I.

Von der Herabsetzung der Zinsen öffentlicher Schulden, in Folge des Sinkens des Zinsfusses und dem dabei zu beobachtenden zweckmässigen Verfahren.

1.

Einleitung. Recht des Staates zur Aufkündigung lästig gewordener Schulden.

Da in der Regel nur in Perioden des Krieges oder unter andern der Capitalanhäufung mehr oder weniger ungünstigen Umständen öffentliche Anlehen erhoben werden, und die Nachfrage nach Capitalien zur unfruchtbaren Verwendung den Zinsfuß zu steigern geeignet ist, so haben die Regierungen schon aus diesem Grunde für solche Darlehen weit höhere Preise zu entrichten, als diejenigen sind, zu welchen sie, in ruhigen Zeiten und nach Herstellung des Gleichgewichtes zwischen ihren Einkünften und den Staatsausgaben, Capitalien sich verschaffen können. Häufig kommt aber in Perioden, welche Anlehen zur Bestreitung der Kosten der öffentlichen Verwaltung erfordern, noch der Mißcredit als weitere Ursache hinzu, welche die Regierungen nöthigt, höhere Zinsen zu bewilligen.

Der Privatmann, der unter ungünstigen Umständen eine Schuld contrahirte, steht beim Wechsel der Conjuncturen keinen Augenblick an, sich die Erleichterung zu verschaffen, wozu ihm das Sinken des Marktpreises der Capitalien oder die Befestigung seines

Credits eine sichere Aussicht darbietet. Hat er zu einer Zeit, da der Zinsfuß bei hypothekarischer Sicherheit zu 5 Proc. stand, zu diesem Preise ein Capital aufgenommen, so säumt er nicht, sobald der Zinsfuß fällt, und Capitalien zu 4½, 4 Proc. ausgeboten werden, von seinem Gläubiger die Herabsetzung der Zinsen zu verlangen, und sieht, wenn dieser seine Einwilligung verweigert, sich nach einem andern Darleiher um. Noch weniger zaudert er, von dem erhöhten Zinse, den er im Augenblicke der Verlegenheit oder bei mißlichen Vermögensverhältnissen dem Mißtrauen seines Gläubigers zugestehen mußte, sich zu befreien, sobald sich seine ökonomische Lage verbessert und sein Credit befestigt hat.

Weit entfernt diese Handlungsweise des Privatmanns, der stets dem billigsten Gläubiger den Vorzug gibt., zu tadeln, müßte man den, der nicht so handelt, vielmehr als schlechten Haushälter bezeichnen, der Nachlässigkeit oder Thorheit beschuldigen.

Können und sollen die Staaten ihren Gläubigern gegenüber das gleiche Verfahren beobachten? Gebieten ihnen etwa Rücksichten des Rechts, der Billigkeit oder der Politik ein anderes Benehmen? Oder liegen in ihrer Stellung gegen die Staatsgläubiger und in den Verhältnissen und Interessen der Finanzverwaltuug besondere Schwierigkeiten, die den Regierungen beim Sinken des Zinsfußes nicht auf gleiche Weise oder gleich leicht, wie dem Privatgläubiger, die Verwandlung einer hochverzinslichen Schuld in eine minder lästige gestatten? Und wie lassen sich solche Schwierigkeiten beseitigen?

Ehe wir diese Fragen erörtern, um sofort auf einige concrete Fälle und insbesondere auf die in unserm großen westlichen Nachbarstaate zur Sprache gekommene Reduction überzugehen, die zum zweiten Male die Gemüther bewegte, und lebhafte Discussionen hervorrief, wollen wir nur einige Worte über die Natur der öffentlichen Fonds voranschicken, von welchen allein es sich hier handeln kann.

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

So mannichfaltig die Formen sind, unter welchen die Regierungen sich gegen ihre Darleiher verpflichten können, und welche in der That schon zur Anwendung gekommen sind, so bildet doch fast allerwärts eine Gattung von Fonds den bei weitem größten Theil der öffentlichen Schuld.

Diese am meisten verbreiteten Fonds rühren von jenen Anlehen her, für welche dem Darleiher ein, in Procenten der wirklich eingezahlten Summen oder eines Nominalcapitals ausgedrückter jährlicher Zins, ohne feste Bestimmung für die Rückzahlung des Capitals und unter Bedingung der Unaufkündbarkeit desselben, von Seite des Gläubigers bewilligt wird.

Wo das Recht des Staates zur Aufkündigung einer solchen Schuld in Frage gestellt wird, kann das Urtheil hierüber nur von der Beschaffenheit des einzelnen Falles abhängen.

Nicht leicht wird aber dieses Recht ein Gegenstand des Zweifels oder Streites seyn können, da es in der Regel an ausdrücklichem Vorbehalt der Aufkündigung oder an allgemeinen, den Anlehen vorausgegangenen gesetzlichen Vorausbestimmungen nicht fehlt, und wo kein ausdrücklicher Verzicht des Staates vorliegt, der Vorbehalt, nach constanter Uebung oder nach der Natur der ursprünglichen Anlehens-Geschäfte, als verstanden angenommen werden muß.

Betrachtet man aber die Art und Weise, wie in der Regel solche Anlehen vollzogen wurden, so ist in der That in Beziehung auf die Hauptmasse der europäischen Schulden gar kein Zweifel gedenkbar.

In der Regel wurde nämlich dem Gläubiger ein, die wirklich dargeliehene Summe weit übersteigendes Nominalcapital verschrieben, wovon er die festgesetzte Rente zu beziehen hatte.

Solche Nachlässe an den Nominalcapitalien haben bekanntlich insbesondere bei den zahlreichen größern und kleinern Anlehen statt gefunden, die in der letzten Kriegsperiode und in einer Reihe von

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

Jahren, nach Herstellung des allgemeinen Friedens, von fast allen europäischen Staaten erhoben wurden.

So betrug der Unterschied zwischen den dargeliehenen Summen und den Nominalcapitalien bei den in den ersten Friedensjahren, von den meisten Continentalstaaten erhobenen Anlehen selten weniger, als 25 — 30 Proc., und in jenen Ländern, wo die stärksten Anlehen erhoben wurden, noch weit mehr und bis zu 45 Proc.

Es ist klar, daß der Darleiher, welchem für eine eingezahlte Summe von 55 oder 75 ein zu 5 Proc. verzinsliches Nominalcapital von 100 verschrieben wird, und dem hiernach von seinem wirklichen Darleihen effectiv $9\frac{1}{11}$ und $6\frac{2}{3}$ Proc. Zinsen zu entrichten sind, so lange die Rückzahlung des Capitals nicht zu erwarten hat, als der Preis dieser Effecten, in Folge des Sinkens des Zinsfußes und des wachsenden Vertrauens, nicht das Pari erreicht oder übersteigt.

Wenn der Börsenpreis auch auf 92 und 95 steigt, und es der Regierung ein Leichtes wäre, Capitalien zu $5\frac{1}{2}$ Proc. zu erhalten, so kann sie sich der unter weit lästigern Bedingungen contrahirten Schuld nicht entledigen, da sie in Folge einer Aufkündigung dem Schuldner nicht die wirklich geliehenen Summen, sondern den Betrag der verbrieften oder eingeschriebenen Nominalcapitalien abzutragen hätte, oder, mit andern Worten, dem alten Gläubiger gegenüber sich von einer Rente von 5 nur gegen Darlegung eines Capitals von 100 liberiren könnte, während sie dem neuen Gläubiger $5\frac{1}{2}$ Proc. für ein Darlehen von 100 bewilligen müßte.

Dieses ihnen beim anfänglichen Sinken des Miethgeldes der Capitalien gesicherten vollen Genusses der ursprünglichen Zinsen erfreuen sich die Staatsgläubiger von Rechts wegen. Von Rechts wegen erfreuen sie sich auch des Vortheils, daß beim weiter fortschreitenden Sinken des Miethgeldes der Capitalien eine Reduction den effectiven Zinsbezug von der wahren ursprünglichen Dar-

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

lehenssumme nur in einem, nach Verhältniß der Größe des eingetretenen Sinkens des Zinsfußes, mehr oder weniger unbedeutenden Maße afficiren kann.

Wer für 5 Proc. tragende Papiere 55 bis 75 bezahlt hat, und beim Sinken des Zinsfußes auf 4 Proc. mit der Reduction bedroht ist, kann durch diese Maßregel für das Nominalcapital nur eine Rente von 1 verlieren, und er fährt daher fort, für das ursprünglich gelieferte Capital in der That $7\frac{5}{55}$ — $5\frac{1}{3}$ Proc. zu beziehen, wenn er nicht einen Gewinn am Capital von 45 — 25 realisirt.

Daß er auf solche Weise nicht, wie im gewöhnlichen Privatverkehr, mit dem Sinken des Zinsfußes die Heimzahlung des wirklich dargeliehenen Capitals oder die Reduction seiner Zinsbezüge zu erwarten hat, verdankt er der vertragsmäßigen Bestimmung eines die Darlehenssumme übersteigenden Nominalcapitals.

Diese Bestimmung hätte aber gar keinen Sinn und Zweck, wenn sie der Regierung als Schuldnerin, wo dieß in den Anlehensbedingungen auch nicht gerade buchstäblich ausgedrückt ist, nicht das Recht gäbe, dem Gläubiger zu kündigen, und sich durch die Darlegung des Nominalcapitals zu befreien. Denn wozu die Benennung eines Capitals, wenn weder der Gläubiger, wie anerkannt ist, noch auch der Schuldner kündigen darf? Die Bezeichnung der aus einem solchen eigentlichen Rentenkauf entspringenden Schuld nach dem Verhältniß der Rente zum wirklichen Schuldcapitale ließe sich noch als etwas Zufälliges, wenn man will, als natürliche Beziehung auf eine Thatsache erklären. Allein die Bezeichnung eines Nominalcapitals läßt sich gar nicht anders, als in dem Sinn des gewöhnlichen Darleihvertrages verstehen.

Ob man aber das Verhältniß der Staatsgläubiger zum Staate nach den positiven Grundsätzen des Vertragsrechts oder zufolge einer Ansicht, welche jenem Verhältnisse eine staatsrechtliche Grund-

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

lage gibt, nach allgemeinen Regeln der Gerechtigkeit beurtheilen mag, ist in Beziehung auf die Frage über das Aufkündigungsrecht in so fern ganz gleichgültig, als es jedenfalls auch im letzten Falle dieser Regel nicht widersprechen kann, wenn der Staat von einem unbedingten Vorbehalt, der zwischen beiden Theilen verstanden war, wirklich Gebrauch macht.

Wo das Aufkündigungsrecht des Staates in Zweifel gezogen wurde, fehlte es indessen nicht an Scheingründen. So diente in Frankreich zur Erregung solcher Zweifel die Benennung: immerwährende Rente, welche man der verzinslichen Schuld im Gegensatz von der Leibrenten-Schuld des Staates beigelegt hatte, und deren Bedeutung sich historisch nachweisen ließ.

Nicht selten enthalten die Anlehensbedingungen einen ausdrücklichen Verzicht des Staates auf die Befugniß zur Aufkündigung für eine bestimmte Zeit. Daß in solchem Falle der Ablauf dieser Zeit abgewartet werden muß, versteht sich von selbst. *

---

* Wo er ausdrücklich auf die Aufkündigung für immer verzichtet hatte, würde ihm nur der freiwillige Rückkauf übrig bleiben, um ein künftiges Sinken des Zinsfußes zur Reduction der Schuld benutzen zu können, die er zum Zweck der Ablösung contrahirt. Eine Erklärung der Ablöslichkeit solcher von beiden Seiten ursprünglich, als unablöslich, constituirten Renten im Wege des Gesetzes würde, wenn eine solche Maßregel nicht den Staatsgläubigern gegenüber den Charakter der Willkür erhalten sollte, alle Renten gleicher Art treffen müssen, und einem ganz andern Gebiete, als dem der Credit-Operationen angehören. Sie würde dem Staate, wenn das Ablösungsgesetz den allgemeinen Grundsätzen der Gerechtigkeit entspräche, welche die Gesetzgebung nicht verletzen darf, wenigstens für die Gegenwart keinen pecuniären Gewinn bringen, weil er den wahren Werth der Rente als Ablösungssumme bestimmen müßte. Geschehe aber dieß, so würde er für eine Rente von 5, wenn der Zinsfuß auf 4 oder 3 gefallen ist, 125 — 133 bezahlen und keine Reduction bewirken.

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

2.

Verpflichtung des Staates in Beziehung auf die Herabsetzung des Zinsfußes der öffentlichen Schuld, den Steuerpflichtigen gegenüber.

Wenn man die Stellung des Staates mit der des Privatschuldners in Beziehung auf die Aufkündigung lästig gewordener Schulden vergleicht, so wird man überhaupt in Beziehung auf unsere Frage nur eine wesentliche Verschiedenheit finden. Diese besteht aber darin, daß die Aufkündigung für den Privatschuldner nur ein Recht ist, für den Staat aber zugleich eine Pflicht seyn kann. Die Steuerpflichtigen sind es, welche in der That aus dem Einkommen von ihrem Vermögen und von ihrer Arbeit die Zinsen der öffentlichen Schuld aufzubringen haben. In die Mitte zwischen die Gläubiger und die Steuerpflichtigen gestellt, ist er diesen jede Erleichterung zu gewähren schuldig, die ohne Verletzung des Rechts und der Billigkeit nach anderer Seite hin und unbeschadet aller Staatszwecke möglich ist. Dieses Gebot der natürlichen Gerechtigkeit beobachten die öffentlichen Verwaltungen in allen Transactionen, welche die Fürsorge für die Bedürfnisse des öffentlichen Dienstes hervorruft.

Ueberall, wo es sich von der Unternehmung öffentlicher Arbeiten, von Lieferungen und Accorden aller Art handelt, bei denen die gleiche Leistung gesichert erscheint, oder verbürgt werden kann, und namentlich bei allen öffentlichen Anlehen, hält man sich für verpflichtet, demjenigen den Vorzug zu geben, der das vorhandene Bedürfniß am wohlfeilsten zu befriedigen sich erbietet. Warum sollte der Staat nicht verpflichtet seyn, aufzuhören, von den ihm zu einem hohen Zinsfuß überlassenen Capitalien das höhere Miethgeld zu entrichten, sobald er sich Capitalien zu niedrigerem Zinsfuße verschaffen kann?

