

Die Konzeptionspflicht der Kapitalerhöhungen.

Von Dr. Karl Scheflinger.

Budapest, 8. September.

Dieser Artikel gibt den individuellen Standpunkt seines Verfassers wieder; die Auffassung der Redaktion des Pester Lloyd ist aus den früheren Stellungnahmen des Blattes bekannt.

Es ist eine eigentümliche massenpsychologische Erscheinung, daß oft Ereignisse, die das wohlverstandene Interesse der Einzelnen nicht übermäßig berühren, als sehr empfindliche Schädigungen aufgefaßt werden und die Parteien sich dann um sie Kämpfe liefern, wie Griechen und Troer um die Leiche des Patroklos.

Die Regierungsverordnung, welche die Kapitalerhöhungen der Aktiengesellschaften an vorgängige staatliche Genehmigung knüpft, wird nämlich, wie unten ausgeführt werden soll, in ihrer wirtschaftlichen Bedeutung stark überschätzt und scheint nachgerade einen Fetischcharakter annehmen zu wollen.

Der Sturm, der gegen die Verordnung gelaufen wird, ist nicht zum wenigsten durch den nebensächlichen Umstand verursacht, daß den beteiligten Kreisen vor Erlass der Verordnung keine Gelegenheit geboten wurde, ihre Ansichten vernehmen zu lassen. Das Wort Széchenyi: „Der Deutsche schreibt, der Franzose spricht, der Engländer handelt, der Ungar hält Beratungen ab“ gilt heute ebenso wie Anno dazumal, und die Abhaltung von Enqueteen über alle möglichen Fragen gehört zu den heiligsten Traditionen unserer Wirtschaftspolitik, mag es auch — in Folge der innersten Natur wirtschaftspolitischer Beschlussfassung, die aus instinktiver, keinerlei Beweisführung zugänglicher Abwägung der einander widerstreitenden Gesichtspunkte resultiert — noch so sehr zu den Ausnahmen gehören, daß die Enquete zur Meinungsbildung der bezornierenden Instanz beitragen kann.

Das Meritum der Maßnahme betreffend sind die folgenden Fragen auseinanderzuhalten: die primären Fragen nach dem gegenwärtigen und dem künftigen Kapitalbedarf der Unternehmungen, und die sekundäre Frage nach der Wirkung der Kapitalerhöhungen auf Börse, Kriegsanleihezeichnungen und Steuern.

Was den gegenwärtigen Kapitalbedarf der Industrieunternehmen betrifft, kann die Existenz eines solchen im allgemeinen nicht ernstlich behauptet werden. In einer Zeit, wo sich die ganze Volkswirtschaft in einem Zustande der Liquidation befindet, wo im Erwerbsleben tätige natürliche Personen nicht wissen, was mit dem Geld anzufangen, können auch bei Aktiengesellschaften nicht diametral entgegengesetzte Verhältnisse vorwalten. Unsere Industrieunternehmen nehmen ja selbst den Kredit, den sie nach den allerstrengsten Prinzipien der Finanzgebarung zum Aufbau ihres Geschäftes benötigen dürfen, nicht in Anspruch; um so weniger kann — von Ausnahmen abgesehen — von einem Bedarf nach Erhöhung ihres Eigenkapitals die Rede sein.

Strittiger dürfte die Frage nach dem gegenwärtigen Kapitalbedarf der Banken sein. Zwar brauchen die Banken zweifellos kein neues Eigenkapital zum Betrieb ihres Geschäftes; dieses Kapital fällt ja neben den Miliorben fremder Mittel, die ihnen zufließen, nicht ins Gewicht. Mehr Anhänger dürfte jedoch die Ansicht finden, daß die Erhöhung des Eigenkapitals notwendig ist, um das richtige Verhältnis zwischen eigenen und fremden Mitteln herzustellen. Auch dieses Argument hält jedoch einer näheren Prüfung nicht stand. Bei einem erhöhten Betrag fremder Gelder pflegt ein größeres Eigenkapital nur notwendig zu sein, weil der größere Gesamtumfang der Aktiva im allgemeinen größere Verlustmöglichkeiten birgt und dementsprechend nur ein größeres Garantiekapital als Puffer gegen allfällige Verluste die fremden Gelder mit demselben Grad von Wahrscheinlichkeit vor Einbuße zu sichern vermag. Die Natur der Glazierungen unserer Banken hat sich jedoch gegen früher geändert; an Stelle der kommerziellen und industriellen Kassenstände, die mehr oder weniger die Möglichkeit von Verlusten bargen, sind zum großen Teil absolut sichere staatliche Guthabungen getreten und auch die Unterlagen für sonstige Darlehen sind — zum Teil dadurch, daß Kriegsanleihen als solche fungieren, zum Teil durch die Wert-erhöhung aller Sachgüter — an Sicherheit gestiegen; überdies haben die Banken im Laufe des Krieges große stille Reserven angeammelt. Die Sicherung der fremden Gelder erfordert daher lange nicht mehr ein Garantiekapital von derselben relativen Höhe wie vor dem Kriege; in bezug auf die Sicherheit ihrer Anlagen nähern sich unsere Banken den englischen und dementsprechend können sich ihre Gläubiger mit einem ähnlichen Deckungsverhältnis begnügen.

