

FRIEDRICH SCHWEDT

## Kritik an der Effektenwirtschaft

ß ekanntlich werden heute nicht Waren und Dienstleistungen gegen Dienstleistungen und Waren getauscht, sondern beide vornehmlich gegen Wertschriften. Zu diesen zählen nicht nur Papiergeld, Schecks, Wechsel, Devisen und Überweisungen (Kontogutschriften), sondern im Kreditbereich auch Namens- und Inhaberschuldverschreibungen aller Art sowie Aktien. Die neue Volksaktie stellt keine Erweiterung dieses Katalogs dar. Sie ist eine kleingestückelte Normalaktie; denn an den Rechten der Aktiengesellschaften und ihrer Aktionäre wird nichts geändert. Erst wenn sich im Zuge der Aktienrechtsreform zeigen sollte, daß und wie die Rechte der neuen Aktionäre von denen der alten Aktionäre abweichen, wird man von Volksaktionären sprechen können. Bis dahin bleibt er ein Kleinaktionär, der die Welt mit mehr Geschrei erfüllt, als er wert ist.

### *Geld und Kapital*

Prüft man, warum die Wirtschaft nicht mit Hart- und Papiergeld ausgekommen ist, um ihre Umsätze zu tätigen, und warum so viele Wertschriften sich um Produktion, Konsum und Handel herum entwickelt haben, so stößt man bald auf das sog. Liquiditätsproblem. (Auch der reichste Waren- oder Hausbesitzer wird konkursreif, wenn er nicht über ausreichende Barmittel verfügt.) Hatten beispielsweise die Korn-, Baumwoll- oder Kaffeehändler leere Speicher, so „schwammen sie im Geld“. Diese Kaufleute waren also zeitweise überliquide. Lief dann das Jahr weiter um, war die Ernte eingebracht, waren neue Schiffsladungen angekommen, so fehlte den Händlern häufig das nötige Kleingeld. Konnten sie auch keine Zahlungsverprechen ihrer Kunden, d. h. Wechsel, mehr hingeben, so mußten sie selbst unter Akzept treten und diese Wechsel aus den inzwischen getätigten

Verkäufen einlösen. So war der Wechsel das erste Geldmarktpapier, mit dessen gewerbsmäßigem An- und Verkauf sich Geldleute, Geldwechsler, Privatbankiers befaßten und später Genossenschafts- und Gemeinschafts- (Aktien-) Banken. War das Kreditinstrument Wechsel völlig ausreichend, um alle relativ kurzfristigen Umsätze des Handels bzw. des Umlaufvermögens zu finanzieren, so mußte er ungeeignet werden, wenn es darum ging, neue Häuser oder Produktionsstätten zu errichten, die erst in Jahren bezahlt werden konnten. Für diese Aufgaben konnte man kein *kurzfristiges Geld* gebrauchen, wollte man nicht illiquide werden und sein Vermögen verlieren, sondern bedurfte des *längerfristigen Kapitals*, das mit anderen Kreditinstrumenten arbeitete, wie beispielsweise Pfandbriefen, die durch Hypotheken und Grundschulden gedeckt waren. Hatte das Publikum erst herausgefunden, daß man Kaufkraft nicht nur — zinslos — durch Hamstern von Geld- und Geldzeichen, sondern besser noch durch zinstragende Schuld- oder Teilschuldverschreibungen potenter Schuldner aufsammeln konnte, so war es auch bald bereit, Pfandbriefe, Obligationen, Rentenbriefe, Landesanleihen bei einer Bank zu kaufen, zu beleihen oder auch wieder zu verkaufen. Volkswirtschaftlich gesehen, muß man diesen Kapitalisten im Publikum, zu denen im Rahmen dieser Betrachtung alle Wertpapierkäufer gehören, zugute halten, daß sie mit dem Kauf von Effekten *auch das Risiko für ihre Anlage übernehmen*. (Dieses wird von den Sparkassen, von denen manche noch immer glauben, daß man ohne Wertpapiere auskommen könnte, häufig außer acht gelassen.) Der Effektenbesitzer in seiner Gesamtheit ist inzwischen der zwar anonyme aber materiell *bedeutendste Risikoträger* der Wirtschaft, und zwar sowohl als Gläubiger (bei festverzinslichen Papieren) wie als Eigentümer (bei Aktien und Kuxen) geworden. Der Handel in derartigen Kapitaltiteln fand seinen Markt in den Wertpapierbörsen. Als Einrichtungen freier Selbstverwaltung (Kaufmannschaften), später unter Staatsaufsicht sorgten die Börsen dafür, daß der gerechte Preis der Papiere ordnungsgemäß zustande kam und offiziell notiert wurde. An einer solchen Preisentwicklung hatte der Staat seinerseits als größter Ausgeber von Wertpapieren ein berechtigtes materielles Interesse.