Es ist für die Staatsgläubiger allerdings sehr unerfreulich, von dem Einkommen aus ihren in den öffentlichen Fonds angelegten

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

Geldern ¼ oder ⅕ und nach den Umständen allmählich noch mehr zu verlieren, und auf den dieser Rentenverminderung entsprechenden Capitalgewinn, bei fortwährendem Steigen des Effectenpreises, verzichten zu müssen. Für Manche, die den größten Theil ihres Unterhalts aus jenem Einkommen zu bestreiten haben, oder deren ganze ökonomische Existenz auf ihrem Rentenbezuge beruht, kann die Reduction sehr schmerzlich und von großen Verlegenheiten begleitet seyn. Unter den Staatsgläubigern findet sich allerwärts eine desto größere Zahl solcher Personen, je höher die öffentliche Schuld angewachsen, und je größer der Theil des Nationaleinkommens ist, den die Regierung zur Vertheilung unter ihre Gläubiger jährlich erhebt. Wittwen und Minderjährige, durch Alter und Kränklichkeit zu productiven Arbeiten unfähige Personen bilden insbesondere eine zahlreiche Classe unter den Staatsgläubigern.

Sollte eine billige Rücksicht auf diese Verhältnisse die Regierung nicht zu dem Verzicht auf eine Maßregel bewegen können, die einer geringern Zahl bedeutende Opfer auflegt, während ihr Vortheil sich auf die große Menge der Steuerpflichtigen vertheilt, dort empfindliche Schmerzen verursacht, hier nur weniger fühlbare Erleichterungen gewährt?

Wir verneinen diese Frage, obwohl wir die Rücksichten der Billigkeit in dem Benehmen gegen die Staatsgläubiger keineswegs ausschließen. Wir werden bei Betrachtung der eigenthümlichen Stellung, in welcher die Regierung sich gegen ihre Gläubiger befindet, darthun, daß es allerdings Forderungen der Billigkeit und moralische Verpflichtungen gibt, welche die Regierungen verhindern können, den Vortheil der Steuerpflichtigen nicht in dem ganzen Umfang zu verfolgen, in welchem sie es nach den Umständen, ohne formelle Rechtsverletzung, thun könnte. Allein so weit kann sich die Forderung der Billigkeit nicht erstrecken, daß man auf Unkosten der Steuerpflichtigen sämmtliche Staatsgläubiger von den natürlichen Wirkungen befreien müßte, welche der von der Regierung ganz unabhängige

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

Wechsel der Umstände auf das Einkommen aller Staatsangehörigen ausübt. Wie die Capitalgewinnste und der davon abhängige Zinsfuß, ist auch die Landrente und der Arbeitslohn häufigen Schwankungen unterworfen.

Wie der Landeigenthümer, wenn der Pachtertrag seiner Grundstücke sinkt, wie der Arbeiter, wenn seine Arbeit minder stark begehrt ist, oder die Zahl der Arbeiter rascher wächst, und wie die Unternehmer, wenn ihre Industrie-Erzeugnisse weniger begehrt oder in größerer Menge ausgeboten werden, an ihrem Einkommen verlieren, so der Capitalist, wenn die Capitalien sich schneller vermehren und häufiger ausgeboten oder seltener gesucht werden. Der Staatsgläubiger befindet sich in dieser Hinsicht in ganz gleicher Lage, wie die Privatgläubiger, unter welchen man ebenfalls gar Viele zählt, die ganz oder größtentheils von ihren Capitalzinsen leben. Wollte die Regierung anfangen, die natürlichen Folgen solcher Veränderungen für die eine oder andere Classe der Gesellschaft minder fühlbar zu machen, so würden wahrlich weder die Capitalisten überhaupt, noch die Staatsgläubiger die ersten seyn, die solche Fürsorge in Anspruch zu nehmen hätten.

Am schmerzlichsten trifft ein ungünstiger Wechsel die arbeitende Classe; sie bildet die bei weitem größte Zahl der Steuerpflichtigen. Sie, welche die ungünstigen Wechselfälle in der Lohnerniedrigung als Arbeiter, und in dem hohen Miethgelde von den dem Staat anvertrauten Capitalien als Steuerpflichtige zu tragen haben, in dieser letzten Eigenschaft der Vortheile günstiger Conjuncturen zu berauben, um das ohne Arbeit gewonnene Einkommen der Staatsgläubiger der natürlichen Wirkung des Sinkens der Capitalgewinnste oder des Zinsfußes zu entziehen, wäre eine schreiende Verletzung aller Grundsätze des Rechts und der Billigkeit. Keine Rücksicht der Politik kann aber gebieten, was so sonnenklar dem Recht und der Billigkeit zuwiderläuft. Insbesondere kann die Erhaltung des Staatscredits niemals den Ver-

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

zicht auf die Vortheile verlangen, wodurch er ganz eigentlich seinen Werth erhält. Gerade deßhalb, weil er die Regierung in den Stand setzt, zu den möglichst wohlfeilen Preisen Capitalien zu erhalten, ist ihr ein wohlgegründeter Credit wünschenswerth und nützlich. Oder glaubt man etwa, daß in künftigen Fällen eines Bedürfnisses, besonders in Augenblicken der Noth und unter Umständen, welche die Capitalpreise bedeutend erhöhen und den Staatscredit schwächen, die Regierung um so leichter disponible Capitalien zu leihen finden werde, wenn sie im Augenblick der Prosperität großmüthig fortfährt, ihren Gläubigern 5 Proc. zu entrichten, während ihr Geld zu 4 und 3½ Proc. angeboten wird? Dieß wäre eine große Täuschung. Der Capitalist benutzt jederzeit die Umstände, so gut er kann, und wird, wenn er 7 und 8 Proc. zu erhalten hoffen darf, wegen der gegen frühere Gläubiger geübten Großmuth keinen möglichen Gewinn zurücklassen; im Gegentheil wird jede Regierung, welche in günstigen Zeiten unterläßt, ihre Zinsenlast zu vermindern, sobald außerordentliche Ereignisse das Bedürfniß einer unfruchtbaren Verzehrung von Capitalien herbeiführen, alle ihre Credit-Operationen erschwert finden; denn je höher die Last der Zinsen anwächst, desto leichter erheben sich Zweifel über die fortdauernde Erfüllung aller gegen die Staatsgläubiger eingegangenen Verbindlichkeiten.

Man darf daher auch im Interesse des Staatscredits verlangen, daß der Staat, wenn die Zeit hiezu gekommen ist, vom Recht der Aufkündigung Gebrauch mache, um den Zinsfuß der öffentlichen Schuld herabzusetzen.

3.

Die Größe der Schuld ist kein Hinderniß der Herabsetzung des Zinsfußes.

Der Staat kann mit gleicher Leichtigkeit, wie der Privatmann, das Sinken des Zinsfußes benutzen, um sich eine Erleichterung zu

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

verschaffen. In der Größe der öffentlichen Schuld liegt keine Schwierigkeit, welche ihn daran zu hindern geeignet wäre.

Die Beträchtlichkeit des Schuldcapitals bestimmt, nebst andern Gründen, nur die Wahl zwischen den beiden Wegen, welche zu dem gleichen Ziele führen.

Er kann, wenn der Markt seinen 4procentigen Renten den Werth von 100 und darüber zugesteht, die Umwandlung seiner 5procentigen Schuld in eine 4procentige mittelst Erhebung neuer Anlehen von gleichem Betrage zu bewirken suchen, oder den ältern Gläubigern den Umtausch al pari anbieten, und sofort den Betrag seines Anlehens auf die Summe der verlangten Heimzahlungen beschränken.

Es ist klar, daß je größer das Schuldcapital ist, der Vollzug der Heimzahlungen eine desto größere Zahl successiver Anlehen oder Anlehenstermine erfordert, auf dem ersten Wege daher, je nach der Größe der Schuld, deren vollständige Umwandlung mehr verzögert und der Aufwand an Negociationskosten vermehrt wird.

Ueben solche Anlehen auch keinen erheblichen Einfluß auf den Zinsfuß aus, indem der Staat die Capitalien, die er dadurch mit der einen Hand erhebt, mit der andern wieder dem Markte überliefert, und die natürlichen Wirkungen der Nachfrage und des Ausgebots sich daher gegenseitig ausgleichen, so liegt ihre Beschränkung doch in seinem Interesse, um nicht die Vortheile der Reduction für längere Zeit, nach den Umständen für eine Reihe von Jahren zu entbehren und durch Nebenkosten vermindert zu sehen.

Könnte er auch, indem er die Anlehen in freier Mitbewerbung begeben und daher das Maß der Reduction, der That nach, durch die Concurrenz bestimmen würde, sich die größtmögliche Zinsenersparniß auf diesem Wege verschaffen; so verbieten ihm, denselben zu betreten, jedenfalls die Nachtheile anderer Art, welche solche vervielfältigte Credit-Operationen begleiten.

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

Vor allem sind es unabweisliche Forderungen der Billigkeit, die ihm untersagen, die ältern Gläubiger einer Speculation preiszugeben, welche wagende Unternehmer auf die Betrachtung bauen können, daß es den zahlreichen Besitzern der ältern Effecten um so schwerer fällt, für ihre gekündigten Capitalien eine andere Anlags-Gelegenheit, als die neu creirten Fonds zu finden, je beträchtlicher das ganze Schuldcapital ist, und je rascher der Vollzug der Maßregel voranschreitet.

Läßt er daher, wie billig, den ältern Gläubigern den Vorzug, so wird er nur einen kleinen Theil der Schuld wirklich abzutragen haben, indem unter Umständen, wo nicht mit aller Sicherheit erwartet werden dürfte, daß die große Mehrheit ihre Capitalien zu einem niedrigern Zinsfuße stehen zu lassen bereit sey, in keiner Weise von einer solchen, die ganze Schuld eines hochverschuldeten Staates oder einen beträchtlichen Theil derselben umfassenden Maßregel die Rede seyn könnte.

Unbedeutende Vortheile, welche die Bedingungen der Umwandlung in Vergleichung mit der Heimzahlung darbieten, genügen aber, um den Vollzug zu sichern.

Haben zu einer Zeit, da z. B. 4proc. Papiere zu 101 und 101½ Abnehmer finden, und man dem weitern Sinken des Zinsfußes entgegensieht, sämmtliche Besitzer eines 5proc. Schuldcapitals sich zu erklären, ob sie mit dem herabgesetzten Zinse von 4 Proc. für ihre Nominalcapitalien sich begnügen wollen, und wird die Aufforderung zu dieser Erklärung mit der Anzeige verbunden, daß diejenigen, welche in die Herabsetzung innerhalb einer bestimmten Frist nicht einwilligen, die Aufkündigung und Heimzahlung zu gewärtigen haben, so kann die Hoffnung auf ein fortdauerndes Steigen der Fonds selbst diejenigen zur Einwilligung in die Herabsetzung geneigt machen, welche ihre Capitalien zurückzuziehen und bei schicklicher Gelegenheit anders zu verwenden beabsichtigen.

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

Wenn auch eine bedeutende Anzahl Gläubiger nicht sogleich entschlossen wäre, die gestellten Bedingungen der Umwandlung anzunehmen, so ist es klar, daß der größte Theil der schwankenden, so wie der zur Annahme der Heimzahlung geneigten, ohne allen Verzug sich um andere Anlagsgelegenheiten umsehen würde, und daß die Wirkung, welche eine solche vervielfältigte und lebhafte Nachfrage noch während der vergönnten Bedenkzeit hervorbrächte, ganz geeignet wäre, die unentschlossenen und zweifelnden zuletzt ebenfalls zu bestimmen sich der Reduction zu unterwerfen. Ist nämlich in Folge der fortschreitenden Capitalanhäufung der Zinsfuß allmählich gesunken, so entspricht ein plötzliches Ausgebot beträchtlicher Capitalien, welches durch jene Nachfrage in Aussicht gestellt wird oder sie wirklich begleitet, keinem vorhandenen dringenden Bedürfniß, und man sieht sogleich, daß man, um andere Anlagsplätze zu finden, sich entweder geringere Zinsen, d. i. den Verlust, den man vermeiden will, gefallen lassen, oder sich mit minderer Sicherheit begnügen muß, was man noch weniger will.

Jedenfalls wird indessen das Verhältniß, das zwischen den Gewinnsten, welche die Anlage in den der Reduction unterworfenen Fonds gewährte, und den Vortheilen anderer Anlagen bestand, auf eine Weise afficirt, welche immerhin einer Anzahl Gläubiger Veranlassung gibt, solche andere Anlagsgelegenheiten zu erwarten oder wirklich dargebotene zu benutzen. Besteht der Betrag der angenommenen Aufkündigungen auch nur in einem verhältnißmäßig sehr unbedeutenden Theile der ganzen Schuld, so kann er gleichwohl leicht noch größer bleiben, als daß er in einmaliger Zahlung getilgt werden könnte.

Jeder Besitzer eines Schuldtitels hat nun zwar das Recht zu verlangen, daß ihm seine Forderung in unzertrennter Summe abbezahlt werde, und ist nicht verbunden Rückzahlungen anzunehmen. Je nach Beträchtlichkeit der Heimzahlungen können aber die zu tilgenden Schuldtitel (Inscriptionen oder Obligationen) in so viele Classen

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

oder Serien eingetheilt werden, als nöthig erscheint, um bei Berufung einer Serie nach der andern, in angemessenen Zwischenräumen und nach den Bestimmungen des Looses, die erforderlichen Zahlungen bewerkstelligen zu können, ohne auf dem Geld- und Capitalmarkte nachtheilige Störungen hervorzubringen. Will der Staat eine vollkommene Gleichheit in der Behandlung der Gläubiger erzielen, so würde er denjenigen, welche zuerst zur Zahlung gelangen, bis zu dem Zeitpunkt, da die letzte Zahlung erfolgt, die Differenz zwischen dem Zinse der alten Schuld und dem herabgesetzten, dem wahren Marktpreise der öffentlichen Schuldcapitalien entsprechenden Zinse zu vergüten haben.

Für angemessen vermöchten wir nicht zu erachten, wenn man, statt sämmtliche Gläubiger gleichzeitig zu ihrer Erklärung über ihre Bereitwilligkeit zur Schuldumwandlung aufzufordern, und sodann das hier bezeichnete weitere Verfahren zu beobachten, eine Schuld nur allmählich, abschnittweise, z. B. jährlich oder halbjährlich, einen bestimmten Theil derselben reduciren und diejenigen Gläubiger, welche nach der Entscheidung des Looses die partielle Reduction treffen würde, zu der Erklärung auffordern wollte, ob sie in die Reduction einwilligen oder die Heimzahlung vorziehen. Rücksichten der Billigkeit gegen die Gläubiger können ein solches Verfahren, wornach sie nur theilweise in dem höhern Zinsbezuge verbleiben, nicht verlangen, denn an die Billigkeit des Staates haben alle den gleichen Anspruch, und das Loos ist nur ein Nothbehelf, wo die gleiche Behandlung nicht möglich ist.

Wenn die Reduction den Verhältnissen des Marktes angemessen ist, so bedarf es eines solchen Opfers auch nicht, um den Vollzug der Maßregel zu sichern.

