

Carsten Burhop

Ressourcenkonflikte bei Aktienerstmissionen im Deutschen Reich um 1900*

ABSTRACT: Resource Conflicts in the Initial Public Offering of Shares in the German Empire around the Year 1900

The evaluation of companies, particularly their tangible and intangible resources, poses a particular problem in the initial public offering of shares. Because the actual value can only be measured after the first share price has been established on the stock exchange, and it has been shown that this first share price remains stable. Based on this uncertainty, conflicts between the parties to the initial public offering may arise. In the present paper these lines of conflict will be investigated in four case studies from the early 20th century (Friedrich Thörls Vereinigte Harburger Ölfabriken, Harburger Eisen- und Broncewerke, Farbwerke Rasquin, Hubertus Braunkohlen). The selected examples show that the large Berlin banks had, in any case, very thoroughly prepared the initial public offering of shares and ultimately also carried them out successfully. This reflected the experience of the so-called 'founding years' ('Gründerjahre') from 1870 to 1873, in which even leading stock credit banks and private bankers had far less carefully organized initial public offering of shares.

I. Einleitung

Der Gang an die Börse markiert einen wichtigen Punkt für die Eigentümer einer Firma, denn erstmals werden die im Unternehmen befindlichen materiellen und immateriellen Ressourcen in ihrer Gesamtheit bewertet. Wie hoch der Unternehmenswert sein wird, ist vor der Aktienerstmission kaum abzuschätzen. Zwar kann man sich an der Bewertung von Firmen orientieren, die ähnlich im Hinblick auf Geschäftsfeld, Gewinn und Bilanzvermögen sind, aber den tatsächlichen Wert kennt man erst, nachdem der erste Kurs an der Börse festgestellt worden ist und nachdem sich gezeigt hat, dass dieser erste Kurs auch erhalten bleibt. Unsicherheit über die Bewertung vorhandener Ressourcen ist somit ein zentrales Kennzeichen von Aktienerstmissionen und aus dieser Unsicherheit können

* Überarbeitete Fassung eines Vortrags der Sektion ‚Die Börse als Ort von Ressourcenkonflikten im 19. Jahrhundert‘ des 49. Deutschen Historikertags am 26. September 2012 in Mainz. – Ich bedanke mich bei den Mitarbeitern des Historischen Archivs der Deutschen Bank, bei den Mitarbeitern des Instituts für Stadtgeschichte, Frankfurt am Main sowie bei Gabriele Teichmann vom Bankhaus Sal. Oppenheim jun. & Cie. Dank gebührt ebenfalls meinen ehemaligen studentischen Hilfskräften Katharina Kube, Rea Frenken und Philipp Graf von Merveldt für ihre unermüdliche Hilfe bei der Literatur- und Datensuche. Schließlich möchte ich mich bei der Deutschen Forschungsgemeinschaft bedanken, die meine Forschung finanziell fördert.

Konflikte zwischen den Beteiligten entstehen. Typischerweise sind vier Personengruppen materiell an einem Börsengang beteiligt:¹

1. Die Eigentümer einer Firma, die diese in eine Aktiengesellschaft umwandeln und dabei die Vermögensgegenstände einer bestehenden Firma gegen Aktien der neuen Aktiengesellschaft eintauschen. Insbesondere die Einbringungspreise der Vermögensgegenstände und die daraus resultierende Anzahl der zugewiesenen Aktien können hierbei strittig sein.
2. Die neu geschaffene Aktiengesellschaft – beziehungsweise ihre Organe – emittiert Aktien und verkauft diese, oft zu einem bestimmten Preis, an ein Emissionskonsortium. Häufig übertragen auch die Alteigentümer der Firma, die im Zuge der Gründung Aktionäre geworden sind, Aktien an das Emissionskonsortium. Dabei entstehen zwei Konfliktfelder. Einerseits ist der Einbringungspreis der Aktien in das Emissionskonsortium strittig – die Aktionäre favorisieren hohe Preise, die Emissionskonsortien niedrigere Preise. Andererseits ist die Relation zwischen Aktienanzahl für Alteigentümer und Gesamtaktienzahl und damit das Stimmgewicht der Alteigentümer in der Gesellschaft strittig.
3. Die Mitglieder des Emissionskonsortiums, das heißt Banken, möchten die Aktien zu einem möglichst niedrigen Preis übernehmen und zu einem höheren, aber angemessenen Preis an die Erstinvestoren verkaufen. Da Emissionskonsortien üblicherweise aus mehreren Banken gebildet werden, entstehen zwischen den Konsortien üblicherweise Konflikte hinsichtlich des angemessenen Emissionspreises und der Erlösteilung innerhalb des Konsortiums.
4. Die Erstinvestoren, das heißt Personen, die die Aktien im Rahmen des Börsengangs als Aktionäre erhalten, sind vor allem an steigenden oder zumindest stabilen Kursen interessiert. Dieses Interesse teilen sie teilweise mit den Emissionsbanken, die bei fallenden Kursen um ihre Reputation fürchten und annehmen, dass sie infolge der schlechten Performanz einer Emission weitere Emissionen nicht platzieren können. Daher werden Aktienkurse in den Wochen und Monaten nach der Emission häufig mithilfe verschiedener Maßnahmen durch die Emissionsbanken gepflegt. Des Weiteren kann es zu Konflikten zwischen potenziellen Investoren kommen. Wenn nämlich die Nachfrage nach neuen Aktien das Angebot übersteigt, dann ist fraglich, welcher Aktienzeichner tatsächlich Aktien aus den Händen der Emissionsbanken erhält.

Im vorliegenden Beitrag werden diese Konfliktlinien anhand verschiedener Beispiele illustriert. Neben den genannten privatwirtschaftlichen Akteuren treten auch staatliche oder quasi-staatliche Mitspieler in die Konfliktarena – beispielsweise die Steuerbehörden oder die Börsenzulassungsstelle. Allerdings werden diese letztgenannten Akteure hier weitgehend ausgeblendet.

1 Zeitgenössische Darstellungen des Aktienerstmissions- beziehungsweise Gründungsgeschäfts befinden sich unter anderem in Walther Lotz, Die Technik des deutschen Emissionsgeschäfts: Anleihen, Konversionen und Gründungen. Leipzig 1890; Georg Obst, Das Bankgeschäft, Bd. I: Verkehrstechnik und Betriebs-Einrichtungen. Leipzig 1914, S. 322-330, 339-350; Jakob Riesser, Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration im Zusammenhange mit der Entwicklung der Gesamtwirtschaft in Deutschland. Jena 1912, S. 280-295.

II. Rechtslage und Ressourcenkonflikte

Die Komplexität des Emissionsgeschäfts und die daraus potenziell resultierenden Konflikte waren bereits den Theoretikern und Praktikern im Kaiserreich bewusst. Die Bewertung einer Emission hängt, so der Wissenschaftler Felix Moral, von zahlreichen Faktoren ab, insbesondere von der gesamtwirtschaftlichen Lage – beispielsweise dem herrschenden Zinssatz – und von betrieblichen Eigenschaften und Kennziffern – beispielsweise Branche, Unternehmensalter, Wert des Anlagevermögens, Umsatz, Liquiditätsreserven, Reingewinn und Dividende – ab.² Auch der Bankpraktiker Jakob Riesser hebt hervor, dass das Umwandlungs-, Gründungs- und Emissionsgeschäft zu den schwierigsten Aufgaben der Banken gehört und umfangreiche technische, betriebs- und volkswirtschaftliche Kenntnisse sowie umfangreiche Erfahrung der beteiligten Banken erfordert.³

