,250,000	34,400,000	45,600,000	80,000,000
1871	57,300,000	152,400,000 ¹⁾	209,700,000	37,900,000	121,100,000 ¹⁾	159,000,000
1872	81,500,000	230,050,000 ²⁾	311,550,000	56,750,000	163,350,000 ²⁾	220,100,000
1873	79,500,000	75,200,000	154,700,000	58,250,000	76,400,000 ³⁾	134,750,000
1874	81,750,000	32,400,000	114,150,000	66,500,000	44,050,000	110,550,000
1875	45,250,000	17,400,000	62,650,000	41,100,000	19,750,000	60,850,000
1876	42,260,000	940,000	43,200,000	42,100,000	750,000	42,850,000
1877	35,100,000	16,400,000	51,500,000	31,050,000	7,550,000	38,600,000
1878	40,150,000	19,150,000	59,200,000	36,200,000	14,200,000	50,400,000
1879	50,900,000	5,570,000	56,470,000	38,180,000	9,280,000	47,460,000
1880	69,900,000	52,300,000	122,200,000	42,200,000	35,400,000	77,600,000
1881	97,800,000	91,600,000	189,400,000	63,400,000	51,850,000	115,250,000
¹⁾ Incl. ca. 100 Mill. Pfd. } Subscriptionsen ²⁾ " " 160 " " } auf französ. Rente			¹⁾ Incl. ca. 65 Mill. Pfd. } ²⁾ " " 107 " " } Einzahlungen ³⁾ " " 33 ⁶ " " } auf französ. Rente			

Kapitalbetrag der Ende 1882 im officiellen Londoner Coursberichte
notirten Effecten.

Tabelle M.

Effectengattung	Betrag in Pfd. Sterl.	Procente vom Gesamt- betrage
Englische Staats-Anleihen	871,580,657	15,4
Ausländische Staatsanleihen	2874,344,007	50,6
Englische Eisenbahn-Werthe	658,113,290	11,6
Coloniale do. do.	131,616,208	2,4
Amerikanische do. do.	307,640,316	5,4
Sonstige ausländ. do. do.	377,980,271	6,7
Colonial-Anleihen	130,579,736	2,3
Bank-Actien	55,817,660	1,0
Sonstige diverse Actien	269,579,855	4,6
Total :	5677,252,000	100,0

Kap. 6.

Die neuesten Reformbestrebungen auf dem Gebiete des Börsenrechts.

In demselben Jahre 1875, in welchem die österreichische Gesetzgebung dem Staate zwar einen Theil seiner formellen Rechte hinsichtlich der Regelung des Börsenverkehrs abnahm, dafür aber seine reellen Rechte um so schärfer hervorhob, entschloss sich die Staatsgewalt in England zu einer Action, die allerdings zunächst noch keine directe Aenderung in dem Verhältnisse zwischen Staat und Fondsbörse hervorbrachte, aber doch unzweifelhaft aufgefasst werden muss als ein gegen das Princip der unbedingten Nichtintervention des Staates gerichteter Versuch, also gegen jenes Princip, welches die englische Gesetzgebung — abgesehen von der kaum ernsthaft zu nehmenden „*Leeman's Act*“ — seit dem Jahre 1825, nämlich seit Aufhebung der „*Bubbles Act*“, der Fondsbörse gegenüber festgehalten hatte. Die Action, welche wir hier im Auge haben, bestand aus zwei Enquêtes, die in den Jahren 1875 und 1877 auf Anregung des Parlaments, im Einverständnisse mit der Regierung und in der ausgesprochenen Absicht angestellt wurden, Mittel und Wege ausfindig zu machen, geeignet die Excesse der Fondsspekulation nach Möglichkeit einzuschränken.

Die erste dieser Enquête bezweckte, „die näheren Umstände zu erforschen, welche bei der Contrahirung gewisser ausländischer Anleihen obgewaltet haben und ferner die Ursachen, denen die Nichtbezahlung von Kapital und Zinsen dieser Anleihen zuzuschreiben ist.“ Die Parlaments-Commission, welcher diese Aufgabe übertragen wurde, ist bekannt unter dem Namen „*Loan to Foreign States Committee*“.⁵⁾

Die zweite Enquête wurde geführt durch eine auf Ersuchen des Parlaments eingesetzte königliche Commission (*vulgo* „*London Stock Exchange Commission*“ genannt) und bezweckte eine Untersuchung „über den Ursprung, den Zweck, die gegenwärtige Einrichtung, die Gewohnheiten und Usancen der Londoner Fondsbörse,

⁵⁾ *Parliamentary Papers* 1875, Vol. XI. Die Commission tagte vom 4. März bis zum 29. Juli 1875.

sowie darüber, ob diese Gewohnheiten etc. im Einklange sind mit den Principien, welche im Interesse des Gemeinwohls maassgebend sein sollten (*that should govern public policy*), und wenn dies nicht der Fall, inwiefern jene Gewohnheiten etc. am zweckmässigsten geändert werden könnten, und inwieweit die Gesetzgebung hierbei zur Mitwirkung herangezogen werden müsse“. ⁶⁾

Die wesentlichsten Ergebnisse dieser beiden überaus wichtigen Enquêtes sind — soweit es sich um eine Schilderung der bestehenden Verhältnisse handelt — dem deutschen Publikum bereits zugänglich gemacht worden durch G. Cohn, ⁷⁾ namentlich aber durch eine sehr verdienstvolle Arbeit von E. Struck. ⁸⁾ Letzterer hat auch bereits auf Grund der so gewonnenen Erkenntniss einen ausserordentlich lehrreichen Vergleich zwischen englischen und deutschen Börsenverhältnissen angestellt. Es erübrigt uns daher nur, den Ursprung und die Endresultate der beiden Enquêtes, im Hinblick auf den Zweck unserer ganzen Untersuchung, etwas näher ins Auge zu fassen.

Die unmittelbare Veranlassung zur Einsetzung des „*Loan to Foreign States Committee*“ vom Jahre 1875 wurde gegeben durch sehr arge Schwindeleien, die einige Jahre früher bei der Emission von Anleihen der amerikanischen Republiken Honduras, Costa Rica, St. Domingo und Paraguay vorgefallen waren, sowie durch

⁶⁾ *Parliamentary Papers* 1878, Vol. XIX. p. 263 ff. Die Commission tagte vom 9. Juni 1877 bis zum 3. April 1878.

⁷⁾ Tübinger Zeitschrift für die gesammte Staatswissenschaft Jahrg. 1876. Göttinger Gelehrte Anzeigen Jahrg. 1879.

⁸⁾ Die Effektenbörse. Eine Vergleichung deutscher und englischer Zustände (nebst einem Anhang: Die Entwicklung des Instituts der beeidigten Makler in Deutschland im 19. Jahrhundert). Die 244 Seiten starke Schrift bildet das 3. Heft des 3. Bandes der von Professor Schmollér herausgegebenen „Staats- und socialwissenschaftlichen Forschungen“. Ich halte allerdings die Darstellung Struck's und die daraus gezogenen Schlussfolgerungen in einigen Punkten für nicht richtig und werde dies auch an einer späteren Stelle des Näheren darlegen; aber deshalb bleibt die Schrift doch ein höchst werthvoller Beitrag zur Wissenschaft des Fondswesens. Struck ist unzweifelhaft der Erste, der die meisten der auf diesem Gebiete so zahlreich vorhandenen, schwierigen und für den Theoretiker doppelt schwer lösbaren Probleme einer echt wissenschaftlichen Behandlung unterzogen hat.

die bedeutenden Verluste, welche das englische Publikum an diesen, sich bald als gänzlich oder doch nahezu werthlos herausstellenden Papieren erlitten hatte. Die Regierung erklärte sich, trotz mancher Bedenken, mit der, aus der Mitte des Parlaments heraus beantragten Untersuchung einverstanden. Sie wurde hierzu veranlasst durch die Erwägung, dass nach dem derzeitigen Stande der Gesetzgebung ein wirksames Mittel gegen fraudulöse Operationen der erwähnten Art nicht vorhanden war, während es doch dringend wünschenswerth erschien, solche Mittel ausfindig zu machen.⁹⁾ Die Enquête beschränkte sich indess nicht auf das Gebiet der ausländischen Anleihen, sondern zog auch noch andere Regionen des Fondswesens in ihren Bereich und führte schliesslich zu einem sehr umfangreichen Berichte, welcher

1. die bei der Contrahirung und Emission jener amerikanischen Anleihen vorgefallenen Schwindeleien im Detail klarlegte und mit den härtesten Ausdrücken geisselte,
2. auch sonst noch zahlreiche Uebelstände im Fonds-Emissionsgeschäft aufdeckte und
3. hieran einige Reformvorschläge knüpfte.

In dem ersten Entwurfe dieses Berichts war eine ziemlich radikale Maassregel empfohlen worden, nämlich ein Gesetz des Inhalts, dass bei allen Emissionen ausländischer Anleihen sofort nach dem Erscheinen des Prospektus auch die eigentliche Emission zu erfolgen habe. Durch Beseitigung des Zeitraums zwischen Ankündigung und Ausgabe der Anleihen hoffte man jene Manipulationen unmöglich zu machen, welche Seitens der Emissions-syndikate innerhalb dieses Zeitraums zur Anlockung des Publikums vorgenommen zu werden pflegten und welche in den von der Commission untersuchten Fällen bis hart an die Grenze directen Betruges streiften. Indess wurde der bezeichnete Antrag schliesslich doch als zu weitgehend von der Commissionsmehrheit verworfen, und es blieb danach in dem Berichte nur noch ein wesentlicher Vorschlag übrig, dahin gehend, ein Gesetz zu erlassen, laut dessen jeder Anleiheprospektus eine Reihe bestimmt vorgeschriebener Mittheilungen über die Verhältnisse des anleihenden

⁹⁾ Vergl. *Hansard, Parl. Debates* 1875, Vol. CCXXII. p. 772 ff.

Staates zu enthalten habe, namentlich über seine Einkünfte und früheren Schulden, über die Einkünfte und Lasten der etwa hypothecirten Werthobjekte, sowie über ähnliche für die Bonität der Anleihe entscheidend wichtigen Umstände. Die sonst noch in dem Berichte enthaltenen Vorschläge sind ohne allen Belang.

Hinsichtlich der Londoner Fondsbörse enthält der Bericht folgenden bemerkenswerthen Passus:

„Die *Stock Exchange* ist eine freiwillige Vereinigung. Sie bezweckt eine Concentrirung des Angebots und der Nachfrage, während alle ihre sonstigen Funktionen sekundärer Natur sind. Man hat keinen Grund daran zu zweifeln, dass sie hinsichtlich ihrer eigenen Mitglieder wirksame und ausreichende Jurisdiktion ausübt. Ihre diesbezüglichen Machtbefugnisse erstrecken sich sogar bis auf gänzliche Ausschliessung einzelner Personen, die hierdurch ihrer ganzen Erwerbsthätigkeit beraubt werden können. In die Angelegenheiten einer derartigen Körperschaft kann sich die Gesetzgebung schwerlich einmischen, ohne ihr jene Freiheit der Selbstregierung zu nehmen, welche das Leben und die Seele der ganzen Institution bildet (*which is the very life and soul of the institution*). So lange die *Stock Exchange* die Befugniß besitzt, einzelne ihrer Mitglieder unwiderruflich auszuschliessen, so lange kann sie durch kein Gesetz gebunden werden, das sie nicht aus eigenem Antriebe befolgen will. Verliert sie aber jene Befugniß, so verliert sie damit auch die Mittel zur Selbstregierung und hört auf in ihrer jetzigen Gestalt zu existiren.“

Der Commissionsbericht schliesst folgendermaassen:

„Schliesslich fühlt sich die Commission verpflichtet, es als ihre Ueberzeugung auszusprechen, dass die beste Schutzwehr gegen eine Wiederkehr solcher Uebel nicht vorwiegend in legislativen Maassregeln gesucht werden muss, sondern in der Aufklärung des Publikums. Die Commission hofft, dass die Geschichte der in ihrem Berichte besprochenen ausländischen Anleihen dazu bei-

tragen wird, das Publikum aufzuklären und es gewissenlosen Personen erschweren wird, Operationen auszuführen von der Art, wie sie der Bericht beschreibt, Operationen, die so viel Misstrauen und Elend herbeigeführt haben.“

Wie aus diesen Aeusserungen hervorgeht, war das Princip der unbedingten Nichtintervention des Staats innerhalb der Commission jedenfalls noch vorherrschend, wenigstens in der Theorie, während dasselbe, nach den Reformvorschlägen der Commission zu urtheilen, *in praxi* bereits etwas ins Wanken gerathen war. Wir werden bald sehen, wie rasch sich die Ansichten in dieser Richtung weiter entwickelten. Einen directen praktischen Erfolg hatte die Enquête in keiner Weise;¹⁰⁾ indess lenkte sie doch die allgemeine Aufmerksamkeit auf die von ihr berührten wunden Punkte und gab so den Anstoss zu der viel wichtigeren zweiten Enquête, welche den gesammten englischen Fondsverkehr nach allen Richtungen hin auf das Sorgfältigste und Eingehendste untersucht hat.

Die Verhandlungen des Parlaments über den Antrag auf Einsetzung dieser zweiten Enquête-Commission wollen wir ihrem wesentlichen Inhalte nach wiedergeben; sie sind reich an beachtenswerthen Gesichtspunkten, zeigen aber auch gleichzeitig, wie wenig man sich eigentlich über die Ziele der ganzen Action klar war.¹¹⁾ Der Antragsteller, Mr. Yorke, eröffnet die Debatte mit einer sehr heftigen Philippika gegen die Börse. In ihrer jetzigen Organisation sei sie im Grunde Nichts weiter, als eine grosse privilegirte Ausbeutungs-Anstalt. Namentlich wirft er der Börse Folgendes vor:

1. Sie verleite das Publikum zur Spekulation, um selbst den Profit davon einzustreichen. Makler und Händler verständigten sich mit einander zum Nachtheile des Publikums, das die Ausführung seiner Aufträge nicht controliren könne.

¹⁰⁾ Wenn man es nicht etwa als einen Erfolg ansehen will, dass der durch die Untersuchung schwer compromittirte Geschäftsträger der Republiken Honduras und Costa Rica von seinem Londoner Posten abberufen wurde.

¹¹⁾ *Hansard, Parl. Debates* 1877, Vol. CCXXIII. p. 205.

2. Die Börse schliesse sich gegen die Aussenwelt ab, als wenn sie ein reines Privatunternehmen wäre und nicht ein Markt, auf dem täglich die ungeheuersten Umsätze in Vermögensbestandtheilen eben jener Aussenwelt stattfänden. Die Börse wüsste sehr wohl, dass ihr wichtige Interessen des Publikums anvertraut wären; denn in *Rule 10* (der *Rules and Regulations*) wäre von Angelegenheiten die Rede, welche das Interesse des Publikums, zum Unterschiede von denen der Börsenmitglieder betreffen. Aber trotzdem opfere die Börse das öffentliche Interesse immer zu Gunsten ihres eigenen.
3. Die Börse sei eine Monopoleinrichtung; das Publikum müsste seine Effekten dort kaufen und verkaufen. Der Grundsatz „*caveat emptor*“ könne bei Monopoleinrichtungen nicht aufrecht erhalten werden.
4. Die Börse sei zu leicht zugänglich für Abenteurer aller Art. Es sei gar keine oder doch nur wenig besondere Qualifikation erforderlich, um Börsenmitglied zu werden, und nicht einmal grosser Vermögensbesitz, da das Differenzgeschäft prävalire.
5. Die Börse gebe vor, regulirend auf die Spekulation einzuwirken. Sie hätte sich hierzu aber ganz unfähig erwiesen. Weder die *Rules and Regulations*, noch die Maassnahmen des Börsenvorstandes hätten irgend einen nennenswerthen Nutzen gestiftet. Der Börsenvorstand sei schon desshalb nicht hierzu im Stande, da er selbst aus interessirten Börsenmitgliedern bestehe. Er verweigere einem neuen Papiere nur dann die Notirung, wenn bei der Emission directer Betrug nachgewiesen werden könne, was nur sehr selten der Fall sei.
6. Die Börse habe aber auch gar nicht einmal den ernstesten Willen, alle diese Uebelstände beseitigt zu wissen. Wenn man sie anrühre, so verschanze sie sich immer hinter den Principien der Unanfechtbarkeit aller geschäftlichen Verpflichtungen und der Nichteinmischung in das freie Walten der Concurrrenz. Die Börse glaube oder scheine zu glauben, wenn man diese ihre Idole verletzt, würde das

ganze Geschäft damit sofort ausser Landes getrieben werden. Aber dadurch solle man sich nur nicht abhalten lassen, die nöthigen Reformen ins Werk zu setzen. Eine Partei innerhalb der Börse selbst sei für eine solche Reform. Mit ihr müsste man sich in Verbindung setzen. Deshalb beantrage er, Redner, auch eine gemischte Commission bestehend aus Angehörigen des Parlaments, der Finanzwelt und des übrigen Handelsstandes. So würde man schon zu einem brauchbaren Resultate gelangen. Es seien schon manche gute Vorschläge gemacht worden, und auch sonst würde es der Commission gewiss nicht an ähnlichem Materiale fehlen. Die Börse solle wieder zu ihrer alten Respectabilität gelangen, während jetzt Allem, was mit ihr in Verbindung stände, ein gewisser Makel von vorne herein anlebe. Die Mittel und Wege zu dieser Reform solle eben die beantragte Untersuchung liefern.

Sir Charles Russell, der folgende Redner, spricht in ähnlichem Sinne. Er erkennt den Nutzen und die in vielen Punkten vortreffliche Einrichtung der Börse an — als Mitglied des *Loan to Foreign States Committee* von 1875 hatte er diese Einrichtung näher kennen gelernt — aber da die Börse selbst zugestehet, gegen die vorhandenen schweren Uebelstände machtlos zu sein, so müsse ihr das Parlament zu Hülfe kommen. Das Elend, welches die Ausschreitungen der Spekulation und die Machinationen der Gründer über England gebracht haben, sei ganz unsagbar. Die Gerichte seien hiergegen machtlos; denn einmal seien jene Praktiken meistens nur moralisch und nicht criminell zu verurtheilen; ferner sei es aber auch der reine Hohn, wenn man einem armen Teufel, der an einem neuen Schwindelpapiere seinen letzten Schilling verloren habe, anrathe, gegen einen Millionär zu klagen, der ihn vielleicht mit seinem, des Klägers, eigenem Gelde bekämpfen würde. Der Rechtsweg sei für den einzelnen Betrogenen viel zu kostspielig und weitläufig. Die Einsetzung der Commission würde jedenfalls den Uebelthätern einen heilsamen Schrecken einflössen und das sei schon ein grosser Erfolg.