Ein Bedürfnis nach Kapitalerhöhungen dürfte daher, vom Gesichtspunkte der gegenwärtigen Verhältnisse aus gesehen, im allgemeinen nur dort vorwalten, wo es sich nicht um Beschaffung neuer Mittel, sondern um die — sowohl kreditpolitisch als auch betriebsökonomisch in der Regel wünschenswerte — Fusionierung von Gesellschaften handelt. In dieser Richtung wäre es, um die Konzentrationsbewegung von jedem überflüssig retardierenden Moment zu befreien und die staatliche Bevormundung auf das notwendige Minimum zu beschränken, von Vorteil, wenn Kapitalerhöhungen, die zum Zwecke eines Umtausches anderer Aktien erfolgen, von der fallweisen Einholung der staatlichen Genehmigung befreit würden.

In bezug der zweiten Hauptfrage, ob die Kapitalerhöhungen das geeignete Mittel bilden, um für künftigen

Kapitalbedarf vorzuzorgen, muß der privatwirtschaftliche Gesichtspunkt vom gesamtwirtschaftlichen gesondert werden.

Gesamtwirtschaftlich betrachtet, wird das Kapital, beziehungsweise die Kaufkraft, die sich eine Aktiengesellschaft durch Kapitalerhöhungen im vorhinein zu sichern sucht, entweder an einer anderen Stelle der Volkswirtschaft fehlen, oder aber wird — wenn das allgemeine Interesse es erfordern sollte, daß eine bestimmte Quote der allgemeinen Kaufkraft, also eine bestimmte Quote der vorhandenen Produktionsmittel diesen Stellen gesichert werde — die Wirkung der Kapitalerhöhungen auf die Kaufkraft der Gesellschaften durch Schaffung neuer Kaufkraft, durch weitere Inflation neutralisiert werden müssen. So wenig der Staat es dulden wird, daß einzelne Unternehmungen sich durch während des Krieges im vorhinein jetzige Käufe ausländischer Rohstoffe auf Kosten der übrigen Unternehmungen eine Intensität der Beschäftigung sichern, die durch gesamtwirtschaftliche Zweckmäßigkeiten nicht gerechtfertigt ist, so wenig darf er auch für die Zeit nach dem Kriege das Maß und die Gliederung der Investitionstätigkeit von der zufälligen Proportion abhängig machen, in der die verschiedenen Unternehmungen ihre Mittel während des Krieges zu stärken gewußt haben. Die Kapitalerhöhungen sind in ihrer Eigenschaft als Vorsorge für künftigen Kapitalbedarf nichts anderes als ein Hin- und Herzerren der Kapitalbede, von der man annimmt, daß sie sich für die Bedürfnisse nach Friedensschluß als zu kurz erweisen werde.

Doch selbst von privatwirtschaftlichem Gesichtspunkte aus gesehen, ist der Nutzen der Kapitalerhöhungen mehr als zweifelhaft. Allerdings müssen wir uns hierbei von der mystizistischen Auffassungsweise befreien, die in der Aktiengesellschaft eine wirkliche Person sieht, welche schätzwürdige, von dem Interesse ihrer Aktionäre — auch ihrer dauernden Aktionäre — verschiedene Interessen besitzt; von der Auffassungsweise, der einst ein bedeutender Finanzmann mit dem Scherzwort „Was der Aktionär bekommt, verliert die Gesellschaft“ Ausdruck gegeben hat und die, anknüpfend an die ebenso mystizistische Bierlesche Genossenschaftstheorie, von dem begabten hochkapitalistischen Romantiker Walter Rathenau in seiner Schrift „Vom Aktienwesen“ allen Ernstes verfochten wurde.

