

Wirtschaftsdienst

Deutscher Volkswirt

Herausgegeben vom Hamburgischen Welt-Wirtschafts-Archiv

(früher Zentralstelle des Hamburgischen Kolonialinstituts)

Der Wirtschaftsdienst erscheint wöchentlich einmal. Jahrespreis bei der Post und im Buchhandel 30.— Mark

In Kommission bei Otto Meißners Verlag in Hamburg. Schriftleitung: Hamburg 36, Rothenbaumchauffee 5. Fernsprecher: Hantsa 2447—51

Nr. 49

Hamburg, den 5. Dezember 1919.

4. Jahrg.

Inhalt:

Deutsche Trust-Finanz	Seite 889	Weltwirtschaftliche Übersichten:	
Silberteuerung und Silberpolitik	„ 891	Geld und Kapital	Seite 899
Länder-Berichte:		Schifffahrt und Schiffbau	„ 900
Schweden	„ 892	Getreide und Futtermittel	„ 902
Spanien	„ 894	Wichtige Neueingänge	„ 903
Mexiko	„ 896		

Deutsche Trust-Finanz

Wenn vor dem Kriege der deutsche Zeitungsleser von den Finanzierungsmethoden amerikanischer Trusts hörte, so war man gewohnt, ihn sich schauernd und im Gefühl unantastbarer Überlegenheit abwenden zu sehen. Daß die Aktionäre eines Unternehmens sich jedes Einflusses auf seine Geschäftsführung berauben lassen, indem das gesamte Aktienkapital einem Treuhänder (voting trust) übergeben wird, der allein das Stimmrecht ausübt, während die Aktionäre sich mit Trust-Zertifikaten begnügen müssen, die lediglich ein Recht auf Dividendenbezug verbürgen — dies scheint dem Sinn des deutschen Aktienrechts und den Traditionen der deutschen Finanzgebarung durchaus zuwiderzulaufen. Das deutsche Recht überträgt der Generalversammlung der Aktionäre die Entscheidung in allen kardinalen Fragen der Gesellschaft: in der Entlastung der Verwaltung, der Besetzung des Aufsichtsrats, in der Festsetzung der Dividende, der Erhöhung oder Verminderung des Aktienkapitals, der Erweiterung oder der Liquidierung des Unternehmens. Dagegen galt es als Charakteristikum der Vereinigten Staaten als dem Operationsfeld Carnegies und Morgans, Reids und Goulds, daß dort die Geschieke gigantisch ausgedehnter Unternehmungen von einer kleinen Gruppe von Männern gelenkt werden, die mit Hilfe weniger Millionen über Hunderte von Millionen von Aktionärgeldern verfügen können.

Indessen war die selbstzufriedene Zuversicht des Zeitungslesers schon vor dem Kriege wenig begründet. Immer mehr hatte sich auch bei deutschen Aktiengesellschaften ein Zustand herausgebildet, in dem eine Minorität von Großaktionären in den Generalversammlungen ihren Willen der Mehrheit aufzwingt — teils weil die Mehrheit der Aktionäre es nicht für nötig hält, sich in der Generalversammlung durch eigene Beauftragte vertreten zu lassen; teils weil diese Beauftragte sich an Kenntnis der Geschäftslage nicht mit den Vertretern der Minorität messen können; teils weil die Politik verdeckter Reservestellungen die Finanzgebarung der Unternehmungen dem Einfluß der Generalversammlung immer mehr entrückt. So war vielfach,

wenn auch vielleicht nicht in der Mehrzahl der Fälle, der Aktionär aus einem Geschäftsanteilbesitzer, als den ihn das Aktienrecht auffaßt, zu einem Anleihegläubiger geworden, der statt der Zusage einer festen Kapitalsverzinsung und statt einer festen Rückzahlungsforderung einen schwankenden jährlichen Anteil an den Geschäftsergebnissen und einen einmaligen Anteil an dem Liquidationserlös von unbestimmter Höhe erhält — von den im Handelsgesetzbuch zugesicherten Minderheitsrechten abgesehen, die indessen nur in seltenen Fällen wirksam werden können.

