

Das Zulassungsverfahren an den schweizerischen Effektenbörsen

Von F. Zehnder, Direktor der Schweizerischen Bankgesellschaft Zürich

Die schweizerischen Effektenbörsen — es gibt deren sieben: Zürich, Basel, Genf, Bern, Lausanne, Neuenburg und St. Gallen — haben schon seit langem für die Abschlüsse am Markt und die technische Abwicklung der abgeschlossenen Transaktionen detaillierte Vorschriften aufgestellt, d. h. die Börsen haben sich eine eigene Gesetzgebung gegeben, um zu vermeiden, dass bei Meinungsverschiedenheiten zwischen zwei Händlern richterliche Entscheide angerufen werden müssen. Es betrifft dies die Statuten und Usancen der betreffenden Börsen, die auch für die an der Börse getätigten Kundentransaktionen massgebend sind. Selbstverständlich müssen sich diese Eigengesetze im Rahmen der ordentlichen Gesetze halten. Die meisten der schweizerischen Börsen sind für den Erlass dieser Eigengesetze selbständig. Die zwei Hauptbörsen Zürich und Basel stehen allerdings unter staatlicher Kontrolle und müssen daher für ihre Reglemente die Genehmigung ihrer zuständigen kantonalen Behörden einholen.

Nicht nur der eigentliche Handel bedarf zu seiner Abwicklung einer genauen Reglementierung, sondern auch die Zulassung zum Handel, soweit Transaktionen an der Börse selbst in Frage kommen. Unter Zulassung versteht man die Aufnahme eines Wertpapiers in das offizielle Kursblatt der betreffenden Börse und die Erlaubnis zum Handel dieses Wertpapiers an der Börse.

Vergleicht man ein heutiges Kursblatt einer der drei Hauptbörsen mit einem solchen vor 20—30 Jahren, so wird man feststellen können, dass die Zahl der offiziell kotierten Wertpapiere stark zugenommen hat. Ganz besonders trifft dies für unsere Staatsanleihen und für ausländische Anleihen und Aktien zu. Die Entwicklung des schweizerischen Kapitalmarktes und damit auch der Börse — es sei hier nur kurz darauf hingewiesen, dass die Schweiz früher im Ausland, speziell in Frankreich, als Geldsucher auftrat, während sie sich heute zufolge ihres grössern Kapitalreichtums international als Geldgeber betätigt — hat es mit sich gebracht, dass nicht nur die Zahl der Börseneinführungen wesentlich zugenommen hat, sondern auch kapitalmässig eine starke Vermehrung der Kotierungen zu verzeichnen ist. Dies hängt im wesentlichen mit der Intensivierung des Kapitalverkehrs, der zunehmenden Verschuldung der öffentlichen Hand, dem Bau der grossen Kraftwerke und nicht zuletzt mit der allgemeinen Entwertung bzw. verminderten Kaufkraft des Geldes zusammen. Diese veränderte

Situation und stärkere Beanspruchung der Börsen hat es notwendig gemacht, das Zulassungswesen den neuen Verhältnissen anzupassen.

Das Basler Kotierungsreglement datiert allerdings noch aus dem Jahre 1897 und hat bisher durch die sinngemässe und vernünftige Auslegung auch den Anforderungen unserer Zeit genügt. Dass ein Reglement 40 Jahre in Kraft bleiben kann, zeugt für den Weitblick der seinerzeitigen Verfasser. Die Zürcher Börse hat sich in Verbindung mit einer notwendig gewordenen Revision ihrer allgemeinen Satzungen erst vor wenigen Jahren ein neues Zulassungsreglement gegeben, das nicht nur in formeller, sondern auch in materieller Hinsicht den heutigen Anforderungen entspricht. Dieses neue Reglement geht allerdings in vielen Punkten nicht so weit wie die Vorschriften der grossen Börsen des Auslandes. Wie bei allen Reglementen kommt es aber auch hier nicht nur auf die Reglementierung aller möglichen Details an, sondern auf den Sinn der Vorschriften und deren vernünftige Anwendung. Das neue Reglement für die Börsenzulassungen ist ein Beweis dafür, dass die Zürcher Börse sich ihrer Bedeutung für die Schweiz und der Verantwortung, die sie vor der Öffentlichkeit trägt, voll bewusst ist.

Der Leitgedanke bei der Aufstellung des neuen Zürcher Kotierungsreglementes war: in formeller Hinsicht Klarheit zu schaffen und den Gesuchstellern wie dem Börsenvorstand als Zulassungsstelle Richtlinien in die Hand zu geben; in materieller Hinsicht suchte man einen verbesserten Schutz der Titelerwerber, speziell durch Festsetzung von Minimalanforderungen an die Publizität.

Die Zulassung eines Wertpapiers zum offiziellen Handel schafft die Möglichkeit eines breiten Marktes und bildet daher eine der Voraussetzungen für einen regelmässigen und zuverlässigen Handel. Ein Gemeinwesen oder eine Gesellschaft haben viel grössere Leichtigkeit, ihren Kapitalbedarf zu decken, wenn die von ihnen zur Ausgabe gelangenden Wertpapiere zum Börsenhandel zugelassen sind, denn die Titelerwerber legen begrifflicherweise grossen Wert darauf, den Markt und die zum Abschluss kommenden Transaktionen anhand des Kursblattes selber verfolgen und kontrollieren zu können. Die Erlaubnis zum offiziellen Handel, d. h. die Zulassung kann sich für einen Emittenten zinsverbilligend auswirken. Die Titelerwerber ziehen es oft vor, Papiere mit einem etwas geringern Zins zu kaufen, wenn sie zufolge der Börsennotierung die Möglichkeit haben, gegebenenfalls ihre Titel relativ leicht verkaufen zu können. Die Vorteile, welche mit der Schaffung eines offiziellen Marktes — im Gegensatz zu einem freien nicht kontrollierten und kontrollierbaren Markt — verbunden sind, lassen es daher begrifflich erscheinen, wenn die zuständigen Instanzen genaue Vorschriften über das Zulassungsverfahren und die Erlaubnis zum Handel an der Börse aufstellen.

Das Verfahren ist nicht überall das gleiche. Mit Rücksicht auf die Bedeutung der Zürcher Börse sollen vorerst deren Bestimmungen über das Zulassungswesen untersucht werden.