Alderman Cotton (ein Vertreter der City) gegen den Antrag. Die *Stock Exchange* sei nothwendig und ihre Einrichtung sei die denkbar beste. Wie könne man die Börse verantwortlich machen dafür, dass Honduras seine Schulden nicht bezahle oder dafür, dass irgend ein Schwindelunternehmen ausserhalb der Börse gegründet werde? Das Publikum selbst trage die Schuld an den vorgefallenen Ausschreitungen; es sei verantwortlich für die Verluste, die es erlitten habe, und das Gefühl dieser Verantwortlichkeit werde nur abgeschwächt durch die Intervention der Gesetzgebung. Ueberdies würde es nur das obnehin schon herrschende Misstrauen gegen die Börse noch vermehren, wenn man so auf's Blaue hinaus, ohne bestimmtes Ziel eine Untersuchungs-Commission einsetzen wolle.

Sir Edward Watkin für den Antrag. Er glaubt, dass die Untersuchungs-Commission nicht Misstrauen, sondern im Gegentheil Vertrauen erzeugen würde. Wenn der Charakter und die Maassnahmen der Börse wirklich so korrekt und ehrenhaft seien, wie der Vorredner behaupte, so hätte sie von einer Untersuchung Nichts zu fürchten, sondern würde rein und makellos daraus hervorgehen.

E. Stanhope gegen den Antrag. Er ist ebenfalls ein Mitglied des *Loan to Foreign States Committee* gewesen und glaubt, dass aus der damaligen Untersuchung zur Genüge hervorgehe, dass kein Gesetz der Welt das Publikum vor Schaden schützen könne. Wenn man einmal anfangs mit derartigen Maassregeln, wo solle man aufhören? Die Uebelstände seien gewiss da und eine Commission würde dies nur aufs Neue in aller Ausführlichkeit constatiren; aber ob sie auch ein Heilmittel vorschlagen könne, erscheine ihm sehr unwahrscheinlich. Vor der Untersuchung müsse erst irgend eine Aussicht gegeben werden, dass man damit auch wirklich einen Erfolg erzielen würde.

Sir Henry James, der im Jahre 1875 die erste Enquête beantragt hatte, für die Commission. Es sei bis jetzt noch gar Nichts geschehen, um die Ausschreitungen der Spekulation einzuschränken. Dieselben würden, obwohl vielleicht meistens inauguriert von Personen ausserhalb der Börse, doch erst durch Letztere gefährlich. Desshalb sei es nothwendig, die Börse zu reformiren.

Ihre jetzige Einrichtung sei in mancher Beziehung mangelhaft; warum solle man nicht wenigstens versuchen, sie zu verbessern? Erst müsse der Gegenbeweis geliefert werden, dass wirklich in dieser Richtung Nichts geschehen könne, ehe man von allen weiteren Schritten abstehe dürfe.

Mr. Hubbard hält die Börse ebenfalls für die denkbar beste Einrichtung ihrer Art. Es sei kein einziger begründeter Vorwurf gegen sie erhoben worden. Man solle sie nicht stören; sie sei ein mächtiges Mittel zur Beförderung des nationalen Wohlstandes.

Mr. Norwood. Die Gesetzgebung greife in alle möglichen anderen commerciellen Verhältnisse ein, warum solle gerade die Fondsbörse ein *noli me tangere* sein?

Mr. Bentinck, ein heftiger Gegner der Börse, meint, unzweifelhaft würde die Intervention der Staatsgewalt Schrecken verbreiten, aber nur in derselben Weise, wie eine grosse Banditen-Razzia in Calabrien alle Banditen in Sicilien in Schrecken setzen würde. Er erkläre ohne Zögern, dass, soweit es sich um die Interessen des Publikums handele, es besser sei, die öffentlichen Spielhäuser wieder einzuführen und statt dessen dem Börsenspiele ein Ende zu machen.

Der Schatzkanzler Sir S. H. Northcote giebt zu, dass vermittelst der Börse betrügerische Manipulationen ins Werk gesetzt werden. Aber die Börse sei nicht die einzige derartig missbrauchte Institution. Der Presse z. B. erginge es ganz ebenso. Es sei zunächst nöthig zu erwägen, inwieweit die Institution verantwortlich gemacht werden kann für das Unheil, das durch sie von dritter Seite angerichtet wird. In Bezug auf die Börse sei durch die Untersuchung von 1875 schon alles Thatsächliche aufgeklärt worden. Die Frage, „ob die Einrichtungen und Gewohnheiten der Börse mit den Grundsätzen harmoniren, welche im Interesse des Gemeinwohles maassgebend sein sollten“ — würde allerdings zu sehr ernsthaften Erwägungen führen können. Wenn die Antragsteller, statt bloss eine Untersuchungscommission vorzuschlagen, auch die Richtung angegeben hätten, in der irgend welche Heilmittel zu finden sein möchten, so würde er für den Erfolg der Untersuchung einstehen. Aber das sei nicht geschehen. Die Untersuchung sei eine Sache für sich, aber da auch von Heil-

mitteln gesprochen werde, so müsse das Parlament sorgfältigst erwägen, ob deren Anwendung nicht mehr Nachtheil, als Nutzen bringen würde. Die Anwendung irgend eines derartigen Mittels, überhaupt jeder Versuch in dieser Richtung, wenn nicht gleichzeitig damit auch die Möglichkeit einer Umgehung absolut abgeschnitten werden könne, würde mehr schaden, als nützen, denn dadurch würde nur die Sorglosigkeit und Vertrauensseligkeit des Publikums vergrössert werden. Alles was man thun könne, sei eine möglichst gute Geschäfts-Maschinerie zu schaffen und ein scharfes Gesetz gegen betrügerischen Missbrauch dieser Maschinerie. Gegen eine Untersuchung würde er nicht stimmen; aber er glaube nicht, dass Gutes dadurch erreicht werden könne, und in Bezug auf die Resultate der Untersuchung empfiehlt er schon jetzt die alleräusserste Vorsicht.

Mr. Lowe, der Vorsitzende des *Loan to Foreign States Committee*, vertritt eine ebenso gemässigte, wie einleuchtende Ansicht. Zunächst macht er darauf aufmerksam, dass es sehr schwierig sei — selbst wenn man gefunden haben würde, was in der Sache selbst zu thun sei — die Maassregel dann auch wirklich auszuführen; denn die Börse sei eine freiwillige Vereinigung, ein Club, und wenn sie der Gesetzgebung sich widersetzen wolle, so sei ihr dies mit leichter Mühe möglich, ebenso wie sie es bei früheren Gelegenheiten schon erfolgreich gethan habe. Die grösste Schwierigkeit sei desshalb, so zu handeln, dass man nicht matt gesetzt werden könne. Im Uebrigen würde die Commission schon Stoff, dankbares Material in Hülle und Fülle finden. Nicht, dass überhaupt an der Börse gespielt werde, sei das Entscheidende, sondern dass die Börse in vielen Fällen durch Gewährung der Cotirung und des „*settlement day*“ (Abrechnungstag bei neuen Papieren), ohne sich genügend informirt zu haben, oder gar wider besseres Wissen, schwindelhaften Unternehmungen in den Augen des Publikums einen gewissen Anschein des Soliden verleihe. Man könne dem abhelfen, entweder indem man die Vorsichtsmaassregeln vermehre und jede erdenkliche Art von Cautelen vorschreibe oder indem man, im Gegentheil, der Börse überhaupt alle Macht nähme, jene Facilitäten zu verweigern, so

dass jedes neue Papier allein durch sich selbst sprechen könne und die Börse ihrer richterlichen Pflichten, die sie bisher schlecht erfüllt habe, gänzlich enthoben werde. Die grösste Schwierigkeit bestehe aber immer in der Frage der praktischen Durchführbarkeit gegenüber einer freiwilligen Vereinigung mit fast legislativen Befugnissen; wie dieser freiwillige Charakter gewahrt und doch auch gleichzeitig die Suprematie der Gesetzgebung aufrecht erhalten werden könne, sei wohl werth der reiflichsten Erwägung einer in Gemeinschaft mit der Fondsbörse selbst berathenden Commission.

Als letzter Redner spricht Goschen gegen den Antrag. Die Einsetzung einer Commission würde das in- und ausländische Publikum in dem Glauben bestärken, dass der Handel in England der Ueberwachung bedürfe; aus diesem Gesichtspunkte sei er gegen alle derartigen *ad hoc* eingesetzten Correctionstribunale.

Man sieht, wie weit die Ansichten auseinander gingen. Dabei waren die Ultra-Anhänger der wirthschaftlichen Individualfreiheit im Parlamente noch gar nicht einmal zu Worte gekommen. Diese Intransigenten der Manchesterpartei erklärten selbst diejenige, auf dem *self-government* beruhende Aufsicht, welche die Börsenleitung (das *Committee for General Purposes of the Stock Exchange*) über den Börsenverkehr ausübt, für verwerflich und plaidirten sehr entschieden für ihre Abschaffung.¹²⁾ Die Zweckmässigkeit der geplanten Untersuchung wollten sie natürlich erst recht nicht gelten lassen.¹³⁾

¹²⁾ Vergl. „*Economist*“ 1877 p. 118: „*In no other market is it thought desirable to attempt to regulate dealings. The sugar broker, the tea dealer, the wool importer and the corn merchant, all transact their business without the attempt of any „Committee“ to exercise a paternal jurisdiction over them.*“

¹³⁾ „*Economist*“ 1877 p. 322: „*Mr. Yorke's plan was an attempt to give effect in a halting and hesitating manner to the vague feeling which prevails among the outside public that the Stock Exchange is primarily responsible for most of the great frauds upon investors which have been perpetrated in recent years and that such frauds may be prevented for the future by legislation of some kind. But the outside public has not the least notion at present how far or even in what direction legislation may go; what qualifications and legitimations may be necessary and what dangers are to be avoided etc.*“ In zahlreichen Artikeln des „*Economist*“, „*Bankers Magazine*“ und anderer wesentlich im manchesterlichen Sinne redigirten Blätter wurde die Ansicht ausgesprochen, dass die Enquête blosse Zeitverschwendung sein werde, wenn man nicht von Anfang an auf ein bestimmtes legislatives Ziel lossteuere. Und

Indess, trotz aller Opposition innerhalb und ausserhalb des Parlaments, beschloss Letzteres doch dem Antrage Mr. Yorke's zuzustimmen. Auf Königlichen Befehl wurde sofort eine gemischte Commission gebildet, bestehend aus Angehörigen des Parlaments, des Richterstandes, der Fondsbörse und sonstiger commercieller Kreise (darunter auch Sir Nath. M. de Rothschild); zum Vorsitzenden wurde Lord Penzance, einer der angesehensten Richter des Landes, ernannt. Die erste Sitzung der Commission fand am 9. Juni 1877 statt; die Enquête selbst dauerte bis zum April 1878; der Bericht wurde erstattet am 31. Juli 1878. Es wurden 53 Sachverständige vernommen, denen die Commission im Ganzen 8831 Fragen vorlegte. Die Protokolle dieser Verhöre füllen allein 350 Folioseiten. Die Geduld und Gewissenhaftigkeit der Commission, die Geschicklichkeit und Objektivität ihres Präsidenten, der das schwierige Geschäft der Fragestellung meist ganz allein besorgte, muss man als geradezu staunenswerth bezeichnen. Auch die complicirtesten Verhältnisse — und wie viele deren enthält nicht die Fondsbörse für jeden Draussenstehenden! — wurden schliesslich durch unermüdlich wiederholte Fragen nach allen Seiten hin klargestellt, so dass der Bericht, wie er jetzt in den *Parliamentary Papers* vorliegt, mit den Sachverständigen-Aussagen und sonstigen Beweisdokumenten unzweifelhaft die denkbar beste Quelle für jede Forschung auf dem Gebiete des englischen Fondswesens bildet.¹⁴⁾ Dies ist von allen Seiten, auch von den ursprünglichen Gegnern der ganzen Untersuchung, einstimmig anerkannt worden.¹⁵⁾

wenn man dies thäte, so wäre die Enquête erst recht verwerflich, weil der Börsenverkehr nicht mehr, sondern weniger Beaufsichtigung nöthig habe.

¹⁴⁾ Namentlich in den Sachverständigen-Aussagen (*Minutes of evidence*), die getrennt von dem eigentlichen Commissionsberichte auf buchhändlerischem Wege zu beziehen sind, ist noch massenhaftes Rohmaterial für wissenschaftliche Untersuchungen vorhanden. Auch Struck hat nur einen Theil dieses Materials systematisch geordnet und verarbeitet; es bleibt da noch immer sehr viel zu thun übrig.

¹⁵⁾ Vergl. z. B. *Bankers Magazine* 1878 p. 837. *Economist* 1878 p. 1002. „We may recall, in considering what the Commissioners have done, the proverb which relates the advice given by the old peasant to his sons to search for gold within the narrow bounds of the field which he left them. The work done by the zealous toilers was rewarded with no sudden find of hidden treasure, but whit greatly improved returns from the not ingrateful soil.“

Wenn die Enquête selbst — wie es ja bis jetzt fast den Anschein hat — weiter kein directes Resultat ergeben sollte, als die Schaffung einer sicheren Grundlage für die Erforschung des englischen Fondswesens, so wäre das jedenfalls schon ein nicht zu unterschätzendes Verdienst. Aber die Commission hat ferner auch auf Grund ihrer thatsächlichen Erhebungen eine Anzahl von Reformvorschlägen gemacht, die allerdings bis jetzt erst zum allerkleinsten Theile praktische Folgen gehabt haben, die aber trotzdem für uns von hervorragendem Interesse sind, weil sie zeigen, nach welcher Richtung hin eine so gründlich informirte Körperschaft die Börseneinrichtungen für verbesserungsbedürftig erachtet hat. Es ist dies um so wichtiger, als der Commissionsbericht in sehr vielen, ja in den meisten Punkten die Einrichtungen, welche an der Londoner Fondsbörse zur Sicherung und Vereinfachung des Geschäftsganges bestehen, als durchaus zweckentsprechend, theilweise sogar als ganz unübertrefflich bezeichnet. Hiermit stimmt es überein, dass die Commission eine ganze Reihe von theilweise ziemlich weitgehenden Vorschlägen, welche ihr einzelne der verhörten Sachverständigen unterbreitet hatten, sich nicht zu eigen gemacht hat; indess bleiben doch noch mehrere sehr wesentliche und eine Anzahl sekundärer Punkte übrig, die als reformbedürftig von der Commissionsmehrheit anerkannt wurden. Ehe wir aber die Vorschläge der Commission näher ins Auge fassen, müssen wir nochmals darauf aufmerksam machen, dass die Londoner Fondsbörse in ihrer Organisation durchaus verschieden ist von allen continentalen Börsen.

Die Londoner *Stock Exchange* ist nicht, wie die Börsen des Continents, eine durch Staatsgesetz oder doch unter Mitwirkung der Staatsgewalt organisirte und meist auch von Letzterer beaufsichtigte Institution, sondern ein völlig selbstständiger Privatverein, dessen Vorstand, das *Committee for General Purposes*, alle diejenigen Maassregeln ergreift, welche ihm zur Sicherung und Vereinfachung des Geschäftsganges nothwendig erscheinen. Hinsichtlich der Aufstellung und Handhabung dieser „*Rules and Regulations*“ ist die Börsenleitung von keiner Behörde abhängig; ihre Entscheidungen sind stets endgültig und inappellabel. Es folgt aus dieser autonomen Stellung der Londoner Fondsbörse, dass der Staat auch

nicht eine einzige jener statutarischen Bestimmungen in Frage stellen oder abändern kann. Er würde nur dann hierzu im Stande sein, wenn er vorher die Börse aus einem Privatverein in eine der staatlichen Einwirkung zugängliche öffentliche Corporation umwandelte. Diese Maassregel empfiehlt die Commission denn auch als Vorbedingung für die möglicherweise erforderliche zwangsweise Durchführung ihrer eigentlichen Reformvorschläge. Allerdings betont sie dabei nachdrücklichst, dass die Selbstständigkeit der Börse durch die Incorporirung nicht gemindert, sondern dass sie im Gegentheil mit grösseren Machtbefugnissen ausgestattet, dass ihr eine feste, gesicherte und autoritative Stellung verliehen werden solle. Indess darf man sich durch solche Redensarten nicht täuschen lassen; die Incorporirung der Londoner Fondsbörse müsste, wenn sie überhaupt einen Zweck haben soll, jedenfalls ihre Selbstständigkeit stark beeinträchtigen, und schon die einfache Thatsache, dass die Commissionsmehrheit¹⁶⁾ nach so eingehenden Untersuchungen sich für die Beschränkung der Börsenfreiheit erklärt hat, beweist, welche Rückschritte das Princip der unbedingten Nichtintervention seit dem Jahre 1875 gemacht hatte. Obwohl die Incorporirung bis jetzt nicht durchgeführt worden ist und auch fürs Erste noch gar nicht daran gedacht wird, sie durchzuführen,¹⁷⁾ so ist es doch keineswegs unwahrscheinlich, dass die nächste Periode grösserer spekulativer Ausschreitungen Anlass bieten wird, auf den Vorschlag der Enquête-Commission zurückzugreifen. Dann wird man vielleicht auch ihre sonstigen Anträge einer genaueren Prüfung unterziehen, während dieselben bis jetzt, abgesehen von einigen untergeordneten Punkten, Nichts als „schätzbares Material“ darstellen.

Der weitgehendste Vorschlag der Commission bezweckt ein Verbot aller Geschäfte in neuen Papieren vor deren Zuthheilung an die Subscribenten (der sogenannten „*dealings before allotment*“) und knüpft somit an einen Gedanken an, der,

¹⁶⁾ Es sind dem Commissionsberichte die dissentirenden Meinungsäusserungen einzelner Commissionsmitglieder beigegeben, welche eine Incorporirung der Börse für überflüssig, ja für verderblich erklären.

¹⁷⁾ Wenigstens spricht sich ein von dem Secretär des *Committee for General Purposes* an mich gerichteter Brief in diesem Sinne aus.

wie wir gesehen haben, schon bei Gelegenheit der Enquête vom Jahre 1875 aufgetaucht war, nämlich an den unzweifelhaft richtigen Gedanken, dass fast sämtliche neue Schwindelpapiere, Actien sowohl wie Anleihen, nur vermöge der, zwischen der vorläufigen Ankündigung und der eigentlichen Emission stattfindenden künstlichen Manipulationen der das Emissionsgeschäft leitenden Individuen oder Syndikate untergebracht werden konnten. Diese Manipulationen sollten unmöglich gemacht werden durch ein Verbot aller Geschäfte vor der faktischen Emission.

Wie man leicht sieht, wäre dies eine sehr radikale Maassregel; denn es drängt sich natürlich sofort der schwer zu widerlegende Einwand auf, dass jenes Verbot nicht nur die Emission der Schwindelpapiere, sondern auch die aller guten neuen Werthe unmöglich machen würde, da das Publikum nun einmal angelockt sein will und sich aus eigener Initiative fast nie an ein neues Papier heranwagen wird, dessen Qualität es nur in den seltensten Fällen zu beurtheilen vermag. Auch sonst lässt sich gegen die vorgeschlagene Maassregel sehr viel sagen.¹⁸⁾ Unseres Erachtens würde der Verkehr sie einfach unberücksichtigt lassen, selbst wenn jede Zuwiderhandlung, nach dem Antrage der Commission mit Strafe belegt werden sollte; alle Verbote ganzer Geschäftskategorien, an die sich der Verkehr derart gewöhnt hat, dass er sie nicht mehr entbehren kann, werden unserer Ueberzeugung nach stets wirkungslos bleiben müssen und sind schon aus diesem Grunde zu verwerfen. Was haben die zahlreichen Edikte gegen die Differenzgeschäfte, gegen die Blanko-Verkäufe oder gegen sonstige Geschäftskategorien, trotz aller noch so strengen Strafbestimmungen, ausgerichtet? Nichts, gar Nichts, sie haben eher geschadet. Aehnlich würde es höchst wahrscheinlich auch einem Verbote der „*dealings before allotment*“ ergehen.