Einige Generalversammlungsbeschlüsse der letzten Wochen haben den Schlußstrich unter diese Entwicklung gesetzt und das Fazit der Rechnung gezogen. Es kann seitdem nicht mehr bezweifelt werden, daß einige unserer großen Unternehmungen sich, nach ihrer finanziellen Struktur betrachtet, nicht mehr weit von dem finanziellen Aufbau amerikanischer Trustgründungen unterscheiden.

Die Aktionäre der Hamburg-Amerika Linie haben am 21. 11. ihre Zustimmung dazu gegeben, daß das Aktienkapital von 180 Mill. M um 5 Mill. M. Vorzugsaktien erhöht wird, die in den entscheidenden Abstimmungen mit dem dreißigfachen Stimmrecht ausgestattet sind und unter Ausschluß des Bezugsrechts der alten Aktionäre, nach dem Ermessen des Aufsichtsrats begeben werden. Stammaktien und Vorzugsaktien stimmen in den Generalversammlungen getrennt ab. Beschlüsse der Generalversammlungen gelten als rechtskräftig, wenn sie von der Mehrheit jeder der beiden Aktienkategorien gefaßt werden. Ist indessen in diesen Übereinstimmung nicht erzielt, so kommt es zu einer gemeinsamen Abstimmung, in der die 5 Mill. M Vorzugsaktien mit einem Stimmrecht von 150 Mill. wirksam werden. Da auf je 1000 M eine Stimme entfällt, so werden bei dieser zweiten Abstimmung 330 000 Stimmen berechtigt sein, von denen auf die Stammaktionäre 180 000, auf die Vorzugsaktionäre 150 000 entfallen.

Eine absolute Mehrheit der Vorzugsaktionäre ist damit nicht gegeben. Sobald aber auch nur 16 000 Stammaktien-

stimmen auf die Seite der Vorzugsaktionäre herübergezogen werden, ist der Rest von 164 000 Stammaktien überstimmt. Dieser Betrag wird unschwer aus den Depots befreundeter Banken und von anderen Großaktionären zur Verfügung gestellt werden können. Aber nicht einmal das wird nötig sein; denn es ist nicht darauf zu rechnen, daß auch nur drei Viertel des gesamten Stammkapitals in der Generalversammlung vertreten sein werden. Bei der Abstimmung am 21. 11., die doch für die Aktionäre von der größten Wichtigkeit war, hat sich, nach dem Bericht des „Hamburgischen Correspondenten“, ein Aktienkapital von 61 783 000 *M.* vertreten lassen — kaum mehr als ein Drittel des stimmberechtigten Stammaktienkapitals.

Diese Aktionäre haben die ihnen von der Verwaltung vorgelegten Anträge einstimmig und durch Zuruf angenommen. Dieser Beschluß ist zu loben, denn er kann als schöner Beweis des Vertrauens in die Fähigkeit und Integrität der Verwaltung und als Bekundung des Willens zu nationaler Opferbereitschaft aufgefaßt werden: die Stammaktionäre willigen in die Verminderung ihres Stimmrechts, um zu verhüten, daß ausländisches Kapital sich der Aktien bemächtigt (zum Ankauf der Stimmenmehrheit wären heute nicht mehr als 3 Mill. \$ nötig) und die Geschäftsführung in ausländischem Interesse beeinflußt. Weniger zu loben ist allerdings, daß niemand die Frage aufgeworfen zu haben scheint, ob dieses Ziel nicht auch auf einem weniger problematischem Wege zu erreichen war.