Überblickt man so die Entwicklung des Wertschriftenwesens und vergegenwärtigt sich die Tatsache, daß das Publikum zu nahezu allen Zeiten ständig mehr Geld einnimmt, als es wieder ausgibt, so kann man sagen, daß den Banken und Sparkassen die Aufgabe zugewachsen ist, die gesamte finanzielle zu ihr gebrachte Sparquote des Volkes mittel- oder unmittelbar durch Austausch von Wertschriften zu bewirtschaften, wobei hier zunächst offen bleibt, ob im Erwerbs- oder volkswirtschaftlichen Interesse. Dabei müssen die Erfordernisse ausreichender Zahlungsbereitschaft erfüllt werden! Deshalb kann Anlagevermögen nur durch kapitalvertretende Wertschriften, Umlaufvermögen jedoch auch durch geldähnliche Wertschriften finanziert werden.

#### *Die Geldschwemme*

Inzwischen sehen wir uns einer außergewöhnlichen Änderung der Verhältnisse auf den Geld- und Kapitalmärkten gegenüber. Die Kreditinstitute schwimmen passiv in Einlagen und haben aktiv kaum noch eine Zunahme der kurzfristigen Ausleihungen zu verzeichnen. Man konkurriert schärfstens um den guten Schuldner und gibt Milliarden an außerdeutsche Geldnehmer. Der Bundesbank werden trotz sinkender Zinssätze kaum noch Handelswechsel zum Ankauf angeboten. Obwohl Milliarden Ausgleichsforderungen (m. E. kreditwirtschaftlich anfechtbar) liquidisiert wurden durch Schatzwechsel, sind diese bei sinkenden Zinssätzen nahezu ausverkauft. Manche Milliarden Geld sind inzwischen um höherer Zinsen willen zum Kapitalmarkt gewandert. Die Nachfrage nach langfristigem Kapital kann zu wesentlich niedrigeren Zinssätzen befriedigt werden. Die Vorhof-Mittel, d. s. die anlagebereiten Gelder, die aus irgendwelchen Gründen nicht angelegt werden und daher in den Bankbilanzen verbleiben, sind dennoch weiter auf rund 20 Mrd. DM angewachsen, obwohl der Wertpapierverkauf im vorigen Jahr auf über 9 Mrd. DM

gestiegen ist. Es ist somit festzustellen: Das Publikum und die Wirtschaft unterhalten bei den Kreditinstituten nach wie vor viel zuviel (träges!) Geld und besitzen viel zuwenig Effekten. Die Banken und Sparkassen haben der Anregung der Bundesbank, mehr als bisher Einlagen in Wertpapiere zu überführen — aus welchen Gründen, sei dahingestellt — nicht ausreichend Rechnung getragen oder Rechnung tragen können<sup>1</sup>). Lläuft diese Entwicklung einer Krise zu? Worin liegen die Ursachen der außerordentlichen Kapitalfaulheit? Liegt hier etwa ein Mangel an Vertrauen in die Stabilität der Währung vor? Oder fehlt es an der erforderlichen Aufklärung und Propaganda? — Ich möchte das letztere annehmen.

#### *Die Bewirtschaftung der Sparquote*

An der Aufbringung der Sparquote sind alle Volkskreise beteiligt. Die Fähigkeit, finanzielle Rücklagen zu machen, d. h. neues Kapital zu bilden, ist keineswegs auf reiche Mitbürger beschränkt, wie jede Statistik nachweist. So wie es Leute gibt, die auch bei hohem Einkommen nicht sparen, so machen auf der andern Seite sogar Sozialrentner noch Ersparnisse. (Alle Sparer — ob groß, ob klein — einigt das gleiche Bestreben, aus ihren Ersparnissen mühelos maximale Erträge zu erwirtschaften, die Kapitalrente. Diese muß die Wirtschaft insgesamt aufbringen. Die Interessen der Sparer laufen nicht gleich mit denen der Lohn- und Gehaltsempfänger, sondern stehen ihnen entgegen.)

