

## Der Krieg in seinen wirtschaftlichen Folgen.

## Eindämmung des Aktienhandels. — Neue Industriewerte.

Wien, 3. Juni.

Maßregeln zur Eindämmung der überschaumenden Bewegung im freien Effektenmarke werden auf dem Berliner Plaze erwogen. Eine Verzehnfachung der Steuern vom Umfaze für die Dauer des Krieges wird ernsthaft erörtert, die zeitweilige Schließung der Börseversammlungen wird als radikales Auskunftsmittel vorgeschlagen, wenn die übrigen materiellen und psychologischen Hemmungen versagen sollten. Es ist jetzt ein Jahr her, daß in Deutschland die freien Versammlungen der Börsebesucher durch den Beitritt der Banken und durch die öffentliche Regelung der Verkehrsformen einen halb-offiziellen Charakter erhalten haben. Geht hat der Effektenmarkt einen sehr weiten Weg durchgemessen, der an geschäftssame frühere Zeiten gemahnt, die Bewertungen reichen an die Friedenskurse heran und haben sie in vielen Werten bereits erheblich überholt. Das Anschwellen des Erwartungshandels in Industrieaktien wird an den führenden Stellen der deutschen Finanzpolitik bereits seit einiger Zeit mit Mißbehagen verfolgt, weil alle Kräfte des deutschen Kapitals zur Aufbringung der Mittel für die Kosten des Krieges herangezogen werden sollen; bisher hat die Bewegung auf dem Aktienmarke, wie die gewaltigen Erfolge der vier Kriegsanleihen beweisen, diesen Zweck nicht gehindert, es besteht aber die Befürchtung, daß dies in der Folge, namentlich bei noch längerer Kriegsdauer, geschehen könnte. Sicherlich hat der Verkehr an den Kriegsbörsen, wie er sich unter dem Zwange der Verhältnisse herausgebildet hat, seinen ungleichmäßigen Charakter und seine mannigfachen Uebelstände. Der Krieg hat zahlreichen Unternehmungen Gewinne gebracht, die in normalen Zeiten auch nicht in annähernd gleicher Höhe erreicht wurden und auch nicht wiederkehren können. Von den Milliarden der Kriegskosten dient der überwiegend größere Teil für die Bezahlung von Waren aller Art, die der Krieg benötigt, für industrielle und landwirtschaftliche Lieferungen. Viele Betriebe sind bis zur äußersten Anspannung der Leistungsfähigkeit mit Aufträgen versehen. Die gewaltige Ausdehnung der Umsätze hat die Gewinne nicht nur gesteigert, sondern vervielfacht. Die erhöhten Erträge und Dividenden sind schließlich in einer starken Mehrbewertung der Anteile an den reich beschäftigten Erzeugungsstätten zum Ausdruck gekommen, die sich um so mehr äußert, als der Regulator der Deffentlichkeit, die Kontrolle über das Ausmaß der Umsätze und die Entwicklung der Preise gänzlich fehlen. Dazu kommt die Wirkung der im Verlaufe der Kriegsjahre vermehrten Geldmittel, die Anlage suchen und zum Markte für Wertpapiere fließen, wo anscheinend eine ausgiebige Verwendungsmöglichkeit besteht. Der stoßweise Charakter der Bewegung schafft die Möglichkeit rascher Gewinne, die wieder den Zulauf und damit auch die Preisbewegung steigern. Es ist vorerst noch ein beschränkter Kreis der Teilnehmer, das große Publikum hält sich zum Teil noch ferne, die stürmischen Fortschritte der letzten schwülen Wochen haben aber in Deutschland den Gedanken geweckt, rechtzeitig zu bremsen und ein weiteres Umsichgreifen zu verhüten.