Wenn die Finanzverwaltung die Bestimmung der Zahlungstermine nach dem Ueberblick der abzutragenden Summen sich vorbehält, so versteht es sich, daß sie, wo die ursprünglichen Anlehensbedingungen keine Frist bestimmen, jedenfalls bei der mit der wirklichen

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

Aufkündigung zu verbindenden Festsetzung des Zahlungstags mindestens die Zeit beobachte, um welche bei festen Anlagen im gewöhnlichen Verkehr die Kündigung der Zahlung vorausgehen muß.

Hat die Regierung beträchtliche aus Revenüenüberschüssen gebildete disponible Mittel, so wird sie diese zu den ersten Zahlungen benützen. Der Abfluß solcher aus Ersparnissen entstandenen Capitalien auf den Geldmarkt kann nicht anders als günstig wirken und wird der Finanzverwaltung, so weit sie zur vollständigen Befriedigung der nicht in die Reduction einwilligenden Gläubiger eines Anlehens bedarf, die Verwerthung der neuen, an die Stelle der abgelösten Capitalien tretenden Papiere zu guten Preisen wesentlich erleichtern.

Nach den Umständen wird sie aber Verabredungen mit öffentlichen Bankinstituten und mit Bankiers nicht entbehren können, welche vermöge ihres Reichthums und ihres Credits über bedeutende Mittel gebieten und deren Interesse durch die Bedingungen des Vertrages an den glücklichen Erfolg der Maßregel geknüpft wird. Solcher dem Beginnen des Vollzugs vorangehenden Verabredungen mit einheimischen und fremden Häusern bedarf es insbesondere, wenn die der Reduction unterliegenden Papiere großentheils sich in den Händen ausländischer Capitalisten befinden.

Sich vorläufig des Absatzes aller neuen Papiere zu versichern, welche die Gläubiger gegen ihre ältern Schuldtitel einzutauschen sich weigern würden, ist auch in dem nämlichen Grade dringender geboten, je geringer nach allen Erscheinungen des Marktes die Vortheile anzuschlagen sind, welche den Besitzern der ältern Papiere, die Bedingungen der Umwandlung, in Vergleichung mit der Heimzahlung darbieten.

4.

Bestimmung des Maßes der Reduction.

Um den Ansprüchen der Steuerpflichtigen gebührende Rechnung zu tragen, die Rücksichten der Billigkeit gegen die Staatsgläubiger

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

nicht zu verletzen, und zugleich den regelmäßigen Vollzug der Maßregel zu sichern, und nicht Veranlassung zu gewagten Speculationen zu geben, wird die Regierung das rechte Maß der Reduction zu treffen suchen, und sich insbesondere nicht von der irrigen Meinung leiten lassen, daß sie es in ihrer Macht habe, durch ihre Bestimmung auf die Erniedrigung des Zinsfußes überhaupt, zum Vortheil der Production, einzuwirken.

Nach den Umständen, insonderheit wo der Staat ein unermeßliches Capital fast ausschließlich an seine Angehörigen schuldet und bei weitem der größte Theil der Gläubiger in der Hauptstadt oder wenigen großen Städten lebt, ist es allerdings möglich, im Augenblick der Verlegenheiten, welche die Aufkündigung hervorruft, und des vorübergehenden Einflusses, den die nothwendigen Vorkehrungen zum Vollzug einer großen Credit-Operation auf dem Markte ausüben, von den Capitalisten das Zugeständniß einer, das rechte Maß überschreitenden Reduction zu erhalten.*

Wenn ein solcher Versuch, der jedenfalls immer mehr oder weniger gewagt erscheint, auch vollständig gelingt, so würde aber die Rückkehr des normalen Zustandes des Marktes bald über die wahre Ursache und Beschaffenheit des erlangten Erfolgs belehren und einsehen lassen, daß man auf diesem Wege keinen dauernden Einfluß auf den Zinsfuß ausüben kann.

Hätte die Regierung auch wirklich die Macht, durch eine das gerechte Maß überschreitende Reduction der Zinsen der öffentlichen Schuld das Miethgeld der Capitalien überhaupt herabzudrücken, so wäre der Gebrauch dieser Macht eben so wenig zu billigen, als die Unterlassung der Reduction in einem dem wirklich eingetretenen entschiedenen Sinken des Zinsfußes entsprechenden Verhältnisse, in-

* Dieß erklärt sich aus der eigenthümlichen Stellung, in welcher sich die Finanzverwaltungen und die ihnen Beistand leistenden Unternehmer den Gläubigern gegenüber befinden, worüber wir in der Schrift: Oeffentlicher Credit ꝛc. 2. Aufl. S. 297—306 ausführlich gehandelt haben.

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

dem sie in dem einen und andern Falle einen Theil der Gesellschaft auf Unkosten des andern willkürlich begünstigen würde.

Wie ist aber jenes rechte Maß zu erkennen?

Obwohl in jedem Lande der Zinsfuß nicht nur nach Verschiedenheit der Anlage der Capitalien und der gebotenen Sicherheit verschieden, sondern auch in dem einen Theile des Landes, bei gleicher Anlagsweise, höher oder niedriger als im andern, und überdieß der im Discont erscheinende Marktpreis der Capitalien für kürzere Darlehnsperioden einem raschen Wechsel unterworfen ist, so läßt der Börsencurs der öffentlichen Effecten in einer längeren Periode und der Ueberblick aller Erscheinungen des Capitalmarktes in Beurtheilung dieser Frage doch nicht leicht irren. Die der Reduction unterliegenden Effecten können zwar, weil die Erwartung der Reduction ein dem wahren Marktpreise der Renten entsprechendes Steigen über Pari verhindert, durch ihre Curse diesen Preis nicht genau anzeigen. In der Regel besteht aber die öffentliche Schuld aus verschiedenen Gattungen von Effecten, deren Nominalcapitalien nach verschiedenem Fuße verzinslich sind und zum Theil unter Pari stehen. Das Verhältniß der vom Nominalcapital fallenden Rente zu dem Börsenpreise dieses Capitals gibt nahe den Zinsfuß der in den öffentlichen Fonds angelegten Capitalien. Nur wird in einer Periode des allmählichen Sinkens des Zinsfußes die Hoffnung eines Gewinns am Capital die Preise der tiefer unter Pari stehenden Papiere verhältnißmäßig etwas höher halten. Dieser Umstand ist ohne Bedeutung, da es sich bei einer Reduction, die nie unter ½ Proc. Zins vom 100 bleibt, um solche geringe Unterschiede nicht handeln, und man zu einer solchen Maßregel nicht im Augenblicke, da der Preis der Rente den hiezu einladenden Stand erreicht, schreiten kann, sondern ein entschiedenes Sinken abwarten muß. Dieß ist überdieß noch aus dem Grunde geboten, weil der Wechsel des Disconts auf die Preise der öffentlichen Effecten einen Einfluß ausübt, und man daher von dem

mittlern Preise eines etwas längern Zeitraums ausgehen muß, um sich keine Verlegenheiten zu bereiten. Erreicht und übersteigt aber z. B. ein 5proc. Papier allmählich das Pari und hält sich geraume Zeit über demselben, während nach eingetretenem ähnlichem Steigen die 4proc. sich längere Zeit stets über 90, aber unter 100, oder auf 100 und über 100, und die 3proc. über 70, aber unter 75 oder einige Proc. über 75 halten, so ist es klar, daß die Anlage von Capitalien in den öffentlichen Fonds zu 4½ oder 4 Proc. gesucht, und abgesehen von den täglichen unbedeutendern Schwankungen, dieser Zinsfuß als der wahre mittlere Marktpreis zu betrachten ist.

Neben diesen Thatsachen und noch weit mehr in dem Falle, wo es an solchen Mitteln zur Vergleichung fehlt, sind die Erscheinungen im Privatverkehre zu beachten, vorzüglich der Zinsfuß bei festen Anlagen gegen gewöhnliche hypothekarische Sicherheit. In Zeiten, da die Regierungen keine Anlehen machen, sondern an die Schuldentilgung und Zinsreductionen denken, befinden sich die öffentlichen Effecten bei weitem zum größten Theile in den Händen von Personen, die eine feste Anlage und einen regelmäßigen Zinsenbezug wollen. Bei der Aufkündigung der öffentlichen Schuldcapitalien ist es daher die feste Anlage auf Privatcredit gegen hypothekarische Sicherheit, welche, den öffentlichen Fonds gegenüber, für die große Mehrheit der Staatsgläubiger in Frage und Wahl kommen kann.

Auch für hypothekarische Darleihen wird in keinem Lande zu irgend einer Zeit ein allgemeiner fester Zinsfuß bestehen, indem nicht nur, bei gleicher Sicherheit, der Preis der Capitalien in dem einen Landestheile oder in einzelnen Orten niedriger seyn kann, als in andern, sondern auf demselben Platze, nach Verschiedenheit der Vermögensverhältnisse und der persönlichen Eigenschaften der Schuldner, sich der Eine einen etwas höhern Zinsfuß gefallen lassen muß, als der Andere. Man darf aber da, wo der Staatscredit fest gegründet ist, als Maßstab wohl den Zinsfuß annehmen, der

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

bei den solidesten Privatanlagen in der Hauptstadt des Landes und in größern capitalreichen Städten und deren Umgebungen der gewöhnliche ist.

Diesen zu ermitteln, kann bei der Publicität der hypothekarischen Anlagen nicht schwer fallen. Die Unaufkündbarkeit der Capitalien von Seite des Schuldners ist zwar eine lästige, bei den Privatdarlehen nicht vorkommende Bedingung; allein der Staatsgläubiger schlägt sie nicht hoch an, weil ihn die Leichtigkeit des Umsatzes der öffentlichen Effecten für den Fall, daß er sein Capital anders zu verwenden veranlaßt wäre, keine Verlegenheit besorgen läßt. Manche, welche in den Fall kommen können, augenblicklich über ihr Capital disponiren zu müssen, ziehen gerade wegen dieser Leichtigkeit des Umsatzes die öffentlichen Papiere der Anlage auf Privatcredit, unter Bestimmung einer bestimmten Aufkündigungsfrist, vor. Der größte Theil der Staatsgläubiger, der nur einen regelmäßigen Zinsenbezug beabsichtigt, hält sich bei den gewöhnlichen Schwankungen des Preises der Papiere nicht für betheiligt. Die Gefahr einer schnellen Depreciation der Papiere, in Folge außerordentlicher Ereignisse, liegt aber in ruhigen Zeiten so entfernt, daß sie nicht schreckt, und überdieß traut sich jeder die Einsicht zu, beim Herannahen solcher Ereignisse noch den rechten Zeitpunkt zur Verwerthung seiner Papiere zu finden. So ist die Unaufkündbarkeit der öffentlichen Schuldcapitalien von Seite der Gläubiger, obwohl sie ihrer Gesammtheit, nach den Umständen, sehr nachtheilig werden kann, in ruhigen Zeiten für den Einzelnen kein zureichender Grund, von den in öffentlichen Effecten angelegten Capitalien ein höheres Miethgeld, als bei aufkündbaren Privatdarleihen gegen vollkommene Sicherheit, zu verlangen.

Ist indessen die Gefahr eines plötzlichen Sinkens des Curses in Folge von Ereignissen, die im Laufe der Zeit nicht ausbleiben, immer ein Gewicht in der Wagschale, so gewährt dagegen die Anlage in öffentlichen Fonds in Zeiten finanzieller Prosperität für den regel-

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

mäßigen Zinsgenuß und den augenblicklichen Umsatz eine größere Sicherheit, als selbst ganz solide hypothekarische Anlagen. Nicht minder setzt der große Capitalist darauf einen Werth, daß er, der öffentlichen Verwaltung gegenüber, nicht so leicht durch unerwartete Aufkündigung in Verlegenheit gesetzt wird, und ihm die Kosten einer häufigen Veränderung seiner Anlage erspart werden.

Hiezu kommt die fortdauernde Nachfrage gar Vieler, welche die Hoffnung auf einen Gewinn am Capital die öffentlichen Effecten vorziehen läßt, oder die sie als ein Werkzeug des Spieles, bisweilen auch als ein bequemes Mittel suchen, ein Vermögen verborgen zu halten, ohne die Zinsen davon zu verlieren. Hieraus erklärt sich, daß der mittlere Zinsfuß der in den öffentlichen Fonds angelegten, von Seite der Gläubiger unaufkündbaren Capitale selbst niedriger stehen kann, als der Zinsfuß bei der solidesten Anlage auf Privatcredit.

Ist dieß der Fall und erhält sich z. B. die 4proc. Rente unter verschiedenen Schwankungen des Discounts auf 100 und über 100, so würde die Reduction der 5proc. öffentlichen Schuld auf 4 Proc. unbedenklich vollzogen werden können, wenn auch im Privatverkehr die feste Anlage zu gleich niedrigem Zinsfuße noch nicht die Regel bilden sollte. Nur darf man sich durch ephemere Erscheinungen in Folge eines ungewöhnlich tiefen Standes des Discounts nicht täuschen lassen.

Es genügt aber nicht, in allen diesen Beziehungen die Verhältnisse des eigenen Marktes zu erforschen, sondern man muß auch seinen Blick auf fremde Länder und deren Börsenplätze richten, zumal wenn der Staat viele auswärtige Gläubiger zählt, da diese leichter durch die geringsten Vortheile, welche, in Vergleichung mit den reducirten Fonds, die Papiere anderer Staaten darbieten, zum Uebertrag ihrer Capitalien in solche Papiere veranlaßt werden. Die Größe der Summen, welche man den Capitalisten fremder Plätze schuldet, die größere oder geringere Bequemlichkeit, welche den Be-

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

wohnern dieser Plätze in Beziehung auf die Zinsenerhebung die verschiedenen andern Fonds darbieten, die Börsenpreise derselben und die nahe oder entfernte Aussicht auf die gleichmäßige Herabsetzung ihres Zinsfußes sind hier zu beachten.

5.

Allmähliches Fortschreiten der Reduction in angemessenen Abstufungen, beim fortdauernden Sinken des Zinsfußes.

