

# Die wertbeständigen Anleihen in finanzwirtschaftlicher Betrachtung

Von  
Rudolf Stucken



Duncker & Humblot *reprints*



**Schriften**  
des  
**Vereins für Sozialpolitik.**

---

**Deutsche  
Zahlungsbilanz und Stabilisierungsfrage.**

Im Auftrage des Vereins  
veranstaltet von  
**Karl Diehl und Felix Somary.**

**166. Band.**

Herausgegeben von Franz Eulenburg.

Dritter Teil.

**Die wertbeständigen Anleihen  
in finanzwirtschaftlicher Betrachtung.**



Verlag von Duncker & Humblot.  
München und Leipzig 1924

# Die wertbeständigen Anleihen in finanzwirtschaftlicher Betrachtung.

Von

Dr. Rudolf Stucken.



Verlag von Dunder & Humblot.  
München und Leipzig 1924.

Alle Rechte vorbehalten.



Altenburg (Thür.)  
Pierersche Hofbuchdruckerei  
Stephan Getzel & Co.

## Inhaltsverzeichnis.

|  | Seite |
|--|-------|
| A. Einleitung . . . . .  | 1     |
| a) Das Schwinden des Papiermarkkredits und das Aufkommen neuer<br>Anleiheformen . . . . .  | 1     |
| b) Abgrenzung der Untersuchung . . . . .   | 4     |
| B. Begriff und Wesen der wertbeständigen Anleihen . . . . .  | 6     |
| I. Begriffliches . . . . .   | 6     |
| II. Die wertbeständigen Anleihen und der öffentliche Haushalt schwan-<br>kender Währung . . . . .  | 9     |
| C. Verwirklichung der Anleihen . . . . .   | 14    |
| I. Betrachtung unter den allgemeinen Gesichtspunkten für Anleihen  | 14    |
| II. Betrachtung unter den spezifischen Gesichtspunkten für wert-<br>beständige Anleihen . . . . .  | 23    |
| a) Die Wahl des Faktors und Art der Verbindung der Anleihe<br>mit dem Faktor . . . . .   | 23    |
| b) Die spezifische Deckung . . . . .   | 31    |
| c) Die spezifischen Kosten . . . . .   | 40    |
| III. Die Banken als Vermittler langfristigen wertbeständigen Kredits .   | 45    |
| IV. Die Unterbringung und Kursgestaltung der wertbeständigen An-<br>leihen . . . . .   | 49    |
| D. Die Umstellung des öffentlichen Haushalts in Deutschland<br>auf Goldmark und die Folgerungen für die Aufnahme wert-<br>beständiger Anleihen . . . . . | 66    |
| E. Schluß . . . . .  | 77    |



## A. Einleitung.

### a) Das Schwinden des Papiermarkkredits und das Aufkommen neuer Anleiheformen.

Die Kriegsjahre 1914/18 haben auf dem Anleihegebiet Höchsterfolge gebracht, welche aber doch nicht hindern konnten, daß am Ende des Krieges der Haushalt des Deutschen Reichs stark in Unordnung geraten war, und daß die deutsche Valuta bei Kriegsende bereits „krank“<sup>1</sup> war. Die deutsche Finanzpolitik der folgenden Zeit vermehrte das Übel, und in dem Maße, wie die Inhaber von Papiermarkforderungen durch die fortschreitende Geldentwertung expropriiert wurden, fand allmählich eine allgemeine Abkehr des Publikums vom Anleihemarkt statt. Eins der ersten deutlichen Anzeichen dieser Abkehr war der Mißerfolg der Sparprämienanleihe. Aber nicht nur der Markt für Anleihen öffentlicher Körperschaften, auch der langfristige Kredit für die Landwirtschaft, für die Industrie und für den städtischen Wohnungsbau schwand mehr und mehr dahin; man mied die Kapitalanlage in Markforderungen und suchte Anlage in Werten, welche bei der Geldentwertung ihren Wert bewahrten, wie Sachgüter, Aktien, Devisen u. dgl. In welchem Maße gerade in den letzten Jahren der Kreditmarkt für langfristige Papiermarkforderungen zusammenschrumpfte, dafür mögen einige Zahlen zur Illustration dienen, welche das Statistische Reichsamt zusammengestellt hat:

Emission von Schuldverschreibungen in Millionen  
Goldmark<sup>2</sup>).

| Bezeichnung                            | 1921  | 1922 | 1923   |
|--|-------|------|--------|
| Industrie-Obligationen . . . . .       | 107,4 | 33,2 | 2,7    |
| Pfandbriefe usm. . . . .               | 57,5  | 63,8 | } 17,9 |
| Staats- und Kommunalanleihen . . . . . | 78,7  | 11,7 |        |

<sup>1</sup> Walther Loß, Valutafrage und öffentliche Finanzen in Deutschland. Schriften d. Vereins f. Sozialpolitik. 164. Bd. München u. Leipzig 1923, S. 6.

<sup>2</sup> Wirtschaft u. Statistik, Jahrg. 1924, Heft 3, S. 91. Berechnet auf Grund der Börsenzulassungen unter der Annahme, daß die Ausgabe drei Monate vor der Börsenzulassung liegt; für 1923 nur Januar—Juli berücksichtigend.



