

**Zeitschrift:** Gewerkschaftliche Rundschau für die Schweiz : Monatsschrift des Schweizerischen Gewerkschaftsbundes  
**Herausgeber:** Schweizerischer Gewerkschaftsbund  
**Band:** 25 (1933)  
**Heft:** 1

**Artikel:** Neuordnung des Effektenbörsen- und Emissionswesens?  
**Autor:** Liechti, Adolf  
**DOI:** <https://doi.org/10.5169/seals-352613>

### **Nutzungsbedingungen**

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. [Siehe Rechtliche Hinweise.](#)

### **Conditions d'utilisation**

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. [Voir Informations légales.](#)

### **Terms of use**

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. [See Legal notice.](#)

**Download PDF:** 08.02.2025

**ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>**

her. Vor allem aber wurde hier gefordert: die Angabe der Gesamtzahl der Angestellten sowie der Arbeiter und der auf jede dieser — zu trennenden — Kategorien entfallenden Gehalts- bzw. Lohnsummen.

\*

Die Reihe der hier zu besprechenden aktienrechtlichen Forderungen soll damit abgeschlossen werden. Jeder, der die Materie näher kennt, weiss, dass auf Vollständigkeit von vornherein verzichtet werden musste. Es konnte sich also nur darum handeln, einige der wichtigsten Forderungen herauszugreifen und an ihnen auch dem juristisch Ungeschulten anschaulich zu zeigen, auf welchem Boden und mit welchen Methoden die Auseinandersetzungen und Kämpfe vor sich gehen, die hinter dem geheimnisvoll-nüchternen Schleier der Aktienrechtsreform sich heute abspielen. Im übrigen muss es beim Hinweis darauf bleiben, dass ein viel breiterer Kreis von Problemen in dem erwähnten Gutachten behandelt und von den Vertretern der Arbeiterschaft — zum Teil schon heute mit Erfolg — in die Diskussion geworfen worden ist. Alle diese Probleme noch eingehender zu verfolgen, wäre dem Leser zu mühsam. Sie aber nur flüchtig zu streifen, schiene mir oberflächlich und zwecklos.

---

## Neuordnung des Effektenbörsen- und Emissionswesens?

Von Adolf Liechti.

### I.

Dass die Gewerkschafter sich auch mit der Frage des Effektenbörsen- und Emissionswesens zu befassen haben sollen, wird vielleicht vielen nicht einleuchten, die als grundsätzliche Gegner des Kapitalismus auch dieses angebliche «Gehirn der Volkswirtschaft», die Börse und ihre Einrichtungen, grundsätzlich ablehnen und den Ersatz der effektenkapitalistischen Kreditwirtschaft durch eine sozialistische Kreditplanwirtschaft erstreben. Viele werden sich auch sagen, dass sie nicht in der glücklichen Lage sind, die Sorgen der Kapitalisten um richtige Anlage ihrer Kapitalien zu den ihrigen zu machen, dass es sie daher nicht interessiert, sich in diese intern-kapitalistischen Angelegenheiten einzumischen.

Es ist jedoch der grosse Vorzug der «Gewerkschaftlichen Rundschau», dass der Blick für die Realitäten ihr eigen ist. So wurde in den letzten Nummern die Frage, ob der Zusammenbruch des Kapitalismus in dieser Krise zu erwarten sei, verneint und sicherlich mit Recht. Die Gewerkschaften werden also wie bisher auch in Zukunft vorläufig ihre Forderungen auf das kapi-

talistische Wirtschaftssystem zuschneiden müssen — auch wenn ihnen dies noch so unsympathisch sein wird — und dafür sorgen müssen, dass die Interessen der Arbeiterschaft im Rahmen kapitalistischer Ordnung so gut als möglich gewahrt werden.