In einer längern Periode des Friedens und der raschen Capitalanhäufung wird der Zinsfuß allmählich bis zu dem Punkte sinken, wo die Geringfügigkeit des Miethgeldes der Capitalien die Neigung zur Anhäufung vermindert. Die Fortschritte der Production, neue Erfindungen und Entdeckungen, welche zu vervielfältigten industriellen Unternehmungen Veranlassung geben, productive Unternehmungen großer Gesellschaften oder der öffentlichen Verwaltung in dem hiezu geeigneten Gebiete, können durch die lebhafte Nachfrage nach Capitalien die Wirkungen einer raschen Anhäufung minder fühlbar machen oder zeitweise aufheben. Allein um so gewisser wird einer solchen Periode der größern Regsamkeit in productiven Unternehmungen ein rasches Sinken des Zinsfußes folgen. Bringen nämlich solche vervielfältigte Unternehmungen wirklich den gehofften Gewinn, so vermehren die Renten der verwendeten Capitalien das Einkommen, welches ohne Arbeit gewonnen und am leichtesten wieder zu neuen Ersparnissen verwendet wird. War es aber eine falsche Richtung, welcher die Speculation sich überließ, so macht ein häufiges Mißlingen die Capitalisten vorsichtiger, und geneigt, eine sichere kleinere Rente dem ungewissen Gewinne vorzuziehen. Die Erfahrung lehrt, daß der Zinsfuß auf 3 Proc. und für die sichersten Anlagen bis 2½ Proc. sinken kann.

Von dieser natürlichen Entwickelung der Dinge wird also die

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

Finanzverwaltung ihre Maßregeln zur Verminderung der Zinsenlast abhängig machen und ihr durch anticipirte Reductionen nicht voraneilen.

Hat sie so lange gesäumt, das fortschreitende Sinken des Zinsfußes zur Reduction zu benutzen, daß der Zinsfuß der Nominalcapitalien ihrer Schuld sehr bedeutend von dem wirklichen Marktpreise der Capitalien abweicht, so kann die Billigkeit verlangen, daß sie vorerst unter dem Maße dieser Differenz stehen bleibe. Eine plötzliche und bedeutende Verminderung seines Einkommens hat der Besitzer von Capitalien, deren Miethgeld dem Marktpreise im Privatverkehre folgt, nicht zu besorgen, da, wie die Capitalgewinnste der Industrieunternehmer, ebenso das Miethgeld der Capitalien bei festen, nicht den Schwankungen des Disconts unterworfenen Anlagen, der Natur der Sache nach, nur allmählich und in regelmäßigen Abstufungen von ½—1 Proc. zu sinken pflegt. Wer aber in einer längern Periode, in welcher der Zinsfuß von 5 auf 3½ oder 3 Proc. allmählich herabfällt, von dem ursprünglichen Einkommen aus seinem Capital zuerst nur 10 Proc., dann nach einigen Jahren wieder 10 Proc. und nach Verlauf von zwei weitern Zeitabschnitten wiederum je 10 Proc. verliert, wird diesen Verlust weit leichter, als die plötzliche Reduction seines Einkommens um 30—40 Proc. ertragen. Er wird in diesem Fall auch leichter im Stande seyn, nach Verschiedenheit seiner Verhältnisse, durch Einschränkungen, durch Aufsuchung von Erwerbsquellen oder durch größere Thätigkeit und Anstrengungen und neue Ersparnisse, jene Verluste weniger fühlbar zu machen.

Wenn die Finanzverwaltung auch Bedenken trägt, in kürzern Perioden die Aufkündigungen zum Zweck der Reduction der Zinsen von einem bedeutenden Schuldcapital zu wiederholen, und die mit einer solchen Maßregel verknüpften Operationen zu vervielfältigen, deren Einfluß auf dem Geldmarkt immer fühlbar seyn muß; so wird sie jedenfalls nicht gut thun, die Reduction noch zu verschieben, nachdem der Zinsfuß entschieden um 1 Proc. unter den

für die Nominalcapitalien ihrer Schuld bestimmten gefallen ist. Würde sie die Reduction der 5 Proc. tragenden Papiere unterlassen, bis eine Rente von 3½ den Werth von 100 behauptet oder übersteigt, so kann sie alsdann die Reduction nach diesem Maßstabe nicht vornehmen, ohne den Staatsgläubigern auf Einmal 30 Proc. ihres Einkommens zu entziehen. Den ihnen durch die Verzögerung der Reduction über die Gebühr vergönnten Fortgenuß höherer Zinsen darf man hiebei nicht in Anschlag bringen, da sich unter den Staatsgläubigern gar viele befinden, welche den Werth dieser Zinsen in dem erhöhten Kaufpreise ihrer Effecten bereits bezahlt haben, und auch für die übrigen, welchen das Ausbleiben der Reduction wohl die Hoffnung auf längern Fortgenuß einflößen, aber keine Motive zur Sparsamkeit geben konnte, hat ein bereits verzehrtes Einkommen keinen Werth mehr. In solchem Falle trägt die Finanzverwaltung ihre eigene Schuld, wenn sie, um die Forderungen der Billigkeit nicht zu verletzen, die Reduction vorerst nur theilweise vollziehen kann, und die weitere Herabsetzung auf einige Jahre hinausschieben muß.

Es ist übrigens einleuchtend, daß je tiefer der Zinsfuß der Nominalcapitalien bereits steht, die Reduction um ½ oder 1 Proc. um so empfindlicher wird. Die Reduction von 6 auf 5 und von 5 auf 4 vermindert das Einkommen des Gläubigers um 16⅔ bis 20 Proc., während die Herabsetzung der 4proc. Fonds auf 3½ und der 3½proc. Fonds auf 3 Proc. dem Gläubiger 12½ — 14⅔ Proc. entziehen. Der Zinsfuß fällt auch in ruhigen Zeiten weit schneller und leichter von 6 auf 5, von 5 auf 4½ und 4, als von 4 auf 3½ oder von 3½ auf 3. Diesen natürlichen Bewegungen sollte auch die Finanzverwaltung in den Maßregeln zur Verminderung der öffentlichen Zinsenlast folgen.

Da sie aber, um sicher zu gehen, ein entschiedenes Sinken abwarten muß, und nicht sogleich, wie die Staatseffecten das Pari erreichen, reduciren kann; so erscheint es angemessen, daß sie, so

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

wie sich die Papiere längere Zeit auf Pari und etwas über Pari erhalten, einem weitern Steigen durch ausdrückliche Erklärung über ihre Absicht Gränzen setze. In der Regel wird die Ungewißheit oder die Erwartung einer solchen Maßregel von selbst diese Wirkung hervorbringen, und so ist es möglich, daß während 4proc. Fonds zwischen 100 und 101 schwanken, 5proc., deren Einlösung man erwartet, nur zu 101 — 102 gekauft werden. In diesem Fall erleidet der Gläubiger, der noch kurz vor der Ankündigung der Reduction 5proc. Papiere gekauft hat, kaum einen Verlust am Capital, wenn er sich auch den Umtausch der 5proc. gegen 4proc. al pari gefallen lassen muß. Was er an der Differenz des Curses verliert, ersetzt ihm leicht der Fortgenuß der höhern Zinsen, bis zum wirklichen Vollzuge des Umtausches oder der Heimzahlung. Wenn aber die Finanzverwaltung zuerst durch ihr Benehmen die Besorgniß einer Aufkündigung zerstreute und die Fonds höher über Pari steigen ließ, und sodann später sich zur Reduction entschließt, so ist es billig, daß sie auf irgend eine Weise unerwartete Verluste am Capital abwende. Dieß kann durch die Bewilligung des Fortgenusses des höhern Zinses auf eine bestimmte Anzahl von Jahren geschehen, oder durch eine Zugabe von zeitlichen Annuitäten oder auf irgend eine andere Weise. Ein solches Opfer erscheint aber niemals geboten, wenn der wirkliche Zinsfuß von den in den öffentlichen Fonds angelegten Capitalien merklich unter den reducirten sich neigt, z. B. die Herabsetzung der Zinsen von den 5proc. Papieren auf 4 in einem Augenblick erfolgt, da der Stand der 3proc. Papiere nachweis't, daß die Käufer sich nahe mit 3½ Proc. begnügen.

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

6.

Die Reduction der Zinsen der öffentlichen Schuld auf den laufenden Zinsfuß ohne Capitalerhöhung. Schuldentilgung und allmähliche Reduction in ihrem wechselseitigen Verhalten.

Da jede Reduction des Zinsfußes mit einer Aufkündigung verbunden ist, in Folge deren eine neue Schuld an die Stelle der andern tritt, so führt sie zu allen Fragen, welche bei der Erhebung eines Anlehens über die zweckmäßigste Anlehensmethode entstehen können. Nicht leicht wird man aber, wo es sich von der Umwandlung einer von Seite der Gläubiger unaufkündbaren, in festen Terminen verzinslichen Schuld handelt, eine andere Form wählen, und es kann hier wohl nur nach den Umständen die Frage entstehen, ob die Umwandlung einer höher verzinslichen Schuld in eine zu niedrigerm Zinsfuß stehende ohne Veränderung des Nominalcapitals geschehen, oder eine Erhöhung des Nominalcapitals bewilligt werden soll? Da die Bestimmung eines höhern Nominalcapitals den Gläubiger gegen eine weitere Herabsetzung des Zinsfußes bis zu dem Zeitpunkte, da die neuen Papiere das Pari erreichen, vollkommen sichert, und ihm die Aussicht auf einen Gewinn am Capital eröffnet; so kann man auf diesem Wege eine gleichbaldige, stärkere Verminderung der Zinsenlast bewirken, als durch die Reduction auf den laufenden Zinsfuß erzielt würde, indem die Gläubiger immerhin einigen Nachlaß an dem jährlichen effectiven Miethgelde von den alten Schuldcapitalien, in Berücksichtigung jener Vortheile, zugestehen werden. Wenn aber in ruhigen Zeiten auch die Wahrscheinlichkeit eines Gewinns am Capital von Allen, welche auf das Steigen der Fonds speculiren, höher angeschlagen werden mag, als bei ähnlichen Anlehen, die in kritischen Perioden erhoben werden, so darf man nicht vergessen, daß bei längerer Dauer des Friedens die Staatspapiere immer mehr in feste Hände kommen, und die große Mehrheit der Gläubiger durch

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

die Anlage ihrer Capitalien in den öffentlichen Fonds sich ein sicheres Einkommen zu verschaffen sucht, und nicht geneigt ist, die Wahrscheinlichkeit eines Gewinnes bei der Veräußerung ihrer Effecten, die sie nicht beabsichtigt, mit einem Verlust an ihrem Einkommen zu bezahlen. Jedenfalls wird man sich daher hüten, der Gesammtheit der Besitzer der alten Schuldtitel die Alternative zu setzen, entweder die Heimzahlung anzunehmen, oder sich gegen Erhöhung des Nominalcapitals einen solchen Verlust an Zinsen gefallen zu lassen.

Die Frage, ob nach den Umständen nicht wenigstens eine theilweise Umwandlung einer der Reduction unterliegenden Schuld in ein Capital räthlich seyn kann, dessen Zinsfuß unter dem laufenden steht, werden wir weiter unten untersuchen.

Wenn der herabgesetzte Zinsfuß, den man den Staatsgläubigern bei der Aufkündigung anbietet, dem wirklichen Marktsatze des Zinses aber entspricht, so wäre die Bewilligung eines höhern Nominalcapitals eine reine Liberalität.

Eine solche Liberalität kann in dem Falle in der Billigkeit gegründet und unbedenklich erscheinen, wo die Finanzverwaltung versäumt hat, das Steigen der einer Reduction unterliegenden Effecten über Pari zu verhindern, und es sich nur um einige Procente handelt. Sie kann alsdann, statt den Fortgenuß der höhern Zinsen noch für einige Zeit zu bewilligen, oder den Gläubigern die Differenz des Zinsfußes durch Annuitäten für eine bestimmte Anzahl von Jahren zu vergüten, den gleichen Werth durch eine Erhöhung des Nominalcapitals leisten.

Sie wird diesen Weg wählen, wenn sie dringende Motive hat, die Verminderung der jährlichen Ausgabe für die Staatsschuld sogleich eintreten zu lassen. Eine unbedeutende Erhöhung der Capitalien mag auch dann minder bedenklich erscheinen, wenn der mittlere Zinsfuß noch nicht ganz entschieden auf das Maß des reducirten gefallen ist, oder wenn man das erste Steigen der Fonds auf dieses

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

Maß zu einer Reduction benützt, z. B. sogleich, wie im allmählichen Steigen die 4proc. Fonds das Pari erreichen, die 5proc. reducirt.

In solchem Falle kann man zur Sicherung des Erfolgs gute Gründe haben, eine kleine Erhöhung des Nominalcapitals, z. B. je für 100 in den 5proc. 102 — 4 in den 4proc. zu bewilligen. * Je bedeutender aber eine solche Erhöhung ist, desto bedenklicher muß sie erscheinen; und wo sie als ganz reine Freigebigkeit gegen die Staatsgläubiger zu betrachten wäre, ist sie schlechthin verwerflich. Ist der Zinsfuß entschieden z. B. auf 4 und unter 4 Proc. gefallen, und ist es der Finanzverwaltung ein Leichtes überall Capitalien zu diesem Preise zu erhalten, so wäre es in der That eine Versündigung an dem Interesse der Steuerpflichtigen, wenn sie den Besitzern von 5 Proc. tragenden Papieren, indem sie ihnen eine Rente von 4 statt der bisher bezogenen von 5 anbietet, statt einer Schuldverschreibung von 100 je für eine Rente von 4 ein Nominalcapital von 100 je für eine Rente von 3 ausstellen wollte. Die Gläubiger würden zwar hiernach je für 100 der ursprünglichen zu 5 Proc. verzinslichen Capitalien in beiden Fällen nur 4 Proc. beziehen, allein beim weitern Sinken des Zinsfußes auf 3½ und zuletzt auf 3 Proc. wäre sie den Gläubigern gegenüber, welchen sie eine solche Erhöhung des Nominalcapitals zugestanden hat, verhindert, sich auf gleiche Weise, wie in dem andern Fall, eine weitere Erleichterung der Zinsenlast um ¼ ihres Betrages zu verschaffen.

Diese fortschreitende Reduction ist der sicherste Weg, eine in Kriegsperioden angewachsene Schuldenlast in bessern Zeiten zu vermindern, und zugleich der beste, weil er, ohne zu irgend einer Rechtsverletzung zu führen, auch der wohlfeilste ist. Die Schul-

* Umtauschungen unter beliebiger Erhöhung der Nominalcapitalien lassen sich da, wo das System der Einschreibung hergebracht ist, und die öffentliche Schuld nicht in Partial-Obligationen von bestimmten runden Summen besteht, leichter vornehmen.

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

dentilgung, welche die Steuerpflichtigen nöthigt, durch fortgesetzte Entbehrungen die Verminderung der Staatsschuld zu erkaufen, kann, indem sie eine Zinsenreduction beschleunigen hilft, gar leicht für die Entlastung der Steuerpflichtigen weit wirksamer werden, als durch die Verminderung der Zinsenlast, die ihr unmittelbar folgt.

Wie langsam schreitet die effective Schuldentilgung in den meisten der hochverschuldeten europäischen Staaten nicht vorwärts? und kann, wie das Beispiel verschiedener Länder zeigt, die Zinsenreduction in einzelnen Zeiträumen von 8 — 10 Jahren nicht mehr leisten, als die Amortisationsanstalten nach dem gewöhnlichen Gange der Dinge, selbst unter günstigen Umständen, in den hochverschuldeten Ländern in 20 — 30 Jahren bewirken?