Das zürcherische Gesetz betreffend den gewerbmässigen Verkehr mit Wertpapieren vom 22. Dezember 1912 sagt u. a., der Effektenbörsenverein sei

verpflichtet, ein Reglement über die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel aufzustellen und dieses Reglement dem Regierungsrat zur Genehmigung zu unterbreiten. Ferner heisst es in dem Gesetz, dass, wer die Zulassung eines Wertpapiers zum Börsenhandel wünsche, dazu die Bewilligung des Effektenbörsenvereins einzuholen habe. Ausführendes Organ des Effektenbörsenvereins ist dessen Vorstand. Ein von diesem gutgeheissenes Kotierungsgesuch ist während vier Tagen im Börsenlokal anzuschlagen. Die Börsenmitglieder erhalten auf diese Weise Kenntnis von den vom Vorstand bewilligten Kotierungsgesuchen. Abgewiesene Gesuche werden dagegen den Mitgliedern nicht zur Kenntnis gebracht. Erfolgt während diesen vier Tagen keine Einsprache gegen die Zulassung zum Handel durch ein Vereinsmitglied, kann die Kotierung und Aufnahme in das offizielle Kursblatt sofort stattfinden. Der Vorstand kann aber auch jederzeit eine erteilte Bewilligung widerrufen. Rekursstelle gegen einen derartigen Beschluss des Vorstandes ist die kantonale Volkswirtschaftsdirektion. Letztere ist überdies berechtigt, nach Anhören des Börsenvorstandes, des Börsenkommissariates und der kantonalen Börsenkommission von sich aus die Zulassung eines Wertpapiers zu untersagen oder eine bestehende Kotierung zu sistieren.

Das Börsenkommissariat ist der kantonalen Volkswirtschaftsdirektion unterstellt und hat die Aufgabe, die Börse für den Staat zu überwachen. Die Börsenkommission dagegen ist ein von der Regierung gewähltes Kollegium von Sachverständigen, die dem Staat als Berater in allen Fragen des Börsenwesens zur Seite stehen. Auf diese Weise dürfte Vorsorge getroffen sein, dass der Bürokratismus in den Börsenbelangen nicht überwuchert.

Nach den Statuten des Effektenbörsenvereins werden die letzterem hinsichtlich des Kotierungswesens vorbehaltenen Rechte an den Vereinsvorstand delegiert. Der Börsenvorstand ist somit für die Begutachtung und Bewilligung von Kotierungsgesuchen zuständig, oder mit andern Worten, er bildet die Zulassungsstelle. Heisst er ein Gesuch gut — über die Voraussetzungen dazu soll später die Rede sein —, so leitet er die Akten mit seinem Beschluss an das kantonale Börsenkommissariat zuhanden der kantonalen Volkswirtschaftsdirektion weiter. Wird der Beschluss des Vorstandes vom Börsenkommissariat beanstandet, sei es aus formellen oder materiellen Gründen, so findet das bereits erwähnte, im kantonalen Wertpapiergesetz verankerte Verfahren Anwendung, d. h. eine Konsultierung der kantonalen Börsenkommission, in der auch der Börsenvorstand vertreten ist. Es kann auch vorkommen, dass die Börsenkommission um ihre Meinung befragt wird, selbst wenn das Börsenkommissariat dem Beschluss des Vorstandes zustimmt.

Das Reglement über die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an der Zürcher Effektenbörse, kurz gesagt, das Kotierungsreglement, enthält genaue Bestimmungen über die Angaben, die das Kotierungsgesuch enthalten muss, über die Voraussetzungen für eine Börsenzulassung, über die eventuelle Sistierung, d. h. die temporäre Zurückziehung der Erlaubnis zum Handel, die gänzliche Streichung eines Wertpapiers aus dem Kursblatt und schliesslich auch über die Gebührenansätze.

Das Kotierungsgesuch

Dieses muss durch mindestens eine ringberechtigte Platzfirma dem Vorstand des Effektenbörsenvereins schriftlich eingereicht werden. Der Emittent kann somit nicht direkt mit der Zulassungsstelle verkehren. Mit dieser Vorschrift wird bezweckt, den administrativen Verkehr zwischen der Börse und den Emittenten zu vereinfachen. Von grosser Bedeutung ist indessen die Verantwortlichkeitsfrage. Art. 752 des neuen OR sagt wörtlich:

«Sind bei der Gründung einer AG. oder bei der Ausgabe von Aktien oder Obligationen in Prospekten oder Zirkularen oder ähnlichen Kundgebungen unrichtige oder den gesetzlichen Erfordernissen nicht entsprechende Angaben gemacht oder verbreitet worden, so haftet jeder, der absichtlich oder fahrlässig dabei mitgewirkt hat, den einzelnen Aktionären oder Obligationären für den dadurch verursachten Schaden.»

Da die gesuchstellende Ringfirma in der Regel bei der Emission des zur Kotierung vorgesehenen Wertpapiers, sei es als Mitglied eines Emissionsyndikates oder als Zeichnungsstelle, mitgewirkt hat, ist sie laut Gesetz für den Prospektinhalt, der eine der Grundlagen für die Börsenzulassung bildet, mitverantwortlich. Obschon der Börsenvorstand keine gesetzliche Handhabe hat, gegen ein Vereinsmitglied auf Grund der Prospekthaftung vorzugehen — denn das Gesetz spricht nur von einer Haftung gegenüber Aktionären oder Obligationären —, so betrachtet er sich gleichwohl legitimiert, gegebenenfalls Massnahmen im Interesse der Börse und damit der Betroffenen vorzukehren. Für die Börseninstanzen ist aber der Verkehr mit dem oder den Vereinsmitgliedern, die seinerzeit den Kotierungsantrag gestellt hatten, einfacher, als z. B. mit einem ausländischen Emittenten. Die Vorschrift, dass ein Kotierungsgesuch durch eine Ringfirma als Vertreter des Emittenten gestellt werden muss, ist geeignet, das Verantwortungsgefühl der Einföhrungsbanken zu stärken, und hat seine volle Berechtigung. Dieser Dienstweg gilt auch für das Börsenkommissariat.

Voraussetzung für die Erteilung der Erlaubnis zum offiziellen Handel ist, dass die definitiven Titel des zu kotierenden Wertpapiers oder gedruckte Interimsscheine ausgegeben wurden. Da bei Neuemissionen in der Regel Lieferscheine zur Ausgabe gelangen, kann ein Kotierungsgesuch erst nach Inzirkulationsetzung der definitiven Titel gestellt werden. Lieferscheine sind im Gegensatz zu Interimsscheinen keine Wertpapiere, sondern lediglich Versprechen, die definitiven Titel nach deren Erscheinen gegen Rückgabe des Lieferscheines auszuhändigen. Der offizielle Handel in Werten, die vorläufig nur in der Form von Lieferscheinen bestehen, ist daher nicht gestattet. Gleichwohl finden viele Abschlüsse in solchen Werten statt, allerdings nicht über den Ring, d. h. am offiziellen Markt, sondern im Freiverkehr.