Riesser stellt zudem heraus, dass sich das Aktienemissionsgeschäft im Laufe der Zeit erheblich gewandelt hat. Von der Mitte des 19. Jahrhunderts bis 1870 ging die Initiative zum Börsengang oft von den wenigen Emissionsbanken – insbesondere der Darmstädter Bank für Handel und Industrie, der Berliner Handelsgesellschaft, der Direction der Disconto-Gesellschaft und dem A. Schaaffhausenschen Bankverein – aus. Im Zuge des Gründungs- und Emissionsgeschäfts übernahmen die Großbanken häufig längerfristig größere Aktienbeteiligungen an den industriellen Firmen und sie erlitten mitunter erhebliche Verluste, wenn sie die Aktien nicht wie geplant an der Börse verkaufen konnten.⁴ Nachdem die meisten deutschen Staaten mit der Aktienrechtsnovelle vom Juni 1870 vom Konzessions- zum Normativsystem der Aktiengesellschaftsgründung übergegangen sind, beschleunigte sich die Anzahl der Gründungen und die Bedeutung der großen Kreditbanken ging zunächst zurück. Das Gründungsfieber der frühen 1870er-Jahre wurde vornehmlich von gerade gegründeten Aktienbanken befeuert. In dieser Zeit sank die durchschnittliche Qualität der Gründungen rasant und viele Firmen gingen bald nach dem Börsengang in Konkurs.⁵ Insbesondere die Intransparenz des Gründungsvorgangs führte zu unsoliden Gesellschaftsgründungen. Bis 1870 hatte die staatliche Konzessionsierungspraxis ein Mindestmaß an Transparenz und Solidität gefordert, ab 1884 führten die strengen Gründungsvorschriften im erneut novellierten Aktiengesetz zu ähnlichen Ergebnissen. In den Jahren zwischen 1870 und 1884 kam es hingegen zu einer undurchsichtigen Verschiebung von Ressourcen: Für die ersten Aktionäre war nicht ersichtlich, zu welchem Preis Vermögensgegenstände in die Firma eingebracht worden waren und ob die neue Firma damit auf einem soliden Fundament oder schwammigen Untergrund stand. Dieser Umstand führte nach dem Gründerkrach von 1873 zum vorläufigen Ende des Aktienemissionsgeschäfts und erst Mitte der 1880er Jahre erlebte dieser Geschäftszweig einen neuen Aufschwung. Entscheidenden Einfluss auf die Solidität der Gründungen hatte die Aktienrechtsnovelle von 1884. Zwischen 1870 und 1884 haben

2 Felix Moral, *Aktienkapital und Aktien-Emissionskurs bei industriellen Unternehmungen* (Staats- und Sozialwissenschaftliche Forschungen 176). München 1914, Anlagen I-IV.

3 Riesser, *Großbanken* (wie Anm. 1), S. 281.

4 Ebd., S. 282 f.

5 Markus Baltzer, *Der Berliner Kapitalmarkt nach der Reichsgründung 1871. Gründerzeit, internationale Finanzmarktintegration und der Einfluss der Makroökonomie* (Münsteraner Beiträge zur Cliometrie und quantitativen Wirtschaftsgeschichte 11). Münster 2007, S. 63-67.

die Gründer Vermögensgegenstände zu überhöhten Preisen an die neugeschaffene Aktiengesellschaft übertragen, dafür Aktien zum Nennwert erhalten und diese zum Nennwert an ein Bankenkonsortium verkauft. Dieses hat die Aktien dann mit Agio an die ersten Investoren verkauft. Ab 1884 galt in Deutschland das strengste Niederstwertprinzip bei der Bilanzierung. Infolgedessen konnten Gründer Vermögensgegenstände nur noch zu angemessenen Werten in neugegründete Aktiengesellschaften einbringen und ihr Gründergewinn lag im Agio, zu dem die Aktien an das emittierende Bankenkonsortium verkauft worden sind. Dieses Agio war den potenziellen Investoren an der Börse jedoch bekannt und sie konnten daher den Gewinn von Gründern und Banken abschätzen.⁶ So urteilt Riesser beispielsweise: „Eine materielle Nachprüfung der für die Einbringung von Sacheinlagen (Apports) festgesetzten Preise, ferner der für die Gründung und deren Vorbereitung gewährten Vorteile und der erzielten Zwischengewinne bestand eben nicht, das Agio aber der von der Gesellschaft ausgegebenen Aktien floss nicht, wie heute, dem Reservefonds der Gesellschaften, sondern den Vorbesitzern zu, welche es in Anrechnung für ihre Sacheinlagen (Apports) erhielten.“⁷ Auch Lotz unterstreicht die Bedeutung der Aktienrechtsnovelle von 1884: „Seit dem neuen Aktiengesetz vom 18. Juli 1884 hat sich dies wesentlich geändert. Dass bloß aus gemeinnütziger Absicht Gründungen unternommen werden, darf man auch jetzt nicht verlangen und erwarten. Was jedoch die Übernahme der bisherigen Werte, der sogenannten Illaten, anbetrifft, so ist es seitdem wesentlich erschwert, ja fast unmöglich geworden, durch zu hohe Taxierungen derselben einen Gewinn zu erlangen.“⁸

Die aktienrechtlichen Regelungen bezogen sich auf die Gründung der Aktiengesellschaft sowie auf deren innere Verfassung. Der Börsengang wurde vom Aktienrecht hingegen nicht erfasst. Da zwischen Gründung und Börsengang ein längerer Zeitraum liegen konnte, trafen die im Gründungsbericht vermerkten Tatsachen möglicherweise zum Zeitpunkt des Börsengangs nicht mehr zu, das heißt potenzielle Aktionäre konnten dem Gründungsbericht unter Umständen keine bewertungsrelevanten Informationen entnehmen. An dieser Stelle griff ab dem 1. Januar 1897 das Börsengesetz, das in §§ 36-49 die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel regulierte.⁹ Insbesondere musste nach § 38 Börsengesetz ein Prospekt veröffentlicht werden, welcher alle für die Beurteilung der einzuführenden Wertpapiere notwendigen Informationen beinhaltete. Des Weiteren führte § 45 Börsengesetz eine Haftung für Emittenten und Emissionshäuser ein: Wenn aus fehlenden oder fehlerhaften Prospektinformationen innerhalb von fünf Jahren nach Börseneinführung ein Kursverlust entstand, dann waren Emittent und Emissionshaus für den Verlust haftbar zu machen. Schließlich schrieb § 36 Börsengesetz vor, dass die Börsenzulassungsstelle die Zulassung von Wertpapieren zu untersagen hatte, wenn die Zulassung das allgemeine Interesse schädigen würde oder wenn das Publikum übervorteilt würde.

Insgesamt kann somit festgehalten werden, dass die 1884 und 1897 in Kraft getretenen Gesetze vor allem asymmetrische Informationen zwischen potenziellen Investoren auf der

6 Lotz, Technik (wie Anm. 1), S. 42 f.

7 Riesser, Großbanken (wie Anm. 1), S. 283 f.

8 Lotz, Technik (wie Anm. 1), S. 42.

9 Alfred Schütze, Die Börse und die Börsengeschäft. Ein Handbuch für Bankiers, Juristen und Kapitalisten (Saling's Börsen-Papiere 1). Berlin ¹³1911, S. 523-528, 536-539.

einen Seite und den Emittenten und Emissionsbanken auf der anderen Seite vermindern sollten. Dies scheint auch durchaus gelungen zu sein, denn nach 1884 waren die Zeichnungsrenditen bei Aktienemissionen niedrig,¹⁰ die langfristigen Renditen entsprachen der Entwicklung des allgemeinen Aktienmarktes¹¹ und die Konkurswahrscheinlichkeit war verschwindend gering.¹² Gleichwohl verblieben zahlreiche Konfliktmöglichkeiten, wie die nachfolgenden Fallstudien verdeutlichen.

