

Der Handel in nichtnotierten Wertpapieren.*)

Von Walter Febern.

Als der große Saal im Börsegebäude im Frühjahr wieder zu einem nichtoffiziellen Handel eröffnet wurde, geschah es, um den Mißständen, die sich in dem ganz unregelmäßigen und gesetzlich unerlaubten Geschäft, das sich in einem Nebentraum der Börse, in Kaffeehäusern, auf der Straße und auf telephonischem Weg entwickelt hatte, nach Möglichkeit vorzubeugen. Man hoffte, daß die größere Öffentlichkeit in der Verberkehr trotz des Mangels amtlicher Notierungen und Kursberichte sich abspielen würde, die wilden Kursprünge, die in dem geheimen Verkehr die Regel gewesen waren, aufhören würden, daß dadurch ein erfahrungsgemäß der Spekulation stark Vorschub leistendes Moment wegfallen und daß das Publikum vor Ausbeutung durch gewissenlose Geschäftsvermittler besser geschützt sein würde, wenn wieder die Umsätze in den meisten Papieren täglich zu einem Einheitskurs abgewickelt und die Kunden immerhin Gelegenheit haben würden, sich die Kenntnis der tatsächlich vorgekommenen Preise durch Anfrage bei den Banken und bei der Börsekammer zu verschaffen. Ob seither wirklich die Bedienung der Kunden zuverlässiger geworden ist, das entzieht sich der Beurteilung; anzunehmen ist, daß unsolide Vermittler auch jetzt noch Gelegenheit haben und benützen, auf Kosten unerfahrener Kunden große unberechtigte Gewinne zu erzielen. Wenn darin eine Besserung eingetreten sein sollte, so ist das jedenfalls der einzige Erfolg, den die Eröffnung des großen Börsensaales gebracht hat. Denn die Kursprünge sind nicht geringer, die spekulativen Umsätze noch viel größer geworden als je zuvor. Steptische Beurteiler sind allerdings von vornherein dieser Meinung gewesen. Sie meinten, daß die eigentümlichen Verhältnisse des Geld- und Kapitalmarktes im Krieg die ziellose Kauflust in Aktien auch weiterhin nähren würden und daß dies durch die Verbreiterung des Marktes nur gefördert werden würde. Sie sehen gegen die Kurzeresse nur ein Mittel, nämlich daß das Publikum zur Besinnung komme, daß während und nach dem Krieg alle Bewertungen vernünftigerweise nach dem Wert der Kriegsanleihen sich richten müssen, weil der Staat alle wirtschaftlichen Unternehmungen in jenem Umfang besteuern wird müssen, der nötig ist, um den Dienst der Kriegsanleihen und allen Staatspapieren sicherzustellen. Es ist also sinnlos, den Ertrag der Kriegsanleihen mit mehr als 6 Prozent und der Hochkonjunkturdividenden von Aktienunternehmungen mit 5,4 und 3 Prozent zu kapitalisieren. Solange das Publikum aber die Aktien auch bei Hochkursen anderen Anlagewerten vorzieht, kann die Bewegung auf dem Markt, so gefährlich sie auch sein mag, nicht zum Stillstand kommen. Es wäre möglich gewesen, die Kurzeresse ein wenig einzudämmen, wenn man durch entsprechende Reformen das Geschäft auf jene Kreise des Publikums eingeschränkt hätte, die die Aktien gegen Bargeld erwerben, aber von solchen in Erörterung gestandenen Reformen hat man leider abgesehen. Wenn trotzdem auch diese skeptischen Beurteiler sich für die Eröffnung des Börsensaales ausgesprochen, so geschah es nur, weil auch sie annahmen, daß gewisse Mißbräuche in der Behandlung der Kunden seltener werden würden als zuvor.