Um es der Zulassungsstelle zu ermöglichen, ein Gesuch nicht nur nach der formalen Seite, sondern auch materiell zu prüfen, sind ihr eine Anzahl Geschäftsberichte, Statuten und Prospekte einzureichen; ferner wurde dem neuen Reglement die Bestimmung eingefügt, dass ein Titelblankett oder eine Photokopie eines Titels dem Gesuch beizulegen ist. Damit wird bezweckt, dem Vereinssekretariat die Möglichkeit zu verschaffen, den Vereinsmitgliedern in Zweifelsfällen über die äussern Merkmale der Titel Auskunft zu geben; ferner wird das

Sekretariat in die Lage versetzt, die Übereinstimmung des als Unterlage für das Kotierungsgesuch dienenden Prospektes mit dem Titeltensor festzustellen.

Bei Kotierungsgesuchen für ausländische Wertpapiere muss auch noch der Nachweis erbracht werden, dass die gesetzlichen Verpflichtungen betreffend Titelstempel und Couponssteuer erfüllt sind.

Die Kotierungsbedingungen

Bevor eine Kotierung erfolgen kann, muss ein Prospekt, der alle zur Beurteilung eines Wertpapieres erforderlichen Angaben enthält, in mindestens einer Zürcher Tageszeitung publiziert werden. Wenn bei einer öffentlichen Emission bereits ein Prospekt publiziert wurde, der die geforderten Angaben enthielt, ist anlässlich der Börseneinführung keine neue Publikation notwendig, vorausgesetzt, dass zwischen Publikation und Einführung nicht mehr als sechs Monate verflossen sind. Diese Publikationspflicht hat den Zweck, dem Publikum Gelegenheit zu geben, sich ohne grosse Mühe über ein einzuführendes Wertpapier zu orientieren. Mit der sechsmonatigen Fristansetzung erreicht man, dass mit der Börseneinführung von auf dem Wege einer öffentlichen Subskription emittierten Werten nicht zu lange zugewartet wird. Andererseits können nach einer längern Zeitspanne in der Lage des Emittenten wesentliche Änderungen Platz gegriffen haben, die eine neue öffentliche Bekanntmachung anlässlich der Kotierung wünschbar erscheinen lassen.

Die Angaben, die ein Prospekt enthalten muss, sind folgende:

1. Bekanntgabe der Instanz, welche für die Emission zuständig ist (Behörde, Verwaltungsrat, Direktion oder Generalversammlung) sowie der Verwendung des Emissionserlöses (Konversion, Konsolidierung, Vermehrung der Betriebsmittel, Fusion etc.),
2. Beschreibung der einzuführenden Wertpapiere (Anzahl, Nennwert, Stückelung, Numerierung),
3. die Anleiensmodalitäten oder bei Aktien Angabe, ob diese vollbezahlt sind bzw. wie eventuell weitere Einzahlungen zu erfolgen haben oder ob von den Aktionären für den nichtbezahlten Betrag ein Verpflichtungsschein zu unterzeichnen ist,
4. Bekanntgabe mindestens einer Couponszahlstelle, bei der eventuell auch Bezugsrechte angemeldet werden können, mit Domizil in Zürich,
5. Angaben über die eventuelle Sicherstellung der zu kotierenden Anleihe, oder über die Sicherstellung anderer bereits bestehender Anleihen,
6. Verpflichtung, alle offiziellen Mitteilungen des Emittenten an die Titelinhaber in mindestens einer Zürcher Tageszeitung rechtzeitig zu publizieren.

Aktiengesellschaften müssen ferner im Prospekt genaue Angaben machen über die Kapital- und Stimmrechtsverhältnisse, die Zusammensetzung des Verwaltungsrates und der Kontrollstelle, über die Fälligkeit bereits bestehender Anleihen sowie über die statutarischen Bestimmungen über die Aufstellung der Bilanz; ferner sind die letzte Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung sowie der letzte Bericht der Kontrollstelle in den Prospekt aufzunehmen.

Wenn wichtige Tochtergesellschaften vorhanden sind, muss der Prospekt auch orientierende Angaben über diese enthalten.

Schliesslich ist Vorschrift, dass Angaben über den momentanen Geschäftsgang gemacht werden.

Bei Anleihsmissionen von Kantonen und Gemeinden wird verlangt, dass der Prospekt einen Status über die Vermögenslage sowie über die Einnahmen und Ausgaben, ferner über das Budget, nach einem von der Zulassungsstelle ausgearbeiteten Schema, enthält. Letztere Vorschrift hat anfänglich bei den Betroffenen ziemliches Missbehagen und Opposition hervorgerufen. Verschiedene Kantone befürchteten, dass diese Bestimmung geeignet sein könnte, bei der Aufnahme von Anleihen schlechtere Bedingungen für sie zu bewirken, weil ihre Vermögenslage ungünstiger ist als diejenige anderer Kantone, was die Zeichner veranlassen könnte, zwischen der Qualität der Schuldner zu differenzieren. Der Zweck dieser Publizitätsvorschrift war nicht zuletzt, ein Gemeinwesen, das den Kapitalmarkt in Anspruch nehmen will, zu zwingen, über seine Kapital- und Einkommensverhältnisse auch dem nicht direkt als Steuerzahler oder Einwohner interessierten Kreis Aufschluss zu geben. Ein Anleihszeichner im Kanton Zürich hat sich z. B. früher wenig um die Finanzlage der Kantone Wallis oder Genf, die bei beiden sehr ungünstig ist, gekümmert und sich beim Erwerb von Obligationen dieser beiden oder anderer Schuldner mit der Kantons- oder Gemeindehaftung zufrieden gegeben. Heute wird das ungehemmte Schuldenmachen etwas erschwert, weil die Zeichner mehr als früher auf die Vermögenslage der Schuldner achten. Das Zürcher Reglement hat somit bereits etwas erzieherisch gewirkt. Es ist bedauerlich, dass es bisher nicht gelungen ist, diese Publizitätsvorschrift auch für die Anleihsaufnahmen des Bundes und der Bundesbahnen durchzusetzen. Es ist trotzdem das Verdienst des Zürcher Börsenvorstandes, dass diejenigen, welche den Kapitalmarkt in Anspruch nehmen und ihre Anleihen an der Zürcher Börse zur Kotierung bringen wollen, ihre Publizität verbessern mussten und über ihre Vermögenslage ziemlich weitgehend Aufschluss zu geben gezwungen sind. Als die beiden grossen Kantone Zürich und Basel in ihren Emissionsprospekten erstmals einen Vermögens- und Einkommensstatus nach dem Zürcher Schema bekannt gaben, blieb den andern Kantonen und den Gemeinden nichts anderes übrig, als ein Gleiches zu tun. Heute stösst sich niemand mehr daran, die verlangten Angaben in den Prospekten zu machen.