Zur Wahrung dieser Arbeiterinteressen gehört nun auch dies, nach Möglichkeit dafür zu sorgen, dass die Kapitalisten das nun einmal grösstenteils von ihnen verwaltete Sozialkapital nicht zu Investitionen verwenden, die, vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus betrachtet, von vornherein als Fehlinvestitionen bezeichnet werden müssen, sondern zu volkswirtschaftlich produktiven Anlagen, genauer zu den volkswirtschaftlich jeweils produktivsten, für die Allgemeinheit nützlichsten Anlagen. Jede Fehlinvestition bedeutet nicht nur zumeist einen Privat-, sondern auch einen Sozialkapitalverlust. Die Kapitalisten werden entgegen, dass ihr Eigeninteresse sie am besten lehrt, ihr Geld « richtig », d. h. unter den Gesichtspunkten der Rentabilität und Sicherheit, vorteilhaft anzulegen, und dass irgendeine staatliche Behörde, die über dieses Eigeninteresse nicht verfüge, auch nicht fähig sei, den Kapitalien mit ebensolcher Sorgfalt die Wege zu weisen.

Darauf ist zu entgegnen, dass:

Erstens, was rentabel ist, durchaus nicht volkswirtschaftlich produktiv zu sein braucht. Es kann, wie die Erfahrung lehrt, beispielsweise rentabel sein, als Outsider eine Zementfabrik mit 12 Millionen Franken Kapital zu bauen, zu dem einzigen Zweck, sie nachher von dem Zementtrust aufkaufen und stillegen zu lassen. (Der Konsument trägt heute die Kosten in Form erhöhter Zementpreise.) Auch Waffen-, Rauschgiftfabrikation und -handel und vieles andere Düstere mehr kann überaus rentabel sein, während es genug volkswirtschaftlich überaus dringliche Einrichtungen gibt bzw. geben sollte, die, unter dem Gesichtspunkt der Rentabilität betrachtet, sehr schlecht abschneiden. Diese Dinge sind ja zur Genüge bekannt.

Zweitens ist auf obigen Einwand zu entgegnen, dass es nicht genügt, sein Eigeninteresse wahrnehmen zu wollen; man muss dies auch noch können. Ererbter oder erworbener Besitz allein aber verbürgt keineswegs die Fähigkeit, ihn auch richtig zu bewirtschaften. Dass die Kapitalisten, die in den Hochkonjunkturjahren 1926—1929 und selbst noch im Krisenjahr 1930 sich Kreuzersche und andere schöne ausländische Papiere ausgerechnet immer zu Höchstkursen, zu einer Rendite von nur noch 2 bis bestenfalls 3 Prozent anhängen liessen, ihr Eigeninteresse wahrgenommen hätten, wird wohl niemand behaupten wollen. Wohl waren auch sie angesteckt und getrieben von der « auri sacra fames », von Spekulationswut und Gier nach mühelosem Gewinn; aber ein Minimum an konjunkturtheoretischer und betriebswirtschaftlicher Einsicht hätte sie davon abhalten müssen, sich derart dúpieren zu lassen. Bei derartig übersetzten, die Basis einer nor-

malen Aktienrendite so sehr verlassenden Kursen waren schwere Kurseinbrüche mit aller Bestimmtheit in näherer oder fernerer Zeit zu erwarten.

Man wird fragen: « Ja, gibt es denn keine volkswirtschaftliche Mission unserer Banken? » von der man doch dann und wann hat läuten hören. Mag der einzelne Kapitalist auch den Aufgaben volkswirtschaftlicher Kapitalverwaltung nicht gewachsen sein, so gibt es doch Banken, die als Hüter der volkswirtschaftlichen Interessen ihre hohe Mission zu erfüllen haben, das Sozialkapital zu erhalten und zu mehren, indem sie sowohl bei der Placierung eigener und ihnen anvertrauter fremder Gelder wie auch bei der Beratung der Kapitalisten über ihre Kapitalanlagen, insbesondere in ihrer Emissionspolitik diese Gesichtspunkte berücksichtigen. Nur solche Papiere werden sie empfehlen, die im Zeitpunkte der Emission vom betriebs- und vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus unanfechtbar sind. Und « wer zum Bankier geht, um sich beraten zu lassen, der ist zu vergleichen dem Patienten, der zum Arzt geht und den Kurpfuscher meidet », so meinte vor Jahren ein schweizerischer Grossbankdirektor. Es ist nicht ganz ausgeschlossen, dass er an diesen Spruch sogar selber glaubte.