Die jetzigen Bewertungen im freien Verkehr stellen Kapitalisierungen der Kriegskonjunktur und der Kriegsgewinne dar. Die Gesellschaften selbst, denen dieser Segen ins Haus strömt, sind zumeist vorsichtig, schütten nur einen mäßigen Teil der Mehrgewinne aus, verwenden große Summen zu vollständiger Abschreibung der neuen Einrichtungen, zu Rücklagen für magere Zeiten. Eine solche Erwägung ist auch den Kreisen des Marktes nicht ferne und die vorsichtige Bilanz- und Dividendenpolitik hat selbst wieder einen Hebel für die geringeren Ansprüche gebildet, die bei der Bewertung an die tatsächliche Verzinsung durch die bezahlte Dividende gestellt werden. Darin steckt ein Trugschluß, weil die Unternehmungen sich zwar durch die Lieferungen innerlich gestärkt haben, später aber doch nicht mehr auf die erhöhten Dividenden werden rechnen können, die gegenwärtig gezahlt werden und schon jetzt nur mehr eine sehr bescheidene Rentabilität des für den Ankauf der Aktien auszuliegenden Betrages darstellen. Solche Kriegskonjunktoren wie die Quellen bleibender Erträge zu kapitalisieren, wäre irrig; sie rauschen vorüber, wie sie gekommen sind, und lassen nur selten einen bleibenden Niederschlag zurück; hinter dem Unternehmer steht der Steuerfiskus, der einen großen Teil der Gewinne für sich in Anspruch nimmt; unter welchen Verhältnissen die Industrie im Frieden arbeiten wird, ob wir sofort in der Lage sein werden, die ausgegangenen Rohstoffe in vollem Maße heranzuziehen, wie sich die Rückkehr zur Friedenswirtschaft und die Erneuerung der im Kriege sehr verminderten Vorräte vollziehen wird, alles das läßt sich heute nicht mit Sicherheit voraussehen. Ueberkapitalisierungen haben schon bei der Bewertung der bestehenden Aktien, die ihren Besitzer wechseln, ihre Bedenken, die aber dadurch gemildert werden, daß sich die Preisbewegung an der Börse und bei den ihr unmittelbar nahestehenden Kapitalbesitzern abwickelt; gesteigert werden aber die Einwendungen dann, wenn der Versuch unternommen wird, die Bewegung in weitere Kreise zu tragen, sei es, daß entferntere Schichten zur Börse herangezogen, sei es, daß neue Werte zu Preisen, die eine Ueberkapitalisierung von Kriegsgewinnen darstellen können, ins Publikum gebracht werden.

Emissionen neuer industrieller Aktien aus dem Portefeuille der Banken sind erst in der allerletzten Zeit versucht worden. Die Creditanstalt hat einen Teil ihres Besitzes an Aktien der Krupp'schen Metallwarenfabriken in Berndorf und der großen Zuckerraffinerie in Neukomm bei