Für kleinere Emissionen bietet eine Börsennotierung geringe Vorteile, weil selten Material auf den Markt kommt. Im Kotierungsreglement ist daher vorgesehen, dass — um zur Kotierung zugelassen zu werden — eine schweizerische Aktien- oder Obligationenemission mindestens Fr. 500 000, eine ausländische im Minimum Fr. 1 000 000 betragen muss.

Wiederum zum Schutze der Titelerwerber ist vorgeschrieben, dass Obligationen anleihen unter Fr. 1 000 000, die von Erwerbsgesellschaften aufgenommen werden, nur kotiert werden können, wenn der Schuldner über ein Eigenkapital in mindestens gleicher Höhe verfügt. Bei Anleihen von mehr als 1 Million Franken muss das Eigenkapital mindestens Fr. 1 000 000 betragen; ferner

kann eine Gesellschaft ihre Titel frühestens ein volles Geschäftsjahr nach erfolgter Gründung zur Kotierung bringen. Der Zweck dieser Bestimmung ist, zu verhindern, dass Titel von Gesellschaften, die sich über ihre Lebensfähigkeit noch nicht genügend ausgewiesen haben, an die Börse gebracht werden. Jede Gesellschaft muss öffentlich Rechnung ablegen und ist verpflichtet, einen gedruckten Geschäftsbericht herauszugeben, der allen Interessenten zur Verfügung zu halten ist. Die Banken, welche für einen Emittenten ein Kotierungsgesuch stellen — man nennt sie in diesem Fall Patronanzbanken —, müssen daher Sorge tragen, dass sie immer einen genügenden Vorrat an Statuten und Geschäftsberichten auf Lager haben.

Alle diese Bestimmungen, die vielfach eigentliche Verpflichtungen der Emittenten sind, wurden aufgestellt, um die Titelerwerber zu schützen und um ihnen Gelegenheit zu geben, sich anhand offizieller Dokumente zu orientieren. Diese Bestimmungen sind also nicht für die Börse oder wegen ihr erlassen worden, sondern in erster Linie für das Publikum.

Es können Fälle vorkommen, wo die Nachachtung dieser strengen Vorschriften auf Schwierigkeiten stösst und eventuell die Zulassung eines Wertpapiers, die an und für sich erwünscht und im Interesse der Börse und des Publikums und auch in demjenigen unserer Volkswirtschaft läge, verunmöglicht würde, wenn die Zulassungsstelle auf der buchstäblichen Innehaltung der Reglemente bestünde. Der Vorstand ist daher berechtigt, Ausnahmen zu bewilligen, indem er z. B. in gewissen Fällen auf eine ausführliche Prospektpublikation verzichten kann. Damit diese Ausnahmebestimmung nicht missbräuchlich angewendet wird, ist Voraussetzung, dass der Emittent allgemein bekannt ist, so dass durch die Einschränkung der Publikationspflicht niemand in seinen Interessen beeinträchtigt wird.

Der Börsenvorstand kann auch — sofern ihm dies wünschbar erscheint — eine Ergänzung der Prospektangaben verlangen. Bei seinen Entscheidungen lässt er sich in erster Linie die Wahrung der Interessen der Titelerwerber und der Börse, letztere als Kapitalumschlagplatz und als Institution von volkswirtschaftlicher Bedeutung, angelegen sein.

Die Unterlagen eines Kotierungsgesuches werden zuerst vom Sekretariat des Effektenbörsenvereins geprüft und hierauf bei den Vorstandsmitgliedern in Zirkulation gesetzt. Diese bringen ihre eventuellen Bemerkungen auf einem Begleitzettel an. Falls ein Mitglied Besprechung eines Gesuches in einer Sitzung wünscht, wird diesem Begehren Folge geleistet. Das mündliche Verfahren findet ab und zu auch Anwendung bei der erstmaligen Einführung von Aktien, oder wenn die Verhältnisse des Emittenten oder dessen Heimatlandes zu Kritik Anlass geben, oder wenn grundsätzliche Entscheide, die ein Präjudiz für andere Gesuche bilden können, zu fassen sind.

Gebühren

Auf Grund des kantonalen Wertschriftengesetzes erhebt der Kanton Zürich für alle zum offiziellen Handel zugelassenen Wertpapiere, mit Ausnahme

der Bundes- und Bundesbahnanleihen und derjenigen des Kantons Zürich, jährliche Kotierungsgebühren, die je nach der Grösse der Anleihen oder des Aktienkapitals zwischen Fr. 80 und Fr. 500 variieren. Inländische Emittenten haben niedrigere Gebühren zu entrichten als ausländische, für Aktienemissionen sind die Tarifansätze etwas höher als für Obligationenanleihen. Der Kanton Zürich bezieht aus dieser Quelle jährlich Fr. 130 000 bis 140 000, was schon mehr einer Steuer als einer Gebühr gleichkommt. In Ausnahmefällen kann unter Zustimmung der kantonalen Börsenkommission auf die Erhebung von Kotierungsgebühren verzichtet werden, z. B., wenn der Platz Zürich ein wesentliches Interesse an der Kotierung oder an deren Aufrechterhaltung hat, der Emittent aber aus besondern Gründen für die Gebühren nicht belangt werden kann.

Die Behandlung der Kotierungsgesuche verursacht dem Börsenvorstand ziemlich viel Arbeit. Er erhebt daher zugunsten der Vereinskasse sogenannte Einführungsgebühren, die im Gegensatz zu den Kotierungsgebühren nur einmal bezogen werden. Alle übrigen Schweizerbörsen kennen diese Einführungsgebühren nicht. Die Ansätze schwanken zwischen Fr. 50 und 200, je nach der Art der Emission.

Sistierung und Streichung

Der Börsenvorstand ist nicht nur für die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel, sondern auch für die Sistierung, d. h. die temporäre Einstellung des Handels oder die Streichung, d. h. den Widerruf bewilligter Zulassungen zuständig. Er macht aber von diesem Recht nur in ganz besondern Fällen Gebrauch, denn die zeitweise oder dauernde Einstellung des offiziellen Handels eines Wertpapiers kann für die betroffenen Titelbesitzer grosse nachteilige Folgen haben. Ein Titel kann z. B. durch eine derartige Massnahme fast oder überhaupt unverkäuflich werden; zum mindesten werden die Kursschwankungen und die Spanne zwischen Geld- und Briefkurs grösser sein, eine Überwachung des Marktes in den in Frage kommenden Wertpapieren findet nicht mehr statt, deren Lombardfähigkeit wird wegen des Fehlens eines Marktes vermindert, wenn nicht sogar verunmöglicht usf.