III. Fallstudien

1. Fallstudie 1: Friedrich Thörls Vereinigte Harburger Ölfabriken

Im Frühjahr 1906 nahm der Hamburger Kommerzienrat und Unternehmer Friedrich Thörl Verhandlungen mit seiner Hausbank, der Hannoverschen Bank, Filiale Harburg, über die Einbringung seiner Firmen in eine neu zu gründende Aktiengesellschaft und den anschließenden Börsengang dieser auf. Da es sich um einen großen Börsengang handeln würde, nahm die Hannoversche Bank sogleich Kontakt mit der Deutschen Bank auf, um die Aktien auch an der Berliner Börse verkaufen zu können.¹³ Gleichzeitig informierte die Filiale Harburg der Hannoverschen Bank auch die Zentrale der Hannoverschen Bank über das mögliche Geschäft.¹⁴

Wenige Wochen nach der ersten Kontaktaufnahme in dieser Angelegenheit unterbreitete Thörl der Hannoverschen Bank ein förmliches Angebot: Seine gesamten Harburger industriellen Anlagen sollten mit einem Wert von 10,5 Mio. M in eine neu zu gründende

- 10 Anja Weigt, Der deutsche Kapitalmarkt vor dem Ersten Weltkrieg – Gründerboom, Gründerkrise und Effizienz des deutschen Aktienmarktes bis 1914 (Schriftenreihe des Center for Financial Studies an der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main, Monographien 21). Frankfurt am Main 2005; Carsten Burhop, Die Technik des Gründungsgeschäfts in der Hochindustrialisierung, in: Bankhistorisches Archiv 32 (2006), S. 91-112; ders., The Underpricing of Initial Public Offerings at the Berlin Stock Exchange, 1870-96, in: German Economic Review 12 (2011), S. 11-32; Caroline Fohlin, Asymmetric Information, Market Power, and the Underpricing of New Stock Issues in Germany, 1882-1892, in: Journal of Economic History 70 (2010), S. 630-656; Carsten Burhop, New Stock Issues in Germany, 1882-1892. A Comment to Professor Fohlin, in: Journal of Economic History 73 (2013) S. 531-536; Sibylle Lehmann, Taking Firms to the Stock Market – IPOs and the Importance of Universal Banks in Imperial Germany, 1896-1913, in: The Economic History Review 67 (2014), S. 92-122.
- 11 Carsten Burhop / David Chambers / Brian Cheffins, Is Regulation essential to Stock Market Development? Going Public in London and Berlin, 1900-1913 (Cologne Economic History Papers 10). Köln 2011.
- 12 Ebd.
- 13 Seit der Jahrhundertwende besaß die Deutsche Bank ein größeres Aktienpaket an der Hannoverschen Bank. Anfang der 1920er-Jahre erfolgte schließlich die Übernahme. Vgl. dazu Lothar Gall, Die Deutsche Bank von ihrer Gründung bis zum Ersten Weltkrieg 1870-1914, in: ders. / Gerald D. Feldman / Harold James / Carl-Ludwig Holtfrerich / Hans E. Büschgen, Die Deutsche Bank 1870-1995. München 1995, S. 1-137, hier S. 24; Gerald D. Feldman, Die Deutsche Bank vom Ersten Weltkrieg bis zur Weltwirtschaftskrise 1914-1933, in: ebd., S. 138-314, hier S. 193 ff.
- 14 Historisches Archiv der Deutschen Bank AG (HADB), K 16/123, Schreiben Hannoversche Bank Filiale Harburg an Deutsche Bank Berlin vom 13. April 1906.

Aktiengesellschaft eingebracht werden, deren Kapital ebenso hoch sein sollte. Thörl sollte dafür 5,5 Mio. M in bar und Aktien mit einen Nennwert von fünf Millionen Mark erhalten, sowie die Option, davon Aktien im Wert von einer Millionen Mark zu pari an das Gründungskonsortium zu verkaufen. Die nicht an Thörl fließenden Aktien im Nennwert von 5,5 Mio. M. sollten zu pari an das Gründungskonsortium gehen. Außerdem garantierte Thörl, dass er den größten Teil seines Aktienbesitzes, nämlich vier Millionen Mark, in den ersten drei Jahren nach Unternehmensgründung nicht veräußern würde. Darüber hinaus verlangte er, dass jeweils ein Vorstandsmitglied der Deutschen Bank und der Hannoverschen Bank in den Aufsichtsrat der AG eintreten würden.¹⁵

Wenige Tage später übermittelte die Hannoversche Bank dieses Angebot mit Kommentaren versehen an die Deutsche Bank. Von den Aktien des Gründungskonsortiums sollten fünf Millionen zum Kurs von 120 Prozent in ein Emissionskonsortium eingebracht werden. Die Marge des Gründungskonsortiums in Höhe von 20 Prozent vom Nennwert sollte zunächst die Gründungskosten der Aktiengesellschaft decken und der verbleibende Rest sollte nach einem Vorwegabzug von zwei Prozent vom Nennwert für die Hannoversche Bank zu gleichen Teilen zwischen der Hannoverschen Bank und der Deutschen Bank geteilt werden. Aus Sicht der Hannoverschen Bank sollte der Vorwegabzug die Bank für den erwarteten Geschäftsverlust entschädigen: man ging davon aus, dass nach dem Börsengang Teile des regulären Bankgeschäfts von Thörl über die Deutsche Bank abgewickelt würden, sodass die Provisionserträge für die Hannoversche Bank fallen würden.¹⁶ Darüber hinaus schlug die Hannoversche Bank eine reine Geldgründung vor um die ansonsten notwendige langwierige Prüfung der eigentlich gebotenen Sachgründung durch die Handelskammer zu vermeiden.¹⁷

Die Deutsche Bank antwortete prompt und zeigte sich mit einigen Vorschlägen der Hannoverschen Bank nicht einverstanden. Zunächst einmal lehnte die Deutsche Bank einen Vorwegabzug vom Gründungsgewinn durch die Hannoversche Bank ab, weil die Deutsche Bank mit ihrem gutem Namen für die Gründung einstand – was mindestens so schwer wog wie der mögliche Geschäftsverlust der Hannoverschen Bank: *„Führen wir dieses Papier ein, so decken wir mit unserem Namen die Gründung und haben vor der Welt die Aktien zu vertreten und für sie einzustehen, solange sie überhaupt eine Notiz haben. Dieses Obligo wiegt unseres Erachtens die Tatsache der Zuführung des Geschäfts nicht nur voll auf, sondern ist eher schwer wiegender, so dass bei provisionsfreier Einführung durch den einen Teil ein Gewinn-Präzipium für den anderen nicht in Frage kommen kann.“* Darüber hinaus verwarf die Deutsche Bank auch den Vorschlag einer Geldgründung, sondern verlangte neben einer kaufmännischen Prüfung durch die Deutsche Treuhand-Gesellschaft auch eine technische Prüfung durch einen Sachverständigen. Zudem lehnte es die Deutsche Bank ab, ein Mitglied ihres mit Mandaten überlasteten Zentralvorstands

15 HADB, K 16/123, Schreiben Thörl an Hannoversche Bank Filiale Harburg vom 25. April 1906.

16 HADB, K 16/123, Schreiben Hannoversche Bank Filiale Harburg an Hannoversche Bank Hannover vom 21. April 1906.

17 HADB, K 16/123, Schreiben Hannoversche Bank Hannover an Deutsche Bank vom 28. April 1906. – Bei einer Geldgründung errichten die Gründer eine AG, zahlen das Aktienkapital in bar ein und kaufen anschließend Vermögensgegenstände. Bei einer Sachgründung gehen die Vermögensgegenstände nach einer Wertprüfung durch die Handelskammer direkt in die neue AG ein. Bei einer Sachgründung wird also der Wert eingebrachter Vermögensgegenstände unabhängig geprüft, bei einer Geldgründung nicht.