Allein auch diejenigen, die nicht schon früher wussten, dass ein kapitalistisches, auf Gewinn eingestelltes Unternehmen und speziell eine Grossbank, keine gemeinnützige Wohlfahrtsanstalt ist, haben sich in den letzten Jahren überzeugen müssen, dass unsere Grossbanken ihre volkswirtschaftliche Sendung in den letzten Jahren recht mangelhaft, um nicht zu sagen herzlich schlecht, erfüllt haben, da sie sich, wie kaum anders zu erwarten, in ihrer Emissions- und Börsenzulassungspolitik ganz vorwiegend von privat- statt von volkswirtschaftlichen Erwägungen haben leiten lassen. Laut « Neue Zürcher Zeitung » vom 4. September 1931 (Mittagsblatt, Artikel « Der Staat und die Banken ») wird denn auch « selbst in Bank- und Börsenkreisen eingesehen, dass die Emissionstätigkeit der schweizerischen Banken und die Zulassungspraxis der schweizerischen Börsen, hinter der die Zulassungswünsche der Banken stehen, in den letzten Jahren verschiedentlich nicht ganz einwandfrei gewesen ist und die volkswirtschaftliche Vermögensverwaltung der Banken zu wünschen übrig gelassen hat ». Wenn sogar den interessierten Bank- und Börsenkreisen solche Geständnisse entschlüpfen, so ist anzunehmen, dass die begangenen Fehler recht schwerer Art gewesen sein müssen.

Wie der Dissertation von Wilhelm Meier (« Die Emission ausländischer Anlagen in der Schweiz », Zürich 1931, S. 133/34) zu entnehmen ist, wurden in der Schweiz in den Jahren 1922—1930 Auslandsanleihen nach folgenden Ländern und in nachfolgenden Beträgen begeben:

	in Franken	in Prozent
<b>Nachbarländer:</b>		
Deutschland . . . . .	510,326,200	34,25
Frankreich . . . . .	389,964,700	26,17
Oesterreich . . . . .	85,400,000	5,73
Italien . . . . .	33,130,000	2,22
<b>Uebrig e europäi sche L änder:</b>		
Belgien . . . . .	132,084,000	8,86
Holland . . . . .	45,830,400	3,08
Skandinavische Länder . . . . .	31,928,900	2,15
Balkanländer . . . . .	64,350,000	4,31
Ungarn . . . . .	40,000,000	2,68
Polen . . . . .	31,080,000	2,09
Uebrig e europäi sche L änder . . . . .	11,416,000	0,77
<b>Nord- und Südamerika:</b>		
Brasilien . . . . .	42,874,000	2,88
Chile . . . . .	39,000,000	2,62
Uebrig e südamerikanische u. nordamerik. Staaten zusammen . . . . .	25,904,000	1,73
U. S. A. . . . .	3,000,000	0,20
<b>Uebrig e Erdteile:</b>		
Asien . . . . .	3,885,000	0,26
Afrika . . . . .	—	—
Australien . . . . .	—	—
<b>Total</b>	<b>1,490,173,200</b>	<b>100,00</b>

Daneben steht der noch wichtigere « unsichtbare » Kapital-export in der Form von « kurzfristigen » Wechsel- und Reportgeldern. Allein in Deutschland war bis vor kurzem bekanntlich annähernd eine Milliarde an derartigen Geldern « eingefroren » und wird dort « stillgehalten ».