Von den sonstigen Vorschlägen der Commission verdienen besonders diejenigen hervorgehoben zu werden, welche darauf abzielen, die durchschnittliche Qualität der Börsenmitglieder in Bezug auf Moralität, Intelligenz und Vermögensbesitz nach Möglichkeit zu verbessern. Dahin gehören die Vorschläge, bei der

¹⁸⁾ Eine sehr gute Zusammenstellung dieser Einwände gegen den Commissionsvorschlag giebt Struck (Die Effectenbörse) p. 80 ff.

Aufnahme neuer Mitglieder noch strenger zu verfahren, als bisher und bankerotte Mitglieder nur dann wieder zuzulassen, wenn sie ohne schweres, eigenes Verschulden fallirt haben. Der erst-erwähnte Punkt, die Aufnahme neuer Mitglieder, ist für uns ganz besonders bemerkenswerth, weil die Vorbedingungen zur Benutzung der Londoner Fondsbörse, ihrem Charakter als geschlossener Verein entsprechend, ohnehin schon von jeher ganz unvergleichlich strenger gewesen sind, als diejenigen irgend einer continentalen Börse. Auf die Details dieser höchst wichtigen Frage werden wir in unseren Schlussbetrachtungen näher eingehen. Hier genügt es zu constatiren, dass die Commission nach ihren gründlichen Ermittlungen sich nicht mehr dazu entschliessen konnte, die landläufige Anschauung zu vertreten, wonach die Fondsbörse ein Waarenmarkt wie jeder andere oder gar ein blosses Privatunternehmen sein soll; die Commission betrachtete vielmehr die Fondsbörse als eine öffentliche Institution von allergrössester Bedeutung und mit ganz eigenartigen Gefahren, die nur abgeschwächt werden können durch sorgsame und der besonderen Natur dieser Institution entsprechende gesetzliche oder statutarische Bestimmungen. Auf ganz demselben Standpunkte steht ja auch die Londoner *Stock Exchange* selbst, wenn sie ihren Verkehr mittelst der „*Rules and Regulations*“ mit einer Menge Schranken umgiebt, die bei anderen Waarenmärkten weder vorhanden, noch erforderlich sind. Wenn dagegen ein der *Stock Exchange* angehöriges Mitglied der Untersuchungs-Commission in seinem dem Berichte beigegebenen Minoritätvotum die Behauptung aufstellt, der „*standard of morality*“ an der *Stock Exchange* sei ein so hoher, dass Letztere zu seiner Erhaltung sich genöthigt gesehen habe, in den „*Rules and Regulations*“ noch über die Landesgesetze hinauszugehen, so ist das eine merkwürdige Verdrehung des thatsächlichen Entwicklungsganges.

Die englischen Landesgesetze enthalten in Bezug auf die Regelung des Fondsverkehrs gegenwärtig nur ganz geringfügige und irrelevante Vorschriften; die früher in Gültigkeit gewesen — wie wir gesehen haben, sehr scharfen — Bestimmungen sind längst als unzweckmässig erkannt und deshalb, mit geringen Ausnahmen, wieder aufgehoben worden. Inzwischen sah sich die

Börse selbst gezwungen, ihrerseits zweckentsprechendere Regeln aufzustellen, weil der „*standard of morality*“ (und ebenso auch der „*standard of intelligence and of wealth*“) unter den Börsenmitgliedern Viel zu wünschen übrig liess und weil die Börse selbst erkannte, wie sehr das Geschäft unter einem derartigen Zustande leiden muss.¹⁹⁾ Früher waren die Aufnahme-Bedingungen der Londoner *Stock Exchange* viel milder als jetzt; sie sind aber im Laufe der Jahrzehnte stufenweise immer mehr verschärft worden, und ebenso hat die *Stock Exchange* auch alle sonstigen Vorschriften, welche die „*Rules and Regulations*“ jetzt zur thunlichsten Wahrung der geschäftlichen Solidität enthalten, durchgehends erst nach und nach erlassen, nur dem dringendsten Bedürfnisse Folge gebend. Der ursprüngliche Zustand war also niemals, wie jenes Commissionsmitglied meint, ein guter und befriedigender, sondern ein schlechter oder doch sehr mangelhafter, und die „*Rules and Regulations*“ sollen nicht zur Aufrechterhaltung, sondern zur Verbesserung dieses Zustandes dienen.

Es ist das ein sehr wichtiger Punkt, nämlich der Ausgangspunkt für eine jede, wie auch immer geartete Reform-Action, und weil gerade hierüber vielfach so überaus verkehrte Ansichten bestehen, weil besonders die Fondsbörse selbst den einfachen Entwicklungsgang, wie er eben von uns skizzirt wurde, noch nicht als den einzig richtigen und nothwendigen unter allen Umständen anzuerkennen vermag, desshalb haben wir die Gelegenheit benutzt, diesen Punkt ein für alle Mal klarzustellen.

Von den sonstigen Vorschlägen der Commission sind hauptsächlich noch folgende bemerkenswerth:

1. Die Börsenleitung sollte diejenigen Börsenmitglieder strenge bestrafen, welche als Makler Spekulationsgeschäfte vermitteln, deren Umfang ausser Verhältniss steht zu dem Vermögen ihrer Kunden.

¹⁹⁾ Es möge hier z. B. an die heftigen Klagen erinnert werden, die in England während der *Railway Mania* laut wurden, dass die *Stock Exchange* von einer Menge Individuen überschwemmt werde, die in gar keiner Beziehung zum regulären Geschäfte ständen. Vergl. *Bankers Magazine* Jahrg. 1850 p. 286.

2. Die Coursnotirungen im officiellen Coursberichte sollten sorgfältiger als bisher behandelt und hierdurch zuverlässiger gemacht werden. Namentlich bezieht sich dies auf die sogenannten „*closing quotations*“, d. h. auf die Notirungen derjenigen Papiere, in denen am Berichtstage keine effektiven Geschäftsabschlüsse stattgefunden haben, und die deshalb mehr oder weniger nach dem blossen Gutdünken der interessirten Händler normirt zu werden pflegen.
3. Einem Börsenmitgliede, das wegen Bankerottes zeitweilig von der Börse ausgeschlossen ist, sollte nicht gestattet werden, ohne Zustimmung seiner ausserhalb der Börse befindlichen Gläubiger irgend welche Börsengeschäfte durch ein anderes Mitglied ausführen zu lassen.
4. Wenn eine materielle Prüfung der zur officiellen Notirung und zum officiellen Arrangement (*quotation et settlement*) zuzulassenden neuen Papiere überhaupt im Interesse des Publikums für wünschenswerth erachtet wird, so sollte diese Prüfung, nach der Ansicht der Commission, nicht, wie bisher, von der Börsenleitung vorgenommen werden, welche nur eine Controlbehörde des Fondsmarktes ist und keine Interessenvertretung des Publikums, sondern von einer besonders dazu eingesetzten öffentlichen Behörde, und ebenso sollte auch die Ausführung der betr. Beschlüsse nicht der Börsenleitung überlassen bleiben, sondern auf legislativem Wege erfolgen. Es ist das ein Vorschlag, dessen Zweckmässigkeit vielfach stark angezweifelt worden ist.²⁰⁾ Wir werden auch diese Frage im Schlusskapitel einer genaueren Behandlung unterziehen; für jetzt machen wir nur wiederum auf das Bestreben der Commission aufmerksam, die Machtbefugnisse der Börse zu beschneiden und dagegen die der Staatsgewalt zu erweitern. Allerdings hat sich die Commission nur eventualiter für die Einsetzung der erwähnten Behörde ausgesprochen, nämlich nur für

²⁰⁾ Vergl. Struck a. a. O. p. 179. „*Economist*“ Jahrg. 1878 p. 1057.

den Fall, dass überhaupt eine Untersuchung der neuen Papiere für zweckdienlich erachtet werden sollte. Diese principielle Frage hat sie offen gelassen und sich darauf beschränkt, die jetzige Einrichtung, wonach die Börsenleitung selbst die Untersuchung vornimmt, zu kritisiren, dabei von der Thatsache ausgehend, dass diese Untersuchung die Einführung zahlreicher Schwindelpapiere nicht zu hintertreiben vermocht hat.

Die Commission hat dann noch einige andere Vorschläge gemacht, auf die wir indess, da sie nur ganz sekundärer Natur sind, nicht einzugehen brauchen. Dagegen müssen wir einen nicht unwichtigen Punkt erwähnen, hinsichtlich dessen die Commission zwar keinen positiven Antrag stellte, aber doch einen Wunsch in hypothetischer Form aussprach. Sie hält es nämlich für wünschenswerth, dass die Börse nicht mehr, wie bisher, jedem Nichtmitgliede verschlossen bleiben solle, sondern dass Jedermann die Börse besuchen dürfe, nicht um selbst dort Geschäfte abzuschliessen,²¹⁾ sondern nur um den Börsenverkehr kennen zu lernen, und um sich davon zu überzeugen, dass dort Alles ordnungsmässig zugeht. Die Commission erwartet hiervon allerdings keinerlei positiven Nutzen für den Interessenschutz des Publikums; doch glaubt sie, dass Letzteres von seinem Misstrauen gegen die Fondsbörse ablassen wird, sobald sich dieselbe nicht mehr so hermetisch wie jetzt gegen die Aussenwelt absperirt. Indess verbietet sich eine derartige Reform von

²¹⁾ Man muss hier sorgfältig unterscheiden zwischen dem Rechte des blossen Börsenbesuchs und der Möglichkeit der Börsenbenutzung, d. h. der Möglichkeit, an der Börse selbst Geschäfte abzuschliessen. An der Londoner *Stock Exchange* fällt, nach der jetzigen Einrichtung, Beides zusammen, wenn man von den hier nicht in Betracht kommenden sogenannten „*unauthorised clerks*“ absieht. An den meisten continentalen Börsen dagegen kann zwar Jedermann, mit geringen Ausnahmen, die Börse besuchen und erlangt hiermit auch die rechtliche Möglichkeit, daselbst Geschäfte abzuschliessen; jedoch ist dies noch nicht immer gleichbedeutend mit der faktischen Möglichkeit, welche nur dann ebenfalls gegeben zu sein pflegt, wenn die betreffende Person an der Börse nicht ganz unbekannt oder nicht direct creditlos ist. Indess kann ja auch diese faktische Möglichkeit der Börsenbenutzung an den continentalen Börsen meist nur allzu leicht erlangt werden.

selbst schon durch den einfachen Umstand, dass an der Londoner Fondsbörse kaum für die 2000 Mitglieder hinreichend Platz vorhanden ist.

Dies sind die wesentlichsten Vorschläge und Meinungsäusserungen der Commission. Sie sind in hohem Grade lehrreich; denn sie zeigen mit grösster Klarheit, dass die Commission, trotz aller gegentheiligen Versicherungen, doch das Bedürfniss fühlte, die Selbstständigkeit der Börse zu Gunsten einer ziemlich weitgehenden Staatsintervention einzuschränken. Ob und inwieweit sie damit das Richtige getroffen hat, das zu ermitteln, soll im Schlusskapitel versucht werden.

Die bisher durch die Commissionsvorschläge veranlassten Aenderungen im englischen Börsenrecht, d. h. in den dasselbe fast ausschliesslich darstellenden „*Rules and Regulations*“ der *Stock Exchange*, sind nur geringfügiger Natur: Der Zeitraum, innerhalb welcher die von jedem neuen Mitgliede zu stellenden drei Bürgen für den Bürgschaftsbetrag haften, ist entsprechend dem Commissionsvorschlage von 2 auf 4 Jahre erhöht worden (*Rule 21*), und ferner ist es jetzt den Börsenmitgliedern untersagt, die Geschäfte der von der Börse ausgeschlossenen Falliten zu besorgen, insofern sich nicht deren Gläubiger selbst hiermit einverstanden erklären (*Rule 159*). Das ist, soweit wir ermitteln konnten, der ganze greifbare Erfolg, den die mit so grosser Sorgfalt und Hingabe geführte Untersuchung bis jetzt erzielt hat. Die Zukunft muss lehren, ob sich die englische Gesetzgebung nicht doch noch früher oder später veranlasst sehen wird, auf einzelne der Commissionsvorschläge zurückzugreifen.

So liegt die Frage der Börsenreform gegenwärtig in England. In einigen anderen europäischen Staaten ist das Problem ebenfalls neuerdings in den Vordergrund der Diskussion getreten, ja, man kann wohl sagen, dass eine mehr oder weniger starke Strömung in dieser Richtung so ziemlich überall vorhanden ist, wo der spekulative Fondsverkehr grössere Ausdehnung gewonnen hat. Denn überall, wo dies der Fall ist — und wo wäre es heutzutage in irgend einem Culturstaate nicht der Fall? — hat die Spekulation auch zu Ausschreitungen geführt, welche das Bedürfniss nach Abhilfe niemals auf längere Zeit haben zur Ruhe kommen

lassen. Die Ziele dieser Bewegung gehen vorläufig freilich in den einzelnen Ländern noch weit auseinander, wie dies aus einigen Beispielen leicht zu ersehen sein wird.

In Frankreich ist die Strömung, welche den Verkehr an der Fondsbörse sich möglichst frei und schrankenlos entwickeln lassen will, neuerdings wieder sehr stark geworden. Man ist dort sichtlich geneigt, das Börsenrecht in einer Richtung umzugestalten, welche der in England begonnenen Action schnurstracks zuwiderläuft. Als Symptom dieses Bestrebens sei ein im Februar 1880 erlassenes Dekret erwähnt, wonach die Aufnahme ausländischer Effekten in den officiellen Pariser Coursbericht nicht mehr, wie bis dahin auf Antrag der Börsenleitung (der *Chambre syndicale des Agents de Change*) durch den Finanzminister beschlossen wird, sondern der Börsenleitung überlassen bleibt, gegen deren Entscheidung sich der Finanzminister nur ein Veto vorbehalten hat. Ferner ist in Frankreich, wie bereits an einer früheren Stelle mitgetheilt, die Agitation für Legalisirung aller Börsengeschäfte neuerdings wieder stark in den Vordergrund getreten, und endlich ist auch das Privilegium der *Agents de Change* in letzter Zeit wieder das Objekt heftiger Angriffe geworden. Den äusseren Anlass für diese Bestrebungen hat natürlich eine Börsenkrisis gegeben, nämlich der durch den Zusammenbruch der *Société de l'Union générale* herbeigeführte sog. „Bontoux-Krach“ vom Januar 1882. Indess ist die bereits in Angriff genommene legislative Action, von der im ersten Kapitel dieses Abschnitts die Rede war, durch eine jener in Frankreich jetzt so häufigen Ministerkrisen wieder in den Hintergrund gedrängt worden und man scheint einstweilen, d. h. wohl bis zur nächsten Krisis, Alles beim Alten lassen zu wollen.

Auch in Italien scheint man jetzt geneigt zu sein, das Börsenrecht im freiheitlichen Sinne umzugestalten; wenigstens hat sich eine im Jahre 1872 zur Prüfung der bezüglichen Verhältnisse eingesetzte Commission in dieser Richtung ausgesprochen. Darauf sind die beiden Börsensteuergesetze vom 14. Juni 1874 und 13. September 1876 gefolgt, deren erstes mit der Besteuerung der Börsenumsätze die Legalisirung aller in der vorgeschriebenen Form abgeschlossenen Börsengeschäfte, einschliesslich der reinen

Differenzgeschäfte verband, während das zweite Gesetz nur den lästigen Steuermodus abänderte. Das neue italienische Handelsgesetzbuch befasst sich mit dem eigentlichen Börsenrechte direkt gar nicht, sondern sagt in seinem Artikel 2 nur ganz allgemein, dass die Börsen, Märkte und ähnlichen Institutionen Specialgesetzen und Reglements unterworfen sein sollen. Die Detailsbestimmungen, welche der Handelscodex vom Jahre 1865 hinsichtlich des Börsenwesens enthalten hatte, sind in dem neuen Gesetzbuche einfach fortgelassen worden.

Auch in Deutschland sind gegenwärtig Strömungen vorhanden, welche auf eine Börsenreform gerichtet sind. Selbstverständlich sprechen wir hier nicht von jener wüsten Agitation gegen die Börse, von der in letzter Zeit so viel die Rede gewesen ist. Dieses blinde, erbitterte Anstürmen hat Nichts gemein mit der bewussten Gedankenarbeit, welche allein geeignet ist, die Mängel der bestehenden Einrichtungen zu verbessern. Die wahre Reformbewegung, welche wir im Auge haben, kann freilich einstweilen noch keineswegs als sehr kräftig bezeichnet werden. An die Oeffentlichkeit ist sie bisher nur sehr wenig getreten,²²⁾ zur systematischen Durchbildung ist sie noch nirgends gediehen und zu irgend welchen praktischen Schritten hat sie erst recht noch nicht geführt.

Zwei Richtungen sind es hauptsächlich, welche innerhalb dieser Bewegung neben einander herlaufen: die eine Richtung zielt auf den Erlass eines deutschen Börsengesetzes ab, die andere auf eine corporative Neugestaltung des Börsenwesens. Nicht ohne Absicht betonen wir es, dass die beiden Richtungen neben einander herlaufen; es wäre nicht undenkbar,

²²⁾ Folgendes sind die namhaftesten, neueren deutschen Autoren, welche einer Börsenreform das Wort geredet haben: Gareis, Die Börse und die Gründungen, nebst Vorschlägen zur Reform des Börsenrechts und der Actien-gesetzgebung. — G. Cohn, Zeitgeschäfte und Differenzgeschäfte (p. 43). — Oechelhäuser, Die wirthschaftliche Krisis (p. 129). — Neuwirth, Die Spekulationskrisis von 1873 (namentlich p. 347 ff.). Dies Werk bezieht sich eigentlich nur auf österreichische Verhältnisse, die indess denen im Deutschen Reiche gerade in den hier zur Discussion stehenden Punkten sehr ähnlich sind. — Struck, Die Effektenbörse, eine Vergleichung deutscher und englischer Zustände (namentlich p. 180 ff.).

dass sie sich einmal kreuzen und bekämpfen könnten; hoffentlich wird dies aber nie geschehen; wünschenswerth oder nothwendig ist es keinesfalls, da sie Beide ihre volle Berechtigung haben. Dass sich die Erkenntniss des Bedürfnisses nach einer Reform auch in deutschen Börsenkreisen Bahn zu brechen beginnt, dafür sind in jüngster Zeit einige hochehrwürdige Anzeichen zu Tage getreten. Indess wird sicherlich noch viel Zeit und publicistische Arbeit nöthig sein, ehe die wirkliche Reformarbeit beginnen kann. Einstweilen sind noch viel zu viel conträre oder doch hemmende Strömungen vorhanden, als dass man auf ein baldiges Resultat hoffen könnte. Auch ist man sich eben meist noch nicht einmal über die einzuschlagende Richtung klar geworden; im Gefühle diëser Unsicherheit tastet man rathlos umher und ist sehr geneigt, das nächstliegende Mittel zu ergreifen, ohne genügend zu bedenken, ob irgend ein praktisches Resultat davon zu erwarten ist.