in den Aufsichtsrat von Thörl zu schicken; ein Filialdirektor aus Hamburg könne dies übernehmen.¹⁸ Der Vorschlag eine Sachgründung durchzuführen wurden von der Hannoverschen Bank sogleich angenommen, während über die Frage nach dem Vorwegabzug wie auch über die Zusammensetzung des Aufsichtsrats eine längere Auseinandersetzung entbrannte.¹⁹ Da die Deutsche Bank dem Vorwegabzug ihren potenziellen Ansehensverlust bei einer fehlgeschlagenen Emission gegenüberstellte, bot die Hannoversche Bank an, den Prospekt mit zu unterzeichnen und so diese Bürde von der Deutsche Bank zu nehmen. Dieser Argumentation konnte das Berliner Haus jedoch nicht folgen: „Wenn Sie sich dazu erbieten, den Prospekt mit zu unterzeichnen, so wird uns Ihre Beteiligung an der Einführung sehr erwünscht sein. Wenn Sie aber glauben, dadurch unser Obligo zu ‚teilen‘, so übersehen Sie hierbei, dass falls das zunächst allerdings nur theoretische Obligo doch einmal praktische Form annehmen sollte, Publikum wie Börse und Presse jedenfalls doch auf uns als das hiesige Emissionshaus zurückgreifen würden.“²⁰ Gleichwohl zeigte sich die Hannoversche Bank weiter uneinsichtig und forderte sowohl einen Vorwegabzug als auch ein Zentralvorstandsmitglied der Deutschen Bank für den Aufsichtsrat von Thörl.²¹ Hinsichtlich beider Punkte konnte sich aber die Deutsche Bank schließlich durchsetzen.²²

Parallel zu diesem Disput wurden Aktiengesellschaftsgründung und Börsengang weiter vorbereitet. Die Filiale Harburg der Hannoverschen Bank stellte in einem ausführlichen Exposé die Entwicklung der 1883 gegründeten Firma dar, sie charakterisiert ihren Inhaber und legte die Gewinnentwicklung seit 1886 offen. Außerdem wurde die Bilanz des Geschäftsjahres 1905/06 beigefügt und kommentiert sowie Produktionskapazität und Auslastung im Kalenderjahr 1905 dokumentiert.²³ Nachdem die technische und kaufmännische Prüfung des Geschäftsbetriebs – diese dauerte rund vier Wochen – durchgeführt worden war, mussten noch letzte Probleme mit dem Verkäufer ausgeräumt werden. Friedrich Thörl wollte einen am 1. Juli 1906 beginnenden, zehnjährigen Arbeitsvertrag als Generaldirektor für die Aktiengesellschaft mit einem Jahresgehalt von 48.000 M erhalten, während die Deutsche Bank ein Jahresgehalt von 30.000 M für angemessen hielt.²⁴ Letztlich einigte man sich auf ein Jahresgehalt von 48.000 M zuzüglich eine Tantieme von zehn Prozent. Außerdem musste Thörl für die Dauer seines Vorstandsvertrags einen großen Teil seiner Aktien – 1,5 Mio. M – bei der Hannoverschen Bank hinterlegen. Darüber hinaus musste er zusichern, dass er in den ersten drei Jahren nach der Gründung Aktien im Nennwert von fünf Millionen Mark hielt – die Hälfte davon musste als Kau-

18 HADB, K 16/123, Schreiben Deutsche Bank an Hannoversche Bank vom 30. April 1906.

19 HADB, K 16/123, Schreiben Hannoversche Bank an Deutsche Bank vom 1. Mai 1906.

20 HADB, K 16/123, Schreiben Deutsche Bank an Hannoversche Bank vom 2. Mai 1906.

21 HADB, K 16/123, Schreiben Hannoversche Bank an Deutsche Bank vom 3. Mai 1906.

22 HADB, K 16/123, Schreiben Deutsche Bank an Hannoversche Bank vom 8. Mai 1906 mit schriftlicher Zusammenfassung einer Unterredung.

23 HADB, K 16/123, Schreiben Hannoversche Bank Harburg an Hannoversche Bank Hannover vom 1. Mai 1906. – Der Inhaber wird wie folgt charakterisiert: „Herr Thörl ist ein hoch intelligenter und rühriger Fabrikant und Geschäftsmann, der das, was er geschaffen hat, seinem Unternehmungsgeist und seiner Tüchtigkeit verdankt. Ursprünglich widmete er sich dem Studium der Chemie, gelangte aber schon bald zu eigener Selbständigkeit, wobei er sich nicht allein als gewiegter Geschäftsmann, sondern auch als kluger und fähiger Fabrikant erwies.“

24 HADB, K 16/123, Schreiben Hannoversche Bank Harburg an Hannoversche Bank Hannover vom 3. Mai 1906 und 29. Mai 1906.

tion bei der Hannoverschen Bank deponiert werden.²⁵ Mit diesen Bedingungen wurde der Gründungsvertrag mit Wirkung zum 1. Juli 1906 abgeschlossen.²⁶ In etwa zeitgleich wurden der Gründungsbericht für die Handelskammer erstellt und durch diese geprüft, die Aktien gedruckt und die Unternehmensstatuten entworfen. Am 16. Juli 1906 wurde die Firma ins Handelsregister eingetragen. Die Gründung war damit erfolgreich beendet und infolgedessen konnte das Gründungskonsortium aufgelöst und ein erheblicher Gründungsgewinn von rund 655.000 M an die beiden Gründer, die Hannoversche Bank und die Deutsche Bank, verteilt werden.²⁷

Demnach konnte nun der Börsengang vorbereitet werden. Dies geschah in aller Ruhe, weil das Börsengesetz eine einjährige Sperrfrist zwischen Gründung einer Aktiengesellschaft und deren Börseneinführung vorschrieb. Gleichwohl begann die Hannoversche Bank bereits im Juli 1906 Unterbeteiligungen am Emissionskonsortium zu vergeben: die Hildesheimer Bank, die Osnabrücker Bank, die Braunschweiger Privatbank und sieben Privatinvestoren – darunter die Direktoren der Hildesheimer Bank und der Osnabrücker Bank – erhielten insgesamt Aktien im Nennwert von 1.065.000 M zu Originalbedingungen, das heißt zu 120 Prozent.²⁸ Die Deutsche Bank erhielt 2,05 Mio. M zu Originalbedingungen und durfte davon maximal 300.000 M zu Originalbedingungen an Unterbeteiligte vergeben.²⁹ Diese vergab sie an die Bergisch-Märkische Bank in Elberfeld und den Schlesischen Bankverein in Breslau.³⁰ Das Emissionsrisiko wurde also von vornherein durch umfangreiche Unterbeteiligungen weit gestreut.

Unmittelbar nach Ablauf der einjährigen Sperrfrist drängte die Hannoversche Bank auf den Börsengang, denn im Geschäftsjahr 1906/07, das am 30. Juni 1907 endete, hatte Thörl einen Gewinn von über 1,8 Mio. M erzielt und die Aktien brachten eine Dividende von zwölf Prozent. Mit diesem gutem Geschäftsergebnis im Rücken wollte die Hannoversche Bank mit der Prospekterstellung beginnen, sofern die Deutsche Bank einen Einführungskurs von 165 für realistisch hielt.³¹ Dies lehnte die Deutsche Bank aber ab und sie forderte noch ein weiteres gutes Geschäftsjahr abzuwarten.³² Diesem Wunsch kam die Hannoversche Bank nach und sie vermeldete mehr als ein Jahr später ein weiteres, sehr positive Geschäftsjahr, diesmal mit einer Dividende von 14 Prozent, an die Deutsche Bank.³³ Diese positive Entwicklung hatte sich bereits im Juli 1908 abgezeichnet und seitdem feilschten die Hannoversche Bank und die Deutsche Bank um den fairen Emissionskurs. Die Deutsche Bank beurteilte das abgelaufene Geschäftsjahr positiv, gab aber

25 HADB, K 16/123, Vertragsentwurf Hannoversche Bank.

26 HADB, K 16/123, Schreiben Hannoversche Bank Harburg an Hannoversche Bank Hannover vom 1. Juni 1906.

27 HADB, K 16/123, Schreiben Hannoversche Bank an Deutsche Bank vom 23. Januar 1907.

28 HADB, K 16/126, Aufstellung der Hannoverschen Bank vom Juli 1906. – Drei weitere Investoren wurden beteiligt, allerdings nicht zu Originalbedingungen, sondern zu Kursen zwischen 127,5 Prozent (35.000 M) und 135 Prozent (100.000 M).