Schon die Jahre 1921 und 1922 brachten für den Anleihebedarf der öffentlichen Körperschaften praktisch nichts, während tatsächlich ein ungeheurer Anleihebedarf vorhanden war. Bei den deutschen Ländern und Gemeinden war ein besonders großer Anleihebedarf dadurch gegeben, daß ihr Bedarf jahrelang hinter dem Kreditbedarf des Reiches hatte zurückstehen müssen. Es hatten im Laufe der Jahre Verschiebungen stattgefunden in der wirtschaftlichen Basis bedeutender Gemeinden und ganzer Bezirke (Braunkohlengebiet), wodurch große Neuanlagen notwendig wurden; bei den verbenden Anlagen war jahrelang vom Vermögen gezehrt, ohne daß Neuanlagen oder Verbesserungsbauten in nennenswertem Maße ausgeführt waren, so daß wesentliche Teile der Anlagen durchaus erneuerungsbedürftig waren; eine große Zahl geeigneter neuer Pläne lag vor, durch welche die Betriebe wirtschaftlicher gestaltet werden konnten, wenn nur das Kapital für die erforderlichen Anlagen beschafft werden konnte; die Kohlenknappheit drängte zur planmäßigen Ausbeutung der vorhandenen Wasserkräfte; der Baumarkt bedurfte der Kapitalzufuhr von seiten der öffentlichen Körperschaften, da die Wohnungszwangswirtschaft dem privaten Kapital den Anreiz nahm, sich auf diesem Gebiet zu betätigen. Es lag nicht allein ein dringender Bedarf vor, es bestand auch ein großes Interesse, zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit, der seitens aller öffentlichen Körperschaften große Beachtung geschenkt wurde, solche Bauten bald zur Durchführung zu bringen, und es war gleichzeitig infolge der Entwertung der alten Schulden durchaus verantwortbar, für solche Zwecke neue Schulden aufzunehmen. Das Reich half sich mit der Notenpresse, auch für Zwecke seiner großen verbenden Betriebe; Länder und Gemeinden wurden zwar auch für einen großen Teil ihres ordentlichen und außerordentlichen Bedarfs Kostgänger der Notenpresse, aber gerade für die genannten Zwecke blieb dabei nur wenig verfügbar. So ist es geradezu selbstverständlich, daß aus den Kreisen der Länder und Gemeinden das Drängen nach neuen Kreditformen entsprang. Zwar erhielt der Markt für Papiermarktkredite noch einmal neue Nahrung durch die Stabilisierungskaktion Februar/April 1923. Es wurde auch noch ein Versuch gemacht, die Papiermarktanleihe wieder zu Ehren zu bringen durch Einführung eines variablen Zinsfußes; aber bei der ungeheuerlichen Geldentwertung, welche bald darauf einsetzte, erwies sich auch dies Mittel als untauglich. Inzwischen war jedoch eine andere Anleiheform geschaffen und hatte sich in Kürze einen großen Markt erobert: die wertbeständige Anleihe.

Ein paar Worte zur Entstehung dieser Anleiheform. Sie ist in mancher Hinsicht nicht neu; es gibt einige historisch bedeutame Beispiele von Anleihen, bei welchen die wesentlichsten Züge wertbeständiger Anleihen verwirklicht sind, z. B. einige Anleihen Österreichs und der Vereinigten Staaten von Nordamerika im 19. Jahrhundert<sup>1</sup>. Aber diese historischen Beispiele haben anscheinend wenig Einfluß auf die Entstehung wertbeständiger Anleihen in unserer Zeit gehabt. Wie obige Zahlen zeigen, war auch der Realkredit in den Nachkriegsjahren zu unbedeutenden Summen zusammengeschrumpft. Dadurch ist es erklärlich, daß zur gleichen Zeit, als von seiten öffentlicher Körperschaften an die Lösung der Anleihefrage tatkräftig herangegangen wurde, auch die Lösung der Realkreditfrage, wenigstens für die Landwirtschaft, bei der die Verhältnisse hierfür am günstigsten lagen, angestrebt wurde. Unabhängig voneinander kam es einerseits in Oldenburg, andererseits in Berlin zur Ausbildung besonderer Formen der wertbeständigen Anleihen. In Oldenburg wurde, den Ideen des Oberfinanzrats Stein folgend, durch Verordnung vom 29. August 1922 (veröffentlicht 1. Nov. 1922) die staatliche Kreditanstalt ermächtigt, Roggenanweisungen herauszubringen, aus deren Erträgnis sowohl der Kreditbedarf der öffentlichen Körperschaften wie auch der Realkreditbedarf der Landwirtschaft Befriedigung finden sollten; die staatliche Kreditanstalt begann im November mit dem Vertrieb dieser Anweisungen<sup>2</sup>. In Berlin kam es zur Gründung der Roggenrentenbank und der Deutschen A.-G. für Landeskultur, von denen die Roggenrentenbank im Dezember 1922 mit ihren Roggenrentenbriefen auf den Markt kam und die Deutsche A.-G. für Landeskultur die Vermittlung von Kapitalien der Versicherungsgesellschaften und anderer großer Geldgeber zu Meliorationszwecken auf wertbeständiger Grundlage aufnahm<sup>3</sup>. Etwa zu gleicher Zeit kam dann auch die erste langfristige Anleihe einer öffentlichen Körperschaft heraus, nämlich die Roggenwertanleihe des Freistaates Mecklenburg. Bald danach folgten die ersten Kohlenwertanleihen. Das Reich wie auch Preußen verhielten sich monatelang abwartend. Aber die neue Anleiheform war offensichtlich ihrem Wesen nach eine

<sup>1</sup> Siehe hierzu Adolf Wagner im Deutschen Wörterbuch, X. Bd. Leipzig 1867, S. 41, und v. Mensi-Maxbach im Österreich. Staatswörterbuch. 2. Aufl. VI. Bd. Wien 1909, S. 428 ff.

<sup>2</sup> Nach persönlichen Mitteilungen.

<sup>3</sup> Nach persönlichen Mitteilungen.