Geht die Entwicklung unserer Wirtschaft so weiter wie bisher, so werden wir bald nicht nur von einer Geld-, sondern auch von einer Kapitalschwemme zu sprechen berechtigt sein. Es kann jedoch eine Wirtschaft — mag man sie nennen, wie man will — kaum in Ordnung sein, die nicht imstande ist, die gesamte Sparquote für neuen Wohlstand (d. h. Kapitalanlagen in weitestem Sinne) auszugeben oder dem Staat zu leihen, damit er weniger Steuern für seine Kapitalanlagen erheben kann, oder aber bei der Notenbank stillzulegen. Unsere Effektenwirtschaft, die den Trend vom Geld zum Kapital zu bewerkstelligen hat, leidet zweifellos unter Funktionsstörungen, d. h. an einer falschen Zinspolitik. Der Abstand vom höchsten Sparkontenzinssatz (4 vH) zum niedrigsten Wertpapierzinssatz (5 vH) reicht mit einem Prozent nicht aus, um neuen Wertpapiersparern das eigene Risiko tragbar erscheinen zu lassen. Diese Situation verlangt dringend einen weiteren Abbau der Sparerzinsen, vor allem bei den Kündigungskonten. Diese sind schon deshalb überhöht, weil sie gar keine Anlagen mit längeren Laufzeiten gestatten, als die gesetzlichen Spareinlagen, die immer zunehmen. Man bekenne sich endlich zur Einheits-spareinlage mit einem Einheitsatz von 3 vH (für einen Übergang von ca. zwei Jahren vielleicht 3<sup>1</sup>/<sub>2</sub> vH).

Die Sparkassen glauben immer noch, sich als Anwalt für höhere Sparerzinsen gerieren zu müssen. Dabei sollten ihnen als gemeinnützige Institute niedrige Hypothekenzinsen und damit niedrigere Mieten zumindest ebenso erstrebenswert sein. Andere Kritiker sind von der Vorstellung befallen, daß mit dem 5prozentigen Pfandbrief die unterste Grenze erreicht ist. Wieso eigentlich? Warum sollen nicht neue Milliarden „fauler“ Gelder für das Rentenpapier gewonnen werden können, die den Normalzinssatz des Kapitalmarktes weiter drücken? Vor dem ersten Weltkrieg war der 4-Prozent-Pfandbrief, d. i. die 4<sup>1</sup>/<sub>2</sub> prozentige Hypothek, die Regel, und auch die Sparkassenhypotheken waren nicht teurer, weil die Sparkassen damals nämlich mit einer wesentlich geringeren Zinsspanne auskamen als jetzt. Wer niedrige Mieten will (das gilt für den sozialen wie für den freien Wohnungsbau), muß niedrige Habenzinsen und niedrige Zinsspannen anstreben. Mit der einen Milliarde, die die Sparkassen seit der Währungsreform zugunsten ihrer Sicherheitsrücklagen und zu Lasten ihrer Debitoren besonders ihren Hypothekenschuldnern zuviel abgenommen haben, sollte es jetzt endlich genug sein. Oder soll die zu hohe Zinsspanne der öffentlichen Sparkassen eine Dauereinrichtung werden?

1) Vgl. hierzu meinen Aufsatz „Sichere Banken“ in GM 1958, S. 488 ff.

Unsere Zinspolitik läßt weiter die erforderliche Einheitlichkeit und Geschlossenheit vermissen, weil wir neben einem nahezu frei auspendelndem Kapitalmarktzins dirigierte Geldmarktzinssätze haben. Den offiziellen Diskontsatz, d. i. der Zinssatz, zu dem die Bundesbank Handelswechsel (das kurzfristige Wertpapier) ankauft, bestimmt der Zentralbankrat. Die Abgabesätze für die kurzfristigen Geldmarktpapiere, Schatzwechsel und unverzinsliche Schatzanweisungen von Bund und Ländern bestimmt die Bundesbank. Auf dieser Grundlage pendeln die Zinssätze des Geldhandels von Bank zu Bank. Die Zinssätze der Kreditinstitute (bei Ausleihungen bis zu vier Jahren Laufzeit) werden durch die Soll- und Habenzinsabkommen der Bankenverbände von den Bankenaufsichtsbehörden (in jedem Land eine!) unter Mitwirkung der Bundesbank dirigiert. Der Bundeswirtschaftsminister bestimmt (unter Mitwirkung der Länder) über die Genehmigung neuer Emissionen von Wertpapieren. Durch den Umfang dieser Genehmigungen wird der Landeszinssfuß weitgehend beeinflußt.