29 HADB, K 16/126, Schreiben Hannoversche Bank an Deutsche Bank vom 9. Juli 1906.

30 Die Bergisch-Märkische Bank wurde mit 100.000 M, der Schlesische Bankverein mit 200.000 M beteiligt. Vgl. HADB, S 1735, Angebotsschreiben der Deutschen Bank vom 10. Juli 1906; Annahmeschreiben der beiden anderen Banken vom 11. Juli 1906.

31 HADB, K 16/126, Schreiben Hannoversche Bank an Deutsche Bank vom 29. Juli 1907.

32 HADB, K 16/126, Schreiben Deutsche Bank an Hannoversche Bank vom 30. Juli 1907.

33 HADB, K 16/126, Schreiben Hannoversche Bank an Deutsche Bank vom 7. September 1908.

zu bedenken, dass gerade bei stark schwankenden Geschäften hohe Rücklagen notwendig seien um eine gleichmäßige Dividende zu garantieren. Außerdem präferierte die Deutsche Bank einen mäßigen Emissionskurs, denn: *„Bei 14 Prozent Dividende würde sich ja auch noch bei etwa 160/165 eine angemessene Verzinsung ergeben, aber unsere Kundschaft soll verdienen und darum scheint mir ein Kurs zwischen 150 und 155 angemessen. Wir brauchen ja vielleicht nicht unseren ganzen Bestand aufzulegen, sondern können dann, wenn der Kurs, was hoffentlich kommt, steigt, successive weiter verkaufen.“*³⁴

Die Hannoversche Bank hielt einen solchen Kurs für viel zu niedrig und wies darauf hin, dass man sich damit Thörl zum Todfeind machen würde, dass Thörl selbst gerade von Konsortialmitgliedern Aktien zum Kurs von 170 gekauft hätte und dass die Berliner Handelsgesellschaft so ein Papier zu 210 herausbringen würde.³⁵ Diese Kontroverse über den richtigen Einführungskurs setzte sich fort: Direktor Mankiewitz von der Deutschen Bank wollte einen zu hohen Kurs vermeiden, weil die Deutsche Bank für alle Zeiten für diesen Kurs verantwortlich gemacht würde. Andererseits verlangte Thörl einen Einführungskurs von 180 und die Filiale Hamburg der Deutschen Bank meldete, dass die Aktien unter der Hand zu 170 gehandelt würden.³⁶ Die Diskussion dauerte mehrere Wochen an und war noch nicht gelöst, als der Einführungsprospekt bei der Börsenzulassungsstelle in Berlin behandelt wurde. Auch innerhalb der Berliner Großbank scheint es notwendig gewesen zu sein, dass die Zentrale der Filiale ihren Standpunkt ausführlich erläuterte: *„Zunächst haben wir bei der Vertretung unseres Standpunktes natürlich das Interesse der Emissionsbanken (also nicht nur unser eigenes, sonder auch das der Hannoverschen Bank) im Auge, denn der Einführungs- bzw. Subskriptionskurs ist derjenige, auf welchen die einführenden Banken für alle Zeiten hin festgelegt und verantwortlich gemacht werden. Dazu kommt, dass wir gerade jetzt in einer Periode zu stehen scheinen, in welcher das Publikum sich wieder lebhafter für Industriepapiere zu interessieren scheint; und es wäre auf der einen Seite ein gar nicht gut zu machender Fehler, wenn die Zeichner der Aktien bei einem hohen Emissionskurse und etwaigen Weichen des Kurses vor dem Kopf gestoßen werden, und andererseits ein Stimulus für das Publikum, sich auch bei späteren Emissionen zu beteiligen, wenn der Zeichnungskurs nach der Subscription in die Höhe geht.“*³⁷ Trotz all dieser Bedenken und Argumente konnte sich die Deutsche Bank nicht durchsetzen und letztlich wurde ein Zeichnungskurs von 170 zwischen den Konsorten vereinbart.³⁸

Die nächsten Konflikte betrafen die Höhe der zu zahlenden Vermittlungsprovisionen, das Volumen des für Kurspflege zur Verfügung stehenden Materials sowie die interne Kommunikation von Zeichnungsergebnissen. Grundsätzlich mussten Zeichner bei einer öffentlichen Subskription eine Zeichnungsprovision an ihre Zeichnungsstelle zahlen. Im vorliegenden Fall betrug diese Zeichnungsprovision ein Prozent vom Nennwert der Aktien – eine durchaus übliche Größenordnung. Allerdings konnte die Zeichnung der

34 HADB, S 1733, Schreiben Deutsche Bank an Hannoversche Bank vom 29. Juli 1908.

35 HADB, S 1733, Schreiben Hannoversche Bank an Deutsche Bank vom 30. Juli 1908.

36 HADB, S 1733, Schreiben Deutsche Bank an Hannoversche Bank vom 31. Juli 1908; Schreiben Hannoversche Bank an Deutsche Bank vom 7. August 1908; Schreiben Deutsche Bank Filiale Hamburg an Deutsche Bank Berlin vom 12. August 1908.

37 HADB, S 1733, Schreiben Deutsche Bank Berlin an Deutsche Bank Hamburg vom 1. Oktober 1908.

38 HADB, S 1733, Schreiben Hannoversche Bank an Deutsche Bank vom 6. Oktober 1908.

Thörl Aktien nicht nur bei den Mitgliedern des Emissionskonsortiums, sondern auch bei anderen Banken und Vermittlern vorgenommen werden, sofern diese einen Teil der dabei entstehenden Zeichnungsprovision an die Konsortialbanken abführten. Die Hannoversche Bank wollte die Zeichnungsprovision hälftig teilen, während die Deutsche Bank drei Viertel für das Konsortium und ein Viertel für die Zeichnungsstellen forderte. Die von der Hannoverschen Bank geforderte höhere Partizipation der Zeichnungsstellen hätte den Vertriebs Erfolg der Emission möglicherweise erhöht. Die Deutsche Bank wollte allerdings nicht von ihren üblichen Regeln abweichen. Hinsichtlich der Kurspflege wollte die Deutsche Bank großzügig agieren und bis zu 500.000 M an Aktien kaufen und verkaufen um den Kurs auf dem gewünschten Niveau zu halten. Die Hannoversche Bank fürchtete die möglicherweise hohen Kosten und wollte die Kurspflege auf Aktien im Nennwert von 300.000 M begrenzt wissen.³⁹ Hinsichtlich der Zeichnungsergebnisse fordert die Hannoversche Bank, dass alle Informationen bei ihr zusammenliefen und sie diese gebündelt an die Deutsche Bank weiterreichen würde. Man könnte dann, falls mehr Aktien gezeichnet würden als zur Verfügung stünden, gemeinsam über die Zuteilung entscheiden.⁴⁰ Diesen Vorschlag lehnte die Deutsche Bank ab, denn weil die Börseneinführung in Berlin erfolgte, entspräche die Meldung der Zeichnungsergebnisse an die Deutsche Bank den Gepflogenheiten.⁴¹ Nachdem alle Konflikte zu Gunsten der Deutschen Bank entschieden worden waren, verschickten die beiden Banken am 17. Oktober 1908 die Börsenprospekte und riefen ihre Kunden zur Zeichnung der Aktien am 22. Oktober 1908 zum Kurs von 170 Prozent auf.⁴²

Die nachfolgende Tabelle fasst Information über die bei den einzelnen Zeichnungsstellen eingegangenen Subskriptionen sowie die später zugeteilten Aktien zusammen. Positiv aus Sicht der Banken war der große Erfolg der Emission: die Zeichnungen übertrafen die Zuteilungen etwa um den Faktor 2,4. Zudem entfiel mehr als die Hälfte der Zuteilungen auf so genannte gesperrte Stücke. Im Fall der Ölfabriken bedeutete dies, dass die Investoren ihre Aktien frühestens drei Monate nach der Zeichnung an der Börse verkaufen durften – aus Sicht des Emissionskonsortiums ein großer Erfolg um den Kurs der Aktie in den ersten Monaten nach der Emission zu stabilisieren. Hinsichtlich der gesperrten Stücke fällt auch auf, dass fast alle gesperrt gezeichneten Aktien zugeteilt worden sind, wohingegen von ungesperrt gezeichneten Aktien nur jede vierte zugeteilt worden ist. Die Möglichkeit der freihändigen Zuteilung von Aktien an genehme Aktionäre wurde in diesem Falle also im Sinne des Emissionskonsortiums genutzt.