Das hat sich z. B. gerade in der allerjüngsten Zeit gelegentlich der legislativen Action, welche eine zweckmässige und für den Staat einträgliche Besteuerung der Börsengeschäfte anstrebt, ganz evident herausgestellt. Zwar ist in den Kreisen, welche die Börse aus eigener praktischer Erfahrung kennen, niemals ernsthaft davon die Rede gewesen, dass eine verständig angelegte Börsensteuer etwas Anderes sein könne, als eine ausschliesslich finanzwirthschaftliche Maassregel. Von diesem Standpunkte aus muss man die ganze Frage betrachten; wirthschaftspolizeiliche Gelüste irgend welcher Art sollte man dabei gänzlich unterdrücken. Man hat gefordert, dass das mobile Kapital stärker als bisher zu den Lasten des Staates herangezogen werden müsse und hat dieses Verlangen motivirt durch den Hinweis auf die exorbitant hohe Besteuerung des Immobilienbesitzes einerseits und auf die Unzulänglichkeit der jetzigen Besteuerung des Mobilienbesitzes andererseits. Ob diese Beweisführung mit ihren Schlussfolgerungen richtig ist, ob die gewählte oder eine andere Art der Besteuerung zweckmässiger erscheint, das sind Fragen, die für den Steuerpolitiker von grossem Interesse sein mögen, — für den Börsenpolitiker haben sie dagegen nicht die geringste Bedeutung, solange die Steuer innerhalb mässiger Grenzen bleibt, solange man nicht ver-

sucht, durch die Höhe des Steuersatzes einen Einfluss auf die Gestaltung des Börsenverkehrs auszuüben. Es ist nun aber eine nicht wegzuläugnende Thatsache, dass gerade diese letztere Tendenz in den lebhaften Debatten, welche die Börsensteuerfrage in Deutschland neuerdings hervorgerufen hat, vielfach sehr deutlich zu Tage getreten ist. Wir können uns daher der Verpflichtung nicht entziehen, diese eigentlich ganz ausserhalb des Rahmens unserer Untersuchung gelegene Frage auch unsererseits vom Standpunkte einer rationellen Börsenpolitik aus — natürlich ganz ohne Rücksicht auf alle finanzwirthschaftlichen Gesichtspunkte²³⁾ — einer kurzen Besprechung zu unterziehen.

Bei der letzten Discussion, welche die Börsensteuerfrage im deutschen Reichstage veranlasst hat, nämlich bei der vom 18. bis zum 20. Januar 1883 stattgehabten Verhandlung über den Antrag des Abgeordneten v. Wedell-Malchow auf Einführung einer procentual abgestuften und die Zeitgeschäfte höher als die Cassageschäfte treffenden Umsatzsteuer, citirte ein Vertheidiger dieses Antrags aus dem Briefe „eines unserer allerersten Nationalökonomen“ folgenden Passus:

„Was mich an diesem Gesetzentwurfe besonders anspricht, ist der Gedanke, durch gleichmässige Besteuerung der soliden Zeitgeschäfte und der blossen Differenzwetten diese Letzteren womöglich ganz aus der Welt zu schaffen.“

Den Namen des Briefschreibers erklärte der Redner nicht nennen zu dürfen; wir müssen also die Versicherung, dass es „einer unserer allerersten Nationalökonomen“ ist, auf Treu und Glauben hinnehmen. Dann müssen wir aber gestehen, dass dieser hervorragende Nationalökonom vom Wesen des Börsengeschäfts eine ganz unverzeihlich oberflächliche Anschauung hat. Eine gleichmässige Besteuerung aller Zeitgeschäfte, der soliden wie der unsoliden, soll die Tendenz oder gar die Wirkung haben, Letztere aus der Welt zu schaffen! Nun wollen wir gar kein Gewicht darauf legen, dass der Satz, mit welchem der Antrag des Ab-

²³⁾ In dieser Hinsicht findet man alles Nöthige in den beiden Schriften von Dr. R. Friedberg, „Die Börsensteuer“ und „Vorschläge zur technischen Durchführung einer procentualen Börsensteuer“.

geordneten v. Wedell-Malchow die Zeitgeschäfte zu besteuern gedachte, nur $\frac{2}{10}$ per Mille beträgt, also 20 Pfennige von je 1000 Mark; man könnte ja, wenn man die von jenem Briefschreiber gelobte Tendenz des Antrags wirksam durchführen wollte, einen höheren Satz annehmen, vielleicht $\frac{1}{2}$ ‰, also das 25 fache des vom Abgeordneten v. Wedell-Malchow proponirten Satzes. Damit würde man freilich entweder zunächst das solide Zeitgeschäft ruiniren oder — was noch wahrscheinlicher ist — das Gesetz würde auf alle erdenkliche Art umgangen werden. Indess wollen wir hiervon einstweilen gänzlich absehen und wollen nur die Wirkung ins Auge fassen, welche eine so exorbitant hohe Steuer auf das unsolide Geschäft, auf das Spiel, *proprement dit* oder um den Ausdruck des Briefschreibers beizubehalten, auf die „Differenzwetten“ haben würde.

Die von uns bereits ausführlich besprochene englische Enquête-Commission vom Jahre 1877 hat einem der von ihr vernommenen Sachverständigen, einem Mitgliede der Londoner Fondsbörse, die Frage vorgelegt, ob eine procentuale Börsensteuer in Höhe von einem halben Procente wohl dem spekulativen Geschäfte Abbruch thun würde. Darauf hat jener Sachverständige erwidert:

„Ich glaube nicht, dass eine solche Steuer auch nur die geringste Aenderung hervorbringen würde. Wenn ich spekuliren will, so frage ich nicht danach, ob ich Stempel bezahlen muss oder nicht. Wer sich in eine Spekulation einlässt, der thut dies niemals um einer Chance willen, die durch eine Steuer von einem halben Procente aufgehoben werden könnte.“²⁴⁾

So ist es in der That. Natürlich giebt es auch eine Anzahl von Spekulanten, die sich mit einem Nutzen von $\frac{1}{2}$ ‰ und darunter gerne begnügen; aber die Mehrzahl, besonders gerade derjenigen Kategorie, in der die meisten „Differenzwetten“ vorkommen, nimmt um einer so geringfügigen Chance willen nicht das stets vorhandene grosse Verlustrisiko auf sich. Auch wenn man berücksichtigt, dass der Satz von $\frac{1}{2}$ ‰ doppelt entrichtet

²⁴⁾ *Report of the London Stock Exchange Commission. Minutes of evidence.* Frage 5459—5461.

werden müsste, beim Kauf und beim Verkauf, würde sich gerade die unsolide Spekulation hierdurch keineswegs abschrecken lassen, am allerwenigsten natürlich in Zeiten zügelloser Spekulationssucht, auf die es doch hauptsächlich ankommt. Da aber überhaupt von derartig hohen Steuersätzen, wie $\frac{1}{2}$ 0/0, gar nicht die Rede sein kann, solange man nicht entschlossen ist, das solide Geschäft mit zu ruiniren und solange man die Börsensteuer noch für den Staat möglichst einträglich gestalten will, so zeugt der Versuch, mittels einer derartigen Steuer die Börse reformiren zu wollen, von vollständiger Unkenntniss der einfachsten Thatsachen, auf denen der ganze Börsenverkehr beruht. Und doch steht jener „allererste Nationalökonom“ mit seinen Anschauungen keineswegs allein. In allen den Verhandlungen, welche durch die zahlreichen Börsensteuerentwürfe der letzten 14 Jahre im deutschen Reichstage veranlasst worden sind, findet man auf Schritt und Tritt ähnliche Aeusserungen, welche sämmtlich beweisen, wie gering die Kenntnisse vom Wesen der Fondsspekulation bei uns in Deutschland vielfach noch sind, und wie wenig man noch auf manchen Seiten im Stande ist, die wahren Aufgaben der Gesetzgebung gegenüber den spekulativen Ausschreitungen zu begreifen. Dass die Meisten, welche sich bei diesem Anlasse über die Börse geäußert haben, in ihrem Urtheile nicht unwesentlich beeinflusst worden sind durch ihre wirthschaftlichen und politischen Gesamtanschauungen, ist selbstverständlich und innerhalb gewisser Grenzen auch vollkommen berechtigt, aber in wie hohem Grade durch jene Partei- oder Standesanschauungen auch unberechtigte Vorurtheile genährt werden, und zwar nicht nur Vorurtheile gegen die Börse, sondern auch — allerdings in weit geringerem Maasse — Vorurtheile für die Börse, das wird ein kurzer Ueberblick unschwer erkennen lassen. Wir wollen zu dem Zwecke einmal die Stellung der verschiedenen Parteien, wie sie aus den Debatten im deutschen Reichstage ersichtlich wird, der Reihe nach ins Auge fassen, und zwar wollen wir beginnen mit den der Börse direct feindlich gesinnten Parteigruppen.

Hier kommt natürlich als äusserster Flügelmann der Socialdemokrat in Betracht. Für ihn ist die Börse, nach Lassalle, „die reinste Erscheinung des Ausbeutungsprocesses der heutigen

Zeit“. Jede Maassregel, welche die Börse benachtheiligen könnte, ist seines Beifalls gewiss. Aber er glaubt nicht daran, dass die heutige Gesellschaft der Börse überhaupt ernsthaft zu Leibe gehen wird, da sie mit derselben viel zu sehr liirt ist. Desshalb heisst sein *ceterum censeo*: „Her mit dem ganzen Kapital für die arbeitenden Klassen!“

Wenn dieser Standpunkt wenigstens den Vorzug vollkommener Folgerichtigkeit hat, so kann man das keineswegs sagen von der ihm am nächsten stehenden Anschauung der sogenannten „Wirthschafts- und Steuer-Reformer“, jener Partei, die, wenn auch nicht vollkommen, so doch im Grossen und Ganzen identisch ist mit der gemeinhin als „agrarisches“ bezeichneten Richtung. Diese Partei steht der Börse ebenso feindlich gegenüber, wie die Socialdemokratie, aber wenn Letztere hierzu durch ihren Hass gegen die gesammte bestehende Gesellschaftsordnung, gegen das mobile sowohl, wie gegen das immobile Kapital ganz consequenterweise gezwungen wird, feinden die „Wirthschafts- und Steuer-Reformer“ lediglich das mobile Kapital an, und sie thun dies, obwohl sie, wenn es ihnen gelänge das mobile Kapital ernsthaft zu schädigen, hierdurch unzweifelhaft auch ihre eigenen Interessen, welche im Wesentlichen die des Immobiliärbesitzes sind, sehr empfindlich mitschädigen würden. Wennalso die agrarische Richtung — denn eine Richtung ist es nur und keine Partei — die unlängbaren Schattenseiten des Börsenwesens dazu benutzt, gegen Letzteres selbst anzustürmen, so ist das gleichbedeutend mit dem gedankenlosen Thun eines Menschen, der den Zweig durchsägt, auf dem er sitzt. Die Vertreter dieser Richtung zeichnen sich denn auch aus durch das grösstmögliche Maass von Unwissenheit in allen Börsenangelegenheiten. Auch ihnen erscheint die Börse nur als „ein grosses Ausbeutungsinstitut“.

Es folgt jetzt diejenige, hauptsächlich noch der conservativen Partei angehörige Richtung, welche zwar ausdrücklich erklärt, der Börse gegenüber „weder Hass, noch Liebe“ zu haben und ihre grosse Bedeutung theoretisch gern und willig anerkennt, die aber bei ihren legislativen Handlungen, soweit sie die Börse betreffen, sich doch noch zum grossen Theil leiten lässt durch einen Rest jener eben von uns gekennzeichneten agrarischen Anschauung,

durch das Gefühl eines Antagonismus zwischen Mobiliar- und Immobilienbesitz, das im Grunde doch ihr ganzes Denken noch beherrscht. Hierdurch wird auch diese Parteigruppe sehr leicht dazu getrieben, das mobile Kapital unbewusst zu schädigen vermitteltst Maassregeln, die ihr allerdings als durchaus gerecht und zweckmässig, ja als ganz selbstverständlich erscheinen mögen, die aber darum doch demjenigen, welcher die besonderen Eigenthümlichkeiten des mobilen Kapitals besser kennt, sich als sehr drückend, ungerecht und unzweckmässig darstellen können.

Die nächstfolgende Parteischattirung steht der Börse wirklich objektiv gegenüber. Sie erkennt ihre umfassende Bedeutung, ihre Unentbehrlichkeit nicht nur theoretisch an, sondern sie handelt auch dieser Ueberzeugung entsprechend. Andererseits ist sie indess weit davon entfernt, die schweren Uebelstände, welche durch die Ausschreitungen der Spekulation hervorgerufen werden, zu läugnen oder gering anzuschlagen. Sie wäre auch sehr gerne bereit, diese Ausschreitungen auf legislativem Wege zu bekämpfen, wenn sie nur ein wirksames Mittel wüsste, das neben dem unsoliden nicht auch das solide Geschäft mit schädigen würde. Auf diesem Standpunkte, dem einzigen, welchen wir als richtig anerkennen können, steht glücklicherweise jetzt die Mehrzahl aller deutschen Staatsmänner und Parlamentarier.

Aber es gibt doch noch eine nicht unerhebliche Anzahl erfahrener und hochangesehener Männer, denen selbst dieser Standpunkt noch nicht aufgeklärt und freisinnig genug ist. Nach ihrer Ansicht ist die Börse nichts wie die Concentration des gesammten Geschäftsverkehrs, dessen Abwicklung sie nach Möglichkeit erleichtert und beschleunigt, dessen gute und schlechte Eigenschaften sie aber im Uebrigen einfach widerspiegelt. Zwar können auch die Vertreter dieser Anschauung nicht läugnen, dass unsolide Geschäfte an der Börse abgeschlossen werden und dass nicht alle Spekulationen von Nutzen für die Volkswirtschaft sind. Aber solche Uebelstände erscheinen ihnen nicht bedeutsamer, wie etwa ein kleiner Wolkenstreif am strahlenden Sommerhimmel, und geben ihnen keinen Anlass, mit der Art, wie die Börse ihre Funktion der Verkehrsconcentrirung gegenwärtig erfüllt, unzufrieden zu sein. Denn für sie bleibt der Börsenverkehr in seiner schranken-

losen Freiheit die vollkommenste Verkörperung ihres Ideals, des möglichst freien Spiels aller wirthschaftlichen Kräfte. Keinesfalls wünschen sie, dass der Staat irgendwie in den Verkehr eingreifen soll. Höchstens würden sie sich gewisse statutarische Einschränkungen gefallen lassen. Aber selbst diese können sie nicht empfehlen und ein Bedürfniss danach erkennen sie erst recht nicht als vorhanden an.

Hier wird also die Börse nur als ein trefflich eingerichteter Mechanismus zur möglichst glatten und prompten Geschäftsabwicklung dargestellt. Dass wir weit davon entfernt sind, diese mechanische Anschauungsweise für richtig zu halten, wird man ohne Zweifel längst erkannt haben. Gewiss concentrirt sich an der Börse ein sehr grosser Theil des gesammten Geschäftsverkehrs; gewiss ist die Börse der Ort, wo sich Angebot und Nachfrage treffen; aber sie ist noch weit mehr als dieser Ort; sie ist auch eine Gemeinschaft von mehreren hundert oder tausend Menschen, die theils ihre eigenen Interessen und theils diejenigen einer nicht bestimmbar, aber jedenfalls sehr viel grösseren Anzahl anderer Menschen zu vertreten haben. Die Börse ist das Schlachtfeld, auf dem die widerstreitenden Interessen aller dieser Tausende oder Hunderttausende tagtäglich auf einander schlagen. Und ebenso wie in der bürgerlichen Gesellschaft, diesem grössten Kampfplatze des menschlichen Egoismus, stets mässigende Elemente vorhanden sein müssen, wenn die Gesellschaft nicht selbst zu Grunde gehen soll, — ebenso ist es auch nöthig, den „Krieg Aller gegen Alle“, der sich täglich an der Börse abspielt, innerhalb gewisser Schranken zu halten, damit er nicht ausarte und damit das Erwerbs- und Verkehrsleben, dessen Brennpunkt die Börse bildet, nicht zu Grunde gerichtet werde durch eine allzu häufige Wiederkehr jener spekulativen Ausschreitungen, die zwar stets vorhanden gewesen sind und niemals ganz verschwinden werden, denen aber jeder Zustand schrankenloser Verkehrsfreiheit in hervorragendem Maasse ausgesetzt ist.

Schlussfolgerungen und Reformvorschläge.

I.

Seitdem man begonnen hat, sich mit den Ursachen zu beschäftigen, die den periodisch wiederkehrenden Ausbrüchen allgemeiner Spekulationssucht zu Grunde liegen, ist in der Discussion hierüber vor Allem ein Satz immer wieder und wieder ausgesprochen worden, nämlich der Satz, „dass diese Eruptionen lediglich zurückzuführen seien auf den in jedem Menschen schlummernden Wunsch, rasch und ohne Arbeit reich zu werden und dass dies eine unaufsrottbare Eigenschaft der Menschennatur sei, gegen die man auf dem Wege der Gesetzgebung niemals etwas Bedeutendes ausrichten könne.“

Der Vordersatz, welcher die Neigung jedes Menschen, rasch und ohne Arbeit Geld zu verdienen, als Ursache der spekulativen Ausschreitungen bezeichnet, ist ohne allen Zweifel richtig, und seine unanfechtbare Wahrheit wird nicht geschmälert dadurch, dass es einer jener Gemeinplätze ist, mit denen man — *sit venia verbo* — keinen Hund vom Ofen locken kann. Aber man gehe nur einmal einen Schritt weiter und betrachte die falschen Folgerungen, die aus dem richtigen Vordersatze gezogen worden sind, und man wird erkennen, dass Letzterer doch eben nur in ganz derselben Weise wahr ist, wie etwa der Satz, dass der Mensch essen muss, wenn er leben will, oder wie der, dass es stets Verbrechen auf der Welt geben wird. Aus solchen Sätzen lässt sich eben überhaupt Alles ableiten, was man daraus abzuleiten wünscht. Ein Beispiel mag das zeigen: „Der in jedem Menschen schlummernde Wunsch, rasch und ohne Arbeit reich zu werden“, bildet nicht nur die Veranlassung aller Spekulationen, sondern auch zahlreicher Eigenthumsverbrechen; der Kassirer, der mit den ihm anvertrauten Geldern das Weite sucht, der Bandit, der die amerikanischen Goldtransporte plündert, sie werden Beide lediglich angetrieben durch den Wunsch, rasch und ohne Arbeit reich zu werden — denn Spitzbubenarbeit ist keine Arbeit im Sinne der Volkswirtschaft; — schon die Aufstellung einer solchen Parallele zeigt,

was sich Alles aus jenem Satze machen lässt, und wird man nun vielleicht auch hier folgern dürfen, dass von gesetzlichen Maassregeln kein Resultat zu erwarten sei? Nein, mit derlei nichtsagenden Phrasen sollte man an so schwere wirthschaftliche Uebel, wie sie durch die Excesse der Fondsspekulation hervorgerufen werden, nicht herantreten. Aber freilich sollte man sich auch ebenso sehr davor hüten, ins entgegengesetzte Extrem zu verfallen, indem man den Sitz des Uebels in dem Vorhandensein der Fondsspekulation selbst zu finden meint, statt in ihren Ausschreitungen und indem man kurzweg vom Staate verlangt, dass er ein so mächtiges Förderungsmittel der wirthschaftlichen Entwicklung, wie wir es an der Fondsspekulation ohne allen Zweifel besitzen, möglichst vollständig zu unterdrücken suchen solle. Dieser Standpunkt ist mindestens ebenso oberflächlich, frivol und verderblich für jede gesunde Reform, wie jener andere. Beide Extreme sind zwar glücklicherweise seltener geworden, als dies — namentlich hinsichtlich des zweiten — früher der Fall war, aber auch jetzt noch treten sie uns leider von Zeit zu Zeit entgegen. Jeder Umschwung in den wirthschaftlichen Verhältnissen treibt die Anschauungen der Masse bald dem einen, bald dem anderen Extreme zu, und wengleich diese Pendelschwingungen nach und nach kleiner werden, so sind sie doch gerade in letzter Zeit immer noch viel grösser und heftiger gewesen, als es für eine objective, klare Erkenntniss des Uebels und für eine sich hierauf gründende zielbewusste Reformpolitik zuträglich erscheint.