Schon längst hat man die Trüglichkeit jener Plane erkannt, welche die Hinwegschaffung einer hohen Staatsschuld mittelst eines durch die Zinsen der getilgten Capitalien anwachsenden mäßigen Amortisationsfonds in kurzen Perioden in Aussicht stellen. Man weiß, daß die Summen, welche man jährlich zur Schuldentilgung verwendet, nur da verhältnißmäßig sehr bedeutend sind, wo man mit der einen Hand leiht und mit der andern tilgt. Wo man aufhört zu leihen, säumt man nicht, statt fortschreitend jährlich mehr Schulden zu tilgen, dem lauten Rufe nach Herabsetzung der Steuern Gehör zu geben. Man weiß, daß so dringend die Politik gebietet, die Zeit der Ruhe zur Schuldentilgung nicht unbenützt vorübergehen zu lassen, die Anstrengungen zu diesem Zwecke doch ihre Gränze haben, die man nicht ohne Nachtheil überschreitet. Es ist nicht allein das Interesse der Steuerpflichtigen, welches bei dem Anwachsen des Tilgungsfonds sich lauter geltend macht; es handelt sich dabei noch um den künstlichen Einfluß, den die Verwendung eines rasch anwachsenden Tilgungsfonds auf die Capitalgewinnste und den Zinsfuß ausübt, indem sie den freiwilligen Anhäufungen noch diejenigen hinzufügt, welche sie durch ihre Besteuerung erzwingt. Wenn die Summen, die der Staatsschatz aus dem Einkommen der Steuerpflichtigen

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

erhebt, und als Capital mittelst der Schuldentilgung dem Markte überliefert, auch die Beiträge einer großen Zahl von Steuerpflichtigen enthält, welche fähig und geneigt sind, einen Theil ihres Einkommens in Capital zu verwandeln und ihre freiwilligen Anhäufungen in dem nämlichen Maße beschränken, als sie zur Bildung des Tilgungsfonds in ihrer Eigenschaft als Steuerpflichtige beitragen; so ist doch die Zahl jener ungleich größer, denen diese Besteuerung Entbehrungen auflegt, welchen sie sich zum Zweck einer freiwilligen Anhäufung niemals unterworfen hätten.

Diese erzwungene Vermehrung des Nominalcapitals gewährt auf der einen Seite der Production unverkennbare Vortheile, auf einer andern Seite darf man sie aber in so fern als nachtheilig bezeichnen, als sie den natürlichen Gang der Anhäufung stört, und indem sie eine künstliche Verminderung der Capitalgewinnste und des Zinsfußes bewirkt, die Vertheilung des National-Einkommens unter den verschiedenen Classen der Gesellschaft influencirt. Sie ist unvermeidlich, wenn man tilgen will, in mäßigem Betrage vielleicht von überwiegendem Vortheil für die Gesammtheit; da sie aber verschiedenartige Interessen in Conflict setzt, muß man die rechte Mitte zu treffen suchen.

Daß die Finanzverwaltungen durch allzu schleunige Tilgung diese rechte Mitte überschreiten, ist übrigens weit weniger zu besorgen, als daß sie unter derselben zurückbleiben.

Zu diesem Urtheil gelangt man, wenn man die Schuldentilgungsplane als ein abgenütztes Mittel der Selbsttäuschung unbeachtet läßt, und die Fortschritte untersucht, welche in den meisten hochverschuldeten Ländern die effective Schuldentilgung macht, d. i. von den getilgten Beträgen die Ergebnisse neuer Anlehen abzieht, welche zeitweise auch in Friedensperioden nicht ausbleiben.

Wenn in einer Periode von 20 — 30 Friedensjahren die öffentliche Schuld eines verhältnißmäßig hochverschuldeten Landes, z. B. von 500 oder 2000 Millionen Gulden, um 100 bis 150 Millionen

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

oder um 400 bis 600 Millionen durch die Schuldentilgung effectiv vermindert wird, so hätte man nach allen bisherigen Erfahrungen zu einem solchen Resultate Glück zu wünschen.

Verbindet sich aber mit der in ruhigen Zeiten wachsenden Fähigkeit und Neigung zur Capitalanhäufung der Einfluß, den die Umwandlung der zum Zweck der Schuldentilgung erhobenen Steuern in ein Capital und dessen Abfluß auf die Börse auf den Zinsfuß ausüben, so kann derselbe in einem weit kürzern Zeitraum in einem Verhältnisse herabsinken, nach welchem eine gleiche, ganz kostenfreie Erleichterung der Steuerpflichtigen mittelst einer Zinsenreduction möglich wird. Haben doch einzelne Staaten, welche aufhörten zu leihen, ohne sich mit der Schuldentilgung zu beeilen, im Laufe von 8 — 10 Jahren ihre 5 Proc. tragenden Papiere auf 4 und 3½ heruntergebracht. Durch eine solche Maßregel wird aber den Steuerpflichtigen, welche die Zinsen einer Schuld von 500 oder 2000 Millionen zu 5 Proc. aufbringen müssen, in der That die gleiche Erleichterung gewährt, als durch eine effective Tilgung von 150 oder 600 Mill.

Auf solche Weise wird die effective Schuldentilgung auch mittelbar für die Finanzverwaltung fruchtbar gemacht.

Je rascher aber die wirkliche Schuldentilgung fortschreitet, oder, mit andern Worten, je verhältnißmäßig stärker der jährliche, zur Amortisation disponible wirkliche Ueberschuß der Staatseinnahmen ist, desto weniger kann es rathsam seyn, bei einer Zinsreduction die Nominalcapitalien der ältern Schuld bei der Umwandlung zu erhöhen; denn desto eher darf man erwarten, daß der Zinsfuß in Folge der raschen Schuldentilgung fortfahre zu sinken, und die Finanzverwaltung, ohne dieses Sinken zu einer weitern Reduction der Zinsen benützen zu können, beim raschen Steigen der Börsencurse der öffentlichen Effecten für die Tilgung eines gleichen Schuldbetrags fortschreitend größere Summen aufwenden muß.

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

7.

Von den Schwierigkeiten, welche sich bei der Zinsreduction ohne Capitalerhöhung, in Folge des fortschreitenden Sinkens des Zinsfußes, in Beziehung auf die Schuldentilgung ergeben können.

Wird keine Erhöhung der Nominalcapitalien bewilligt, und der Zinsfuß der neuen Schuldcapitalien nach dem wahren Marktsatze bestimmt, so kann man in einer Periode der fortschreitenden Capitalanhäufung allerdings nicht erwarten, die neuen Schuldcapitalien mittelst Aufkaufs nach dem Börsencurse al pari einzulösen. Dieß kann nur da als eine Schwierigkeit betrachtet werden, wo nicht ältere Schulden in einem der Größe des Tilgungsfonds entsprechenden Betrage bestehen, deren Zinsfuß niedriger als der reducirte ist. Die meisten Staaten haben solche Papiere von verschiedenem Zinsfuße; — hier findet man 5, 4½, 4, 3proc., dort 4, 3½, 3proc. und neben höher verzinslichen selbst 2½ und 1proc. Papiere im Umlaufe.

Wo neben der Schuld, deren Zinsen herabgesetzt werden sollen, keine zu niedrigerm Zinsfuß stehende ältere Schuld vorhanden ist, deren Größe der Kraft des Tilgungsfonds angemessen wäre, kann man verschiedene Wege betreten; man kann den Tilgungsfonds zum Aufkauf über Pari bis zu einer bestimmten Gränze benutzen und allmählich vermindern, oder man kann die Tilgung mittelst Verloosung der heimzahlbaren Capitalien bewirken.

Will man weder das Eine noch das Andere, und die Tilgung gleichwohl fortsetzen, so bleibt freilich nichts übrig, als wenigstens theilweise die der Reduction unterworfene Schuld in eine solche zu verwandeln, für deren Nominalcapitalien ein niedrigerer Zinsfuß als der laufende angenommen wird.

Die Verloosung bietet da, wo das System der Inscriptionen in beliebigen runden Summen besteht, Schwierigkeiten dar, und würde

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

eine dem Zwecke dieser Operation entsprechende Abänderung der hergebrachten Formen erfordern. Sie hat den Nachtheil, bei jeder Rückzahlung große Bewegungen auf der Börse hervorzubringen, indem sie Capitalien, deren Besitzer den Verkauf nicht beabsichtigten, auf gleiche Weise, wie die zum Verkauf ausgebotenen trifft, und daher eine Reihe von kostbaren Negociationen veranlaßt, die bei der Verwendung des Tilgungsfonds mittelst Aufkaufs auf der Börse vermieden werden. Allein es ist kein Zweifel, daß die Verloosung, so lange die Fonds über Pari stehen, dem Interesse der Steuerpflichtigen am besten entspricht. Diesen Weg zu betreten, verbietet keine Rücksicht der Gerechtigkeit, da jeder Gläubiger sich die Aufkündigung gefallen lassen muß, und ihren billigen Ansprüchen auf gleiche Behandlung hier Genüge geschieht, wenn man dem Loose die Entscheidung anheimstellt. Gleichwohl wird aber der Gläubiger, der sein Capital al pari zurückbezahlt erhält, während die Fonds über Pari stehen, sich verletzt fühlen. Es gibt ein Mittel ihm dieses Gefühl zu ersparen, oder minder schmerzlich zu machen, ohne erhebliche Opfer für die Finanzverwaltung. Ihrem Interesse kann es nie zusagen, eine von Seiten der Gläubiger unaufkündbare Schuld in eine solche zu verwandeln, deren Rückzahlung in festen Terminen, nach Bestimmung des Looses, zugesichert wird. Allein für den Fall, daß die Finanzverwaltung freiwillig diesen Weg einer theilweisen Tilgung betritt (und ihr die Umstände nicht den Aufkauf nach dem Börsencurse vortheilhafter machen), kann sie den Gläubigern, deren Capitalien vom Loose getroffen werden, eine kleine Prämie zusichern, und den Werth dieser Zusage bei Festsetzung der Bedingungen der Reduction in Anschlag bringen. Da aber bei der Aussicht auf ein weiteres Sinken des Zinsfußes und auf eine weitere Reduction in späterer Zeit die Absicht der Finanzverwaltung nicht seyn kann, die neuen Fonds bedeutend über Pari steigen zu lassen, so wäre einer solchen Prämie eine enge Gränze gesetzt.

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

So würde, wenn die Umwandlung einer 5proc. Schuld in Frage kommt, nachdem der Zinsfuß bereits entschieden auf 4 Proc. gefallen ist, und die 5proc. Rente das Pari bereits um 4 — 5 Proc. überschritten hat, gegen die Bestimmung einer Prämie von diesem Betrage für den Fall der Verloosung der neuen 4proc. Fonds im Interesse der Steuerpflichtigen sich weit weniger erinnern lassen, als gegen eine gleiche Erhöhung des Nominalcapitals, die man sämmtlichen Gläubigern bei der Schuldumwandlung bewilligen würde.

Statt der Verloosung zum Zweck der Tilgung den ersten der oben bezeichneten Wege (Rückkauf nach dem Börsencurse über Pari) zu betreten, wird in einer Periode, wo der Zinsfuß im Fallen begriffen ist, einer Verwaltung nicht leicht zusagen, welche ernstlich an eine effective Schuldentilgung denkt. Wenn auch der Rückkauf um 2 — 4 Proc. über Pari kein erhebliches Opfer wäre, welches sie der Wahl einer Tilgungsweise brächte, die in verschiedenen Beziehungen vor der Verloosung den Vorzug verdient, so kann sie früher oder später in die Alternative gesetzt werden, entweder bedeutend höher zu kaufen, oder die Tilgung einzustellen. Das Erste hat nicht nur den Nachtheil, daß sie für die wirklich rückgekauften Capitalien den Capitalüberschuß verliert, sondern daß sie sich die Früchte künftiger möglicher Reductionen verkürzt, indem sie nicht hinterher rücksichtslos die Heimzahlung al pari anbieten kann, wenn sie selbst den Börsencurs weit über Pari getrieben hat. Sie müßte daher Opfer bringen, die sie sich erspart, wenn sie das weitere entschiedene Sinken des Zinsfußes bis zu dem Punkte, wo eine weitere Reduction möglich ist, abwartet. Die Einstellung der Tilgung aber hat den doppelten Nachtheil, daß die kostbare Zeit zur Verminderung der Staatsschuld unbenützt vorübergeht, und daß der günstige Einfluß, den die Verwendung eines angemessenen Tilgungsfonds auf den Zinsfuß ausübt, aufhört und eine weitere Reduction der Zinsen der öffentlichen Schuld verzögert wird. Ohne

Nachtheil wird indessen auch dieser Weg in dem Falle betreten werden, wo voraussichtlich in kurzer Frist der ersten Reduction eine zweite folgt, da für die Zwischenzeit leicht Gelegenheit zur Benützung des Tilgungsfonds durch Anleihen gegen Faustpfand u. s. f. gefunden werden kann. Wenn man, statt ein entschiedenes Sinken um 1 Proc. abzuwarten, successive Reductionen von ½ Proc. beabsichtigt, so würden in der That die Gläubiger durch die neben diesen Reductionen fortschreitenden Verloosungen in stetem Athem gehalten und zu viel geplagt. Zieht die Finanzverwaltung von ihren disponibeln Fonds, die sie in der Zwischenzeit zu theilweisen Heimzahlungen benutzen konnte, auch bei der einstweiligen andern Verwendung einen geringern Gewinnst, so hat sie sich, wenn der gelegene Zeitpunkt zur weitern Zinsenreduction herankommt, ein Capital erspart, das sie zur Befriedigung der Gläubiger verwenden kann, welche die Aufkündigung annehmen.

§.

Reduction der Zinsen eines Theiles der öffentlichen Schuld unter den laufenden Zinsfuß ohne Erhöhung des Nominal-Capitals.

Wir haben nun von dem Wege zu sprechen, der — beim Mangel älterer zu niedrigerm Zinsfuße stehenden Schulden, zu deren Aufkauf der Tilgungsfonds verwendet werden könnte — noch übrig bleibt, um nicht die im Zinsfuß reducirten Capitalien über Pari zurückkaufen, oder die Verloosung eintreten lassen oder die Tilgung einstellen zu müssen.

Es ist einleuchtend, daß wenn man, um sich nicht eine spätere Reduction des Zinsfußes zu erschweren, den Rückkauf über Pari vermeiden und zugleich für die Zwischenzeit dem Tilgungsfonds eine angemessene Wirkung sichern will, eine theilweise Umwandlung der öffentlichen Schuld in Effecten von niedrigerem Zinsfuß ein schickliches Mittel hiezu darbietet.