#### *Die Erfordernisse*

Aus Vorhergesagtem ergibt sich bereits, daß die Bewirtschaftung der finanziellen Sparquote weder in der Vergangenheit noch in der Zukunft eine Aufgabe ist, die den Erwerbsinstituten allein überlassen bleiben kann. Befindet sich doch der halbe Kreditapparat in öffentlicher Hand, die gemeinnützig zu sein hat. (Ob sie es wirklich ist, ist eine andere Frage.) Die Allgemeinheit muß jedenfalls fordern, daß möglichst alle „arbeitslosen“ Gelder einer nützlichen „Beschäftigung“ zugeführt werden, wobei eine nach kaufmännischen und traditionellen Gesichtspunkten orientierte Liquidität aufrechtzuerhalten ist. Bei der Abhängigkeit des Kapitalmarktes vom Geldmarkt (alle Ersparnisse schlagen sich zunächst als Geld nieder), die organisch durch das Wertpapier überbrückt wird, ergeben sich m. E. (ohne Anspruch auf Vollständigkeit und Ausschließlichkeit) folgende Erfordernisse:

##### *1. Auf dem Gebiete der Kreditwirtschaft*

- a) Beseitigung der Kündigungssparkonten und Schaffung der gesetzlichen Einheits-spareinlage.
- b) Ausschluß aller nicht natürlichen Personen von Sparkonten, da u. a. nur so Gewähr dafür besteht, daß kurzfristige Gelder nicht in langfristige Anlagen wandern und dadurch die Liquidität gefährden.
- c) Im Hinblick auf die Geldfülle, die als Normalzustand anzusehen ist, haben Soll- und Habenzinsabkommen die Wirkung, den Kreditinstituten überhöhte Erträge zu gewährleisten. Daher Aufhebung dieser Abkommen mit der Maßgabe, daß der Bundeswirtschaftsminister im Benehmen mit der Bundesbank lediglich den Standardsatz für gesetzliche Spareinlagen als untersten Kapitalmarkt-Zinssatz festsetzt, z. Z. 3 vH. Alle anderen Zinssätze werden der freien Konkurrenz der Kreditinstitute überlassen. Der ungehemmten Expansion der Kreditinstitute ist durch das Verlangen nach höherem Eigenkapital zu begegnen.
- d) Die Sparkassenaufsichten sind anzuweisen, in Zukunft dafür Sorge zu tragen, daß die Sparkassen keine höheren Sollzinsen erheben, als zur Deckung der Habenzinsen plus Verwaltungskosten plus Delkredere plus 5 vH Verzinsung der Sicherheitsrücklage erforderlich sind, damit die z. Z. auf dem Papier stehende Gemeinnützigkeit effektiv wird.
- e) Novellierung der Mustersatzungen der öffentlichen Sparkassen in dem Sinne, daß der Sparsinn nicht nur durch das Kontensparen gefördert werden kann, sondern ebenso gut und speziell bei größeren Konten besser durch das Wertpapiersparen. Hierzu: Systematische Ausbildung der das Publikum beratenden Schalterangestellten.
- f) Die Gewerkschaften haben kurz nach der Währungsreform die Schaffung eines zentralen Kapitalmarktinstituts verlangt und hierfür die Kreditanstalt für Wiederauf-

bau vorgeschlagen. Dieser Vorschlag ist m. E. noch immer aktuell. Er müßte heute modifiziert lauten: Schaffung einer im Dienst der Allgemeinheit arbeitenden Wertpapier-Zentralbank als gemeinnützige Aktiengesellschaft unter Beteiligung aller Kreditinstitute und der Aufgabe, für einen möglichst niedrigen Landeszinsfuß Sorge zu tragen. Zu diesem Zweck müßte das Institut maßgeblichen Einfluß erhalten auf die Genehmigung neuer Wertpapier-Emissionen. Es müßte auch das Lombardgeschäft betreiben, sofern sich nicht die Bundesbank entschließt, die vorgenannten Aufgaben in eigener Regie durchzuführen. (Das Institut könnte auch als Körperschaft öffentlichen Rechts aufgezogen werden mit einem von allen Banken und Sparkassen aufzubringenden allmählich abzurufenden Dotationskapital. Vielleicht könnte es als Sonderaufgabe die Kommerzialisierung des hinkenden Wertpapiers, genannt Ausgleichsforderungen, durchführen, die seit der Währungsreform ihr Dasein noch immer mit falschen Kursen in den Bankbilanzen führen. Auch könnte es als Girosammelbank wesentlich zur Rationalisierung des Effektenverkehrs beitragen.)