Das Kotierungsreglement enthält daher die Bestimmung, dass eine Sistierung, d. h. eine temporäre Einstellung des Handels in einem Wertpapier nur bei Vorliegen ausserordentlicher Umstände erfolgen soll. Beispielsweise können aussenpolitische oder wirtschaftliche Ereignisse es geboten erscheinen lassen, den Handel in den durch solche Vorkommnisse berührten Wertpapieren vorübergehend einzustellen, um eine gewisse Klärung abzuwarten und dadurch das Publikum nach Möglichkeit vor Schaden durch wilde Kursschwankungen zu bewahren.

Eine gänzliche Streichung vom Kursblatt hat ähnliche Wirkungen zur Folge wie eine Sistierung. Das Kotierungsreglement bestimmt daher, in welchen Fällen der Vorstand eine Streichung vornehmen darf, so z. B. wenn ein Emittent trotz Mahnung die anlässlich der Zulassung eingegangenen Verpflichtungen nicht erfüllt, oder wenn während längerer Zeit keine Umsätze in

dem betreffenden Papier stattgefunden haben und daraus geschlossen werden muss, dass sich nur noch wenige Titel in Publikumsbesitz befinden, wenn ein Einführungsprospekt sich nachträglich als unrichtige Angaben enthaltend erweist, im Konkursfalle etc. Ein Emittent kann eventuell auch ein begründetes Gesuch um Streichung eines Titels vom Kursblatt stellen, beispielsweise, wenn der Kreis der Aktionäre nur noch ein sehr kleiner ist oder andere Momente eine Weiterführung der Kotierung als nicht mehr zweckmässig oder notwendig erscheinen lassen. Wird einem Streichungsgesuch vom Börsenvorstand entsprochen, hat der Emittent eine entsprechende öffentliche Mitteilung durch eine Publikation in einer Zürcher Tageszeitung ergehen zu lassen. Schliesslich kann der Börsenvorstand die Erlaubnis zum Handel in einem Wertpapier zurückziehen, wenn ihm dies als im Interesse des Publikums liegend erscheint. Da das offizielle Kursblatt vom Kanton herausgegeben wird und die Zürcher Börse der Kontrolle durch den Staat untersteht, unterliegen alle Zulassungsbewilligungen, Sistierungs- wie Streichungsmassnahmen des Börsenvorstandes der Zustimmung durch die kantonale Volkswirtschaftsdirektion.

Der Börsenvorstand als Zulassungsstelle übt, wie aus all den erwähnten Bestimmungen hervorgeht, eine sehr wichtige Funktion aus. Wenn er auch alle Sorgfalt auf die Prüfung der Kotierungsgesuche anwendet, so kann er selbstverständlich trotzdem keine Verantwortung hinsichtlich der Qualität der zur Einführung gelangenden Wertpapiere übernehmen. Die Zulassungsstelle kommt ihrer Pflicht nach, wenn sie das Reglement sinngemäss und nicht nur dem Buchstaben nach anwendet und die Untersuchungen vornimmt, die das Reglement vorsieht.

Der Zürcher Börsenvorstand setzt sich je zur Hälfte aus Vertretern der Privatbanken und der Grossbanken zusammen. Dieses Verhältnis ist in keiner Vorschrift niedergelegt, gilt aber seit Jahren als ungeschriebenes Gesetz. Da die Grossbanken an den meisten Emissionssyndikaten beteiligt sind, kommen ihre Vertreter im Börsenvorstand gelegentlich in die Lage, an Beschlüssen über Zulassungen mitzuwirken, denen ein Kotierungsantrag des eigenen Institutes zugrunde liegt. Bisher sind noch nie Klagen wegen Begünstigungen zufolge dieser unvermeidlichen Doppelstellung der Grossbankenvertreter laut geworden. Sollte je eine solche Begünstigung — bewusst oder unbewusst — stattfinden, so hat es die kantonale Volkswirtschaftsdirektion in der Hand, durch ihr Veto-recht eine Korrektur zu erwirken.

* * *

In materieller Hinsicht besteht zwischen dem Basler Kotierungsreglement und dem zürcherischen kein grosser Unterschied. Zulassungsstelle ist in Basel allerdings nicht der Börsenvorstand (Börsenkammer genannt), sondern die kantonale Börsenkommission, die ihre Entscheidungen auf Grund eines Antrages der Börsenkammer trifft. Hinsichtlich der bewilligten Kotierungen besteht in Basel eine Vorschrift, die Zürich nicht kennt, nämlich die, dass eine Kotierung mindestens für die Dauer von fünf Jahren verlangt werden

muss und während dieser Zeit aufrecht zu halten ist. Will ein Emittent eine Kotierung über diese fünfjährige Periode hinaus nicht fortsetzen, so kann er drei Monate vorher die Kotierung kündigen. Tut er dies nicht, so läuft die Kotierung von Jahr zu Jahr weiter. Trotz dieser Befristung auf fünf Jahre hat die Börsenkommission das Recht, die Kotierung unter gewissen Voraussetzungen vorzeitig zu widerrufen.

In Zürich kann die Suspendierung des Handels in jedem zugelassenen Wertpapier bei Vorliegen ausserordentlicher Umstände erfolgen. Basel geht in den Vorschriften etwas weniger weit. Im Reglement ist nur von der Suspendierung des Terminhandels die Rede, und zwar bei Anzeichen eines unlautern Spiels oder künstlicher Beeinflussung der Kurse. Wenn also eine Börsenfirma durch unlautere Börsenmanipulationen den Terminmarkt missbraucht, kann der Handel in dem betreffenden Wertpapier temporär verboten werden.

Die Genfer Börse ist vom Staat gänzlich unabhängig. Sie regiert sich vollständig selbst, und das Zulassungswesen untersteht einzig dem Börsenvorstand.

Das Kotierungsreglement enthält nur ganz wenige, mehr allgemeine Bestimmungen. Man scheint in Genf mehr auf ein Gewohnheitsrecht als auf protokollierte und detaillierte Reglementsbestimmungen abzustellen.

Materiell besteht gegenüber den beiden andern bereits besprochenen Börsen der Unterschied, dass die Zulassung nur für minimal 1 Million Franken und bei Vorhandensein eines Eigenkapitals von ebenfalls 1 Million Franken bewilligt wird, gegenüber minimal Fr. 500 000 für Schweizerwerte an den beiden andern Börsen. Für Genfer Werte kann der Börsenvorstand Ausnahmen bewilligen.

In Genf besteht die Möglichkeit, die Kotierungsgebühren auf zwei verschiedene Arten zu entrichten, nämlich entweder jährlich nach einem bestimmten Tarif oder ein für allemal durch eine Pauschalvergütung in der Höhe des zehnfachen Jahresansatzes.