Wenn die Aktiengesellschaft Kapitalien von ihren Aktionären in Anspruch nimmt, die der Aktionär in einem späteren Zeitpunkte der Gesellschaft nicht zur Verfügung stellen würde, so nimmt sie Geld in Anspruch, für welches der Aktionär später eine bessere Verwendung fände; dem Aktionär erwächst daher durch die Kapitalerhöhung auch dann ein Schaden, wenn mit dem neuen Kapital eine Verzinsung erzielt wird, die den im Zeitpunkt der Emission vorwaltenden allgemeinen Umständen angemessen ist.

Aber selbst vom Gesichtspunkte der Aktiengesellschaft allein gesehen, und hierbei denken wir in erster Reihe an Geldinstitute, scheint es mehr als zweifelhaft, ob Erhöhungen des Aktienkapitals über das notwendige Maß hinaus zu Nutz und Frommen dienen. Wenn die Aktiengesellschaft mittels der auf die neuen Aktien eingezahlten Beträge ihre Dividendensumme um fünf Prozent der Neueinzahlungen erhöhen will, muß sie — in Anbetracht der parallelen Steigerung der Steuern und Epesen — zumindest neun bis zehn Prozent mit dem Geld verdienen; demgegenüber kommt den Banken das Einlagegeld mit netto vier Prozent, den Industrieunternehmen der Kredit mit fünf bis sieben Prozent zu stehen.

Ob nun die Möglichkeit, das neue Kapital so günstig zu verzinsen, auch unter den Verhältnissen der Friedenswirtschaft vorhanden sein wird, ist sehr ungewiß; es ist eigentümlich, daß Volkswirte, die sich in betreff der grundlegenden, für die Zeit der Friedenswirtschaft zu erwartenden Verhältnisse mit Recht zu einem völligen Ignoramus bekennen, in bezug auf die künftigen Erwerbsverhältnisse ihrer eigenen Unternehmungen — trotzdem ja dieselben durch die allgemeinen Verhältnisse so bedingt werden — Prävisionen von solcher Bestimmtheit hegen und auf die Wichtigkeit dieser Prävisionen hin so große Risiken auf sich, d. h. auf ihre Gesellschaften, nehmen.

Was den sekundären Fragenkomplex der Wirkung der Kapitalerhöhungen auf Börse, Kriegsanleihezeichnungen und Steuern anbelangt, ist das Hausmoment, das in den Kapitalerhöhungen liegt — wenn damit nicht neue, sehr günstige Geschäfte verknüpft sind —, ein rein psychologisches. Der innere Wert der durch eine Aktie repräsentierten Anteils am Gesellschaftsvermögen geht infolge einer Kapitalerhöhung offenbar — und zwar zumindest um den vollen Wert des Bezugsrechtes — zurück; die infolge eines wertvollen Bezugsrechtes eintretende Kurssteigerung, beziehungsweise der Umstand, daß das Bezugsrecht im Kurse „hereingebracht“ zu werden pflegt, ist darauf zurückzuführen, daß einerseits in Verbindung mit der Kapitalerhöhung wenn auch nicht der auf eine Aktie entfallende Gewinn, wohl aber die aus Ausschüttung gelangende Quote des Gesellschaftseinkommens erhöht wird, was für den Kurs nicht gleichgültig ist, daß andererseits ein starkes Gewohnheitsmoment im dem Kurs der Aktie vorwirkt.

Es ist nur zu begrüßen, wenn das Existenzwerden solcher nichtrationeller Hausmomente nach Möglichkeit gehindert wird.

Einen weiteren Grund für das Verbot der Kapitalerhöhungen bildet der Umstand, daß die Kapitalerhöhungen — es handelt sich dabei um Milliardensummen — das Ergebnis der Kriegsanleihezeichnungen beeinträchtigen. Freie Mittel, die in diesen Neuemissionen Anlage finden, müßten mangels solcher Emissionen, wenn sie sich nicht mit einer Placierung in Einlageform begnügen wollen, direkt oder indirekt in Kriegsanleihe angelegt werden; wenn das Evarubiert selber sich alte Aktien oder Vorkaufschaffen kauft, so ist anzunehmen, daß das Geld im End-ergebnisse durch den Verkäufer dieser Vermögensobjekte der Kriegsanleiheanlage zugeführt wird.

den und die weil itige ichs- nzu- r ist uer- uer- über des, dem n- stel- aut- in und uer-

den jen- jeren- im- das nen nen- ner des, itif va-

ng- lat- ben der ler- en- ene och daß zu er- an- ng- der die- jell- gen