Dies vorausgeschickt, gehen wir jetzt direct auf das nächste Ziel unserer Untersuchung zu und stellen die Frage: Worin besteht das Wesen der spekulativen Ausschreitungen im Allgemeinen und speciell derjenigen der Fondsspekulation? Wir haben bereits anerkannt, dass alle Spekulationsthätigkeit in letzter Instanz zurückzuführen ist auf den so ziemlich jedem Menschen innewohnenden Wunsch, ohne Arbeit oder doch mit möglichst geringer Arbeit möglichst viel Vermögen zu erwerben. Dieser Wunsch an sich ist kein Uebel, ebenso wenig wie seine nächste Folge, nämlich die Spekulation selbst, solange dieselbe productiv bleibt. Der wirthschaftliche

Werth der Spekulation im Allgemeinen und der Fondsspekulation im Speciellen wird bestimmt durch die Beantwortung der Frage, ob sie productiv ist oder nicht. Productiv ist jede Thätigkeit, welche Gebrauchswerthe schafft. Dass die Fondsspekulation dies gethan hat, beweist die Geschichte des Actienwesens von der Begründung der Holländisch-Ostindischen Handels-Compagnie bis zur Eröffnung des Suez-Canals und des Gotthard-Tunnels; auch die Geschichte des Staatsschuldenwesens liefert auf jedem ihrer Blätter neue Beweise für die Productivität der Fondsspekulation. Zwar hat trotzdem schon die blosse Existenz dieser Spekulation auch ihre grossen Schattenseiten; denn da sie die für Jedermann zugänglichste Spekulationsart ist und gleichzeitig auch diejenige, welche das grösste Risiko in sich birgt, so liegt die dringende Gefahr nahe, dass sich fortdauernd grosse Mengen Unkundiger dieser zweischneidigen Waffe bedienen und nicht nur sich selbst, sondern auch die gesammte Volkswirtschaft damit verwunden werden. Die Gefahr ist unläugbar vorhanden; aber es wäre grundfalsch, um ihretwillen die Fondsspekulation im Allgemeinen zu verurtheilen. Denn wenn man die Thätigkeit dieser Spekulationsart während irgend eines längeren Zeitraums ins Auge fasst, wird man ganz gewiss erkennen, dass das durch sie angerichtete Unheil bei Weitem von ihrer grossartigen Productivität überwogen wird. Aber es giebt kürzere Perioden, in denen das umgekehrte Verhältniss Platz greift, und dies sind eben diejenigen Perioden, welche wir bisher als die der spekulativen Ausschreitungen bezeichnet haben.

Wir sagten, die Fondsspekulation sei von weitaus überwiegendem Nutzen für die Volkswirtschaft, solange sie Gebrauchswerthe schafft. Ihr subjectives Motiv ist dabei natürlich stets nur der eigene Vorthail; sie wendet sich regelmässig denjenigen Unternehmungen zu, welche ihr die meisten Chancen zu bieten scheinen. Trifft sie hiermit das Richtige, so nützt sie zwar nicht immer, aber doch in den allermeisten Fällen auch der Gesammtheit; irrt sie sich, so schädigt sie die Gesammtheit unausbleiblich, meist, obwohl nicht immer auch sich selbst. Täuscht sich die Mehrzahl der Spekulanten längere Zeit hindurch über die Aussichten ihrer Spekulationen, so erfolgt unfehlbar früher

oder später ein mehr oder minder heftiger Rückschlag, — eine Krisis.

Diese folgenschweren Massenirrhümer entstehen meist ganz spontan; erst wenn sie bereits vorhanden sind, pflegen sie durch die bewusste Thätigkeit einzelner Spekulantengruppen verstärkt und ausgebeutet zu werden. Es geschieht dies durch Creirung neuer Spekulationswerthe und zwar in erster Linie durch Begründung neuer Actien-Gesellschaften. Ist nämlich der ganze Spekulationsverkehr erst einmal in einen krankhaft erregten Zustand hineingerathen, so liegt die Gefahr sehr nahe, dass die Begründung neuer Actien-Unternehmungen nicht mehr vorwiegend wegen des aus denselben zu erwartenden Geschäftsgewinnes erfolgen wird, sondern hauptsächlich des Emissions- resp. Cours-gewinnes halber. Damit hört natürlich jede Garantie für eine wirkliche Prüfung der Bedürfnissfrage auf. Ein neues Unternehmen, mag es nun eine Eisenbahn, eine Bank oder irgend eine Industrie-Gesellschaft sein, kann nur dann dauernd prosperiren, wenn ein reelles Bedürfniss dafür vorhanden ist. Aber die Gründung eines solchen Unternehmens durch Actienausgabe ist durchaus nicht immer von dieser Voraussetzung abhängig. Besonders in Zeiten allgemeiner Spekulationssucht wird man sehr wohl im Stande sein, die Actien eines beliebigen Unternehmens zu placiren, wenn man es nur versteht, die Gewinn gier des spekulirenden Publikums auf dasselbe zu concentriren. Denn auch den Actienzeichnern ist es in den weitaus meisten Fällen nicht um die dauernde Prosperität des Unternehmens zu thun, nicht um den Zinsgenuss, der aus demselben zu erwarten steht, sondern lediglich um einen Cours-gewinn aus den gezeichneten Actien.

Nach Eintritt des Rückschlags ist man allerdings regelmässig sehr geneigt, die geschilderte sekundäre Thätigkeit einzelner Spekulantengruppen für alle Folgen der vorgefallenen Irrthümer verantwortlich zu machen, — ganz mit Unrecht; denn, wie uns die Geschichte gelehrt hat, sind die Ausschreitungen der Spekulation stets hervorgerufen worden durch Vorgänge, die weit über die Machtsphäre auch der mächtigsten Spekulantengruppe hinausgingen. Bald lag der Anlass in allgemeinen wirthschaftlichen Umwälzungen, bald in den die Spekulation begünstigenden Verhält-

nissen eines einzelnen Landes. Gar nicht selten haben wir auch beobachtet, dass gewisse Maassnahmen des Staats die spekulativen Excesse hervorriefen oder doch erheblich begünstigten. Fast ausnahmslos aber haben wir constatirt, dass die Staatsgewalten in dem allgemeinen Irrthume über die Chancen der spekulativen Bewegung mit befangen waren und ihn erst abschüttelten, nachdem er seine verderblichsten Wirkungen bereits gethan hatte. Der in letzter Zeit bei uns in Deutschland oftmals gebrauchte Ausdruck, dass „das ganze Volk wie von einem Taumel erfasst gewesen sei“, ist in der That auf alle Perioden grosser spekulativer Excesse anwendbar. Stets sind es — solange die Bewegung noch im vollen Zuge ist — nur ganz vereinzelte Stimmen, die Mässigung predigen, und niemals haben sich diese klugen Kassandrarufo Geltung verschafft, so lange noch in der anderen Wagschale die Aussicht lag auf raschen, lockenden Gewinn. Erst wenn es damit ganz vorbei war, stellte die Vernunft sich stets wieder ein, aber dann eben nur noch in Gesellschaft der — Reue.

Dies sind die hervorragendsten gemeinsamen Charakterzüge aller Perioden spekulativer Ausschreitungen; aber sie genügen noch nicht, um ein deutliches Bild von dem Wesen derjenigen Kategorie zu gewinnen, mit der wir es hier ausschliesslich zu thun haben. Zu diesem Zwecke ist es erforderlich, noch etwas tiefer einzudringen in die eigenthümliche Natur des spekulativen Fondsverkehrs. Wir sagten bereits, dass die Fondsspekulation Irrthümern bei der Beurtheilung ihrer Chancen in besonders hohem Grade ausgesetzt ist. Dies will noch etwas näher begründet sein. Wir könnten uns zwar darauf beschränken, auf die ganz exorbitant grosse Zahl von Krisen hinzuweisen, denen der Fondsverkehr immer gerade dann unterworfen war, wenn er, die mehr kapitalistischen Bahnen verlassend, sich vorwiegend der spekulativen Thätigkeit zuwendete. Indess wollen wir uns hiermit nicht begnügen, sondern auch auf deductivem Wege den Beweis dafür zu erbringen suchen, dass der Fondsspekulation in der That durchschnittlich ein besonders grosses Risiko anhaftet.

Unter allen den wesentlichen Eigenschaften, welche die Fondsspekulation von anderen Spekulationsarten unterscheiden, stellen sich uns hier folgende zwei als besonders wichtig dar:

1. ist sie in weit höherem Grade allgemein zugänglich und
2. sind die Momente, welche bei der Preisbildung der Spekulationsobjecte mitsprechen, weit complicirter, als bei anderen Spekulationsarten.

Die Richtigkeit des ersten Satzes zu begründen, ist nicht erforderlich, da wohl Niemand die Behauptung aufstellen wird, dass irgend eine beliebige Waarenspekulation auch nur entfernt so allgemein betrieben wird und betrieben werden kann, wie die Spekulation in Börsenpapieren. Aber was folgt hieraus weiter? Wenn wir diese Frage nur an der Hand der abstrakten volkswirtschaftlichen Theorie beantworten wollten, so kämen wir zu folgendem Resultate: Je grösser die Menge der Spekulanten, desto grösser wird auch die Wahrscheinlichkeit sein, dass ihr durchschnittliches Urtheil ein richtiges ist. Denn für eine grosse Zahl Menschen ist es leichter, den „wahren Preis“ zu ermitteln, als für eine kleine Zahl; ergo: Da die Fondsspekulation von besonders vielen Menschen betrieben wird, sind Irrthümer bei ihr seltener, als bei anderen Spekulationsarten. Das wäre der Schluss, zu dem wir gelangen würden, wenn wir blindlings der Doctrin folgen wollten. Und doch wäre dieser Schluss so falsch, wie nur irgend möglich. Allerdings wird das Vorhandensein einer grossen Anzahl tüchtiger, mit sicherem, eigenen Urtheile begabter Spekulanten unzweifelhaft den guten Erfolg haben, die durchschnittliche Richtigkeit ihrer Spekulationsberechnungen zu erhöhen. Aber leider bildet eben diese Elite-Klasse stets einen so minimalen Bruchtheil der ganzen Fondsspekulation, dass sie ihren richtigen Ansichten nur unter gewissen Verhältnissen Geltung verschaffen kann.

Um diesen Satz nicht misszuverstehen, muss man sich freilich von der Anschauung emancipiren, dass die „Fondsspekulation“ nur von den an der Fondsbörse befindlichen Spekulanten gebildet wird, — ein Irrthum, der noch überaus weit verbreitet ist. Die eigentliche „Börsenspekulation“, d. h. die 500 oder 1000 oder 2000 Personen, welche an der Börse selbst die Spekulation gewerbsmässig betreiben, sie bilden einen zwar qualitativ hervorragenden, quantitativ aber nur ganz geringen Theil der Gesamtspekulation. Diese letztere rekrutirt sich aus allen

Ständen und Volksklassen und erfreut sich, wie gesagt, nur zum allerkleinsten Theile eines eigenen, sicheren Urtheils, das sie befähigen könnte, die Preisbildung der Spekulationswerthe im guten, richtigen Sinne zu beeinflussen. Innerhalb der eigentlichen „Börsen-“ oder besser Berufsspekulation ist diese Qualifikation natürlich meist in weit höherem Grade vorhanden, und das ist auch der Grund, warum dieselbe in normalen Zeiten dem grossen, urtheilsunfähigen Spekulantentrosse die Directive vorschreibt. Natürlich ist die Berufsspekulation ebenfalls Irrthümern ausgesetzt, aber doch in weit geringerem Grade. Je mehr Urtheilsfähigkeit in den Reihen der Berufsspekulation vorhanden ist, desto heilsamer wird auch ihr Einfluss auf die nicht berufsmässige Spekulation sein.

Dieses gute und gesunde Verhältniss hat indess leider niemals dauernd Bestand. Sobald nämlich die Lage des spekulativen Fondsmarktes sich derart gestaltet, dass sie eine Betheiligung an der Spekulation für weitere Kreise als gewinnverheissend erscheinen lässt, wächst die Zahl der Spekulanten unfehlbar rapide an und zwar sowohl die Zahl der innerhalb, wie die der ausserhalb der Börse befindlichen Spekulanten. Die Qualität dieses Zuwachses ist regelmässig die denkbar schlechteste, sowohl in pekuniärer und moralischer, wie namentlich in intellektueller Beziehung. Die nächste Folge hiervon ist, dass die urtheilsfähigen Spekulanten ihr Urtheil nicht mehr in dem bisherigen Maasse zur Geltung bringen können. An sich schadet das noch nicht viel, solange die Bewegung noch durch die thatsächlichen Verhältnisse gerechtfertigt wird, solange die Spekulation nur oder doch vorwiegend Gebrauchswerthe schafft, solange eben noch keine erheblichen Ausschreitungen begangen werden. Je höher aber die spekulative Springfluth steigt, desto bedenklicher wächst der Einfluss der weniger intelligenten Elemente. Von den urtheilsfähigen Spekulanten tritt ein kleiner Theil gänzlich zurück, der bei weitem grösste Theil aber zieht es vor, mit der Strömung zu schwimmen und sie nach Kräften für den eigenen Vortheil auszunutzen, in der nicht unberechtigten Voraussetzung, sich vor dem Rückschlage noch am Frühesten wieder aufs feste Land retten zu können. So ist es zu erklären, dass bei der Fondsspekulation

die grössere Spekulantenzahl die Preisbildung nicht günstig, sondern höchst ungünstig zu beeinflussen pflegt.

Die zweite Eigenschaft, welche wir als Charakteristikum der Fondsspekulation bezeichnet haben, ist die überaus grosse Complicirtheit der Faktoren, von denen die Preisbildung der Spekulationswerthe abhängt. Diese Faktoren sind allerdings auch bei anderen Spekulationsarten durch die Grossartigkeit der modernen Wirthschaftsverhältnisse und durch das Ineinandergreifen der zahllosen Räder dieses riesenhaften Mechanismus für den Durchschnittsverband sehr schwer taxirbar geworden. Es ist das ein Thema, mit dem man Bände füllen könnte, wollte man es gründlich erörtern. Da es uns aber hier nur darauf ankommt, die für die Fondsspekulation charakteristischen Momente hervorzuheben, so können wir uns mit wenigen, aphoristischen Andeutungen begnügen.

Der Cours eines Börsenpapiers, welches ausschliesslich oder doch vorwiegend der Kapitalanlage dient, wird hauptsächlich bestimmt durch die Zinsrente, welche es gewährt. Bei den Actien ist diese Rente allerdings keine feste, sondern sie schwankt je nach der Prosperität des betreffenden Unternehmens, die ihrerseits wieder von einer grossen Anzahl verschiedener Umstände abhängig ist. Da indess die Course dieser vorwiegend dem Anlagebedürfnisse dienenden Papiere stets in erster Linie durch ihren Zins- oder Dividenden-Ertrag diktirt werden, so können sie sich niemals sehr weit von der hierdurch gegebenen sicheren Grundlage entfernen. Die meisten Momente, welche auf die Höhe der Rente nach der einen oder nach der andern Richtung einwirken können, treten nicht plötzlich und unvorhergesehen ein, sondern lassen eine Vorausberechnung ihrer Wirkungen zu; die Zahl der gar nicht vorherzusehenden Ereignisse ist hier noch relativ gering; der vorsichtige Kapitalist kann sich überdies gegen derartige Vorfälle schützen, indem er sein Vermögen nie „auf einen Nagel hängt“, sondern in mehreren und verschiedenartigen Papieren anlegt.

Anders steht es mit den Spekulationspapieren. Hier tritt zu den ohnehin schon zahlreichen Faktoren der Coursbildung noch als wichtigster hinzu die „Meinung“ der Spekulanten

selbst, und diese Meinung ist ein Ding, das aller, auch der tief-sinnigsten Vorausberechnung spottet. Wer will sich unterfangen, die vernünftigen oder unvernünftigen Gedanken vorherzusehen, welche sich in so unzählbar vielen Spekulantenköpfen bilden und die den Anstoss geben können zu den weitgehendsten Coursechwankungen? Lässt sich doch die Mehrzahl dieser Spekulanten überhaupt nicht von bestimmten Ansichten leiten, sondern von dunkeln Instinkten oder von den Rathschlägen „guter Freunde“ oder von der Lektüre dieses oder jenes Börsenblattes oder auch einfach nur von einem unwiderstehlichen Verlangen, das Glück zu versuchen. Hier ist der Punkt, wo wir wieder anknüpfen müssen an das, was wir vorhin über die nachtheiligen Wirkungen sagten, welche ein allzu grosses Anwachsen der Spekulanzahl auszuüben pflegt. Denn die „Meinung“ der Spekulanten wird natürlich um so unberechenbarer, je grösser der sich an der Spekulation betheiligende Kreis ist und je mehr urtheilsunfähige Elemente er enthält. Der Schwall unkundiger Dilettanten, welchen jede stärkere spekulative Strömung der Fondsspekulation zuführt, trägt allerdings zunächst nur dazu bei, die gerade herrschende Richtung zu verstärken, so unberechtigt oder übertrieben sie auch immer sein mag. Aber niemals lässt sich auch nur annähernd vorhersehen, wann dieser ganze grosse Haufen plötzlich auf die geringste Veranlassung hin, von Angst und Schrecken erfasst, alle seine Engagements um jeden Preis abschütteln und eine Krisis herbeiführen wird, die das ganze Geschäft natürlich stets auf das Allerschwerste schädigen muss. Der Zeitpunkt und die Stärke eines solchen Zusammenbruchs lässt sich um so weniger vorher berechnen, je bedeutender die Zahl der Spekulanten ist. Die längste Erfahrung und der grösste Scharfsinn nützen da Nichts mehr, nur nach seinem Gefühle kann der gewiegte Spekulant sich oft noch richten, wenn alle anderen Hilfsmittel versagen. Derartige Zustände sind auf dem spekulativen Fondsmarkte durchaus nicht selten, vielmehr treten sie so häufig ein, dass sie fast als Regel betrachtet werden können. Dagegen ist die Spekulation in anderen Waaren längst nicht in demselben Grade von der „Meinung“ der Spekulanten abhängig und diese „Meinung“ selbst ist bei Weitem nicht so schwer zu taxiren. Ein Hauptgrund für diesen Unter-

schied ist darin zu suchen, dass die Spekulation in allen anderen Waaren von relativ kleinen und dabei überwiegend sachverständigen, meist rein commerciellen Kreisen betrieben wird. Wäre dies auch bei der Fondsspekulation der Fall, so würden unmotivirte und übertriebene Coursschwankungen längst nicht so häufig stattfinden, wie jetzt, Perioden der Ueberspekulation könnten längst nicht so oft eintreten, und absichtliche Irreführung seitens einzelner Spekulantengruppen würde nur in demselben beschränkten Maasse Platz greifen können, wie dies jetzt etwa in der Baumwoll- oder Eisenspekulation der Fall ist.