In Genf erhalten die Vorstandsmitglieder aus der Vereinskasse eine regelmässige Entschädigung, währenddem die Zürcher und Basler Kollegen ihr Mandat ehrenamtlich ausüben.

Dass die Genfer Börse sich weniger scharf reglementiert hat und auch nicht der staatlichen Kontrolle untersteht wie die beiden Schwesterbörsen Zürich und Basel, dürfte seine Ursache in der föderalistischen Einstellung der Genfer und in deren Ablehnung staatlicher Eingriffe haben. Die grössere Handlungsfreiheit der Genfer hat es mit sich gebracht, dass bei ihnen eine ganze Reihe ausländischer, zum Teil exotischer Werte zum offiziellen Handel zugelassen sind. Das Kursblatt der Genfer Börse hat denn auch einen ganz andern Aspekt als dasjenige der andern Schweizer Börsen. Nicht zuletzt der Umstand, dass Genf eine grosse Zahl alter, angesehener, initiativer Privatbankiers beherbergt, die grosse ausländische Vermögen verwalten und die seit vielen Jahren wertvolle Auslandbeziehungen unterhalten, mag dazu beigetragen haben, dass der Platz viel mehr auf ausländische Werte, speziell Aktien, eingestellt ist als Zürich und Basel.

Genf wacht sorgsam darüber, seine Selbständigkeit und Unabhängigkeit nicht zu verlieren. Der Genfer Vorstand hat es denn auch abgelehnt, die Usancen denjenigen der Schwesterbörsen anzugleichen.

Die übrigen Schweizer Börsen brauchen hier nicht näher besprochen zu werden, einerseits, weil sie nicht von grosser Bedeutung sind, und andererseits, weil ihre Kotierungsvorschriften und Usancen von den Besprochenen nicht wesentlich abweichen.

* * *

Nach dem über die Genfer Börse Gesagten ist es nicht verwunderlich, dass sich dieser Platz mit aller Entschiedenheit gegen eine eidgenössische Regelung des Zulassungswesens, die kürzlich den Schweizer Börsen aufgezungen wurde, gewehrt hat. Nicht, dass die Pätze Zürich und Basel ihre Zustimmung widerspruchslos gegeben hätten. Sie haben die neue staatliche Einflussnahme auf einen Wirtschaftszweig ebenfalls bekämpft, schliesslich haben sie aber — etwas früher als Genf — eingesehen, dass den Börsen nur die Wahl blieb zwischen einem eidgenössischen Börsengesetz, das bereits in einem Entwurf dem Eidgenössischen Finanzdepartement vorlag, oder dem Verzicht auf einen weitem Teil ihrer Selbständigkeit. Zürich und Basel haben — weil sie bereits unter staatlicher Kontrolle stehen — einen kleinern Teil ihres Eigenlebens preisgeben müssen als Genf, und schon aus diesem Grund ist ihnen schliesslich die Zustimmung zu der neuen Regelung etwas leichter gefallen. Die Verhandlungen mit dem Eidgenössischen Finanzdepartement und der Nationalbank wurden von einer Delegation des Zürcher Börsenvorstandes geführt, und dieser hat daher eher als die andern Börsenplätze erkannt, um was es eigentlich ging. Nach langen, zum Teil mühsamen Verhandlungen konnte im Sommer 1938 eine Vereinbarung unter sämtlichen Schweizer Börsen abgeschlossen werden, die es dem Bund ermöglichte, auf den Erlass des den Börsen angedrohten eidgenössischen Börsengesetzes zu verzichten. Diese Vereinbarung bestund darin, dass sich die Börsen von Zürich, Basel, Genf, Lausanne, Bern, Neuenburg und St. Gallen zu einer Vereinigung Schweizerischer Effektenbörsen zusammenschlossen. Der Hauptzweck dieser Vereinigung wird in den Statuten wie folgt umschrieben:

«Die Regelung der Zulassung ausländischer Wertpapiere an den Schweizerbörsen durch Mitunterzeichnung einer Vereinbarung unter den Schweizerbörsen, den nach den Börsengesetzgebungen zuständigen kantonalen Organen von Zürich und Basel, sowie dem Eidgenössischen Finanz- und Zolldepartement und der Schweizerischen Nationalbank.»

Inländische Emissionen fallen somit nicht in den Geltungsbereich der eidgenössischen Zulassungsstelle.

Letztere will keine Gutachten über die einzuführenden ausländischen Wertpapiere abgeben; sie beschränkt sich darauf, sich über die Wünschbarkeit einer Börseneinführung zu äussern.

Die Vereinigung der Börsen delegiert sechs Vertreter und drei Stellvertreter in die Zulassungsstelle, die für die Prüfung von Kotierungsgesuchen für ausländische Wertpapiere geschaffen wurde. Die Statuten schreiben u. a. vor,

dass in der Zulassungsstelle, neben den drei Hauptbörsen Zürich, Basel und Genf, noch drei Emissionsfirmen vertreten sein sollen, wobei unter diesen mindestens eine dem Privatbankierstand angehören muss. Ausserdem ist für ein angemessenes Verhältnis in der Vertretung der deutschen und französischen Schweiz Sorge zu tragen. Eine Emissionsbank kann selbstverständlich auch als Vertreter einer Börse bezeichnet werden. Die drei Stellvertreter werden nach den gleichen Prinzipien bezeichnet wie die Hauptdelegierten.

Die Zulassungsstelle setzt sich ausser aus den sechs von den Börsen bezeichneten Mitgliedern aus drei vom Eidgenössischen Finanzdepartement ernannten Vertretern zusammen, welche mit dem Wirtschaftsleben vertraut sein müssen. Mit dieser Einschränkung wollte man vermeiden, dass reine Politiker oder Sekretäre in die Zulassungsstelle delegiert werden. Ferner ist das Eidgenössische Finanzdepartement berechtigt, einen Beobachter zu ernennen, der an den Sitzungen der Zulassungsstelle teilnehmen kann und dem sämtliche Kotierungsgesuche ebenfalls vorzulegen sind. Dieser Beobachter hat aber kein Stimmrecht, sondern soll lediglich ein Bindeglied zwischen der Zulassungsstelle und dem Finanzdepartement darstellen.