Ein derart bedeutender Kapitalexport war nur möglich, weil erstens die Jahre 1926 bis 1929 Hochkonjunkturjahre waren, in denen gewaltige Mehrwerte akkumuliert wurden, und weil zweitens diesem Kapitalexport auch ein bedeutender Kapitalimport von seiten des Auslandes gegenüberstand. Viele Ausländer erwarben schon in jenen Jahren in ziemlich grossem Umfang mit Vorliebe an den schweizerischen Börsen unsere zwar niedrig verzinslichen, aber als sicher bekannten schweizerischen Staats- und auch Industripapiere und brachten auf diese Art und Weise ihr Schäfchen ins Trockene; unsere schweizerischen Kapitalisten aber tauschten gegen ihre zwar nieder verzinslichen, aber im allgemeinen sicheren Schweizer Papiere hochverzinsliche ausländische Papiere ein, deren Sicherheit vielfach im Zeitpunkt der Begebung schon als höchst zweifelhaft beurteilt werden konnte. Man denke z. B. an die Chile-Anleihe, die zu einem Zeitpunkt begeben wurde, als die chilenische Kreditfähigkeit infolge des Salpeter-<sup>\*</sup> und

\* Interessant und ein Zeugnis für die Weitsichtigkeit unserer Bankleiter ist es auch, dass dasselbe Grossbanksyndikat, das die Chileanleihe emittierte, zwei Jahre zuvor durch Zulassung der Aktien der J. G. Chemie zu einem unsinnig übersetzten Kurs (Fr. 1150.— für eine Aktie) die deutschen Stickstoffindustrien finanziert hatte, die kein anderes Ziel kannten, als der Konkurrenz

Kupferpreissturzes bereits unheilbar erschüttert war, weshalb die mit den chilenischen Kreditverhältnissen vertrauten amerikanischen Banken weitere Kredite verweigert hatten.

Es war zu erwarten, dass dieses Tauschgeschäft, auf weite Sicht betrachtet, zuungunsten der Schweiz ablaufen werde. Wenn auch nicht eine Weltwirtschaftskatastrophe derartigen Ausmasses, wie wir sie tatsächlich erlebt haben, erwartet werden konnte, so konnte doch angenommen werden, dass die Konjunktur früher oder später umschlage; denn es bestand absolut kein Grund, anzunehmen, dass die kapitalistische Wirtschaft den ihr seit 1825 eigenen Rhythmus von Aufstieg und Niedergang unsern Kapitalisten zuliebe aufgeben werde. Bei einem Konjunkturniedergang aber war in den Ländern verringerter Kreditfähigkeit schwerste Erschütterung ihrer Zahlungsfähigkeit mit grosser Bestimmtheit zu erwarten; es war daher ausserordentlich unvorsichtig, unsere Volkswirtschaft in so starkem Masse in diesen Ländern zu engagieren. So *mary* prophezeite auch schon im Jahre 1926 die kommende Weltwirtschaftskatastrophe und Reichsbankpräsident Schacht warnte schon 1927 die deutsche Wirtschaft vor zu starker Inanspruchnahme von Auslandskredit, eine Warnung, die für die Gläubiger noch viel interessanter hätte sein sollen als für die Schuldner. Die Katastrophe, die in Wirklichkeit eingetreten ist, war dann noch viel schlimmer, als man sie sich je hat ausmalen können. Dafür sind zwar unsere Banken nicht verantwortlich, wohl aber dafür, dass sie in schrankenlosem Wirtschaftsoptimismus einen kommenden Umschwung und seine voraussichtlichen Wirkungen in ihrer Emissionspolitik offensichtlich überhaupt nicht in Betracht zogen. Das Jahr 1930, dem doch der Neuyorker Börsenkrach vorausgegangen war, wodurch es recht eigentlich als das Jahr des Umschwungs, der Krise im engeren Sinn gekennzeichnet war, ist sogar das Rekordjahr unseres Kapitalexportes geworden. Nach *Wilhelm Meier* wurden in diesem Jahr Auslandsanleihen im Nominalbetrag von nicht weniger als 380,814,500 Fr. in der Schweiz zur Zeichnung aufgelegt, z. T. überdies in Form von von Anbeginn an recht faulen Anleihen, wie z. B. den chilenischen.