## 2. Auf dem Gebiete allgemeiner Wirtschaftspolitik

a) Der Wertpapiersparer bedarf in seiner Eigenschaft als demokratischer Risikoträger der Wirtschaft in höherem Maße pfleglicher Behandlung durch den Staat als der Kontensparer, der zusätzlich durch die Bürgschaft der öffentlichen Hand geschützt ist. Er braucht Einsicht in „seinen“ Betrieb und weitgehende Offenheit der Verwaltungen. Daher Aktienrechtsreform vornehmlich unter den Stichworten: Verbesserung der Publizität (keine Geheimwirtschaft) — Demokratisierung der Geschäftsleitungen (Beseitigung aller Vorrechte für den Großaktionär) — Gewährleistung, daß die Gesellschaften nicht Zweckverbände zur Aufsammlung von Vermögen werden, die nicht für Betriebszwecke gebraucht werden (keine Thesaurierung) — Die Bilanzierungsvorschriften müssen die Einhaltung des Betriebszwecks erkennbar machen — Für die längst fälligen Korrekturen der Bilanzen sind die gesetzlichen Voraussetzungen schnellstens zu schaffen, um einer gefährlichen Spekulation das Wasser abzugraben.

b) Verbesserung der Handelbarkeit des Wertpapiers durch Beseitigung der Wertpapier-Sondersteuern. Nicht der Besitzwechsel des Wertpapiers muß versteuert werden, sondern die („arbeitslosen!“) Erträge aus ihm. M. E. haben auch die Gewerkschaften kein Interesse daran, daß die Aktienerträge doppelt (einmal bei der Gesellschaft und einmal bei den Aktionären) versteuert werden, wenn man es den Gesellschaften unmöglich macht, steuerfrei zu thesaurieren. Die Thesaurierung läuft in der Praxis auf eine Begünstigung der Großaktionäre hinaus (siehe Pakethandel) und behindert die dauernde Anpassung des Eigenkapitals am steigenden Geschäftsumfang (Beispiel dafür sind die 8(!)prozentigen Industrieobligatio'nen, die an Stelle neuer Aktien ausgegeben wurden). Der Eigenkapitalanteil an den Bilanzsummen bei den Aktiengesellschaften wird relativ immer geringer. Die Krisenfestigkeit der Gesellschaften geht also zurück! Das können die Gewerkschaften, denen an einer Sicherung der Arbeitsplätze liegt, nicht unbeachtet lassen.

## Schluß

*Das eine:* Kommt ein Sparer an einen Bankschalter mit der Anfrage, wie er einige 1000 DM anlegen soll, und der betreffende Angestellte würde kurzerhand sagen: „Kaufen Sie Aktien!“, so hätte dieser Angestellte wohl die längste Zeit seinen Schalterposten innegehabt. Sagt aber der Staat zu Arbeitnehmern, die vielleicht noch nicht einmal ein Sparkonto haben: „Kauft euch Volksaktien!“, so ist das natürlich „ganz etwas anderes“. Aktien sind und bleiben Papiere der höchsten Risikoklasse. Viele nennen sie einfach Spekulationspapiere. Wer spekuliert, ohne einen Verlust einstecken zu können, handelt leichtsinnig. Noch schlimmer wird daher die Sache, wenn Aktien auf Kredit oder auf Teilzahlung verkauft werden. Deshalb sollte auch der Staat ganz grundsätzlich doch

## FRIEDRICH SCHWEDT

lieber bei der traditionellen und bewährten Anlagereihe bleiben: Sparkonto, mündelsichere, festverzinsliche Werte und dann möglicherweise auch ein paar Aktien — wenn er sich nicht dem Vorwurf aussetzen will, selbst Spekulanten zu erziehen.

*Das andere:* Die Effektenmärkte sind ein integrierender Bestandteil unserer Gesamtwirtschaft. Man kann auf die Dauer nicht die freie Warenwirtschaft predigen und die Wertpapiermärkte in Preis- (Zins-), Steuer- und Umlauffesseln halten. Nur das terminierte und frei handelbare Wertpapier schafft die Möglichkeit, die Liquidität unserer Kreditwirtschaft unter Kontrolle zu halten und so ein Maximum von Geld als Kapital arbeiten zu lassen. Deutschland muß in seinem eigenen Interesse nicht nur ein Land reichlicher, sondern auch billigster Kapitalversorgung werden. Das muß unsere Effektenwirtschaft ständig im Auge behalten.

*Das dritte:* Dazu sind eine Nachprüfung unserer gesamten Zinspolitik und die Besinnung auf die Grundsätze echter Gemeinnützigkeit unerlässlich.