ihrer Kundschaft abgesetzt. Der Bankverein bereitet gemeinsam mit der Creditanstalt eine Art interner Subskription auf die Aktien der Warenhausunternehmung der Firma Gerngroß vor. Die Länderbank hat einen Posten Aktien der Zuckerfabriken in Schönbrunn abverkauft und schreitet jetzt an die allmähliche Veräußerung von Aktien der Vereinigten Lederfabriken Fleisch, Gerlach und Moriz. Die Unionbank realisiert allmählich die Aktien aus dem Syndikat der Wolfsegg-Traunthaler Kohlenwerke. Es sind die ersten neuen Industriewerte seit dem Kriegsausbruche. Die Zahl der Industrieaktien, die für den Handel zur Verfügung stehen, ist im Kriege namhaft geringer geworden. Die Versicherung von der Seltenheit der Aktie hat sich zwar bisher in allen Marktkrisen früherer Jahre als leeres Schlagwort erwiesen und immer sind im ungeeigneten Zeitpunkte große Pakete an das Tageslicht gelangt; allein im Kriege sind doch Posten von Industriewerten vom Kapital ausgezogen, zur Anlage von Kriegsgewinnen angelauft, bar bezahlt, in den Kassen gesiebt und so dem Verkehr entzogen worden. Die Banken suchen jetzt bei den ersten Emissionen die Aktien, die sie zum Verkauf bringen, sorgfältig aus, wählen die Papiere, die wegen des stärksten Anteils an der Konjunktur den größten Anreiz bieten und hohe Dividenden zahlen, verkaufen sie allerdings vielfach zu Kriegskursen, die von der Erinnerung an noch gar nicht weit zurückliegende schlechte Zeiten in keiner Weise angekränkt sind. Die Placierung erfolgt im engeren Kreise der eigenen Kundschaft und der sonstigen Geschäftsfreunde; sie ist eine Weiterveräußerung, nicht eine Einführung auf den Markt und beim Publikum, wie auch eine Notierung an der formell noch geschlossenen Börse nicht unternommen wird. Für eine solche dauernde Einverleibung in den Effektenbestand der Börse fehlen die Voraussetzungen, die hierfür vorgeschriebene Veröffentlichung des Prospekts, die Zulassung seitens der Börsenkammer und die Genehmigung durch die staatliche Aufsichtsbehörde. Die staatliche und die autonome Verwaltung der Börse sind mit der Begebung dieser Aktien nicht befaßt, sie prüfen nicht die Grundlagen bleibender Rentabilität in den Bilanzen, alle vorgeschriebenen Kautelen entfallen, die ganze Begebung vollzieht sich nicht im Tageslichte der Deffentlichkeit, sondern in dem Halbdunkel des Verkehrs mit der eigenen Klientel und der kleinen Schar der beschränkten Teilnehmer am Effektenmarke.

Die eigene Verantwortung der Banken ist für diese Emissionen im Kriege maßgebend, nicht wie in sonstigen normalen Zeiten die Verantwortung für die Einhaltung der Zusicherungen im Prospekt, sondern für die Güte des angebotenen Papiers und für die Angemessenheit des hierfür geforderten Preises. Er muß so gewählt werden, daß er nicht nur durch die augenblicklichen hohen Kriegsgewinne, sondern auch durch die normalen Ereignisse voll gerechtfertigt wird, auf die für den Frieden mit einiger Sicherheit gerechnet werden kann. Allzu hohe Hinaufschraubungen der Begebungskurse neuer industrieller Werte würden ernste Gefahren erwecken; sie wären nicht nur geeignet, die Ueber speculation noch mehr anzufachen, sondern auch den Erwerbern, wenn in späterer Zeit die Erwartungen nicht zutreffen, empfindliche Verluste zuzufügen. Der Verantwortung vor der Deffentlichkeit werden sich die emittierenden Banken in keinem Falle entziehen wollen und auch nicht können. Sie werden für die jetzt ausgegebenen Aktien, wenn die volle Börsentätigkeit wieder hergestellt ist, nachträglich die Notierung anstreben, dann den Prospekt veröffentlichen und die Bilanz vorlegen, die Überprüfung der Bedingungen für die Zulassung durch die Börsenkammer und die Organe der Staatsverwaltung veranlassen müssen. Deshalb werden die Banken sich schon jetzt bei der Begebung die nötige Selbstbeschränkung auferlegen, sich sowohl im Ausmaße der auszugebenden Effektenpakete wie in der Bemessung der Kurse vor Uebertreibungen zurückhalten müssen. Die Verlockung ist groß, seit Jahren unverkäuflich gewesene Aktien mit ungeahntem Nutzen abzustößen, die Banken müssen aber nicht nur auf den augenblicklichen Gewinn, sondern auch auf ihren bleibenden Emissionskredit bedacht sein. Der Begebungskurs muß so gewählt werden, daß noch Raum für einen Gewinn der Käufer vorhanden ist und daß der Preis durch die Erträge einer Reihe künftiger Jahre entsprechend verzinst werde. Eine Enttäuschung wäre schlimmer und schädlicher als ein noch so gleichender augenblicklicher Erfolg.