Nach erfolgreicher Zeichnung und ausgewählter Zuteilung der Aktien wurde nun die Aufnahme einer regelmäßigen Börsennotierung ab dem 31. Oktober 1908 beantragt. Als ersten Kurs peilte die Deutsche Bank 171,5 Prozent an.⁴³ Wenige Tage später wurde die Aktie durch die Filiale Hamburg der Deutschen Bank auch an der Hamburger Wertpapierbörse eingeführt, wo sie ab dem 9. November 1908 auch regelmäßig notiert werden sollte.⁴⁴

39 HADB, S 1733, Schreiben Deutsche Bank an Hannoversche Bank vom 8. Oktober 1908 und Antwortschreiben vom gleichen Tag.

40 HADB, S 1733, Schreiben Hannoversche Bank an Deutsche Bank vom 10. Oktober 1908.

41 HADB, S 1733, Schreiben Deutsche Bank an Hannoversche Bank vom 12. Oktober 1908.

42 HADB, S 1733, Schreiben Deutsche Bank an Hannoversche Bank vom 12. Oktober 1908.

43 HADB, K 16/126, Schreiben Deutsche Bank an Hannoversche Bank vom 30. Oktober 1908.

44 HADB, K 16/127, Schreiben Deutsche Bank an Hannoversche Bank vom 5. November 1908.

Tabelle: Zeichnungsergebnis Thörls Ölfabriken

Zeichnungsstelle	Zeichnungen		Zuteilung		Zuteilungsquote	
	freie Stücke	gesperrte Stücke	freie Stücke	gesperrte Stücke	freie Stücke	gesperrte Stücke
Deutsche Bank, Berlin	3.644	511	774	502	21,2 %	98,2 %
Deutsche Bank, Hamburg	371	415	100	400	27,0 %	96,4 %
Hannoversche Bank, Harburg	190	330	115	330	60,5 %	100,0 %
Hannoversche Bank, Hannover	428	158	188	158	43,9 %	100,0 %
Hildesheimer Bank	47	26	10	26	21,3 %	100,0 %
Osnabrücker Bank	65	5	13	5	20,0 %	100,0 %
Braunschweiger Privatbank	79	0	15	5	19,0 %	0,0 %
Summe	4.824	1.445	1.215	1.426	25,2 %	98,7 %

Quelle: HADB, S 1734; eigene Berechnungen.

Im November 1908 kam es dann zu einem finalen Konflikt zwischen der Deutschen Bank und der Hannoverschen Bank, weil die Deutsche Bank fortlaufend Aktien zur Kurspflege am Markt kaufte und wieder verkaufte – ohne jede einzelne Transaktion vorab mit der Hannoverschen Bank zu klären. Die Deutsche Bank wies, nicht zu Unrecht, darauf hin, dass es bei schnellen Börsengeschäft unmöglich sei, bei jeder Transaktion Rücksprache zu halten.⁴⁵ Bemerkenswert ist allerdings, dass sich die Hannoversche Bank nicht an möglichen Kosten der Kurspflege störte, sondern die Aktien lieber selbst behalten wollte. Zwischen dem 5. und 24. November 1908 hatte die Deutsche Bank nämlich 262 Aktien zu einem Durchschnittskurs von 173 Prozent gekauft und 302 Aktien zu einem Durchschnittskurs von 177 Prozent verkauft, das heißt sie hat mit der Kurspflege sogar etwas Geld verdient. Allerdings flossen dabei netto Aktien aus dem Portfolio des Emissionskonsortiums ab – und die Hannoversche Bank wollte die Aktien als gewinnträchtige Anlage ins eigene Portfolio übernehmen. Um dies zu ermöglichen löste sich das Konsortium Anfang Dezember 1908 auf und die noch vorhandenen Aktien wurden zum Kurs von 165 Prozent auf die Konsorten verteilt.⁴⁶ Zudem wurde für diese Aktien bis zum 2. Juli 1909 eine Verkaufssperre vereinbart, weil die Deutsche Bank bis dahin den Kurs der

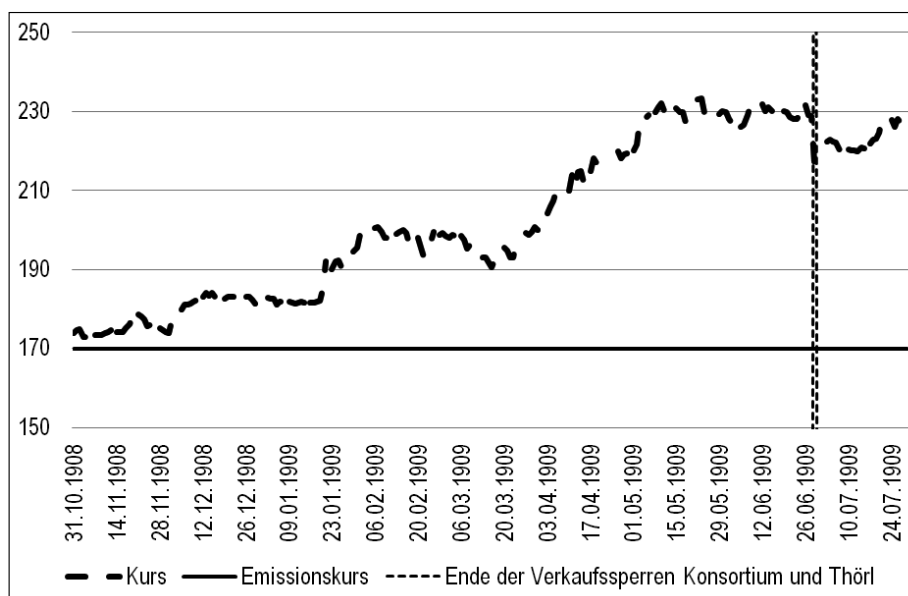
45 HADB, K 16/127, Schreiben Deutsche Bank an Hannoversche Bank vom 26. November 1908.

46 Am 30. November 1908 wurde die Aktie mit 175 an der Berliner Börse notiert.

Thörl'schen Aktien stabilisieren wollte.⁴⁷ Außerdem endete am 1. Juli 1909 die Haltefrist für die Aktien, die Friedrich Thörl bei Gründung des Unternehmens übernommen hatte.

Die nachfolgende Abbildung fasst die Kursentwicklung der Thörl-Aktien zusammen. Zunächst wies die Aktie ein relatives stabiles Kursniveau knapp oberhalb des Emissionskurses von 170 auf. Anfang Dezember 1908 erreichte die Aktie ein neues Kursplateau bei rund 180 bis 190; im ersten Quartal 1909 stieg die Aktie dann auf ein noch höheres Niveau von rund 200. Zwischen März und Mai 1909 kletterte der Kurs relativ stetig auf rund 230, wo er bis zum Ende der vereinbarten Verkaufssperren verharnte. Ab Anfang Juli 1909 durften sowohl die Konsortialbanken als auch der frühere Firmeneigentümer relativ frei⁴⁸ über die Aktien verfügen und der Kurs ging schlagartig um zehn Punkte zurück.