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

Ferner ist klar, daß die Abweichung des Zinsfußes der Nominalcapitalien solcher Effecten von dem laufenden Zinsfuß erheblich seyn muß, wenn man nicht bei einem weitern unbedeutenden Sinken des Zinsfußes vielleicht in ganz kurzer Zeit den Zweck der Maßregel vereitelt sehen will.

Endlich ist nicht minder klar, daß dieser Zweck nur erreicht werden kann, wenn man dem Gläubiger entweder eine bedeutende Erhöhung des, nach dem niedrigeren Fuße verzinslichen Nominalcapitals oder andere Vortheile irgend einer Art bewilligt, und daß auf der andern Seite, wenn eine Erhöhung des Nominalcapitals zugestanden wird, die Finanzverwaltung in der gleichbaldigen stärkern Verminderung der Zinsenlast für den Verzicht auf künftige Reductionen, oder für den Verlust am Capital bei dem Rückkaufe der neuen Effecten, eine angemessene Entschädigung finden muß.

Die Formen, in welchen den Gläubigern, statt einer Erhöhung des Nominalcapitals, andere Vortheile eingeräumt werden können, sind nun mannichfaltig. Am nächsten liegt aber die Bewilligung von Annuitäten für eine gewisse Anzahl von Jahren.

Darf die Finanzverwaltung nicht hoffen, den bezeichneten Zweck durch eine solche Bewilligung mit größerer Sicherheit gegen mögliche Verluste zu erreichen, als durch eine Erhöhung des Nominalcapitals?

Indem wir diese Frage hier zu beantworten unternehmen, setzen wir in beiden Fällen voraus, daß den Gläubigern, welche die Aufkündigung nicht annehmen, die Wahl gelassen wird zwischen der Annahme von Effecten, die auf den laufenden Zinsfuß gestellt sind, und zwischen den Papieren von niedrigerem Zinsfuße.

In beiden Fällen, sie mag diese letzten mit einer Capitalerhöhung oder mit einer Zulage von Annuitäten anbieten, hat sie die gleiche Aufgabe zu lösen.

Sie muß die Größe der Capitalerhöhung in dem einen und die Größe und Dauer der Annuität in dem andern Falle auf eine Weise bestimmen, daß das gleichzeitige Angebot von Effecten,

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

die auf den laufenden Zinsfuß gestellt sind, nicht entschieden für alle Gläubiger günstiger oder ungünstiger erscheint, und auch die Finanzverwaltung in den Objecten der gestatteten Wahl ungefähre Gleichwerthe erblicken kann. In beiden Fällen befindet sich die Finanzverwaltung, indem sie diese Aufgabe zu lösen sucht, auf dem Felde von Wahrscheinlichkeitsberechnungen, die um so unsicherer sind, je weiter sie in die ferne Zukunft reichen.

Wenn eine Finanzverwaltung 5proc. Papiere auf 4 Proc. herabsetzen kann, aber den Gläubigern die Wahl lassen will, zwischen der Umwandlung ihrer Capitalien in 4proc. Papiere al pari und der Annahme von 3proc. zu einem niedrigern Curse; so muß sie sich fragen, wie groß die Wahrscheinlichkeit ist, daß in der nähern oder entferntern Zukunft der Zinsfuß auf $3\frac{1}{2}$ und 3 herabfalle und ihr eine weitere Reduction möglich mache. Wenn sie die 3proc. zu 80 anbietet, also eine Capitalerhöhung von 25 zugesteht, so würde sie verlieren, wenn sie auch erst nach 10 Jahren eine Reduction von 4 auf $3\frac{1}{2}$ vornehmen könnte, und eine Reduction auf 3 Proc. nie oder erst in so später Zukunft eintreten würde, daß sie gar nicht in Anschlag zu bringen wäre. Denn während jener 10 Jahre würde der Gläubiger, der die 3proc. Papiere wählte, zwar am Zinse jährlich $\frac{1}{4}$ Proc., oder in der ganzen Zeit bis zur Reduction, einschließlich des Interusuriums, die Summe von circa 3 weniger, als nach dem laufenden Zinsfuß von 4 Proc. erhalten, allein nach der Reduction der 4proc. Fonds auf $3\frac{1}{2}$ Proc. fortfahren, 3,75 zu beziehen, und in dem Unterschiede der Rente von 3,75 und 3,5. mit 0,25 einen Werth von 7,14.. (nach dem Fuße von 3,5:100) besitzen, daher 4, 14.. je für 100 fl. seines Capitals gewinnen.

Der Verlust am Zinse und der Capitalwerth der Rente, die den Unterschied von $3\frac{1}{2}$ und $3\frac{3}{4}$ Proc. bildet, würde sich ausgleichen, wenn erst nach 19 bis 20 Jahren die Reduction der 4proc. Fonds auf $3\frac{1}{2}$ Proc. wirklich einträte. Dann hätte aber der Gläubiger immer noch den Vortheil, daß auch eine weitere mögliche Re-

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

duction der $3\frac{1}{2}$proc. Papiere auf 3 Procent ihn nicht berühren würde.

Würde nach 5 Jahren eine Zinsreduction von 4 auf $3\frac{1}{2}$ eintreten, so würde ein Gläubiger, der die 3proc. zu $83\frac{3}{4}$ angenommen hätte, gegen diejenigen, welche 4proc. al pari empfingen, noch etwas im Vortheil stehen, wenn es auch nicht zu einer weitern Herabsetzung käme.

Hält man es unter Umständen, die eine längere Fortdauer des Friedens hoffen lassen, für wahrscheinlich, daß der zum Sinken sich neigende Zinsfuß in 5 Jahren von 4 auf $3\frac{1}{2}$ und in weitern 9 bis 10 Friedensjahren auf 3 Proc. falle, so würden, wenn diese Erwartung wirklich in Erfüllung ginge, die 3proc. Fonds (nach dem Zinsfuße von $3\frac{1}{4}$ Proc.) nahe zu $92\frac{4}{13}$ berechnet werden können. In den ersten 5 Jahren würde, unter jener Voraussetzung, der Empfänger der 3proc., da er nur $3\frac{1}{4}$ Proc. von seinem ursprünglichen Capital bezöge, während der wirkliche Zinsfuß noch auf 4 Proc. steht, jährlich $\frac{3}{4}$ Proc. und in der ganzen Periode daher, einschließlich der zu 4 Proc. berechneten Zwischenzinsen; die Summe von 4, 062.. verlieren, die sich in den folgenden 10 Jahren bis zur Reduction der $3\frac{1}{2}$proc. Papiere auf 3 Proc. mit den (nach dem Zinsfuße von $3\frac{1}{2}$ Proc. berechneten) Zwischenzinsen bis zu 5,732... je für 100 des ursprünglichen Capitals anhäufen. In dieser zweiten Periode würde er überdieß jährlich $\frac{1}{4}$ Proc. oder für 10 Jahre, einschließlich des Interusuriums, die Summe von 2,932.. an Zinsen weniger beziehen, als die $3\frac{1}{2}$proc. tragen. Sein Verlust an Zinsen betrüge daher bis zu dem Augenblicke, da das Sinken des Zinsfußes von $3\frac{1}{2}$ auf 3 Proc. der Finanzverwaltung die Reduction der $3\frac{1}{2}$proc. Schuld auf 3 Proc. möglich macht, 8,664... Da er im Augenblick einer solchen Reduction am Capital $8\frac{1}{3}$ vom Hundert gewinnt, so würde er, wenn diese weitere Reduction 10 Jahre nach der ersten Herabsetzung von 4 auf $3\frac{1}{2}$ erfolgte, seinen Gesammtverlust von nahe $8\frac{2}{3}$ bis auf eine unbedeutende Fraction,

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

wenn sie aber schon nach 9 Jahren erfolgte, vollständig ausgeglichen finden. Wegen der Gefahr, daß die nach den Umständen wahrscheinlichen Reductionen nicht wirklich eintreten, wird aber der Gläubiger zur Annahme der 3proc. Papiere nur durch die Wahrscheinlichkeit eines Gewinnstes angereizt werden können. Bietet man ihm die 3proc. Fonds zu 90, also mit einer Capitalerhöhung von $11\frac{1}{10}$ vom Hundert an, wornach er von seinem ursprünglichen Capital der reducirten Schuld $3\frac{1}{3}$ Proc. bezieht, so würde, falls die für wahrscheinlich gehaltene Reduction von 4 auf $3\frac{1}{2}$ nach 5 Jahren, und von $3\frac{1}{2}$ auf 3 Proc. nach Verlauf von weitern 10 Jahren, wirklich eintritt, der Gläubiger, der dieses Anerbieten angenommen hätte, einen Gewinn von ungefähr 4 vom Hundert realisiren, indem er am Capital 11,11... gewönne und an Zinsen und Zwischenzinsen bis zum Augenblicke der Reduction von $3\frac{1}{2}$ auf 3 die Summe von 7,0586... verlöre.

Selbst unter den günstigsten Umständen, wozu hauptsächlich alle politischen Verhältnisse gehören, welche die Fortdauer des Friedens verbürgen, hat man für solche Berechnungen nur für die nächste Zukunft einen höhern Grad von Wahrscheinlichkeit. Wie die Umstände aber auch beschaffen seyn mögen, so wird die Aufgabe unauflöslich bleiben den Preis der zu einem niedrigern Zinsfuß stehenden Papiere auf eine Weise zu bestimmen, daß auch nur eine geringe Anzahl von Gläubigern in ihrer Wahl zwischen der Annahme derselben und den zu dem laufenden Zinsfuße verzinslichen Effecten schwanken, und die Finanzverwaltung zugleich in den Objecten der gestatteten Wahl ungefähre Gleichwerthe erblicken könnte.

Die Finanzverwaltung kann allerdings bei einer solchen gestatteten Wahl die Preise der unter Pari stehenden Papiere etwas höher stellen, als in dem Falle, wo sie den Gläubigern nur die Alternative zwischen der Heimzahlung ihrer Capitalien und der Annahme von Papieren läßt, deren Zinsfuß unter dem laufenden steht, weil in

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

der That unter den Staatsgläubigern sich immer eine mehr oder weniger bedeutende Anzahl befindet, die auf das Steigen der Curse speculirt und geneigt ist, die Wahrscheinlichkeit eines Gewinnes etwas besser zu bezahlen, als die übrigen, welche eine feste Anlage beabsichtigen, und nur ein regelmäßiges Einkommen beziehen wollen.

Allein wer auch zu Transactionen geneigt ist, deren günstiges oder ungünstiges Resultat mehr oder weniger vom Zufall abhängt, speculirt in der Regel nicht auf eine weit entfernte Zukunft. Nur die nahe Aussicht auf möglichen Gewinn reizt ihn. Er bezahlt aber auch die größere oder geringere Wahrscheinlichkeit eines nahen Gewinnes nicht leicht zu einem hohen Preise, wenn seine Neigung zur Wagniß nicht noch eine weitere Befriedigung durch die Aussicht auf bedeutende Wechselfälle des Glücks erhält. Da aber der Zinsfuß, wie groß die Wahrscheinlichkeit seines fortschreitenden Sinkens auch seyn mag, nur allmählich fällt, so liegt in der Nähe nur ein kleines Object des Gewinnes, und auch die Ferne bietet keinen jener großen Glückswechsel dar, da es sich um ungefähre Gleichwerthe und nicht um einen großen möglichen Gewinn handelt, dessen Wahrscheinlichkeit im umgekehrten Verhältnisse mit einem kleinen Einsatz steht.

Kein Börsenspeculant wird, wenn die 4proc. das Pari erreicht haben, und er auch das Sinken des Zinsfußes von 4 auf $3\frac{1}{2}$ Proc. längstens in 5 Jahren und ein weiteres Sinken in späterer Zeit, in 10—20 Jahren, im hohen Grade für wahrscheinlich hält, geneigt seyn, die 3proc. auch nur zu $85\frac{5}{7}$ (nach dem Zinsfuße zu $3\frac{1}{2}$) anzunehmen, um sich dem Einfluß einer spätern Reduction von $3\frac{1}{2}$ auf 3 zu entziehen. Er wird sich das Opfer eines halben Proc. für 5 Jahre im Ganzen von 2,708.. vom 100 nicht gefallen lassen, obwohl ihm die Rechnung sagt, daß wenn die Herabsetzung auf 3 Proc. auch erst nach 50 Jahren erfolgen würde, die Bilanz noch zu seinen Gunsten stünde. Fragt man die Erfahrung, so findet man in der That, daß die Börsenpreise der verschiedenen Papiere

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

desselben Landes von dem Verhältnisse nur wenig abweichen, das sich aus dem Verhältnisse der Renten der verschiedenen Nominalcapitalien ergibt. Wir haben nirgends und zu keiner Zeit wahrgenommen, daß die 3proc. Papiere, wenn die $3^1/_2$, 4, 5proc. Fonds ihr Pari erreichten, mehr als um wenige Proc. jenes Verhältniß überstiegen.

So wurden namentlich in Frankreich, in einer längern Periode der jüngst verflossenen Zeit, die 3proc. Fonds nicht höher, als zu 80—81 notirt, während die 4proc. um 2—3 Proc. das Pari bereits überschritten hatten.

Wenn der Privatmann, mehr für die nahe Zukunft sorgend, die in weiter Entfernung liegenden günstigen Wechselfälle kaum in Anschlag bringt, so muß die Regierung, die nie stirbt, nach andern Rücksichten handeln, welche einem möglichen, mehr oder weniger wahrscheinlichen Vortheil, der in der spätern Zukunft liegt, einen höhern Werth verleihen, als ihm die Haushaltungslehre des Privatmanns zugesteht.

Jene Rücksichten verletzt sie nicht, wenn sie den Zweck, einen Theil ihrer Schuld auf einen Zinsfuß zu bringen, der unter dem laufenden steht, auf dem andern Wege, nämlich durch die Bewilligung einer Annuität, statt einer Erhöhung des Nominalcapitals, zu erreichen sucht.

Immer ist es aber besser, die Reduction der Zinsen einer unter ungünstigen Umständen contrahirten Schuld nach den natürlichen Ergebnissen des Capitalverkehres fortschreiten zu lassen, als über die Zukunft auf die eine oder andere Weise zu transigiren. Allein wenn man einmal, um eine in manchen Beziehungen allerdings vortheilhafte Tilgungs-Methode wählen zu können, sich zur Umwandlung eines Theils der öffentlichen Schuld in Papiere entschließt, deren Zinsfuß unter dem laufenden steht, so verdient die Zugabe von Annuitäten als ein Mittel zu diesem Zwecke wenigstens vor dem andern Wege, der zu einer Capital-Erhöhung führt, ganz entschieden den Vorzug.