Denn alle Anerkennung der hohen nationalen Ziele der Verwaltung und des in der Generalversammlung vertretenen Aktienkapitals kann uns nicht der Notwendigkeit entheben, die Eigenart der so geschaffenen Sachlage anzuerkennen. Die Vorzugsaktien der Hamburg-Amerika Linie werden einer befreundeten Gesellschaft (man darf annehmen der Hamburg Südamerikanischen Dampfschiffahrts-Gesellschaft) übertragen werden, die ebenfalls die Ausgabe von Vorzugsaktien beantragen und diese der Hamburg-Amerika Linie aushändigen wird. Diese Aktien werden also zwischen zwei Gesellschaften ausgetauscht, die durch Betriebsgemeinschaften verbunden sind und sich einander so nahestehen, daß nicht angenommen werden kann, die Verwaltung der Hamburg-Südamerikanischen Dampfschiffahrts-Gesellschaft könne etwa das Stimmrecht der Vorzugsaktien der Hamburg-Amerika Linie in einem Sinne ausüben, der den Intentionen der Verwaltung dieser Gesellschaft zuwider liefe. Mit anderen Worten: durch die Ausgabe der Vorzugsaktien werden die Verwaltungen beider Reedereien künftig instand gesetzt, ihre Unternehmungen *autonom*, unabhängig von dem Willen der Kapital-Aktionäre zu leiten. Der maßgebende Einfluß ist von der Generalversammlung als der Vertretung der Anteilseigner, die ihre Kapitalien der Unternehmung zur Verfügung gestellt haben, auf den gegenwärtig bestehenden Aufsichtsrat und die von ihm eingesetzte Direktion übergegangen. Die künftige Zusammensetzung des Aufsichtsrats wird von diesem selbst bestimmt werden, nicht mehr von der anonymen Masse von Stammaktionären, die bisher, wenigstens dem Recht nach, ihre Zustimmung zu geben oder zu verweigern befugt war. Der Aufsichtsrat ergänzt sich also in Zukunft, nach der Art eines Klubs, durch Kooptation — ohne Kontrolle irgend einer äußeren Instanz, von den wenigen Fällen abgesehen, in denen das Gesetz einen Schutz der Aktionärminderheiten gegen Rechtsverletzungen und grobe Mißbräuche geschaffen hat.

Diese Sachlage wird auch nicht durch die Satzungsbestimmung abgeändert, nach der die Vorzugsaktien in Stammaktien zurückverwandelt werden, wenn in einer Generalversammlung, in der die Vorzugsaktien nur das einfache Stimm-

recht genießen, neun Zehntel des gesamten Grundkapitals für diese Umwandlung eintreten. Denn hiernach genügen die Stimmen von 18,5 Mill. *M.* um einen solchen Beschluß unmöglich zu machen; es wäre also nur erforderlich, daß rund 14 Mill. Stammaktienkapital bei der Abstimmung fehlen oder mit der Gruppe der Vorzugsaktien stimmen. Auf beides ist mit einem sehr hohen Wahrscheinlichkeitsgrund zuverlässig zu rechnen. Es folgt daraus, daß das mehrfache Stimmrecht der Vorzugsaktien in Wirklichkeit nicht gegen den Willen der Vorzugsaktionäre aufhebbar ist. Indem die Stammaktionäre einer solchen Neuerung zustimmen, verändern sie den Sinn des deutschen Aktienrechts von Grund auf und leiten eine Epoche ein, in der das Geschick der Kapitalgesellschaften nicht mehr von dem Willen der Anteilseigner, sondern von anderen Faktoren bestimmt wird.