II.

Hätte man in früheren Zeiten das Wesen der Fondsspekulation und die wahren Ursachen ihrer Ausschreitungen gründlich erkannt, so wäre die Gesetzgebung bei ihren Maassregeln gegen diese Excesse vor zahlreichen Fehlern bewahrt geblieben. Namentlich hätte man sich gehütet vor dem Experimentiren mit nachträglichen Repressivmaassregeln, aus denen im Grunde fast die ganze frühere Börsenpolitik bestand. Wie uns die Geschichte lehrt, hat sich die Stellung des Staats gegenüber den Ausschreitungen der Fondsspekulation fast in jedem einzelnen Falle nach folgender Schablone entwickelt:

Der spekulative Aufschwung wurde zunächst allseitig mit hoher Freude begrüsst und meist auch kräftigst unterstützt; die bald mit unterlaufenden Uebertreibungen wurden nicht beachtet oder absichtlich ignorirt; offenbarer Schwindel wurde höchstens platonisch bedauert. In einzelnen Fällen, z. B. 1785 in Frankreich und 1844 in Preussen, schritt der Staat allerdings schon in diesem Stadium ein, aber auch dann weder zeitig genug, um die in's Rollen gerathene Lawine aufhalten zu können, noch überhaupt auf zweckentsprechende Weise. Nur in einem einzigen Falle, nämlich 1844 in Preussen, hat die staatliche Intervention den Rückschlag direkt veranlasst, d. h. beschleunigt; sonst brach der Schwindel stets von selbst zusammen. Erst dann erkannten die Staatsgewalten unfehlbar die ganze Grösse des angerichteten Schadens, und voll Schrecken beriethen sie, was nun zu thun sei.

Dann fehlte es niemals an Vorschlägen aller Art; man diskutirte, man erhitzte sich — etwa wie jene ärztlichen Autoritäten am Bette ihres bereits verstorbenen Patienten — und man entschied sich schliesslich für irgend eine recht strenge Maassregel gegen die Spekulation, während Letztere einstweilen gar nicht mehr oder doch nur ganz kümmerlich existirte. Beim nächsten spekulativen „Aufschwunge“ war dieses Gesetz längst wieder in Vergessenheit gerathen, und es konnte daher dasselbe Spiel von Neuem beginnen. Wären die Maassregeln aus gründlicher Kenntniss des Uebels hervorgegangen, so hätten sie zwar Letzteres nicht mehr ungeschehen machen können, aber sie wären doch wenigstens für die nächste Periode spekulativer Ausschreitungen präventiv anwendbar gewesen. Daran war jedoch schon desshalb nicht zu denken, weil die Maassregeln fast durchgehends bereits todt zur Welt kamen.

Die Mehrzahl bestand aus Verboten einzelner Geschäftskategorien, nämlich derjenigen Kategorien, welche während der betreffenden Periode vorzugsweise von der Spekulation angewendet worden waren, oder die dem Staate als besonders gemeingefährlich erschienen. Bald wurden die Differenzgeschäfte, bald die Prämiengeschäfte, bald die Blanko-Verkäufe, bald endlich gar alle Zeitgeschäfte untersagt. Dann proscribte man wieder alle Geschäfte in bestimmten Fondsgattungen entweder gänzlich oder doch inso weit sie der vorgeschriebenen Form nicht genügten. Mit solchen Maassregeln glaubte der Staat die spekulativen Excesse aus der Welt schaffen zu können. Schon die blossе Wahrnehmung, dass die ersten dieser Gesetze vollkommen wirkungslos geblieben waren, hätte von weiteren Versuchen in derselben Richtung abschrecken sollen; aber auf keinem Gebiete des wirthschaftlichen Lebens scheinen die Erfahrungen früherer Generationen von deren Nachkommen so wenig beherzigt zu werden, als gerade auf dem der Fondsspekulation. Der Staat sah das Vorhandensein schwerer Uebelstände; er sah auch die Formen, in denen die Ausschreitungen zu Tage traten; er fühlte die Verpflichtung, irgend Etwas zu thun, und so suchte er denn im blinden Eifer jene Formen zu zertrümmern, in dem Glauben, damit die Ausschreitungen selbst aus der Welt schaffen zu können. Nicht einmal die Formen

zu zerschlagen ist ihm gelungen; denn der Verkehr wusste diesen Faustschlägen eines brutalen Repressivsystems gewandt auszuweichen; er schuf sich flugs seine eigenen Gesetze und hielt sie dem schwerfällig hinterher hinkenden Staate als Schutzwehr entgegen.

In diesem Kampfe hätte die Gesetzgebung nur dann siegen können, wenn sie rechtzeitig auf dem Platze erschienen wäre; dann wäre es ihr oftmals möglich gewesen, den ärgsten Ausschreitungen die Spitze abzubrechen, indem sie die Waffe der Concessionspflicht dazu benutzt hätte, die Schaffung weiteren Spekulationsmaterials zu verhindern. Aber nur einen einzigen Fall hat die Geschichte der Fondsspekulation aufzuweisen, in welchem ein Staat wirklich sich seiner Pflicht gegenüber den spekulativen Ausschreitungen rechtzeitig bewusst geworden ist und sie — wenn auch nur innerhalb eines beschränkten Gebiets — mit Consequenz und Energie ausgeübt hat. Dies Beispiel hat die preussische Bankpolitik zur Zeit des *Crédit Mobilier*-Schwindels geliefert und damit den Beweis erbracht, dass rechtzeitig angewendete Vorsicht sehr wohl im Stande ist, die spekulativen Excesse einzudämmen. Natürlich musste der Erfolg damals nur ein relativ geringer bleiben, da Preussen selbst in Norddeutschland mit seiner Haltung fast ganz isolirt dastand und es sich gefallen lassen musste, dass seine guten Intentionen durch die entgegengesetzte Politik der sich überall in sein Gebiet hineindrängenden kleinen Nachbarstaaten theilweise paralysirt wurden. Trotzdem bleibt die Thatsache bestehen, dass Preussen der einzige Staat gewesen ist, der jemals einem gewaltigen spekulativen Ansturme gegenüber fest und consequent sich seine Besonnenheit erhalten und nicht gewartet hat, bis das Unheil längst geschehen war, sondern die ihm zu Gebote stehenden Mittel — wenigstens auf dem einen Gebiete des Bankwesens — rechtzeitig und zweckmässig zur Anwendung gebracht hat. Es ist dies ein Vorgang, dessen principielle Bedeutung weit höher anzuschlagen ist, als die faktische Wirkung, welche damit unter den denkbar ungünstigsten Umständen erzielt wurde. Die weise, vorausschauende und consequente Haltung, welche die Preussische Regierung bei diesem Anlasse gezeigt hat, sticht sehr erquicklich ab von der unklaren, schwankenden und sich lediglich nach dem momentanen

Erfolge richtenden Politik, die wir sonst überall constatiren mussten. Wie aus unserer geschichtlichen Darstellung zu ersehen, ist ja neuerdings hierin eine unverkennbare Wendung zum Besseren eingetreten. Die Gesetzgebung hat sich darauf besonnen, dass die wichtigste Bürgschaft eines jeden Sieges in gründlicher Kenntniss der gegnerischen Kräfte besteht. Sie hat auch schon begonnen, ihre eigenen Waffen zu untersuchen und dereinst wird sie finden, dass sie doch nicht so ganz wehrlos gegen die spekulativen Ausschreitungen ist, wie es bisher den Anschein hatte. Damit beginnt eine neue Aera in dem Kampfe der Gesetzgebung gegen diese Excesse. Aber wenn auch die ersten Anzeichen einer solchen neuen Aera schon fast überall hervortreten, so sind doch, wie ebenfalls die Geschichte lehrt, Rückfälle in die alten Fehler durchaus noch nicht vollkommen ausgeschlossen, und desshalb ist es nöthig, diese Fehler immer wieder unzweideutig als solche zu kennzeichnen.

III.

Wenn uns ein Unternehmen missglückt ist, so stehen wir entweder gänzlich davon ab oder wir versuchen es auf andere Weise durchzuführen. Vor diese Alternative sah sich auch der Staat gestellt, als seine früheren Versuche zur Unterdrückung der spekulativen Excesse gescheitert waren. Die Erkenntniss, dass von der bisherigen Praxis wirklich kein gutes Resultat mehr zu erwarten sei, brach sich um dieselbe Zeit Bahn, als die Principien der wirthschaftlichen Freiheit allerorten zur Herrschaft gelangten. Faktisch hat dieser letztere Vorgang jenen ersteren direkt veranlasst oder doch mindestens sehr befördert, da die alten, den Börsenverkehr einengenden Gesetze dem Grundsätze widersprachen, dass der Verkehr sich stets am Besten selbst zu helfen wisse. Indess konnten doch auch die Anhänger dieser Richtung das Vorhandensein spekulativer Ausschreitungen nicht läugnen, und es trat daher an sie ebenfalls die Frage heran, wie solche Excesse nach Möglichkeit zu verhüten seien. Für den Fall war jedoch schon vorgesorgt. Denn in dem Arsenale von Argumenten und als solche benutzbaren Dogmen, welches die Begründer der neuen wirthschaftspolitischen Lehre zum Nutzen und Frommen ihrer

Epigonen angelegt hatten, befand sich in erster Linie auch der Glaubenssatz, dass den unvermeidlichen Uebeln, welche durch den Missbrauch der Verkehrsfreiheit hervorgerufen werden, nur entgegenzuwirken sei durch sittliche Läuterung, durch Erfahrung und Aufklärung.²⁵⁾

Dieser Fundamentalsatz der Manchesterlehre wurde natürlich auch auf die Ausschreitungen der Fondsspekulation angewendet; noch heutigen Tages wird er in weiten Kreisen betrachtet als das Alpha und Omega einer jeden zeitgemässen Beurtheilung der wirtschaftlichen Verhältnisse im Allgemeinen und der Börsenverhältnisse im Speciellen. Wir können uns der Verpflichtung nicht entziehen, festzustellen, ob dieser Lehrsatz denn wirklich in Bezug auf den Gegenstand unserer Untersuchung so unzweifelhaft richtig ist, wie man das meist noch annimmt. Ist er dies faktisch, so sind wir damit am Ende unserer Aufgabe angelangt; denn dann kann ja von irgend welchen Reformbestrebungen überhaupt nicht mehr die Rede sein. Nur die Verbreitung von Aufklärung über das Wesen der Börse, der Actien-Gesellschaften, der Staatsanleihen etc. darf dann noch das Ziel unseres Strebens bilden. Aber ist der Satz denn auch in der That richtig? Befragen wir wiederum zunächst die Geschichte; sie wird uns auch hier die Antwort nicht weigern.

Die Fondsspekulation existirt, soweit ermittelt, in Holland seit ungefähr 280 Jahren, in England und Frankreich seit circa 170 Jahren, in Deutschland und Oesterreich seit etwa 60 Jahren. Von diesen Ländern ist England unzweifelhaft dasjenige, dessen

²⁵⁾ Vergl. hierüber besonders C. Michaelis, Die wirtschaftliche Rolle des Spekulationshandels (im 2. Bande seiner volkswirtschaftlichen Schriften). Wir haben diesen Aufsatz des angesehenen Führers der deutschen Manchesterpartei schon deshalb bisher noch nicht erwähnen können, weil die Arbeit rein dogmatisch gehalten ist und sich daher auf einem vollständig anderen Boden bewegt, wie unsere geschichtliche Untersuchung. Ueberdies hätte fast jedes Citat zu einer Polemik führen müssen, da es in dem ganzen inhaltsreichen Essai kaum einen Satz giebt, den wir unterschreiben könnten. Auch hier begnügen wir uns mit dem einfachen Hinweise und dem Bekenntnisse unserer ganz entgegengesetzten Ansichten. Hoffentlich wird sich uns bald Gelegenheit ergeben, die vielen einzelnen Differenzpunkte in einer besonderen Abhandlung zu erörtern.

Bewohner in wirthschaftlicher Hinsicht die grössten Fortschritte gemacht und die meisten Erfahrungen gesammelt haben. Der Engländer ist auch nicht etwa wie der Franzose ein Hitzkopf, der vorwiegend durch momentane Impulse geleitet wird, sondern ein kühler Rechner, ein geborener Geschäftsmann. Das Actienwesen hat in keinem europäischen Lande auch nur entfernt solche Ausdehnung erlangt, wie in England, wo die Begründung von Actien-Gesellschaften selbst für den Kleinbürger und Landmann eine gewohnte, alltägliche Sache ist. Kein anderes Volk der Welt hat schon soviel Geld an schwindelhaften Gründungen und ebensolchen ausländischen Staatsanleihen verloren wie das englische Volk. Man sollte also zuverlässig annehmen, dass die Engländer endlich erkannt haben müssten, welch' ein gefährliches Ding es mit der Fondsspekulation für jeden „*Outsider*“ ist; wenigstens sind alle Vorbedingungen für eine gründliche „Aufklärung“ über diesen Punkt längst erfüllt.

Aber was sehen wir statt dessen? Die Ausschreitungen der englischen Fondsspekulation haben nicht ab-, sondern zugenommen; sie sind gewachsen mit der Menge der Spekulationspapiere. Jede neue Unternehmungsart wird von der Spekulation begierig aufgegriffen, und niemals geht es ohne Uebertreibungen ab, niemals ohne einen grösseren oder geringeren Anfall allgemeiner Spekulationsucht.²⁶⁾ Wie aus den Subscriptionslisten der englischen Actien-Gesellschaften hervorgeht und wie auch ganz kürzlich noch die *Stock Exchange Commission* von 1877/78 festgestellt hat, spekulirt in England alle Welt an der Börse, Adel und Bürgerstand, Geistliche, Officiere, Handwerker, kurz alle Stände bis herunter zum Bedienten und Portier. Die Perioden aussergewöhnlicher spekulativer Excesse sind in England keineswegs seltener, als in den Ländern, deren Fondsverkehr jünger ist; eher dürfte das Gegentheil richtig sein. Und wenn es immer nur neue Unternehmungsarten wären, welche das Material zu diesen Excessen hergeben; aber nein! — ganz

²⁶⁾ Das Wort „*Mania*“ (Spielfieber) hat sich in den Jahresberichten über den Verlauf des englischen Fondsverkehrs Bürgerrecht erworben; meist findet es sich etwa in folgendem Zusammenhange: „*The chief Mania of this year was in*“; 1881 waren es die Indischen Goldminen-Actien, 1882 die Actien der elektrischen Beleuchtungs-Gesellschaften.

dieselben Fondsgattungen werden immer wieder und wieder Objecte der maasslosesten Spielwuth, und Letztere zeitigt immer von Neuem ganz dieselben widerwärtigen Nebenerscheinungen, wie sie schon der Südseeschwindel vor 170 Jahren hervorgebracht hat.

Angesichts solcher Erfahrungen muss man sich doch fragen, ob die Verbreitung von Aufklärung überhaupt im Stande ist, den spekulativen Excessen entgegenzuwirken. Wir halten jede derartige Hoffnung für einen eitlen Wahn, und diese unsere Ueberzeugung basirt nicht allein auf den Erfahrungen von fast 2 Jahrhunderten, sondern auch auf Gründen, die aus dem innersten Wesen der Menschennatur abgeleitet sind.

Einer unserer angesehensten Parlamentarier, ein Mann, der gewiss frei ist von dem Verdachte, die Schattenseiten der Verkehrsfreiheit übermässig pessimistisch aufzufassen, und dem man gerade auf dem Gebiete des Fondswesens ein hervorragend competentes Urtheil gewiss nicht versagen wird, Ludwig Bamberger that vor der preussischen Untersuchungs-Commission über das Eisenbahn-Concessionswesen (1873) als vorgeladener Sachverständiger folgenden Ausspruch:

„Machen Sie den Actionär nicht moralischer und besser, als er wirklich ist. Was ihn zum Kaufen in 9 Fällen von 10 antreibt, ist nicht der Kalkül: Was ist bezahlt, was wird verdient? sondern es sagt sich der Durchschnittssatz der Käufer — ob nun aus Weisheit oder Thorheit —: habe ich Aussicht morgen Einen zu finden, der mir 5 oder 10^o/_o mehr giebt? Das ist die ganze Frage; so arbeitet das menschliche Herz des Actionärs. Sie können dem börsenlustigen Manne, und nicht blos dem Kaufmanne, sondern dem Portier Actien bringen, auf denen geschrieben steht: Es ist nicht 100 Thlr. dafür bezahlt, es ist blos ein Bund Stroh dafür gegeben, — aber Sie machen ihm Hoffnung, morgen werden sie 110 stehen, so nimmt er sie; und andererseits bringen Sie ihm Eine, deren eingezahlter Werth 150 ist, aber morgen werden sie wahrscheinlich 149 stehen, so nimmt er sie nicht.“

Wir haben dem Nichts weiter hinzuzufügen; es ist mehr damit gesagt, als zur gründlichen Widerlegung der „Aufklärungs“-Theorie erforderlich ist. Man entsage doch endlich dem Wahne; zu glauben, dass irgend welche Belehrungen oder Erfahrungen ein wirksames Gegengewicht bilden können gegen den unausrottbaren Hang der meisten Menschen nach raschem, mühelosen Gewinne, und dass die Aera der grossen spekulativen Ausschreitungen jetzt beendet sei. Haben wir denn nicht noch jüngst wieder bei uns in Deutschland warnende Beweise vom Gegentheil erlebt? Haben wir nicht vor einem Jahre gesehen, dass auch in Frankreich die Fondsspekulation trotz aller Erfahrungen sich noch ganz dieselben Excesse zu Schulden kommen lässt, wie vor zwei Jahrhunderten? Und glaubt man etwa, dass die Entwicklung des Fondsverkehrs jetzt Halt machen wird, während doch jeder Tag ihm neue Aufgaben, neues Spekulationsmaterial zuführt? Oder will man in allem Ernste die Behauptung aufstellen, dass Verhältnisse gleich denen, welche die spekulativen Excesse der Jahre 1872/73 begünstigten, sich nicht in derselben oder in anderer Form nach 10 oder 20 Jahren wiederholen können? Nein, man ergebe sich nur darein: Die Fondsspekulation, d. h. die spekulirende Masse hat Nichts gelernt und wird Nichts lernen, weil sie Nichts lernen kann. Wie die Motte, die sich die Flügel versengt hat, darum doch immer wieder das Licht umflattert, so wird auch die grosse Mehrzahl der Menschen niemals durch die Folgen der spekulativen Ausschreitungen davor bewahrt werden können, immer wieder in dieselben Thorheiten zu verfallen; denn jeder Einzelne wird eben immer wieder zuversichtlich hoffen, dass es „dieses Mal“ doch ganz gewiss glücken muss.