Abbildung: Kursentwicklung der Thörl-Aktie (31. Oktober 1908 bis 31. Juli 1909)



Quelle: Eigene Zusammenstellung nach Kurszetteln der Berliner Börsenzeitung.

2. Fallstudie 2: Harburger Eisen- und Broncewerke

Infolge der konfliktreichen Beziehung zwischen Hannoverscher Bank und Deutscher Bank bei der ‚Thörl-Emission‘ beanspruchte die Bank aus der Provinz bei nächster Gelegenheit eine stärkere Rolle. Allerdings vergingen zwischen dem Börsengang von Thörl und der nächsten von der Hannoverschen Bank begleiteten Aktienerstmission fast zwei Jahre.

47 HADB, K 16/127, Schreiben Deutsche Bank an Hannoversche Bank vom 4. Dezember 1908.

48 Thörl musste weiterhin 1,5 Mio. M Aktien halten, weil sein Arbeitsvertrag als Direktor dies vorschrieb.

Im Falle des Börsenganges der Harburger Eisen- und Broncewerke AG übernahm die Hannoversche Bank selbst die federführende Position.

Im Oktober 1910 berichtete die Harburger Filiale der Hannoverschen Bank, dass Robert Koeber seine etablierten und hochrentablen Eisen- und Broncewerke in eine Aktiengesellschaft mit einem Kapital von 3,5 Mio. M umwandeln wolle, um anschließend einen Teil der Aktien an der Börse zu verkaufen. Der Firmeninhaber bot an, einem Emissionskonsortium unter Führung der Hannoverschen Bank 700.000 M Aktien fest zu 116,5 und weitere 300.000 als Option zu 125 anzubieten.⁴⁹

Da die Aktien auch in Berlin eingeführt werden sollten, bot die Hannoversche Bank der Deutschen Bank eine Partizipation von 30 Prozent im Emissionskonsortium an. Hinweise auf die hohe Rentabilität des Emittenten und auf dessen volle Auftragsbücher sollten der Großbank die hohe Qualität der Emission verdeutlichen.⁵⁰ Die Deutsche Bank wies sogleich darauf hin, dass sie üblicherweise die Konsortialführerschaft mit einem Anteil von 50 Prozent übernehme und sie hinterfragte, ob bei der Umgründung der Eisen- und Broncewerke in eine Aktiengesellschaft alle Vermögensgegenstände mit etablierten Werten bilanziert worden seien oder ob die Überbewertung von Vermögensgegenständen möglicherweise zukünftig zu einer niedrigeren Rentabilität führen könnte. Zudem lehnte es die Deutsche Bank ab, der Hannoverschen Bank eine Konsortialführungsprovision einzuräumen, denn eine Deutsche Bank würde sich nur zu Originalbedingungen am Konsortium beteiligen.⁵¹ In diesem Punkt zeigt sich die Hannoversche Bank jedoch kompromisslos und wies auf die schmerzliche Erinnerung an die Behandlung durch die Deutsche Bank im Fall Thörl hin. Allerdings bot die Hannoversche Bank nun mit 32,5 Prozent eine etwas höhere Konsortialquote für die Deutsche Bank.⁵² Die Deutsche Bank zeigte sich über die höhere Konsortialquote erfreut, zeigte sich aber unnachlässig hinsichtlich der verlangten Originalbedingungen. Auch der Hinweis der Hannoverschen Bank, dass die anderen Beteiligten mit den Bedingungen der Hannoverschen Bank einverstanden seien, sei für die Deutsche Bank nicht relevant, denn die anderen Beteiligten würden keine Verantwortung für den Prospekt vor dem Berliner Publikum übernehmen.⁵³ Dieser Standpunkt der Deutschen Bank wurde von der Hannoverschen Bank mit wenig Freude aufgenommen: *„Ihre Entschädigung für die Einführung müssen Sie in der Höhe Ihrer Quote suchen. Ihnen Spezialrechte einzuräumen, dazu können wir uns nicht mehr entschliessen; der Fall Thörl ist uns zur bleibenden Lehre geworden. Wir möchten darüber volle Klarheit schaffen. An Gründungen, die nicht in jeder Beziehung einwandfrei und*

49 HADB, K 16/112, Schreiben Hannoversche Bank Harburg an Hannoversche Bank vom 23. Oktober 1910.

50 HADB, K 16/112, Schreiben Hannoversche Bank an Deutsche Bank vom 6. Dezember 1910.

51 HADB, K 16/112, Schreiben Deutsche Bank an Hannoversche Bank vom 7. Dezember 1910 und vom 9. Dezember 1910.

52 HADB, K 16/112, Schreiben Hannoversche Bank an Deutsche Bank vom 9. Dezember 1910.

53 Die Deutsche Bank teilte mit: *„Bezüglich des sonstigen Inhalts Ihrer werten Zuschrift vom 9.d.M. gestatten wir uns zu bemerken, dass, wenn wir die Einführung der Aktien an der Börse übernehmen sollen, für uns grundsätzlich andere Ansprüche in Frage kommen sollten, als für sonstige Beteiligte, denen weder die Vertretung des Prospekts noch die Verantwortung desselben obliegt.“* Vgl. HADB, K 16/112, Schreiben Deutsche Bank an Hannoversche Bank vom 14. Dezember 1910.

*aussichtsreich sind, beteiligen wir uns nicht. Deswegen hat uns die nochmalige Betonung Ihrer Vorbehalte eben nicht angenehm berührt.*⁵⁴

Etwa zum selben Zeitpunkt schmiedete die Hannoversche Bank ihr Emissionskonsortium, dass aus der Hannoverschen Bank (Quote: 32,5 Prozent), der Deutschen Bank (32,5 Prozent), der Hildesheimer Bank (zehn Prozent), der Osnabrücker Bank (zehn Prozent), der Braunschweiger Privatbank (fünf Prozent), der Leher Bank (3,5 Prozent), Albert Hornthal (drei Prozent) und dem Bankhaus Schwarz, Goldschmidt & Co.⁵⁵ (3,5 Prozent) bestand.⁵⁶ Die wichtigsten dieser Konsortialpartner waren bereits bei der Thörl-Emission Unterbeteiligte der Hannoverschen Bank.

Zwischen Gründung des Emissionskonsortiums und Beginn des Börsenganges vergingen nahezu zwei Jahre. In diesen zwei Jahren zeigte sich, dass die Hannoversche Bank nicht sonderlich sorgfältig bei der Auswahl des Emissionsobjekts sowie bei der Durchführung der Gründung selbst gewesen ist, denn es kam zu zahlreichen Konflikten mit Robert Koeber und den Steuerbehörden. Koeber forderte beispielsweise Dividendenzahlungen für diejenigen Aktien zu erhalten, die er dem Konsortium verkauft hatte und um Druck auszuüben, verlege er seine Bankverbindung zur Dresdner Bank.⁵⁷ Die Stadt Harburg forderte erhebliche Steuernachzahlungen für die Einbringung von Firmengrundstücken in die Aktiengesellschaft und das Stempelsteueramt Hannover forderte überraschend hohe Stempelsteuern für die Ausfertigung der Aktien.⁵⁸ Gleichwohl wurden die Aktien am 31. Oktober 1912 an der Berliner Börse zugelassen, sodass man nun mit dem Absatz der Papiere beginnen konnte.⁵⁹ Der Absatz zog sich aber hin und von den verfügbaren 750 Aktien mit einem Nennwert von je 1.000 M wurden zunächst nur 500 verkauft.⁶⁰ Bis zum Jahresende musste das Konsortium zur Kurspflege Aktien zurückkaufen und man hatte zum Ultimo schließlich 390 Aktien im Portefeuille.⁶¹ Auch in den darauffolgenden Monaten konnten kaum Aktien an den Mann gebracht werden und Anfang Mai lagerten noch 83 Aktien in Hannover und 299 Aktien in Berlin. Erst jetzt regte die Deutsche Bank an, den Vertrieb der Aktien über ihre Depositenkassen anzukurbeln indem eine Vermittlungsbonifikation angeboten wurde.⁶² Die Hannoversche Bank befürchtete aber, dass die

54 HADB, K 16/112, Schreiben Hannoversche Bank an Deutsche Bank vom 15. Dezember 1910.

55 Die gemeinsame Berliner Kommandite der Hannoverschen Bank und der Hildesheimer Bank.

56 Alle Angebotsschreiben der Hannoverschen Bank datieren vom 10. Dezember 1910, mit einer Ausnahme datieren alle Annahmeschreiben vom 12. Dezember 1910. Albert Hornthal aus Hildesheim nahm das Angebot erst am 14. Dezember 1910 an. Vgl. HADB K 16/112, passim.