Es würde kaum angemessen sein, der Statutenänderung der Hamburg-Amerika Linie eine so große symptomatische Bedeutung zuzuschreiben, wenn nicht teils gleichzeitig, teils etwas später eine Reihe anderer Unternehmungen ihrem Beispiel gefolgt wäre (wir verzeichnen u. a. die Vereinigten Glanzstofffabriken Akt.-Ges. in Elberfeld, die Bremer-Besigheimer Ölfabriken, die Ölfabrik Groß-Sorau, die Lederwerke Wiemann Akt. Ges. in Hamburg und die Hamburg-Südamerikanische Dampfschiffahrts-Gesellschaft) und wenn diese Unternehmungen nicht zum Teil selbst darauf verzichtet hätten, Gründe der nationalen Industrie-Politik für ihr Vorgehen anzuführen. Die wichtigste dieser Transaktionen ist die Erhöhung der Stammkapitalien der zur Interessengemeinschaft der deutschen chemischen Groß-Unternehmungen gehörigen Gesellschaften um 383,4 auf 754,64 Mill. *M.* und die zusätzliche Ausgabe von 301,66 Mill. *M.* Vorzugsaktien mit doppeltem Stimmrecht, die nicht der Beschaffung von neuen Mitteln dienen, sondern unter den Angehörigen der Interessengemeinschaft ausgetauscht werden und diesen die finanzielle Beherrschung der verbündeten Unternehmungen ermöglichte. Denn wenn auch hier die Vorzugsaktien nicht über die absolute Mehrheit des gesamten Grundkapitals verfügen, so ist doch nur erforderlich, daß rund zehn Prozent des Stammkapitals bei der Abstimmung fehlen oder auf der Seite der Vorzugsaktien stimmen, um den Willen der übrigen neunzig Prozent der Stammaktien zu brechen. Bei einigen anderen Gesellschaften scheint man es denn auch vorgezogen zu haben, die Machtverteilung klarer darzustellen, man hat hier bestimmt, daß das Stimmrecht der Vorzugsaktien dem jeweiligen Verhältnis der Nominalbeträge von Stamm- und Vorzugsaktienkapital entsprechen soll. Diese Formulierung hat, außer der größeren Aufrichtigkeit, den Vorteil, daß bei künftigen Vergrößerungen des Stammaktienkapitals eine entsprechende Vergrößerung der Stimmkraft der Vorzugsaktien automatisch gesichert ist.

Die Erfahrungen der nächsten Jahre werden zu zeigen haben, ob der formelle Verzicht der Aktionärmehrheit auf den maßgebenden Einfluß in der Generalversammlung einen so erheblichen Umfang annehmen und so bedenkliche Wirkungen hervorbringen wird, daß sich eine Änderung des Aktienrechts als notwendig erweist. Es mag heute genügen, auf zwei andere Entwicklungsreihen hinzuweisen, die mit der oben behandelten in einen Punkt zu konvergieren scheinen: In dem gleichen Zeitpunkt, wo sich die Verwaltung des Unternehmens von dem Willen der Anteilseignermehrheit grundsätzlich unabhängig macht, sieht sie die Freiheit ihrer Verfügungsmacht durch zwei neue einschränkende und kontrollierende Instanzen bedingt: durch die Betriebsräte als die Vertreter der Arbeiterschaft einerseits, die ein Mitberatungs- und Mitbestimmungsrecht eingeräumt erhalten und die vielleicht sogar

ermächtigt werden sollen, Vertreter in den Aufsichtsrat zu senden; durch die Selbstverwaltungskörper andererseits, die auch in nicht durch Kartellierung und Verstristung dem freien Wettbewerb entrückten Unternehmungszeigen als ein Organ wirken sollen, durch das gemeinsame Interessen des gesamten Industriezweiges gemeinsam wahrgenommen und auch gegen den Willen des einzelnen Unternehmers durchgesetzt werden können. Die hochkapitalistische und die frühsozialistische Phase des Wirtschaftslebens grenzen hier hart aneinander.