IV.

Wir stehen jetzt dem Probleme der Börsenreform Aug' in Auge gegenüber; denn nachdem wir dieses Problem von dem Schutte, den der Zerfall früherer Anschauungen und missglückter legislativer Versuche um dasselbe aufgeschichtet hatte, wenigstens nothdürftig gesäubert haben, bleibt jetzt nur noch die eine Frage übrig: Was ist zu thun? Sollen wir uns etwa endgültig abschrecken lassen durch das Scheitern aller bisherigen Versuche, die Entstehung der spekulativen Ausschreitungen nach Möglichkeit

zu verhüten oder ihre unheilvollen Wirkungen wenigstens in möglichst enge Kreise zu bannen? Oder sollen wir nicht lieber unermüdlich auf neue Mittel sinnen, wie jenes hohe und erstrebenswerthe Ziel auf anderem Wege doch noch erreicht werden könnte? Die Wahl kann nicht zweifelhaft sein. Niemals dürfen wir nachlassen oder ermatten in dem Kampfe gegen die socialen und wirthschaftlichen Uebel unserer Zeit; denn so gewiss wir sie niemals ganz überwinden werden, so gewiss können wir sie doch einschränken und mildern. In der That ist denn auch die ungeheure Mehrheit aller Denkenden schon seit geraumer Zeit zu diesem Resultate gelangt und hat sich abgewendet von jener quietistischen Anschauungsweise, die vorher auf ein Weilchen sich aller Gemüther bemächtigt zu haben schien. Nicht ob überhaupt Etwas zu geschehen hat, ist jetzt noch die Frage, sondern was geschehen soll.

Wenn das die Stellung ist, welche die überwiegende Mehrzahl aller denkenden Menschen jetzt gegenüber den Gebrechen unserer Gesellschafts- und Wirthschaftsordnung einnimmt, so ist es doch andererseits eine ebenso unbestreitbare Thatsache, dass sich die öffentliche Meinung nicht allen diesen grossen Problemen gegenüber mit gleicher Entschiedenheit auf den Reformstandpunkt gestellt hat. Speciell das hochwichtige Gebiet, welches uns hier beschäftigt, ist bisher, wie wir bereits mehrfach nachdrücklichst hervorgehoben haben, noch längst nicht so weit erforscht, dass es der öffentlichen Meinung jetzt schon möglich wäre, über unbestimmte Wünsche und heftige Anklagen gegen das Bestehende hinauszukommen. Wenn wir zu der schwierigen und voraussichtlich einstweilen noch sehr undankbaren Arbeit der geistigen Urbarmachung eines so weiten und wenig angebauten Gebietes ein kleines Scherflein beigesteuert haben, so müssten wir damit eigentlich unsere Aufgabe für beendet erklären. Denn ist überhaupt jetzt schon irgend ein heilsames Resultat zu erwarten von bestimmten Reformvorschlägen, während doch der Boden für eine Reform noch längst nicht hinreichend vorbereitet und nicht einmal das Bedürfniss danach entschieden genug durchgedrungen zu sein scheint? In der That waren wir Anfangs entschlossen, von allen positiven Reformvorschlägen abzusehen und uns damit zu begnügen, das

Bedürfniss nach einer Reform möglichst klar als existent erwiesen zu haben. Wenn wir diesen Entschluss nun doch nicht aufrecht erhalten, so leitet uns dabei nur der Wunsch, dem beliebten Vorwurfe zu entgehen, dass Kritisiren leichter sei als Bessermachen. Ausschliesslich unter diesem Gesichtspunkte wollen die folgenden Vorschläge aufgefasst sein. Sie sollen Nichts darstellen, als leichte Umrisse, deren Ausmalung einer späteren Zeit vorbehalten bleiben muss.

Unsere Reformvorschläge sind auch keineswegs ganz neu; meist knüpfen sie an Gedanken an, die längst vorhanden waren und nur noch nicht consequent genug verfolgt worden sind. Sie basiren auf der Ueberzeugung, dass es auf Erden nur zwei Mächte giebt, die im Stande sind, den Ausschreitungen der Fondsspekulation wirksam entgegenzutreten, — der Staat und die Fondsbörse. Damit soll aber nicht gesagt werden, dass diese beiden Mächte jene Funktion alternativ zu erfüllen vermögen, also entweder der Staat ohne die Fondsbörse oder die Fondsbörse ohne den Staat. Vielmehr sind wir der Ansicht, dass sie nur gemeinsam hierzu im Stande sind, indem jede der beiden Potenzen innerhalb ihrer Machtsphäre dasjenige thut, was der anderen nach ihrer besonderen Natur nicht erreichbar ist. Wir gehen ferner von der Ueberzeugung aus, dass die Fondsbörse in erster Linie dazu berufen ist, Alles dasjenige zu thun, was in ihren Kräften steht, um den spekulativen Excessen entgegen zu wirken. Nur da, wo die Macht der Börse zu Ende ist, hat der Staat einzutreten. Dieses Verhältniss entspricht dem Wesen der beiden Gemeinschaften und stimmt auch überein mit den bisherigen Erfahrungen.

Es drängt sich demnach zunächst die Frage auf: Was kann die Börse thun? Hierauf lautet unsere Antwort: Die Börse in derjenigen Gestalt, wie sie auf dem Continente und zwar am reinsten in Deutschland und Oesterreich existirt, ist fast ganz machtlos gegen die Ausschreitungen der Spekulation; dagegen ist die Börse in der Gestalt, wie sie die Londoner *Stock Exchange* zeigt, schon vollkommen geeignet, wirthschaftspolizeiliche Funktionen auszuüben; aber als die denkbar beste Constitution können wir auch die der Londoner Fondsbörse nicht an-

erkennen. Unser Ideal ist vielmehr eine Börsenorganisation, welche in der Mitte steht zwischen dem continentalen und dem Londoner Systeme.

Auf dem Continente ist die Fondsbörse ein Ort, den Jedermann besuchen darf, wenn er dieses allgemeine Menschenrecht nicht durch gewisse, relativ selten eintretende Verhältnisse eingebüsst hat. Ob die Börse dem Staate, einer Stadt oder, was meist der Fall, irgend einer Corporation gehört, und wer demgemäss dort das Hausrecht, die Börsenpolizei auszuüben hat, ist gleichgültig; auch die — stets sehr milden — Grundsätze, welche bei dieser Oberaufsicht maassgebend sind, beanspruchen nur geringes Interesse, da sie den Charakter der Börse als den eines öffentlichen Marktes nicht wesentlich alteriren können. Ist Jemand einmal zur Börse zugelassen, so kann er nur durch besondere Vergehen oder durch formellen Bankerott ausgeschlossen werden.²⁷⁾

Dagegen ist die Londoner *Stock Exchange* als ein Privatverein in der Lage, für den Zutritt zur Börse beliebige Bedingungen aufstellen zu können. Sie kann alle diejenigen Elemente, die sie aus irgend welchen Gründen ausschliessen will, durch entsprechende statutarische Bestimmungen und namentlich durch deren strenge Handhabung, ohne grosse Schwierigkeit fernhalten. Aber freilich hängt dies gänzlich von ihrem freien Belieben ab, und die Gefahr ist keineswegs ausgeschlossen, dass sie dabei vom einseitigen Interessentenstandpunkte aus Grundsätze befolgt, die dem Interesse der gesammten Volkswirtschaft nicht entsprechen.

Wie sind nun die beiden Systeme derart zu combiniren, dass die Börse einerseits diejenige Actionsfähigkeit erhält, deren sie zur wirksamen Durchführung ihrer wirtschaftspolizeilichen Ob-

²⁷⁾ Allerdings existiren an einzelnen Börsen auch Bestimmungen, wonach die Börsenleitung Personen, die sich „um fremder Zwecke willen“ an der Börse aufhalten, oder solche, die aussergerichtlich mit ihren Gläubigern accordiren, von der Börse ausschliessen kann. Aber einmal haben, wie die Erfahrung gelehrt hat, derartige allgemein gehaltene, fakultative Befugnisse niemals nennenswerthe praktische Bedeutung; und dann können sie solche namentlich da nicht erlangen, wo man von der Anschauung ausgeht, dass die Ausschliessung von der Börse einen schweren und kaum zu rechtfertigenden Eingriff in das allgemeine Menschenrecht der Börsenfähigkeit involvirt.

liegenheiten dringend bedarf und dass doch andererseits diese Actionsfreiheit niemals in absolute Willkür ausarten kann? Hier richtet sich unser Blick ganz naturgemäss auf den Staat, den obligatorischen Vertreter des Gesamtinteresses. Nur eine corporative Constitution kann die Börse in den Stand setzen, als Regulator des Verkehrs zu fungiren. Aber diese corporative Constitution darf dem Einflusse der Staatsgewalt nie ganz entzogen werden.

Die rechtliche Möglichkeit einer derartigen Bildung wird gewiss nicht zu bestreiten sein, da es ja jetzt schon ähnliche Corporationen giebt.²⁸⁾ Wohl aber kann man ihre faktische Existenzmöglichkeit anzweifeln, d. h. man kann sagen: Die Börse wird gar nicht den Willen haben, die ihr zgedachte Rolle zu übernehmen; und ferner wird man wahrscheinlich auch versuchen, der ganzen Combination einen positiven Nutzeffekt abzusprechen. Auf diese beiden Punkte hat sich daher unsere Beweisführung zu concentriren.

Wird die Börse gewillt sein, ihre Organisation umzugestalten, in der bewussten Absicht, hierdurch den Ausschreitungen der Fondsspekulation entgegenzuwirken? Man hat diese Frage mehrfach verneint und ist dabei ausgegangen von der Ansicht, dass eine Interessentengruppe, in der sich so zahlreiche spekulative Elemente befinden, niemals die Hand bieten wird zu einer Action, die bestimmt ist, der Spekulation irgend welche Einschränkungen aufzuerlegen.²⁹⁾ Damit wird also das Sprichwort: „Keine Krähe hackt der Anderen das Auge aus“ auf die Börse angewendet, — eine Auffassung, die Zeugniß ablegt von dem tiefwurzelnden Misstrauen, das man sich noch so vielfach dem ganzen Börsenwesen gegenüber bewahrt hat. Wir können dieses Misstrauen aber einstweilen noch keineswegs als gerecht-

²⁸⁾ Auch diejenigen kaufmännischen Corporationen, in deren Besitze sich jetzt einzelne Börsen befinden, sind ganz analoge Bildungen; wo sie vorhanden sind, könnten sie wohl auch am Zweckmässigsten dereinst als Grundlage für die neuen Börsen-Corporationen benutzt werden, indem man Letztere einfach von ihnen abzweigt.

²⁹⁾ Diese Ansicht findet sich z. B. auch in den Schriften Cohn's und Struck's vertreten.

fertigt anerkennen. Denn einmal besteht die Fondsbörse nicht nur aus Spekulanten, sondern auch, und zwar zu einem sehr beträchtlichen Theile, aus Geschäftsvermittlern — Commissionären und Maklern —, deren Interessen mit denen der Spekulation oft durchaus nicht identisch sind. Ferner existirt aber auch innerhalb der Börsenspekulation selbst eine Partei, die Reformbestrebungen keineswegs abhold ist. Gross ist diese Partei allerdings bis jetzt noch nicht, aber sie würde schon mit der Zeit wachsen, wenn sie nur erst einen Mittelpunkt und feste, praktische Ziele hätte. Sind doch auch in London diejenigen statutarischen Bestimmungen, welche jetzt dort an der Börse im Interesse der geschäftlichen Solidität bestehen, lediglich aus der Initiative des Börsenvereins, einer Corporation von Interessenten, hervorgegangen. Man hat nun zwar gesagt, innerhalb der Londoner Börse gebe es keine Spekulanten.³⁰⁾ Es ist das aber eine durchaus irrthümliche Auffassung. Der „dealer“ der Londoner Börse ist ein Spekulant vom reinsten Wasser; dass er meist ein sehr vorsichtiger Spekulant ist, der sich in der Regel auf allzu riskante Operationen nicht einlässt, spricht nur für die Geschäftskennntniss der Londoner Börsenspekulation. Wenn Letztere, wie nicht zu läugnen, in dieser Beziehung der continentalen Börsenspekulation durchschnittlich überlegen ist, so fällt ein sehr wesentlicher Theil des Verdienstes hieran der guten Börsenorgani-

³⁰⁾ Diese seltsame Ansicht hat Struck (Effektenbörse p. 19 ff. und p. 159 ff.) aus der englischen Enquête von 1877—1878 gewonnen und mit grossem Aufwande von Scharfsinn begründet. Er betrachtet den „dealer“ der Londoner Börse als blossen Vermittler, gleich den Commissionären und Maklern, denen er die Spekulanten und Kapitalisten als Personen, welche vermittelnde Dienste in Anspruch nehmen, gegenüberstellt. Indess geht schon aus den Sachverständigen-Aussagen jener Enquête (Fragen 1187 ff. und namentlich 2811 ff.) klar hervor, dass der Londoner „dealer“ ein simpler Spekulant ist. Struck hat sich durch eine besondere Eigenthümlichkeit des Londoner Börsenverkehrs, nämlich durch die Gewohnheit des „*dealing by making a price*“ (gleichzeitige Aufgabe eines Kaufs- und Verkaufspreises durch den Händler an den Makler) verleiten lassen, den „dealer“ nur in seiner Eigenschaft als vermittelndes Zwischenglied des Verkehrs ins Auge zu fassen, während er, isolirt betrachtet, sich sofort als ein ganz unzweifelhafter Spekulant darstellen muss. Damit zerfällt natürlich auch der künstliche Unterschied, den Struck in dieser Richtung zwischen deutschen und englischen Börsenverhältnissen zu finden meint.

sation zu, die dem massenhaften Eindringen unqualificirter Spekulanten wenigstens gewisse Schranken entgegenstellt.

Die Möglichkeit einer derartigen Organisation ist auch bei uns in Deutschland vorhanden, die rechtliche sowohl wie die faktische Möglichkeit; aber das Gefühl der Dringlichkeit einer solchen Reform ist allerdings leider an der Börse noch gar wenig verbreitet. Die Macht des Trägheitsgesetzes ist eben noch sehr viel stärker, als das Bewusstsein, dass die Börse hier eine unabweisbare Pflicht zu erfüllen hat, eine Pflicht gegen die gesammte Volkswirtschaft, mindestens ebenso sehr aber auch eine Pflicht gegen sich selbst.

Dass ein solider Geschäftsverkehr der Börse zuträglicher ist als ein unsolider, wird ohne Weiteres einleuchten; die furchtbaren Folgen spekulativer Ausschreitungen richten sich stets in erster Linie auch gegen die Börse selbst, wie vielfache Erfahrung gelehrt hat. Aber noch in anderer Hinsicht wahrt die Börse ihre eigensten Interessen, wenn sie Hand anlegt an eine Reform ihrer Organisation. Kommen wird und muss diese Reform jedenfalls; aber wenn die Börse sie nicht selbst in die Hand nimmt, so wird der Staat es thun, trotz der Börse, — wozu er ja jetzt schon von manchen Seiten gedrängt wird — und ob dann den Interessen der Börse ganz dieselbe Würdigung zu Theil werden wird, als wenn die Reform von ihr selbst ausgeht, das ist, Angesichts der starken und nie ganz aufgehörenden Unterströmungen gegen das gesammte Börsenwesen, mindestens höchst zweifelhaft. „Die Fluthwelle des öffentlichen Unwillens“, von der ein Redner im deutschen Reichstage jüngst sprach, könnte in der That derart anschwellen, dass die Börse sich von ihr möglicherweise weit mehr und härtere Einschränkungen der Verkehrsfreiheit gefallen lassen müsste, als die sind, welche sich freiwillig aufzuerlegen sie in ihrem eigenen wohlverstandenen Interesse nicht allzulange hinausschieben sollte.

Ohne die Mitwirkung des Staats kann die Börse das Reformwerk freilich niemals unternehmen. Dass der Staat bei der Begründung der neuen Börsencorporation thätig sein muss, ist selbstverständlich; denn nur auf legislativem Wege kann die jetzt bestehende Einrichtung beseitigt und eine andere an ihre

Stelle gesetzt werden. Aber der Staat muss sich auch einen dauernden Einfluss auf die Gestaltung des Börsenverkehrs sichern, denn er allein kann die Corporation davor bewahren, dass ihr im Kampfe der Interessengegensätze die stete Rücksichtnahme auf das Gemeinwohl verloren gehe.

Wir haben jetzt die Voraussetzungen geprüft, von denen eine corporative Neugestaltung der Börse abhängig ist. Es erübrigt nun weiterhin, den praktischen Nutzen der ganzen Reform etwas näher zu beleuchten. Die bedeutsamste Wirkung, welche wir von ihr erwarten, liegt in der Erweckung eines Gefühls genossenschaftlicher Zusammengehörigkeit, jenes echten Corporationsgeistes, ohne den an eine dauernde Gesundung des Börsenverkehrs nicht zu denken ist.³¹⁾ Denn dieses Gefühl der gemeinschaftlichen Ehre und Pflicht wird stets darauf bedacht sein, die Solidität des Geschäftsverkehrs zu wahren und die Börse frei zu halten von allen Elementen, die geeignet sind, ihr Ansehen zu untergraben. Ein gewisses Grundkapital solchen Geistes muss allerdings vorhanden sein, ehe überhaupt die ganze Reform in Angriff genommen werden kann; aber alles Weitere kann erst anezogen werden, nachdem die Corporation begründet ist.

Welches sind nun die speciellen Aufgaben, die der neuen Börsengenossenschaft zufallen würden? Ihre erste Pflicht wäre es, die Börse zu reinigen von den Spekulanten, die in Hinsicht auf Intelligenz, Moralität und Vermögensbesitz nicht geeignet sind, das Recht des Börsenbesuchs im nützlichen Sinne auszuüben. Diese drei Faktoren der Qualifikation sind allerdings nicht gleich bedeutsam, aber darum darf doch kein einziger von ihnen vernachlässigt werden.