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

Die Finanzverwaltung, welche jenes Mittel ergreift, um die Gläubiger zur Annahme solcher Effecten von niedrigerm Zinsfuße zu bewegen, verzichtet nicht, wie auf dem andern Wege, zum Voraus auf die Reduction, welche ein späteres Sinken des laufenden Zinsfußes möglich macht, sondern sie anticipirt vielmehr diese Reduction. Während sie auf jenem andern Wege für den Verzicht auf die günstigen Wechselfälle, welche ihr ein solches Sinken des Zinsfußes darbietet, keine angemessenen Aequivalente erwarten darf, wird sie weit eher hoffen dürfen, daß die Gläubiger sich zu der anticipirten Reduction gegen einen Preis verstehen, der eine solche Transaction auch dem Interesse des Staatsschatzes zuträglich erscheinen läßt.

Wenn sie in einem Augenblicke, da der laufende Zinsfuß ihr gestattet, eine 5 Proc. tragende Schuld auf 4 Proc. herabzusetzen, den Gläubigern die Wahl gibt, ihre Capitalien al pari, entweder gegen 4proc. Papiere, oder unter Zugabe von zeitlichen Annuitäten gegen 3proc. einzutauschen, so befriedigt sie nicht nur die Nachfrage jener Classe von Staatsgläubigern, welche auf das Steigen der Fonds speculiren, oder die in den öffentlichen Fonds zugleich die Eigenschaft eines Spielwerkzeuges bezahlen, sondern auch die Neigungen aller derer, welchen es um den Fortgenuß eines höhern Einkommens für die nächste Zeit zu thun ist, so wie der übrigen, die sich mit dem Marktsatze des Zinses begnügen und sich auch für die Zukunft den natürlichen Folgen eines Sinkens unterwerfen wollen. Sie kommt den Wünschen einer großen Zahl entgegen, welche geneigt ist, ein kleines Opfer zu bringen, um eine unabwendbare Unannehmlichkeit in ihren fühlbaren Wirkungen hinauszuschieben. Viele hoffen in der Zwischenzeit ihre Umstände zu verbessern, und später leichter einen kleinen Verlust ertragen zu können; Andere wollen Zeit zu allmählichen Einschränkungen gewinnen; manche Gläubiger, die in höherm Alter stehen, sind unbesorgt um eine spätere Zukunft, die zu erleben sie nicht hoffen. Wieder

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

Andere, die in einer Periode des allmählichen Sinkens des Zinsfußes weitere Reductionen wahrscheinlich finden, wollen lieber eine feste Rechnung sich gefallen lassen, als in ungewisser Erwartung verharren. Uebrigens steht die Finanzverwaltung, wenn sie die Größe und Dauer der Annuität in der Absicht bestimmt, den Gläubigern in der gestatteten Wahl ungefähre Gleichwerthe anzubieten, wie gesagt, auf gleiche Weise, wie im andern Falle, auf dem unsichern Boden der Wahrscheinlichkeitsberechnung.

Je wahrscheinlicher ein weiteres Sinken des Zinsfußes und je früher dasselbe erwartet werden darf, desto geringer wird der Preis seyn, den sie in den Annuitäten den Gläubigern für den Verzicht auf die ihnen günstigen Wechselfälle, welche die Reduction vereiteln können, zu leisten hat. Nur wird sie die Aufgabe leichter lösen, diesen Preis in der Art zu bestimmen, daß er ihr nicht zu hoch und den Gläubigern nicht zu nieder erscheint.

Wenn sie eine solche Wahl in einem Augenblick gestattet, wo z. B. die 4proc. Effecten schon über Pari zu steigen anfangen (der Zinsfuß sich gegen $3\frac{1}{2}$ Proc. zu neigen beginnt) und sie in wenigen Jahren eine Reduction der Zinsen auf dieses Maß zu bewirken erwarten darf, so findet sie leicht viele Gläubiger weit geneigter, die 3proc. Papiere al pari mit einer Zulage von einer Annuität von $1\frac{1}{2}$ je für 100 Nominalcapital für die Dauer von 15 Jahren, als die 3proc., ohne solche Zugabe, zu 80, also mit einer Capital-Erhöhung von 25 vom 100 anzunehmen. Sinkt in der Folge der Zinsfuß wirklich in der Weise, daß die Regierung nach 5 Jahren die Herabsetzung der 4proc. Fonds auf $3\frac{1}{2}$ und nach weitern 20 Jahren auf 3 Proc. bewirken kann, so würde sie zwar besser gethan haben, dieses Sinken abzuwarten. Allein was sie den Gläubigern, welche die 3proc. mit einer 15jährigen Annuität von $1\frac{1}{2}$ für 100 Capital angenommen, für ihren Verzicht auf jene Wechselfälle, welche die Reduction vereiteln konnten, wirklich bezahlte, würde je für 100 Capital mit $6\frac{6}{10}$ (im gegenwärtigen Werthe) un-

gefähr nur die Hälfte des Opfers betragen, das sie die Ausgabe der 3proc. zu 80 gekostet hätte.* Die Rechnung wird für die Inhaber der Annuitäten, jenen Gläubigern gegenüber, welche Papiere zu dem laufenden Zinsfuß erhielten, und die Gefahr weiterer Reductionen übernommen haben, in dem Maße sich minder vortheilhaft stellen, als die unter günstigen Conjuncturen erregten Erwartungen eines fortschreitenden Sinkens des Zinsfußes nicht in Erfüllung gehen.

---

* Die Gläubiger, welche die 3 Proc. mit Annuitäten angenommen, erhalten unter obiger Voraussetzung 5 Jahre lang $^1/_2$ Proc. und, während weiterer 10 Jahre, 1 Proc. jährlich mehr von ihrem Capital, als diejenigen, welche 4proc. Papiere angenommen haben, deren Zinsfuß nach 5 Jahren auf $3^1/_2$ und nach weitern 20 Jahren auf 3 Proc. gesetzt wird. Eine fünfjährige Rente von $^1/_2$ hat im Augenblicke, wo diese 5 Jahre beginnen, nach dem Zinsfuß von 4 Proc. einen Werth von 2,225... Eine 10jährige Rente von 1, die erst nach 5 Jahren zu laufen beginnt, hat einen gegenwärtigen Werth von 6,835..., wenn man den Zinsfuß für die letzten 10 Jahre zu $3^1/_2$ Proc. und den Discont für die letzten 5 Jahre zu 4 annimmt.

Nach Ablauf dieser 15 Jahre beziehen die Gläubiger, welche die 4proc. angenommen haben, bis zur Reduction der $3^1/_2$proc. auf 3 Proc., also 10 Jahre lang, jährlich $^1/_2$ Proc. mehr, als die Gläubiger, deren Annuitäten nunmehr abgelaufen sind. Eine nach 15 Jahren beginnende 10jährige Rente von $^1/_2$ hat aber einen gegenwärtigen Werth von 2,418..., wenn man den Zinsfuß in den letzten 20 Jahren zu $3^1/_2$ und in den 5 frühern Jahren zu 4 rechnet. Die Inhaber der Annuitäten würden daher im Vortheil stehen, und ihr discontirter Gewinn 6,61... je für 100 betragen.

Die Begebung der 3proc. zu 80 würde aber der Finanzverwaltung unter gleichen Voraussetzungen ein Opfer von 12,13... gekostet haben. Sie hätte in den ersten 5 Jahren am Zinse $^1/_4$ Proc. gewonnen, nach der Herabsetzung des Zinsfußes von 4 auf $3^1/_2$ Proc. aber, 20 Jahre lang bis zur möglichen Herabsetzung der $3^1/_2$proc. auf 3, jährlich $^1/_4$ Proc. mehr an Zinsen zu zahlen gehabt. Sie muß überdieß, wenn nach diesen 20 Jahren der Zinsfuß auf 3 geht, vom ursprünglichen Capital eine Rente von $3^3/_4$ fortentrichten, deren Mehrbetrag alsdann einen Werth von 25 hat. Der discontirte Werth dieses Capitalverlustes und der 20jährigen Rente von $^1/_2$ beträgt 13,24... und der Gewinn an Zinsen in den ersten 5 Jahren 1,11.. Hiernach bleibt ein Verlust von 12,13..

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

So würden die Empfänger der Annuitäten im Nachtheile stehen, und die Regierung ein, nach seinem Erfolge, für sie vortheilhaftes Geschäft gemacht haben, wenn die Reduction von 4 auf 3½ Proc. erst nach Verlauf von 10 Jahren bewirkt werden könnte, die Reduction auf 3 Proc. ausbliebe, und die Rente von ½, welche die Regierung nach Ablauf der Annuitäten erspart, einen dem Zinsfuß von 3½ entsprechenden Werth (von 14,28...) behauptete. Ist das Letztere nicht der Fall, so kann auch beim Ausbleiben der Reduction auf 3 Proc. die Bilanz sich noch zu Gunsten der Annuitäten-Empfänger stellen. Treten nämlich nach erfolgter Herabsetzung der 4proc. Papiere auf 3½ Ereignisse ein, welche den Zinsfuß schnell auf 4 oder 5 Proc. oder noch höher steigern, so hätte die Finanzverwaltung in dem angehäuften Werthe der Annuität am Schlusse der 15jährigen Periode mehr geleistet, als sie die Tilgung einer Rente von ½ kosten würde.

Dieß mag genügen, um die Natur einer Transaction näher zu bezeichnen, durch welche die Finanzverwaltung, indem sie für eine bestimmte Zeit eine den laufenden Zinsfuß übersteigende Rente bewilligt, sich eine Reduction der Zinsen unter dem gegenwärtigen Zinsfuß in einer spätern Zeit sichern kann. Sie läßt mannichfaltige Combinationen zu, man kann den Gläubigern die Wahl lassen zwischen Annuitäten von verschiedenem Betrage und ungleicher Dauer, z. B. zwischen einer Rente von 1½ auf 15 Jahre und einer Rente von 2 auf 10 Jahre; man kann auch eine abnehmende Annuität, z. B. für die nächsten 5 Jahre 2 vom Hundert und für die folgenden 7 Jahre 1½ vom Hundert, anbieten. Wenn der Zinsfuß im raschen Fallen begriffen ist, so ist es selbst möglich, manche Gläubiger zur Annahme von Papieren zu einem niedrigern Zinsfuße durch eine nur die Differenz zwischen diesem und dem laufenden Zinsfuß ausgleichende Rente zu bewegen, insofern dieselbe für eine längere Reihe von Jahren verwilligt wird, vor deren Ablauf der Gläubiger ein tieferes Sinken des Zinsfußes,

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

welches der Finanzverwaltung eine weitere Reduction möglich machen würde, für wahrscheinlich hält.

Es versteht sich, daß dieser Weg zur Herabsetzung des Zinsfußes mit der Aussicht auf ein befriedigendes Resultat überall nur da versucht werden mag, wo es stehender Grundsatz ist, die Zinsen der öffentlichen Schuld, sobald dieß der Marktpreis der Capitalien gestattet, auf das Maß desselben zu reduciren, und die Gläubiger nicht in dem Wahne stehen und durch ein schwankendes Benehmen der Verwaltung bestärkt werden, daß sie die Großmuth der Finanzverwaltung gegen die natürlichen Folgen des Zinsfußes auf Unkosten der Steuerpflichtigen schützen werde.

Unter jener Voraussetzung wird aber, wie gesagt, die Finanzverwaltung dennoch immer besser thun, in ihren Maßregeln den natürlichen Veränderungen des Zinsfaßes selbst dann zu folgen, wenn keine ältere unter dem laufenden Zinsfuße verzinsliche Schuld vorhanden seyn sollte, zu deren Tilgung sie ihren Tilgungsfonds verwenden könnte, indem sie alsdann zur Benützung desselben den einen oder andern der oben bezeichneten Wege einschlagen kann.

9.

Periodische Benutzung des Sinkens des Zinsfußes zur Zinsreduction und periodische Umwandlung der zu niedrigem Zinsfuß stehenden Schuldcapitalien in höher verzinsliche nach eingetretenem Steigen des Zinsfußes.

Mit der Zeit wird es keiner Verwaltung, deren Schuldcapitalien von Seiten der Gläubiger unaufkündbar sind, an solchen Papieren fehlen, die auf dem niedersten Zinsfuße stehen, da bei längerer Dauer des Friedens das Sinken desselben auf diesen Stand nicht ausbleibt.

Hat die Regierung die Zeit des Friedens zur Reduction benutzt, so hat sie sich nicht nur eine Rente frei gemacht, die sie,

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

wenn die Zeit das Bedürfniß einer Capitalverzehrung herbeiführt, zu dessen Deckung benutzen kann, sondern sie hat sich zugleich für den Fall, daß sie bei festen Tilgungsplanen auch in Perioden beharrt, wo sie neue Anlehen contrahirt, günstigere Wechselfälle gesichert. Wir wollen und können jene Amortisationssysteme nicht loben, wornach die Finanzverwaltung für die ältern Schulden bestimmte Tilgungsplane zu vollziehen, und den um den Betrag der Zinsen der rückgekauften Capitalien wachsenden Tilgungsfonds mit der einen Hand zu verwenden fortfährt, während sie mit der andern Hand neben den Capitalien, die ein außerordentlicher Staatsaufwand erfordert, zugleich den Betrag des Tilgungsfonds in neuen Anlehen erhebt. Allein so kostbar und verwerflich dieß Verfahren ist, wenn man, um Effecten, deren Nominalcapitalien auf einem niedrigen Zinsfuß stehen, rückzukaufen, sich die hiezu erforderlichen Fonds durch den Verkauf von Papieren gleicher Art unter dem Nominalwerthe zu verschaffen sucht; so gewinnt die Sache in der That eine andere Gestalt, wenn man die Summen, die zur Tilgung der Schulden von niedrigem Zinsfuße mittelst des Rückkaufs tief unter Pari verwendet werden, durch Anlehen aufbringt, deren Nominalcapitalien den wirklich dargeliehenen Beträgen gleich oder nahe stehen, und zu einem höhern Fuße verzinst werden.

So sonderbar es lauten mag, so kann man doch behaupten, daß unter außerordentlichen Umständen, welche den Zinsfuß erhöhen, die Umwandlung der zu einem niedrigern Zinsfuße stehenden Schuld in eine höher verzinsliche, für die Finanzverwaltung in der Regel vortheilhaft ausfallen wird, und zwar aus den nämlichen Gründen, aus welchen der Verkauf von Papieren unter dem Nominalwerthe verwerflich erscheint.