Man muß mit der Wahrscheinlichkeit rechnen, daß diese

neuen Organe früher oder später den Fortfall der bisher als unerlässlich und unfehlbar erachteten Sicherung als Motiv für eine Ausdehnung ihres eigenen Machtbereichs benutzen werden, um die ausfallende Kontrollfunktion auf ihre Weise auszuüben. Jeder Schritt auf dem Wege zum Trust wirkt als Begründung und Stärkung der Sozialisierungstendenzen. Die neuere Entwicklung des deutschen Aktienwesens gibt also dem Vertreter der freien Wirtschaft ebensoviel Anlaß zur Beunruhigung wie sie dem Verfechter der Gemeinwirtschaft als notwendiger Baustein des neuen Wirtschaftshauses gelten darf.

Kurt Singer

Silberteuerung und Silberpolitik

Das Jahr 1918 brachte für den Silbermarkt das größte Ereignis, das seit der Einstellung der freien Prägung des Silbers in Deutschland und der daran anschließenden allgemeinen Demonetisation des Silbers in der Geschichte dieses Metalls eingetreten ist. Am 23. 4. 18 erging in den Vereinigten Staaten das nach dem Senator Pittman benannte Gesetz „zur Sicherstellung der Goldversorgung der Vereinigten Staaten, zur Regelung des Silbers und der für die Vereinigten Staaten ungünstigen Handelsbilanz und im Hinblick hierauf zur Stabilisierung des Silberpreises und zur Hebung der Silberproduktion“. Das Gesetz ermächtigte die Regierung, für 350 Mill. \$ Silber (ca. 271 Mill. Unzen) aus den insgesamt 460 Mill. \$ betragenden Silberreserven der Bundesbanken zu entnehmen, einzuschmelzen und für die Bedürfnisse Indiens zur Verfügung zu stellen.

Seit Erlaß dieses Gesetzes hörte sowohl in New York als auch in London der freie Silbermarkt auf zu bestehen. Zunächst wurde auf diese Weise fast für das ganze Jahr 1918 eine Veränderung des Silberpreises verhindert. Denn nach dem Pittman-Gesetz verkaufte die amerikanische Regierung ihr Silber zu 1 \$ die Unze. Damit war, der tatsächlichen Wirkung nach, ein Mindestpreis für das Silber festgesetzt; und daß er nicht überschritten wurde, dafür sorgte die gewaltige Menge Silbers, die die Vereinigten Staaten gemäß der Pittman-Akte abgaben, wodurch sie sich den entscheidenden Einfluß auf den Silbermarkt sicherten. Die Notierung des Silberpreises in New York schwankte vom 25. 4. bis zum 15. 8. 18 nur um $\frac{1}{4}$ cts; mit $99\frac{1}{2}$ bis $99\frac{3}{4}$ cts in dieser Zeit blieb sie nur um ein geringes unter 1 \$.

Bis zum Erlaß des Pittman-Gesetzes pflegte sich die Notierung in New York nach der von London zu richten. Seitdem aber änderte sich das Verhältnis. New York errang jetzt die überragende Stellung auf dem Silbermarkt, und London richtete sich nach seiner Preisfestsetzung, indem es die Kosten für Transport und Versicherung nach London dem in englische Währung umgerechneten Preis hinzuschlug.

Dem Preis von 1 \$ je Unze in den Vereinigten Staaten entsprachen etwa 47 d. Wir sehen, daß sich der Silberpreis in London, wenn man außerdem den Anteil von Fracht und Versicherung berücksichtigt, in der nächsten Zeit nach dem Pittman-Gesetz in ziemlicher Übereinstimmung mit der New Yorker Notierung befand. Am 24. 4. 18 stand er auf $49\frac{1}{4}$ d, am 2. 5. 18 auf $49\frac{1}{8}$ d, am 13. 5. 18 auf $48\frac{7}{8}$ d und am 2. 7. 18 auf $48\frac{13}{16}$ d.