Nun ist in diesem inoffiziellen Markt eine neue Frage aufgetaucht, nämlich ob der Handel in nicht zur Notiz zugelassenen Effekten, der großen Umfang angenommen hat, überhaupt geduldet und ob er durch die amtlichen Sensale abgewickelt werden soll. Gegen die Einstellung dieses Handels wird so wie gelegentlich der Eröffnung des Börsensaales eingewendet, daß es für das Publikum besser sei, wenn dieser Handel sich nicht in der Stille abspiele. Das kann auch zugegeben werden und trotzdem wird man sagen müssen, daß die Dinge ganz anders liegen als damals, als es sich um die Eröffnung des Börsensaales handelte. Den Sensalen ist durch das Börsengesetz die Vermittlung des Geschäftes in nicht zur Notiz zugelassenen Wertpapieren ausdrücklich verboten und es geht doch nicht an, zuzuschauen, daß diese beamteten Vermittler gesetzlich verbotene Geschäfte in großem Umfang ausführen. Nun wird allerdings behauptet, der gegenwärtige Verkehr im Börsensaal sei keine Börse. Die Regeln, die für den Börsenverkehr durch Gesetz und Statuten erlassen worden sind, hätten für diesen Verkehr keine Geltung. Das scheint mir aber eine unhaltbare Auffassung. Ist denn das Börsengesetz oder das Börsenstatut aufgehoben worden? Nein! Es ist nichts geschehen, als daß die Börsekammer verfügt hat, daß die amtliche Kursfestsetzung und Abfassung des amtlichen Kursblattes unterbleibt und daß alle Geschäfte per Kassa abgeschlossen und daher Zeitgeschäfte unterlassen werden müssen. Und es sind noch einige andere besondere Vorschriften erlassen worden. Ferner ist auf polizeilichem Weg verfügt worden, daß die Zeitungen keine Kursberichte veröffentlichen dürfen und es ist auch den Banken und anderen Kommissionären die Verbreitung von Kursberichten untersagt worden. Durch den Mangel eines amtlichen Kursblattes hat der Verkehr seinen „offiziellen“ Charakter zeitweilig verloren, im übrigen aber bleiben alle nicht ausdrücklich aufgehobenen oder suspendierten Bestimmungen des Börsengesetzes und Statuts vollständig aufrecht. Kurz, die Börse hat durch die Kriegsbeschränkungen nicht aufgehört eine Börse zu sein. Sie ist nur eine unvollständige Börse geworden.

Und für diese Börse gilt nach wie vor die Vorschrift, daß nur jene Wertpapiere gehandelt werden dürfen, für die das Finanzministerium über Antrag der Börsekammer die Bewilligung zum Handel erteilt hat, und das gilt insbesondere

für die Sensale, welchen der Handel in nicht zugelassenen Papieren, wie erwähnt, ausdrücklich durch das Gesetz verboten ist. Daß die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel an gewisse Bedingungen geknüpft ist, an eine Prüfung der Eignung der Papiere in formeller und materieller Hinsicht, hat in erster Linie den Zweck, das große Publikum von Wertpapieren, die sich zur Kapitalanlage nicht eignen oder über deren Eignung noch kein Urteil möglich ist, fernzuhalten. Und da ist es ganz gleichgültig, ob das Publikum sie an der offiziellen oder der inoffiziellen Börse erwirbt. Papiere, die die Börsekammer und das Finanzministerium nach ihrer Eignung nicht geprüft hat, sollen vom Markt ferngehalten werden. Mögen immerhin vermögende Kunden der Banken, die in einem speziellen Vertrauensverhältnis zu diesen stehen, solche Papiere direkt von der Emissionsbank erwerben, ein regelmäßiger Verkehr darin, durch welchen die Aktien zu ganz anderen Kursen als die von den Banken festgesetzten (oft selbst schon übermäßig hohen) Emissionskursen in andere Hände übergehen, soll nicht bestehen, so lange die Zulassung nicht ausgesprochen ist. Sind Papiere aber einmal Gegenstand eines regelmäßigen Handels, dann wird der Prüfung durch die Börsekammer präjudiziert, weil die Verweigerung der Zulassung das große Publikum nicht mehr vom Erwerb abhalten kann und daher nur die Besitzer schädigen würde. Nun hat die Börsekammer seit Kriegsausbruch Zulassungsanfragen nicht mehr in Verhandlung genommen. Es ist allerdings nicht Sache der Banken, die Aktien der von ihnen finanzierten Unternehmungen jahrelang im Portefeuille zu halten, und so haben sie ohne Zulassungsbewilligung die Aktien zahlreicher Unternehmungen aus ihren Portefeuillen emittiert. Dabei sind einzelne Banken aber mit wenig Wahl und Maß in der Ausnutzung der Konjunktur vorgegangen und haben eine ganze Reihe von Papieren plazierte, für die die Börsekammer bei gewissenhafter Prüfung der Unterlagen die Notierungsbewilligung kaum noch hätte gewähren können, weil ein sicherer Markt für ihre Bewertung überhaupt noch nicht vorliegt. Es sind Unternehmungen, die vor dem Krieg überhaupt noch nicht mit entsprechendem Gewinn gearbeitet haben und erst durch die Kriegskonjunktur zu einer Prosperität gelangt sind, deren Dauerhaftigkeit unsoweniger beurteilt werden kann, als sie zur Ausnutzung der Konjunktur im Krieg ungeheure Neuanlagen geschaffen haben, von denen niemand wissen kann, ob sie auch im Frieden nutzbringende Beschäftigung finden werden. Diese Plazierungen haben auch nur deshalb solchen Umfang annehmen können, weil die Börsekammer von ihrem Befugnis, diesen Handel sofort zu unterdrücken, keinen Gebrauch gemacht hat und in dem allgemeinen Launen jedes neu emittierte Papier sofort im Kurs hinaufgewirbelt worden ist.