Da in einer Periode außerordentlicher Anstrengungen und unter Verhältnissen, die dem öffentlichen Credit minder günstig sind, der Staatsgläubiger den möglichen Gewinn, den er in Folge eines spätern Sinkens des Zinsfußes durch das Steigen der Preise der öffentlichen

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

Fonds in späterer Zukunft machen kann, noch weniger in Anschlag bringt, als in einer Periode, die dem Sinken des Zinsfußes günstig ist, so kann die Finanzverwaltung z. B. 3proc. Fonds leicht zu einem Preise zurückkaufen, der nur sehr wenig von dem Werthe einer gleichen Rente von höher verzinslichen Fonds abweicht.

Eine Rente von 3 hat nach dem Zinsfuße von 5 vom Hundert einen Werth von 60. Könnten zu einer Zeit, da die Regierung, um ein Capital von 100 zu erhalten, eine Rente von 5 (ohne Erhöhung des Nominalcapitals) verschreiben müßte, die 3proc. Papiere auch nicht zu einem niedrigern Preise als zu 65 rückgekauft werden, so würde die Finanzverwaltung, wenn anders die Rückkehr besserer Zeiten nicht ganz ungewöhnlich lange ausbleibt, durch einen solchen Rückkauf sich eine bedeutende Erleichterung für die Zukunft verschaffen.

Sie muß zwar für die 65, die sie zum Rückkauf einer Rente von 3 verwendete, in Folge der Verwandlung in 5proc. Fonds eine jährliche Rente von 3, 25 entrichten;* allein wenn auch in sehr entfernter Zeit, z. B. in 20 Jahren, der Zinsfuß auf $3^1/_2$ zurücksinkt, so vermindert sich jene Rente im Verhältniß von 5:3,5, d. i. von 3,25 auf 2,275, und wenn der Zinsfuß zuletzt auf 3 fallen sollte, von 3,25 auf 1,95, vorausgesetzt, daß die Regierung die Gelegenheit zur allmählichen Reduction nicht versäumt. Sie gewinnt in Vergleichung mit dem ursprünglichen Zinse von 3, die sie von den zu

* Der Zinsfuß der in den 3proc. Fonds angelegten Capitalien wäre darnach 4,615.., also um 0,385... niedriger als der laufende. Ein so bedeutender Unterschied zeigt sich aber nur in Zeiten, da man eine dem Sinken des Zinsfußes günstige Veränderung nicht mehr sehr entfernt glaubt. Selbst in Großbritannien, wo das Daseyn einer großen Zahl reicher Capitalisten der Speculation auf ein entferntes Steigen der öffentlichen Fonds am meisten günstig ist, war im Durchschnitt in der Kriegsperiode, der in wenigen Jahren ein Fallen des Zinsfußes auf $3^1/_2$ folgte, im Durchschnitt der Zinsfuß von den in den 3proc. und 5proc. Fonds angelegten Geldern nur um circa $^4/_{10}$ Proc. verschieden.

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

65 rückgekauften Capitalien zu zahlen hatte, durch die Reduction der umgewandelten Papiere auf $3\frac{1}{2}$, daher eine Rente von 0,725, im Werthe (nach dem Zinsfuße von $3\frac{1}{2}$) von $20\frac{1}{7}$, und durch die Reduction auf 3 eine Rente von 1,05, im Werthe (nach dem Zinsfuß von 3 Proc.) von 35, während sie durch den Zuwachs an Zinsen, welcher aus der Verwandlung der 3proc. in 5proc. Fonds entstand, in 20 Jahren einschließlich des Interusuriums nur circa $8\frac{1}{3}$ verlor.

Wenn erst in 20 Jahren der Zinsfuß auf 4 und in weitern 10 Jahren auf $3\frac{1}{2}$ oder 3 fiele, so würde der Verlust, der sich am Schlusse der 20jährigen Periode ergibt, die durch die Reduction von 5 auf 4 gewonnene Rente von 0,4 (im Werthe von 10, nach dem Zinsfuße von 4 Proc. gerechnet) bereits überwiegen und der vollständige Gewinn nur etwas später erscheinen.

Im Laufe von zwei bis drei Menschenaltern kann der Wechsel der Ereignisse ein zweimaliges Steigen und Fallen des Zinsfußes von 3, $3\frac{1}{2}$ bis 5, 6, 7 Proc. herbeiführen, und ein ursprünglich zu 5 Proc. aufgenommenes, beim Sinken des Zinsfußes auf 3 Proc. reducirtes Schuldcapital von 100, durch eine zweimalige oder dreimalige Wiederholung der bezeichneten Operation (Umwandlung in eine 5proc. Schuld und spätere Reduction auf 3 Proc.) auf ein Nominal-Capital von $42\frac{1}{4}$ und $27\frac{1}{2}$, die Zinsenlast eines ursprünglichen Capitals von 100 auf circa $1\frac{1}{4}$ und $\frac{83}{100}$ Proc. u. s. f. mit einem im Verhältniß zu dieser Erleichterung ganz unbedeutenden Opfer gebracht werden.

Liegen in der Möglichkeit des längern Ausbleibens des Sinkens des Zinsfußes auch für die Finanzverwaltung ungünstige Wechselfälle, so treten doch im Laufe der Zeit immer Perioden ein, wo der Zinsfuß hoch steht und mit größter Wahrscheinlichkeit in der nahen Zukunft ein bedeutendes Sinken erwartet werden kann, wie namentlich unmittelbar nach einem Kriege, indem in den Jahren des Friedens, wenn auch alle Umstände seine Dauer verbürgen, der

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

Zinsfuß dennoch aus mannichfaltigen Ursachen sich noch in der Höhe zu halten pflegt. In diesen Beziehungen befinden sich aber die Regierungen auch deßhalb in einer günstigen Stellung, weil sie am besten die Verhältnisse kennen, von welchen die Beurtheilung der entscheidenden Frage abhängt.

Wohl möchte es einer geschickten Verwaltung nicht schwer fallen, die Benutzung des periodischen Sinkens des Zinsfußes zu Reductionen auf dem angedeuteten Wege für die Verminderung der Staatslast fruchtbarer zu machen; und in der That lassen sich Beispiele von einzelnen Erfolgen der bezeichneten Art nachweisen, welche öffentliche Verwaltungen (ohne sie zu ihrer eigentlichen Aufgabe gemacht zu haben) zufällig, in Folge der gleichzeitig mit der Vermehrung der öffentlichen Schulden fortschreitenden Tilgung mittelst Rückkaufs älterer Effecten, in so weit wirklich erlangt haben, als dieses Verfahren bisweilen zu dem Resultate führte, daß in Perioden, da das Miethgeld der Capitalien sehr hoch stand, eine zu einem niedrigen Zinsfuße stehende Schuld (z. B. 3proc. Nominalcapitalien) in eine höher verzinsliche, der That nach, verwandelt wurde.*

Eine solche Schuldumwandlung bildet in Beziehung auf die berührten Verhältnisse, wovon ein günstiger oder ungünstiger Erfolg für die Finanzverwaltung zu erwarten ist, den directen Gegensatz jener Maßregeln, wodurch das Nominalcapital einer auf dem laufenden Zinsfuße stehenden oder auf denselben zurückführbaren Schuld, erhöht und dessen Zinsfuß unter den laufenden gesetzt wird. Will die Finanzverwaltung nicht lieber beiderlei Operationen gänzlich ent-

* Namentlich in Großbritannien in jenen (freilich ganz seltene Ausnahmen bildenden) Jahren, wo größtentheils 5proc. Nominalcapitalien zur Erhebung von Anlehen creirt wurden, während der Tilgungsfonds (wie in der Regel) nur im Rückkauf von 3proc. Stocks seine Anwendung fand.

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

sagen, so wird sie eine Speculation der ersten Art (in hiezu geeigneten Perioden) ihrer Stellung so lange ungleich mehr entsprechend finden, als es wahr bleibt, daß der Staat mit gleicher Sorgfalt das Interesse der Gegenwart, so wie der Zukunft wahrnehmen soll, der Privatmann dagegen mehr für die Gegenwart und die nächste Zeit, als eine weit entfernte Zukunft zu sorgen berufen ist, und in dieser Beziehung selten aus seiner Rolle fällt.

10.

Schlußbemerkung über das Verfahren bei Herabsetzung der Zinsen der öffentlichen Schuld.

Wir wollen nun das Resultat unserer Untersuchung in Kurzem zusammenfassen.

Der Staat hat nicht nur das Recht, sondern ist nach allgemeinen Grundsätzen der Gerechtigkeit den Steuerpflichtigen gegenüber verpflichtet, die Reduction der Zinsen der aufkündbaren, öffentlichen Schuld zu bewirken, sobald er durch seinen Credit und durch das Sinken des Zinsfußes sich in der Lage befindet, eine solche Maßregel mit zureichender Sicherheit zu vollziehen.

Weder Rücksichten der Billigkeit gegen die Staatsgläubiger, noch Rücksichten der Politik sollen ihn hindern, die Herabsetzung des Zinsfußes der öffentlichen Schuld beim Sinken des Miethgeldes der Capitalien als stehenden Grundsatz anzunehmen.

Die Anwendung dieses Grundsatzes, weit entfernt den Credit des Staates zu schwächen, sichert ihm für künftige Fälle des Capitalbedürfnisses die Hülfe der Capitalisten.

Im unausbleiblichen Wechsel der Perioden des Steigens und des Sinkens des Zinsfußes ist sie das sicherste und zugleich das wohlfeilste Mittel der Verminderung der Zinsenlast, die sie nach den Umständen oft in wenigen Jahren in einem weit stärkern Maße

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

bewirkt, als die in einem zwei- und dreifach längern Zeitraum nach dem gewöhnlichen Maßstabe fortschreitende Schuldentilgung.

Um sich die natürlichen Vortheile der Reduction vollständig zu sichern, und zugleich den Interessen der Staatsgläubiger und dem raschen Umsatz der öffentlichen Effecten gebührende Rechnung zu tragen, suche man unmittelbar dem entschiedenen Sinken des Zinsfußes in Abstufungen zu folgen, welche den Zins der öffentlichen Capitalien je nur um ½ Proc. und höchstens in dem Falle, wo der bisherige Zins 5 Proc. und darüber betrug, um 1 Proc. vermindern.

Man vermeide daher ebenso, dem entschiedenen Sinken des Zinsfußes auf diese Stufen voranzueilen, als die öffentlichen Fonds bedeutend über Pari steigen zu lassen, und stelle dem Publicum, um dieß zu verhindern, nöthigenfalls durch offene Erklärung die Reduction in Aussicht.

Das Maß der Reduction und überhaupt die Bedingungen des Umtausches der ältern Schuld in die Schuldcapitalien von niedrigerem Zinsfuß bestimme die Verwaltung im Ueberblick aller Verhältnisse nach eigener Ueberzeugung und nicht durch eine Concurrenz von Unternehmern, deren Speculation auf Vortheile gerichtet seyn kann, die sie sich durch geschickte Benützung der Verlegenheiten zu verschaffen hofft, in welche eine zahlreiche Creditorschaft nach den Umständen durch die Aufkündigung gestürzt wird.

Sie bewillige dagegen auch den Staatsgläubigern keine Vortheile, um auch nur einen Theil des Verlustes von ihnen abzuwenden, welcher sich als natürliche Folge des Sinkens des Zinsfußes ergibt, und der alle übrigen Capitalbesitzer auf verhältnißmäßig gleiche Weise trifft. Nur wenn man, zu lange zögernd, die Meinung erregt oder bestärkt hat, daß die Reduction ausbleibe, und man die Rente mehrere Procent über Pari steigen ließ, trage man diesem Umstande billige Rücksicht, etwa durch einen für einige Zeit vergönnten Fortgenuß der höhern Zinsen, oder, wo der laufende Zinsfuß eine Reduction von

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

1 Proc. gestattete, durch successive Reduction je um $^1/_2$ Proc. in fester Vorausbestimmung.

Vor allem enthalte sich aber die Finanzverwaltung, solche Bedingungen zu bewilligen, wodurch eine erhebliche Erhöhung des Nominal-Capitals der alten Schuld entsteht; und will sie einen Theil dieser Schuld, um ihren Tilgungsfonds für die nachkommende Zeit zum Rückkauf unter Pari verwenden zu können, auf einen Zinsfuß bringen, der unter dem laufenden steht, so suche sie diesen Zweck lieber durch eine Zugabe von Annuitäten, als durch eine Capitalerhöhung zu erreichen, und gestatte die Wahl zwischen solchen, auf einen niedrigen Zinsfuß gesetzten mit Zeitrenten verbundenen Papieren und den auf den laufenden Zinsfuß gestellten Effecten.

Ehe die Finanzverwaltung den Gläubigern kündigt und ihnen freistellt, entweder die festgesetzten Bedingungen der Schuldumwandlung, und, wo alternative Angebote geschehen, eines derselben anzunehmen, oder sich der Aufkündigung zu unterwerfen, sichere man sich den Vollzug durch feste Verabredungen mit Unternehmern, welche sich verbindlich machen, die erforderlichen Mittel zur Heimzahlung herbeizuschaffen, und dagegen für die heimgezahlten Capitalien die umgewandelte Schuld zu einem bestimmten Preise zu übernehmen; dieser Preis mag dann, so weit das Bedürfniß von Garantien für den sichern Vollzug es gestattet, die Mitbewerbung bestimmen.

Hat die Finanzverwaltung aber eigene disponible Mittel, welche ihr die Hülfe von Unternehmern entbehrlich machen, so ist es um so besser.

Den Gläubigern gestatte man endlich für ihre Erklärung einen angemessenen Termin, der da, wo die ausbleibende Erklärung als stillschweigende Einwilligung in die Reduction zu den festgesetzten Bedingungen betrachtet werden soll, billig geräumiger bestimmt wird.

Es gibt noch ein Mittel, wodurch man den Zweck der Reduction ohne Aufkündigung wenigstens theilweise erreichen kann. Wenn das Publicum über die Absicht der Regierung, die Reduction bei

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf

schicklicher Zeit eintreten zu lassen, nicht im Zweifel ist, die Effecten, deren Zinsfuß den wahren Marktpreis übersteigt, das Pari daher gleichwohl nicht bedeutend überschreiten, während die Regierung zu niedrigerem Zinsfuß gestellte Papiere al pari oder nahe zu Pari ausgeben kann, so mag die Umwandlung durch einfache Börsengeschäfte theilweise vollzogen werden. So kann man 5proc. Papiere, so lange sie die Besorgniß der Rückzahlung über 102—104 zu steigen verhindert, um diesen Preis einkaufen, wenn man gleichzeitig für 4proc. zu 98—100 Käufer findet. Eine solche Operation wird aber nur die auf der Börse schwebenden Effecten ergreifen, und ohne die dem Einkaufspreise nothwendig zu steckende Gränze zu übersteigen, nicht leicht einen bedeutenden Umfang gewinnen, daher nur als eine Einleitung zu einer umfassenden Maßregel betrachtet werden dürfen.

Universitäts- und
Landesbibliothek Düsseldorf