Am 15. 8. 18 ging die amerikanische Regierung dazu über, einen Höchstpreis für Silber von $101\frac{1}{2}$ cts. festzusetzen. Dies erwies sich als notwendig mit Rücksicht auf die steigende Tendenz des Silberpreises und die durch das Pittman-Gesetz festgelegte Silberabgabe durch die Regierung zu 1 \$ je Unze.

Vor allem aber hielt es die Regierung der Vereinigten Staaten für ihre Aufgabe, den verbündeten Staaten, insbesondere England, in ihren Währungsnoten beizustehen und die Wechselkurse zu stabilisieren. Ein Steigen des Silberpreises hätte sich nicht mit den Interessen Englands gegenüber Indien vertragen. Von nun an arbeiteten Amerika und England in der Silberfrage noch inniger miteinander Hand in Hand.

Die Festsetzung eines Höchstpreises in Amerika hatte den Erfolg, die Silbernotierung seit dem 15. 8. 18 auf $101\frac{1}{2}$ cts festzuhalten. England folgte wiederum diesem amerikanischen Höchstpreise, und so blieben die Preise auch in England stabil. Am 21. 8. 18 wurden in London $49\frac{1}{2}$ d notiert, am 12. 11. 18 $48\frac{3}{4}$ d, am 6. 12. 18 $48\frac{7}{16}$ d und am 21. 2. 19 $47\frac{1}{4}$ d.

Am 5. 5. 19 erfolgte in den Vereinigten Staaten die Aufhebung des Höchstpreises für Silber; wenige Tage später, am 8. 5., ahmte England dieses Beispiel nach. Der Silberpreis schnellte in New York sofort auf $102\frac{1}{2}$, am 9. 5. 19 bereits auf $105\frac{3}{4}$ cts empor; am 29. 10. 19 betrug er nicht weniger als 128 cts und am 10. 11. 19 130 bis $131\frac{1}{2}$ cts. In London stieg der Silberpreis nach Beseitigung der Beschränkung am 9. 5. 19 sogleich auf $53\frac{1}{2}$ d, am 11. 5. 19 sogar auf 58 d, während bis dahin die im Jahre 1917 erreichte Notierung von 55 d den höchsten im Kriege verzeichneten Silberpreis darstellte. Seitdem erfolgte, abgesehen von einigen, bis September 1919 anhaltenden Schwankungen, die in Nr. 47 des „W.-D.“ vom 23. 11. geschilderte, ununterbrochene Steigerung.

Das System der Höchstpreise in Amerika und England wurde durch eine entsprechende Ausfuhrpolitik unterstützt. Diese setzte in beiden Staaten bald nach Eintritt Amerikas in den Krieg ein. Die Regierung der Vereinigten Staaten beschränkte zunächst den Export von Silber nach China und schrieb seit dem 7. 9. 17 die Erteilung von Lizenzen für die Silberausfuhr vor. England begann im April 1917 mit einer Behinderung der Exporte nach Skandinavien. Auch hier wurde die Abgabe von Silber an das Ausland an besondere Bewilligungen geknüpft. Seit der Festsetzung des Silberhöchstpreises am 15. 8. 18 erfolgte in den Vereinigten Staaten eine sehr strenge Handhabung der Lizenzpolitik. Die Genehmigung wurde nur erteilt, wenn es sich um lebenswichtige Bedürfnisse wirtschaftlicher oder militärischer Natur handelte. Damals kamen chinesische Banken, die in den Vereinigten Staaten zwei Millionen Unzen Silber gekauft hatten, in große Verlegenheit, weil sie dieses Silber nach Erlaß jener Bestimmungen nicht mehr nach China verschiffen konnten. Sie sahen sich gezwungen, es wieder an die Regierung der Vereinigten Staaten zurückzukaufen. Auch Kanada schloß sich der gleichen Politik an.

Am 10. und 30. 6. 19 schritt man in den Vereinigten Staaten zum Abbau der Ausfuhrbeschränkungen. Seitdem ist der Federal Reserve Board gehalten, die Anträge auf Silber zur