Der Grund, weshalb die Nationalbank auf die Schaffung eines Börsengesetzes oder einer Zulassungsstelle drängte, ist hauptsächlich in § 8 des Bankengesetzes zu suchen. In diesem Artikel werden die Banken und bankähnlichen Finanzgesellschaften verpflichtet, die Nationalbank zu unterrichten, bevor sie ein ausländisches Anleihengeschäft von 10 Millionen Franken oder mehr abschliessen oder sich an der Ausgabe von ausländischen Aktien in einem ähnlichen Umfang beteiligen. Die Nationalbank ist befugt, mit Rücksicht auf die Landeswährung, die Gestaltung der Zinssätze auf dem Geld- und Kapitalmarkt oder die wirtschaftlichen Landesinteressen, gegen solche Auslandsgeschäfte Einsprache zu erheben oder Bedingungen an deren Übernahme zu knüpfen. Erhebt die Nationalbank Einsprache, darf das Geschäft nicht abgeschlossen werden. Die Nationalbank hegte trotz dieser Einschränkung der Handlungsfreiheit der Banken Befürchtungen, dass auf dem Wege der direkten Börseneinführung ihr Veto- und Kontrollrecht illusorisch werden könnte, und verlangte daher vom Bundesrat eine gesetzliche Regelung der Börsen. Wenn es auch verständlich ist, dass das Noteninstitut über Geschäfte, welche die Geld- und Kapitalmarktlage sowie die Zahlungsbilanz der Schweiz wesentlich zu beeinflussen vermögen, orientiert sein will, so ist es doch bedauerlich, dass der Staat eine neue Bresche in die Freiheit der Wirtschaft zu schlagen vermochte. Die Börsen haben sich schliesslich damit abgefunden, denn die getroffene Regelung ist für sie immerhin noch befriedigender als ein eidgenössisches Börsengesetz, das wahrscheinlich nicht nur die Auslandemissionen erfasst hätte und durch das die Handlungsfreiheit der Börsen in viel weitgehendem Masse beschränkt worden wäre.

Ehrlicher Weise muss man auch sagen, dass die neue Regelung insofern einen Fortschritt bringt, als durch sie vermieden wird, dass ein Platz ein ausländisches Wertpapier zum offiziellen Handel zulässt, dessen Kotierung aus diesem oder jenem Grunde von einer andern Börse abgelehnt wurde. Gerade der Umstand, dass die Genfer Börse in der Interpretation ihres Kotierungsregle-

mentes larger bzw. weniger Einschränkungen unterworfen war als z. B. Zürich und Basel, hat zur Folge gehabt, dass verschiedene Werte, die ihrer Bedeutung und Verbreitung nach ebensogut an den andern Plätzen hätten gehandelt werden können, nur in Genf zum offiziellen Handel zugelassen sind, was einer Benachteiligung der andern Börsen gleichkommt.

Die eidgenössische Zulassungsstelle behandelt nur Kotierungsgesuche für Auslandwerte, die 5 Millionen Franken Geldwert übersteigen. Das Bankengesetz unterstellt nur Finanzgeschäfte mit dem Ausland von 10 Millionen Franken und mehr einer Anmeldepflicht. Die Nationalbank hat somit auf dem Wege der neuen Vereinbarung vermehrten Einfluss auf die Handelsfreiheit der Banken gewonnen. Die Nationalbank kann sogar verlangen, von der Zulassungsstelle auch über kleinere Geschäfte als solche von 5 Millionen Franken orientiert zu werden, wenn die Geldmarktlage oder die wirtschaftlichen Verhältnisse ihr dies geboten erscheinen lassen. Die Banken, die eine Zulassung beantragen wollen, haben der Zulassungsstelle eine Bescheinigung der Nationalbank beizubringen, wonach diese gegen die Kotierung keine Einwände erhebt. Hat diese bereits anlässlich einer öffentlichen Emission den Banken eine solche Erklärung abgegeben, ist eine nochmalige Begrüssung der Nationalbank anlässlich der Börseneinführung nicht mehr notwendig.

Das Procédere für die Börseneinführung von Auslandwerten, die unter das Abkommen fallen, ist folgendes:

Die Emissionsbank oder Börsenfirma, die ein ausländisches Wertpapier an einer oder mehreren Schweizer Börsen kotieren lassen will, hat an die betreffende Börse ein entsprechendes Gesuch unter Beilage der vorgeschriebenen Akten zu stellen. Bevor aber die Börseninstanzen selber zu dem Gesuch Stellung nehmen, leiten sie dieses an die eidgenössische Zulassungsstelle weiter, und erst wenn deren Bescheid vorliegt, prüft die für die Kotierung in Betracht kommende Börse, ob sie das Papier zum Handel zulassen wolle. Die Börsen können ein Gesuch, selbst wenn es von der eidgenössischen Zulassungsstelle nicht beanstandet wurde, ablehnen, dagegen dürfen sie eine Kotierung nicht bewilligen, wenn die Oberinstanz Ablehnung beschlossen hat. Voraussichtlich wird die eidgenössische Zulassungsstelle ihre Reglemente mehr oder weniger den Zürcher Kotierungsvorschriften anpassen. Für die Behandlung der Kotierungsgesuche im Schosse der Zulassungsstelle kann das mündliche oder schriftliche Verfahren Anwendung finden.

Um zu vermeiden, dass die Oberinstanz einem Begehren um Zulassung zum offiziellen Handel die Zustimmung versagt, nachdem die Titel bereits auf dem Wege einer öffentlichen Emission Eingang im Publikum gefunden haben, ist es den Emissionsfirmen freigestellt, ein Zulassungsgesuch schon vor der Emission zu stellen. Sowohl für die Banken wie für die Titelerwerber wäre es äusserst unangenehm, wenn eine Kotierung im Prospekt als in Aussicht genommen bezeichnet wird, die Zulassungsstelle aber nachträglich die Zulassung ablehnt. Um die Intentionen der Zulassungsstelle rechtzeitig kennenzulernen, werden die Emissionsbanken daher wohl meistens auf dem Wege dieser Vorfrage vorgehen.

Die Zulassungsstelle kann auch von sich aus oder auf Ersuchen einer lokalen Börse ein Urteil über die Wünschbarkeit der Kotierung eines bestimmten ausländischen Wertpapiers abgeben, selbst wenn kein eigentliches Kotierungsgesuch vorliegt. Wird eine solche Kotierung von ihr bewilligt, kann diese selbstverständlich erst nach Genehmigung durch eine Lokalbörse erfolgen. Im Gegensatz zu den auf Grund eines Gesuches bewilligten Kotierungen nennt man eine solche Zulassung eine «cotation d'office».