Der sehr zuungunsten der Schweiz abgelaufene Kapitalexport und Kapitalaustausch wurde nun tatsächlich dadurch ermöglicht oder zumindest stark gefördert und erleichtert, dass unsere Grossbanken an der Auflage hochverzinslicher Auslandsanleihen in den Haussejahren 1926—1929 und im Jahre 1930 nie Genüge finden konnten; die Auslandsanleihen folgten sich in diesen Jahren in wilder Hetze, wobei nach *Marbach* auch die Rivalität unserer beiden grössten Bankinstitute, der Kreditanstalt und des Bankvereins, offensichtlich eine Rolle spielte. Durch die fortgesetzte

---

des Chilesalpeters den *Garaus* zu machen, was ihnen auch gelungen ist (siehe *Dr. L. Schulthess, Zur Geschäftsethik und Verantwortlichkeit der Banken, Erlenchbach-Zürich 1932, S. 71*).

Neuaufgabe der von den Grossbanken empfohlenen hochverzinslichen Auslandsanleihen wurde unser Kapitalistenpublikum geradezu dazu erzogen, nur noch auf die Zinshöhe zu achten und das Moment der Sicherheit zu missachten. Wohl bestand für unsere Kapitalisten die Möglichkeit, ihre Gelüste nach solchen Papieren auch an Auslandsbörsen zu befriedigen — unsere Bankiers bringen denn auch die ständige bequeme Ausrede, unser Kapitalistenpublikum finde auch ohne sie an den Auslandsbörsen womöglich noch viel riskantere Anlagen; man könne niemand verbieten, sein Geld aufs Spiel zu setzen; aber bei sehr vielen, vielleicht der grossen Mehrzahl der Kapitalisten, wären diese Gelüste gar nicht erwacht, wenn sie nicht von unsern provisionslüsternen Banken durch ihre Emissionen in umfassender, systematischer Art und Weise geweckt worden wären.

Mit diesen Ausführungen sei nichts gegen den Kapitalexport an sich gesagt. Ein solcher aus kapitalreichen in kapitalarme Länder ist nötig aus volkswirtschaftlichen und aus weltwirtschaftlichen Gründen; wir reden keineswegs einer nationalistischen Abschliessungs- und Selbstgenügsamkeitspolitik das Wort; aber wir verlangen einen geregelten, durch Vernunft und volkswirtschaftliche Einsicht geleiteten Kapitalexport. An dem schweizerischen Kapitalexport der Nachkriegsjahre ist dagegen zu kritisieren:

1. Dass den Sicherheitserwägungen das notwendige Gewicht dabei ganz offensichtlich nicht zukam. Wenn die Auslandskapitalien eine so unglückliche Aufteilung auf Länder von seit Jahren z. T. sehr stark reduzierter Kreditfähigkeit erfahren, wie sie aus obiger Aufstellung hervorgeht, dann entfällt das Argument des Risikoausgleichs, das von den Banken gern zugunsten des Kapitalexports angeführt wird, und der Kapitalexport bedeutet eine ganz ausgesprochene Risikoverschärfung. Allzu deutlich geht aus dieser Aufstellung hervor, dass die Provisionsinteressen eine allzu massgebende Rolle gespielt haben müssen. Denn es ist anzunehmen, dass bei riskanten Emissionen die Placierungsprovisionen bedeutend grösser gewesen sind als bei minder riskanten, woraus für die Banken ein sehr starkes Interesse gerade an der Unterbringung der minderwertigen, sehr riskanten Emissionen resultierte. Die Rücksicht auf den eigenen Emissionskredit bildete dagegen, wie die Erfahrung zeigt, durchaus keine ausreichende Schranke.

2. Ist dagegen zu opponieren, dass gerechtfertigte inländische Kreditbedürfnisse zugunsten ausländischer hintangestellt wurden, wofür *M a r b a c h* seinerzeit Beispiele brachte.