Als wichtigstes Erforderniss eines jeden Börsenmitglieds erscheint uns ein hoher Grad von Intelligenz. Denn wie an einer früheren Stelle dargethan wurde, ist der Einfluss, den die berufsmässige Spekulation (Börsenspekulation) auf die Preisbildung der Spekulationswerthe ausübt, um so grösser und heilsamer, je mehr Urtheilsfähigkeit in den Reihen dieser Berufsspekulation vorhanden

³¹⁾ Diesen Punkt hat Struck zuerst in gebührender Weise hervorgehoben; vergl. „Effektenbörse“ p. 167.

ist. Hohe Intelligenz kann fehlenden Vermögensbesitz oft hundertfach ersetzen. Als gleichwichtig stellt sich uns die Moralität dar. Es ist oftmals gesagt und nie ernsthaft widerlegt worden, dass die „Börsenmoral“ eine andere ist, als die bürgerliche Moral. So tief eingedrungen ist diese Anschauung ins Volksbewusstsein, dass Allem, was mit der Börsenspekulation zusammenhängt, schon um deswillen eine „*levis macula*“, ein leichter Makel oder „*an original sin*“, wie sich die englische Enquête-Commission vom Jahre 1875 ausdrückt, anhaftet. Dieser Makel kann nur getilgt werden durch thunlichst vollständige Säuberung der Börse von allen Elementen, die ihr zur Unehre reichen. Dass ein wenigstens mittelgrosser Vermögensbesitz als Vorbedingung für den Börsenbesuch sehr wünschenswerth ist, braucht wohl kaum näher begründet zu werden. Die Solidität der Börse ist zu einem sehr beträchtlichen Theile von der durchschnittlichen Kapitalkraft ihrer Mitglieder abhängig. Die Geschichte des Börsenverkehrs hat zahlreiche Belege hierfür geliefert.

Wie ist es nun aber ausführbar, die in Bezug auf Intelligenz, Moralität und Vermögensbesitz nicht qualificirten Individuen nach Möglichkeit von der Börse auszuschliessen? Ganz wird dies ja wohl niemals gelingen, aber es genügt auch vollkommen, wenn es annähernd erreicht wird. Statutarische Bestimmungen, nach Art der an der Londoner Börse für diesen Zweck bestehenden, bilden natürlich die Grundlage und Vorbedingung eines jeden derartigen Beginns. Die pekuniäre und bis zu einem gewissen Grade auch die moralische Qualifikation wird am Besten gesichert durch das an der Londoner Börse bestehende System der Bürgschaftsleistung. Jeder Candidat hat dort drei Bürgen, natürlich Börsenmitglieder zu stellen, von denen jeder sich verpflichtet, einen gewissen Betrag (jetzt je 750 Pfd. Sterl.) an die Gläubiger des Aufnahmebegehrenden auszuzahlen, wenn derselbe innerhalb einer gewissen Zeit (jetzt 4 Jahre) insolvent werden sollte. Die moralische, namentlich aber die intellektuelle Qualifikation kann thunlichst sichergestellt werden, indem man nur solche Personen als Mitglieder zulässt, die bereits längere Zeit hindurch als Angestellte eines anderen Mitgliedes an der Börse thätig gewesen sind und die also sowohl das Geschäft selbst gründlich kennen gelernt, wie auch sich als moralisch zuverlässig erwiesen haben. Zur

grösseren Sicherheit könnte man fordern, dass der bisherige Principal des Aufnahmebegehrenden sich unter den Bürgen zu befinden habe. Daneben giebt es natürlich noch andere Mittel, sich über die Qualifikation der Candidaten Klarheit zu verschaffen. Die *Rules and Regulations* der Londoner Fondsbörse geben noch eine ganze Anzahl solcher Mittel an; sie werden am zweckmässigsten von Fall zu Fall durch die Börsenleitung ausgewählt, während jene anderen Bestimmungen die obligatorische Grundlage zu bilden hätten.

Die Wirksamkeit des ganzen Verfahrens hängt natürlich sehr wesentlich ab von seiner Handhabung. In London z. B. hat es Zeiten gegeben, in denen die Handhabung eine laxe und mangelhafte war. Aber das ist eben hauptsächlich eine Folge der übergrossen Actionsfreiheit der Londoner Fondsbörse. Hätte der Staat in England irgend welchen Einfluss auf die Börsenleitung, so könnte er dafür sorgen, dass die einmal für richtig anerkannten Grundsätze später nicht durch verkehrte oder nachlässige Handhabung bei Seite geschoben werden³²⁾. Dies dürfte indess in der Regel nur durch eine allgemeine Aufforderung oder event. auch durch eine administrative Pression geschehen, nicht durch directes Eingreifen in den Apparat selbst. Denn das würde zu schädlichen Conflicten führen und könnte namentlich auch das Gefühl der eigenen Verantwortlichkeit, der corporativen Selbstständigkeit bei der Börsenleitung stark beeinträchtigen.

Damit haben wir die wichtigste Aufgabe, die der neuen Börsencorporation zufallen würde, in ihren Umrissen dargestellt. Aber die Corporation würde noch zahlreiche andere Pflichten zu erfüllen haben. Wir heben nur noch hervor die Bestimmung der zum Börsenverkehre zuzulassenden Effekten, die Beaufsichtigung der Coursnotirung, die Regelung des Makler-

³²⁾ Dies ist wieder ein Punkt, hinsichtlich dessen wir Struck's Ansicht nicht theilen können. Struck perhorrescirt das System der staatlichen Oberaufsicht (Effektenbörse p. 179); indess setzt er dabei voraus, dass der Staat das Recht beanspruchen würde, sich in alle Angelegenheiten der Börse, auch in die Details der Verwaltung einzumischen. Das müsste natürlich sehr arge Uebelstände zur Folge haben, die jedoch durch eine zweckmässige Abgrenzung der staatlichen Befugnisse unschwer beseitigt werden könnten.

wesens, die Handhabung der Börsenpolizei, die Einrichtung von Börsenschiedsgerichten, den Erlass und die Handhabung von Vorschriften betreffs aussergerichtlicher Liquidation der Activmassen falliter Börsenmitglieder und noch manche andere hochwichtige Funktionen.³³⁾ Welche davon die Börsenleitung selbstständig und welche sie unter der Controle der Staatsgewalt auszuüben hätte, wie die Grenzen der beiderseitigen Befugnisse abzustecken wären, das sind Detailsfragen, deren Beantwortung einer späteren Zeit überlassen werden muss. Die Möglichkeit einer befriedigenden Erledigung dieser Einzelheiten wird wohl schwerlich bestritten werden können.

V.

Bis jetzt haben wir nur denjenigen Theil unseres Reformprogramms in's Auge gefasst, bei dessen Ausführung der Fondsbörse die leitende Rolle zufallen würde. Wir glauben, dass die empfohlene Neugestaltung der Börse die Solidität des Fondsverkehrs und den heilsamen Einfluss der Börsenspekulation auf den ausserhalb der Börse befindlichen Theil der Spekulation sehr wesentlich stärken und hierdurch den spekulativen Ausschreitungen präventiv entgegenwirken würde. Damit hätte die Börse Alles gethan, was sie zu diesem Zwecke überhaupt thun kann. Aber wo die Machtsphäre der Börse aufhört, da beginnt eigentlich erst so recht die des Staates.

Wir haben in unseren Untersuchungen das Gebiet des Actien-Gesellschafts-Rechts nur insoweit berührt, als es zur Erreichung unseres speciellen Zweckes direkt geboten war. Darüber hinauszugehen, erschien weder möglich, noch erforderlich; nicht möglich innerhalb des Rahmens unserer Untersuchung, denn wo hätten wir ein Ende finden können, wenn wir es gewagt hätten, auch dies unendlich weite Gebiet noch ganz umfassen

³³⁾ Einen Theil dieser Funktionen haben schon jetzt diejenigen Körperschaften auszuüben, deren Aufsicht an einzelnen Plätzen die Börse unterstellt ist. Aber die neuen Börsencorporationeu würden sich eben bei der Handhabung von anderen, ihrer exclusiveren Natur entsprechenden Grundsätzen leiten lassen.

zu wollen? — nicht erforderlich, denn die dabei in Betracht kommenden Fragen sind von anderen, höchst sachverständigen Seiten bereits auf das Allergründlichste erörtert worden. Wir gedenken auch hier, am Ende unserer ganzen Untersuchung die selbstgesteckten Grenzen nicht zu überschreiten, sondern wollen nur ganz allgemein die Frage stellen: Wie kann der Staat auf dem Wege der Actiengesetzgebung den Ausschreitungen der Fondsspekulation am Wirksamsten entgegenreten?

Wir beabsichtigen durchaus nicht, hier in eine Erörterung der Cautelen einzutreten, mit welchen das Gesetz die Gründung und Leitung der Actien-Gesellschaften umgeben hat oder zu umgeben gedenkt, sondern wir stellen uns nur einfach vor die Frage: Können diese Cautelen verhüten, dass sich morgen oder in einem Jahre wiederum ungemessene Spielsucht des ganzen Volkes bemächtigt und dass dieser Zustand wiederum die Creirung riesiger Massen unnützer, unrentabler und für weite Volkskreise ruinöser Spekulationspapiere nach sich zieht? Wir sehen keine Möglichkeit, wie selbst die scharfsinnigsten Vorsichtsmaassregeln der bezeichneten Art diese schweren Uebelstände beseitigen oder auch nur wesentlich einschränken können. Nach dem Urtheile der grössten Autoritäten auf dem Gebiete des Actien-Gesellschafts-Rechts kann man von jenen Cautelen allerhöchstens den Erfolg erwarten, dass das Publikum vor direkter Ausbeutung bewahrt werde. Aber den verhängnissvollen Massenirrhümern, welche die Ursache aller grossen Krisen des spekulativen Fondsverkehrs bilden, kann eine derartige Reform des Actien-Gesellschafts-Rechts in keiner Weise entgegenwirken. Giebt es denn aber nicht andere Mittel, durch welche der Staat diesem Ziele näher zu kommen hoffen darf? Unserer Ueberzeugung nach giebt es allerdings derartige Mittel; aber ihre Anwendbarkeit ist von gewissen Bedingungen abhängig, deren Nichterfüllung die Wirkung aus einer heilsamen in eine direkt schädliche verwandeln würde.

Das System der allgemeinen Concessionspflicht wurde früher als ein solches Mittel angesehen; es ist jetzt durch den riesigen Aufschwung des Actienwesens vollständig unbrauchbar geworden. Dagegen ist dies, unseres Erachtens, nicht der Fall mit einem Systeme partieller Concessionspflicht, wie es

hinsichtlich einzelner Kategorien von Actien-Unternehmungen thatsächlich noch fast überall besteht, wie es aber sehr wohl auch auf diejenige Unternehmungsart ausgedehnt werden könnte, welche mehr als irgend eine andere, die Entwicklung des spekulativen Fondsverkehrs zu influiren vermag, nämlich auf alle Banken. Wir haben uns über diesen Punkt schon bei der Besprechung des deutschen Actiengesetzes vom Jahre 1870 geäußert und können uns daher hier darauf beschränken, nochmals unserer Ueberzeugung Ausdruck zu geben, dass die Wiedereinführung der Concessionspflicht für alle Banken sehr wohl als Waffe gegen die Ausschreitungen der Fondsspekulation zu verwenden wäre. Die Handhabung des Concessionsrechtes ist für eine rein staatliche Behörde gewiss keine leichte Aufgabe; wird sie schlecht gelöst, so kann damit viel Unheil angerichtet werden; aber speciell hinsichtlich der Banken ist diese Aufgabe keineswegs so ausserordentlich schwierig, da die Chancen einer Bank im Wesentlichen von Umständen abhängen, die dem Urtheile eines gewiegten Staatsfinanciers sehr wohl zugänglich sind. Und wenn der Staat sich trotzdem nicht entschliessen kann, die Verantwortlichkeit, welche mit einer jeden derartigen Funktion immerhin verknüpft ist, auf sich zu nehmen oder wenn er sich schliesslich als unfähig erweisen sollte, Letztere allein auf zweckentsprechende Weise auszuüben, was hindert ihn, sich durch hervorragende Mitglieder des Handelsstandes — etwa durch den Vorstand der neuzubildenden Börsencorporation — unterstützen zu lassen, wie er es ja schon jetzt bei vielen anderen Angelegenheiten zu thun pflegt? Indess wäre doch auch die Wiedereinführung der Concessionspflicht auf dem Gebiete des Bankwesens noch immer kein Mittel, das gegenüber der Grösse des zu bekämpfenden Uebels als annähernd ausreichend angesehen werden kann.

Es gilt jetzt die letzte Consequenz unserer Auffassung zu ziehen, welche dem Staate alle diejenigen wirthschaftspolizeilichen Aufgaben zuweist, deren Erfüllung für die kleineren Gemeinschaften, hier also für die Börsencorporationen, unausführbar ist. Dem Staate muss, unserer Ueberzeugung nach, die Befugnis ertheilt werden, in Augenblicken der dringenden Gefahr dem spekulativen Fondsverkehre gegenüber dieselbe Rolle zu übernehmen,

welche im alten Rom die republikanische Staatsverfassung für gleiche Fälle dem Dictator zuwies. Der Staat muss in den Stand gesetzt werden, sobald die dringende Gefahr spekulativer Ausschreitungen vorhanden ist, die Schaffung neuer Spekulationswerthe gänzlich zu inhibiren. Dies kann nur geschehen durch ein Gesetz, welches der Regierung die Befugniss ertheilt, im Einvernehmen mit dem Parlamente die Emission neuer Papiere zeitweilig zu untersagen.

Auf den ersten Blick mag das als ein ganz exorbitanter Eingriff in das Verkehrsleben erscheinen. Wir geben auch gerne zu, dass unser Vorschlag mit den landläufigen Begriffen von dem Segen eines möglichst freien Verkehrs unvereinbar ist. Aber dieses Idol darf für uns kein Hinderniss bilden, um so weniger, als das vorgeschlagene Gesetz sich ja nur als eine Ausnahme-maassregel, als ein Gesetz für die Stunde der Gefahr darstellt und für normale Zeiten als gar nicht vorhanden anzusehen wäre. Theoretische Bedenken dürfen uns bei einer Frage von so enormer Wichtigkeit nicht irre machen; anders steht es aber mit denjenigen Einwendungen, welche sich auf die praktische Durchführbarkeit unseres Vorschlags beziehen. Man wird zunächst ohne Zweifel die Fragen aufwerfen: Wer bestimmt den Moment, in dem der Staat von seinen diktatorischen Befugnissen Gebrauch zu machen hat? Die Regierung? Aber wer bürgt uns dann dafür, dass dieser Moment auch der richtige ist, dass nicht zu früh oder zu spät eingeschritten wird, was Beides sehr verhängnissvolle Folgen haben kann?

Auf diese Fragen erwidern wir: Der denkbar beste Moment des Einschreitens ist allerdings äusserst schwierig, oft vielleicht überhaupt nicht zu ermitteln. Aber es genügt schon, wenn er nur annähernd getroffen wird, und das wird fast immer möglich sein, da sich eine spekulative Bewegung nur sehr selten über Nacht entwickelt, sondern beinahe immer hierzu ein längerer Zeitraum erforderlich ist. Demgemäss wird es der Regierung auch in der Regel möglich sein, die Genehmigung des Parlamentes einzuholen. Für den gewiss seltenen Fall aber, dass dies nicht mehr möglich sein sollte, wäre der Regierung die Befugniss einzuräumen, alle neuen Fondsemissionen vorläufig, d. h. bis zu der schleunigst

einzuholenden Genehmigung durch das Parlament, zu sistiren. Wenn irgend möglich, wird die Regierung gewiss die schwere Verantwortlichkeit nicht allein tragen wollen. Sollte sie indess in einem der wenigen Fälle, in denen sie auf eigene Faust einzuschreiten gezwungen wäre, durch einen Missgriff Schaden anrichten, so wäre das eben ein Nachtheil, den man mit in den Kauf nehmen müsste. Dieser eventuelle Nachtheil würde jedenfalls durch den anderweitigen Nutzen bei Weitem überwogen werden.

Eine Voraussetzung muss allerdings erfüllt sein, wenn die ganze Maassregel Erfolg haben soll: Die Regierung muss sich mit dem Wesen der Fondsspekulation auf das Gründlichste vertraut machen und sie muss ferner der Entwicklung des spekulativen Verkehrs mit der gespanntesten Aufmerksamkeit folgen. Eine sorgsame Regierung wird das unter allen Umständen thun, und hat sie es gethan, so kann sie durch promptes Einschreiten im Sinne unseres Vorschlags sehr viele gefährlichen Ausschreitungen der Fondsspekulation schon im Keime ersticken.

Es ist nun noch ein letzter Einwand zu widerlegen. Was nützt es, wird man sagen, wenn ein Staat die Schaffung neuer Spekulationswerthe innerhalb seines Gebietes verhindert, während die Spekulation sich doch nur auf das Gebiet irgend eines Nachbarstaates zu flüchten braucht und die dort emittirten Papiere auf dem Wege des börsenmässigen Verkaufs wieder in's Inland einführen kann? Darauf ist Folgendes zu erwidern:

1. Bei einer solchen Auswanderung des Emissionsgeschäfts können nie auch nur entfernt so grosse Massen von Spekulationswerthen untergebracht werden, als wenn die Spekulation sich dieser Thätigkeit daheim in aller Unge-störtheit widmen kann. Namentlich gilt das von den grossen Nationalstaaten der Gegenwart, während die Spekulation allerdings die Maassnahmen eines kleinen Staates viel leichter zu durchkreuzen vermag.
2. Wenn trotzdem der Import neuer ausländischer Werthe bedrohliche Dimensionen anzunehmen beginnt, so mag der Staat die Börsencorporation veranlassen, bis auf Weiteres keine derartigen Werthe mehr zum Börsenverkehre zuzulassen. Die Entstehung von Winkelbörsen müsste

natürlich von Anfang an bei schwerer Strafe verboten und dieses Verbot unter allen Umständen streng aufrecht erhalten werden.

3. Als letztes Mittel gegen die spekulativen Ausschreitungen wären internationale Vereinbarungen in's Auge zu fassen, die indess erst dann mit einiger Aussicht auf Erfolg angebahnt werden könnten, wenn die Anschauungen über die bezüglichen Aufgaben des Staats in den einzelnen Ländern nicht mehr allzusehr von einander abweichen werden. Bis dahin sind solche Vereinbarungen, die ja für den vorliegenden Zweck bereits mehrfach empfohlen worden sind, in's Reich der Utopien zu verweisen.

Wir haben jetzt diejenigen Richtungen bezeichnet, welche der Kampf gegen die Ausschreitungen der Fondsspekulation, wenn er Erfolg haben soll, unserer Ueberzeugung nach einschlagen muss. Unsere Vorschläge dürfen — wir wiederholen es nochmals — nur aufgefasst werden als schwache Versuche zur Lösung eines Problems, mit dem sich das zwanzigste Jahrhundert gewiss noch weit eifriger als das neunzehnte beschäftigen wird. Wie aber auch immer die endgültige Lösung ausfallen mag, — Eines steht jetzt schon zweifellos fest: Nur unablässige Arbeit kann zum Ziele führen.