Wenn die einzelnen Börsen ein Kotierungsgesuch hauptsächlich nach der formalen und materiellen Seite, soweit ihnen dies die eingereichten Unterlagen gestatten, prüfen, wird die eidgenössische Zulassungsstelle sich bei ihren Entscheidungen mehr von allgemeinen sowie wirtschaftspolitischen Erwägungen leiten lassen. Von unberufener Seite ist schon so oft Unrichtiges über den Kapitalexport der Schweizerbanken gesagt und geschrieben worden, auch wurden die Börsen immer wieder als Sündenpfuhl und Tummelplatz für Schmarotzer an der Volkswirtschaft verschrien, dass — nachdem nun unter Mitwirkung des Bundes und der Nationalbank eine Instanz geschaffen wurde, die eine Art Zensur auszuüben berufen ist — derartige falsche Anschuldigungen in der Zukunft vielleicht etwas seltener und weniger leichtfertig erhoben werden. Nicht zuletzt wegen derartigen Kritiken aus politischen Kreisen dürfte das Eidgenössische Finanzdepartement seine drei Vertreter in der Zulassungsstelle aus den bereits genannten drei verschiedenen Interessensphären genommen haben. Die Namen der gewählten Herren sollten Gewähr dafür bieten, dass sie ihr verantwortungreiches Mandat nach ihrer persönlichen Überzeugung und nicht nach ihnen von ihren Berufsverbänden erteilten Weisungen ausüben. Die Mitglieder der Zulassungsstelle sind zu absoluter Diskretion verpflichtet, und es wäre daher nicht angängig, wenn sie die Verbände, die sie vertreten, über die Verhandlungen orientieren würden.

Die eidgenössische Zulassungsstelle hat sich erst im Juni dieses Jahres konstituiert. Durch die Reglemente ist Vorsorge getroffen worden, dass die Börsen, speziell diejenigen von Zürich, Basel und Genf, einen massgebenden Einfluss, allerdings unter der Kontrolle und dem Mitspracherecht der übrigen Vertreter, ausüben können und die Börseninteressen nicht durch Mitglieder, welche die Börsenbedürfnisse wenig oder gar nicht kennen, beeinträchtigt werden. Nachdem die Emissionsbanken auch in der eidgenössischen Zulassungsstelle vertreten sind, besteht auch hier wie im Zürcher Börsenvorstand die Möglichkeit einer Interessenkollision. Da aber den Emissionsbanken von neun Mandaten nur deren zwei reserviert sind, scheint die Möglichkeit einer Beeinflussung der Entscheide der Zulassungsstelle zu eigenen Gunsten wenig wahrscheinlich.

Es bleibt nun abzuwarten, wie sich die neugeschaffene Institution entwickeln wird. Die Börsen werden durch ihre Vertreter dafür sorgen, dass sich die eidgenössische Zulassungsstelle auf das ihr zugewiesene Gebiet beschränkt, und sie glauben, dass deren Wirken der öffentlichen Kritik, die auch hier nicht ausbleiben wird — sie wurde von den Börsen auch bisher nicht gescheut —, standhalten wird. Es ist ganz natürlich, dass trotz gründlicher und sorgfältiger

Prüfung der Kotierungsgesuche durch die Zulassungsstelle dem Publikum auch in Zukunft Verluste nicht erspart bleiben werden.

Die Schweizer Börsen sind der Ansicht, dass sie einen, wenn auch im Vergleich zu den Weltbörsen von London, New York und Paris bescheidenen, für unser Land aber trotzdem wichtigen Wirtschaftskörper darstellen, dessen Selbständigkeit in der Festsetzung der auf den lokalen Bedürfnissen beruhenden und diesen angepassten Usancen zu erhalten im Interesse des Publikums, der Kantone und unserer Volkswirtschaft liegt. Die Aufgabe des Staates ist es nicht, den Börsenverkehr, zu dem auch das Einführungswesen gehört, durch rigorose fiskalische Massnahmen oder das Geschäft stark erschwerende Bestimmungen zu behindern. Allzu starke Fesseln würden nicht nur unserer Volkswirtschaft und den Effektenbesitzern zum Schaden gereichen, sondern in besonders fühlbarer Weise den Banken, die das Wertschriftengeschäft pflegen, und deren Personal.

Nicht ein eidgenössischer Schematismus und vermehrter Etatismus tut der Börse not, sondern der Wille zur Verständigung über das Ausmass der Kontrolle durch den Staat und eine gegenseitige Rücksichtnahme in für die Börse lebenswichtigen und grundsätzlichen Fragen. Beschneidet man aber ihre Freiheiten in unverdientem und unvernünftigem Masse, dann erlahmt der Geist der Initiative, der bisher unsere Börsen zu dem gemacht hat, was sie heute sind.

Die Zulassungsstelle setzt sich gegenwärtig zusammen aus folgenden Mitgliedern:

Herrn C. Zahn-Sarasin, i. Fa. Zahn & Cie., Basel, Präsident, Vertreter der Basler Börse,
 Herrn E. Graf, Direktor der Schweizerischen Kreditanstalt, Zürich, Vizepräsident, Vertreter der Zürcher Börse,
 Herrn Walter J. Bär, i. Fa. Julius Bär & Co., Zürich, Vertreter der Zürcher Börse,
 Herrn K. Türler, Generaldirektor des Schweizerischen Bankvereins, Basel, Vertreter der Basler Börse,
 Herrn Maurice Ferrier, i. Fa. Ferrier, Lullin & Cie., Genf, Vertreter der Genfer Börse,
 Herrn Marc d'Espine, Direktor der Société Générale pour l'Industrie Electrique, Genf, Vertreter der Genfer Börse,
 Herrn J. Heinrich Frey, Baumwollindustrieller, Zürich, Delegierter des Bundes,
 Herrn Dr. R. König, Professor für Nationalökonomie an der Universität Bern, Delegierter des Bundes,
 Herrn H. Küng, Direktor der Genossenschaftlichen Zentralbank, Basel, Delegierter des Bundes,

und nachstehenden Stellvertretern:

Herrn F. Zehnder, Direktor der Schweizerischen Bankgesellschaft, Zürich,
 Herrn W. Naber, i. Fa. Eckel, Naber & Cie., Basel,
 Herrn Emmanuel de Roguin, i. Fa. Roguin & Cie., Lausanne.

Es sind somit vertreten:

die Basler Börse durch einen Privatbankier und einen Vertreter einer Emissionsbank,
 die Zürcher Börse durch einen Privatbankier und einen Vertreter einer Emissionsbank,
 die Genfer Börse durch einen Privatbankier und einen Vertreter einer Holdinggesellschaft,
 der Bund durch je einen Vertreter der freien Wirtschaft, des Bauernverbandes und der Gewerkschaften.

Die Mandate der Stellvertreter werden durch einen Vertreter einer Emissionsbank (Zürich) und je einen Privatbankier (Basel und Lausanne) ausgeübt.

Das Eidgenössische Finanz- und Zolldepartement hat als Beobachter delegiert:

Herrn Dr. E. Kellenberger, Bern, stellvertretender Direktor der Eidgenössischen Finanzverwaltung.

Die Schweizerische Nationalbank lehnte eine Vertretung ab, obschon die neue Regelung auf ihre Initiative zurückzuführen ist.