3. Ist es bedauerlich, dass der Kapitalexport nicht in dem Masse, wie das möglich gewesen wäre, den Allgemeininteressen unserer Volkswirtschaft, insbesondere der Exportindustrie dienstbar gemacht wurde. Und wenn Kapitalien zu ganz offensichtlich so vollkommen unproduktiven, destruktiven und überdies für unsere Volkswirtschaft nachteiligen Zwecken ins Ausland begeben wurde, wie dies mit der brasilianischen Kaffee-Valorisationsanleihe

von 1926 geschah, so kann dies nicht scharf genug gebrandmarkt werden. Diese 25 Millionen wurden nämlich der brasilianischen Regierung zu dem Zwecke gegeben, damit Kaffee aufzukaufen und ins Meer zu versenken, damit sie den verbleibenden uns schweizerischen und sonstigen Kaffeetrinkern um so teurer verkaufen konnte. Es dürfte reichlich Mühe bereiten, auf dem weiten Erdenrund eine noch unsinnigere Kapital-«Anlage» aufzutreiben als diese.

Im übrigen sei auf die vorzüglichen **M a r b a c h s c h e n** Ausführungen in der Broschüre «Beitrag zur Theorie des Kapital-exports», 1928, verwiesen. Hätten sie bei den Bankherren zur Zeit ihres Erscheinens die Beachtung gefunden, die sie verdienten, so hätten der schweizerischen Volkswirtschaft in letzter Stunde noch viele hundert Millionen Franken gerettet werden können; allein, diese Herren haben ja bekanntlich Belehrungen, die von links kommen, nicht nötig; mögen sie sachlich noch so wohl fundiert sein; was von dort kommt, ist eo ipso des Teufels und hat im kapitalistischen Himmel nichts zu suchen.

---

## Wirtschaft.

### Schweizerische Wirtschafts- und Sozialstatistik.

Die schweizerische Wirtschafts- und Sozialstatistik hat sich in der Hauptsache erst im letzten Jahrzehnt nach und nach entwickelt. Die Indexziffern der Kosten der Lebenshaltung und der Grosshandelspreise werden erst seit 1921 berechnet. Dazu trat seit 1925 die Statistik über den Beschäftigungsgrad in der Industrie, seit 1926 die periodischen Erhebungen über die Bautätigkeit. Seit 1927 ist sodann die Statistik über die Arbeitslosigkeit der Mitglieder der Arbeitslosenkassen dazu gekommen, während die Zahl der Stellensuchenden (gänzlich Arbeitsloser) schon seit 1920 erfasst wird. Seit einigen Jahren werden ferner Angaben über die kollektiven Arbeitsstreitigkeiten und die Gesamtarbeitsverträge veröffentlicht, letztere leider nicht periodisch, sondern es handelt sich vorläufig um eine einmalige Erhebung. Die Statistik der Löhne verunfallter Arbeiter ist bis zum Jahre 1918 zurückberechnet worden, und vergleichshalber wurden auch die Zahlen von 1913 ermittelt.

Trotzdem wir in der Schweiz also erst 10 Jahre ausgebauter Wirtschaftsstatistik hinter uns haben, ist das Zahlenmaterial schon derart umfangreich geworden, dass die Vergleichszahlen der früheren Jahre nicht immer periodisch nachgeführt werden können. Es hält daher manchmal schwer, sofort die Angaben aus früheren Jahren zu finden, und man verliert, selbst wenn man alle offiziellen Zeitschriften zur Hand hat, viel Zeit, um sie hervorzusuchen. Deshalb ist es sehr zu begrüßen, dass das Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit einen Sammelband zusammengestellt hat, der das gesamte Zahlenmaterial der oben erwähnten Statistiken bis und mit dem Jahre 1931 enthält. Dieser Sammelband «Ergebnisse der schweizerischen Sozialstatistik», der vom Eidgenössischen Volkswirtschaftsdepartement herausgegeben wird und dort zu beziehen ist, wird für jeden, der häufig wirtschafts- und sozialstatistische Zahlen benötigt, ein unentbehrliches Nachschlagewerk sein. Wir empfehlen es deshalb den Gewerkschaftssekretariaten zur Anschaffung.