Hätte die Börsekammer den Handel in solchen Wertpapieren durch die Sensale unterdrückt, dann hätten immer noch Umsätze darin vorkommen können, da die Aufsichtspersonen natürlich nicht jedes im Stillen gemachte Geschäft kennen lernen können. Aber diese Umsätze wären vereinzelt geblieben. Die nicht zugelassenen Aktien wären noch heute zum überwiegenden Teil im Besitz der ersten Erwerber. Sie wären nicht zu Spekulationszwecken von einer Hand in die andere gegangen und schließlich von den unkundigsten Erwerbern zu oft um die Hälfte höheren Kursen gekauft worden. Demgegenüber wäre es ein weit geringeres Uebel gewesen, wenn gelegentlich ein oder das andere Mal bei einem Besitzwechsel der Kommissionär auf Kosten seines Kunden einen ungerechtfertigten Nutzen erzielt hätte. Die Sanierung der nun einmal eingerissenen Uebel ist natürlich viel schwieriger, als es die Unterdrückung von Anfang an gewesen wäre. Heute haben eben schon zahlreiche Personen solche Papiere zu hohen Kursen erworben, heute besteht ein großes Umsatzbedürfnis darin. Trotzdem wäre ich der Meinung, daß es das Richtige wäre, den Handel durch die Sensale als ungesetzlich zu verbieten, schon damit die Emissionen, deren Qualität sich gewiß nicht verbessert, für die Kriegszeit verhindert oder doch wesentlich eingeschränkt würden. Es zeigt sich ja, daß die Duldung des Handels diese Emissionen in unwillkommenem Maße begünstigt hat. Nur weil man in Oesterreich immer zu Kompromissen neigt, auch wenn die gesetzliche Basis dafür fehlt, konnte der Vorschlag auftauchen, daß die Börsekammer künftig die Duldung des Handels an die Bedingung knüpft, daß die betreffenden Papiere der Prüfung durch die Börsekammer in gewohnter Weise unterworfen werden. Es müßten also die Notierungsgesuche mit den üblichen Unterlagen eingereicht werden, die Börsekammer würde sie prüfen und aussprechen, ob sie bei Bestand eines normalen Börsenverkehrs die Gesuche dem Finanzministerium „beschwörtend vorzulegen“ bereit wäre oder nicht. Im ersten Fall dürften dann die Sensale den Handel vermitteln, im anderen Fall müßte der Verkehr darin aufhören. Das ist tatsächlich das Minimum dessen, was zur unzulänglichen Sanierung des Uebelstandes geschehen kann. Und es ist zu wünschen, daß die Börsekammer solche Notierungsgesuche, mögen sie nun bereits im Handel befindliche Papiere oder für die der Handel erst angestrebt wird, betreffen, noch viel strenger prüft, als sie es im Frieden gewohnt war. Die Erwerber dürften an manchen dieser Papiere wenig Freude erleben. Allerdings, ob es die heutigen Besitzer sein werden oder die künftigen, das hängt von Umständen ab, die sich heute der Beurteilung entziehen.

*) Dieser Artikel ist uns zugekommen, bevor die Wiener Börsekammer den bekannten Beschluß bezüglich des Handels mit nichtnotierten Wertpapieren gefaßt hat. Sein Abdruck hat sich unter der Einwirkung der gegenwärtig bestehenden Schwierigkeiten verzögert.