57 HADB, K 16/112, Schreiben Hannoversche Bank Harburg an Hannoversche Bank vom 28. Oktober und 29. Oktober 1912.

58 HADB, K 16/112, Schreiben Hannoversche Bank Harburg an die Hannoversche Bank vom 17. August 1911 und vom 26. November 1912. – In einem Schreiben vom 4. November 1912 wies das Königlich-Preußische Erbschaftsteueramt in Hannover auf eine Entscheidung des Reichsgerichts hin, wonach der Aktienemissionsstempel nicht nach dem Nennwert, sondern dem inneren Wert der Aktien zu bemessen sei. Da die Gründer dem Emissionskonsortium die Aktien zu Kursen über pari überlassen hatten, läge der innere Wert über dem Nennwert. Dementsprechend seien Steuern zu entrichten.

59 HADB, K 16/112, Schreiben Deutsche Bank an Hannoversche Bank vom 31. Oktober 1912. – Die Einführungskosten beliefen sich auf rund 4.200 M.

60 HADB, K 16/112, Schreiben Hannoversche Bank an alle Konsortialbeteiligte vom 11. November 1912.

61 HADB, K 16/112, Schreiben Hannoversche Bank an Deutsche Bank vom 8. Januar 1913.

62 HADB, K 16/112, Schreiben Hannoversche Bank an Deutsche Bank vom 6. Mai 1913; Schreiben

Vermittler zwar die Provision einstreichen, aber die Aktien sogleich wieder an den Markt kommen würden. Daher sollte die Bonifikation nur gezahlt werden, wenn der Käufer einer dreimonatigen Verkaufssperre zustimme. Die Deutsche Bank teilte zwar mit, dass dies unüblich sei, akzeptierte aber die Forderung der Hannoverschen Bank.⁶³ Nun stellte sich ein kleiner Erfolg ein und binnen vier Wochen konnten 28 Aktien verkauft werden.⁶⁴ Der Erfolg des Konsortiums wurde aber durch Robert Koeber unterlaufen, der nämlich nach Berlin umgezogen war und sein ausschweifendes Leben mit Aktienverkäufen finanzierte. Er hatte über die Dresdner Bank 40 Aktien zum Kurs von 152 zum Verkauf gestellt und er würde gerne weitere 500 Aktien verkaufen.⁶⁵ Bei diesen Verhältnissen konnte das Konsortium, das inzwischen 450 Aktien besaß, den Kurs der Eisen- und Broncewerke nicht verteidigen.⁶⁶ Über den mangelnden Verkaufserfolg der Deutschen Bank in Berlin und den wachsenden Konsortialbeständen beklagte sich die Hannoversche Bank, woraufhin die Deutsche Bank feststellte: „*Was Ihre Bemerkung wegen des Verkaufs der Aktien angeht, so möchten wir Ihnen erwidern, dass in Zeiten, wie den jetzigen, in welchen das Publikum im allgemeinen keine große Neigung zu Anlagen in solchen Werten hat, naturgemäß das lokale Interesse in den Vordergrund treten muss.*“⁶⁷

3. Fallstudie 3: Farbwerke Rasquin

Anhand des Börsenganges der Farbwerke Rasquin aus Mülheim am Rhein – heute ein Stadtteil von Köln – lassen sich nur wenige Konfliktlinien illustrieren, aber die Fallstudie zeigt, wie andere Banken mit Konflikten umgegangen sind. Ausgangspunkt war die Anfrage eines Kölner Buchprüfers beim Bankhaus Oppenheim, ob dieses die 1903 als GmbH gegründete Erdfarbenfirma Franz Rasquin mit Hilfe Berliner Verbindungen an die dortige Börse bringen könnte. Zur Verdeutlichung des Geschäftspotenzials wurden die Satzung der Gesellschaft sowie die Geschäftsberichte und Bilanzen der vorhergehenden drei Geschäftsjahre beigelegt.⁶⁸

Nachdem die Farbwerke in eine Aktiengesellschaft umgewandelt, das Aktienkapital im Frühjahr 1910 von 1,3 auf 1,5 Mio. M erhöht und das Geschäftsjahr 1910/11 abgeschlossen worden war, setzte sich Oppenheim mit der Berliner Direction der Disconto-Gesellschaft bezüglich eines Börsenganges in Berlin und anschließender Notierungsaufnahme in Köln in Verbindung. Die Disconto-Gesellschaft zeigte sich zunächst nicht begeistert, denn so kleine Firmen wie die Farbwerke Rasquin würden üblicherweise nicht durch die

Deutsche Bank an Hannoversche Bank vom 7. Mai 1913.

63 HADB, K 16/112, Schreiben Deutsche Bank an Hannoversche Bank vom 7. Mai 1913, vom 16. Mai 1913 und vom 20. Mai 1913.

64 HADB, K 16/112, Schreiben Deutsche Bank an Hannoversche Bank vom 5. Juni 1913.

65 HADB, K 16/112, Schreiben Hannoversche Bank Filiale Harburg an Hannoversche Bank vom 15. August 1913; Schreiben Koeber an Hannoversche Bank vom 15. August 1913.

66 HADB, K 16/112, Schreiben Deutsche Bank an Hannoversche Bank vom 11. Oktober 1913.

67 HADB, K 16/112, Deutsche Bank an Hannoversche Bank vom 14. Oktober 1913 und Hannoversche Bank an Deutsche Bank vom 16. Oktober 1913.

68 HADB, K 16/112, Schreiben Hugo Gelsmann an Oppenheim vom 9. November 1910; Hausarchiv Sal. Oppenheim jr. & Cie. AG & Co. KGaA (HA Sal. Oppenheim), Farbwerke Rasquin.

Disconto-Gesellschaft an der Börse eingeführt, man wäre aber bereit eine Ausnahme zu machen, sofern Unternehmenswachstum zu erwarten wäre. Die Disconto-Gesellschaft ging sogleich zur wohlorganisierten Informationsbeschaffung über: Man verlangte den von der Handelskammer geprüften Gründungsbericht und forderte die Prüfung des letzten Jahresabschlusses durch die Revision Treuhand. Des Weiteren bat man um weitere Informationen über das Geschäft und die Zusammensetzung von Vorstand und Aufsichtsrat und teilte mit, dass man sich bei Freunden der Farbchemie über Rasquin erkundigen würde. Zudem verdeutlichte die Berliner Großbank von Anfang an ihren Führungsanspruch: Sie würde die Einführung an der Berliner Börse gegen eine feste Einführungsprovision durchführen und sie verlangte einen großen Posten Aktien, wovon ein wesentlicher Teil zu einem vorteilhaften Kurs in das Emissionskonsortium eingebracht werden sollte. Tatsächlich erhielt die Disconto-Gesellschaft eine Konsortialquote von 40 Prozent.⁶⁹ Bei einer Besprechung in Berlin schlug die Disconto-Gesellschaft zwei Emissionsverträge vor und legte dar welche Schritte vor dem Börsengang durchgeführt werden müssten und wie der Kurs nach dem Börsengang zu stabilisieren sei.⁷⁰ Oppenheim selbst war in diesem Stadium lediglich Informationsvermittler zwischen der Disconto-Gesellschaft und Franz Rasquin, dem Firmeninhaber.⁷¹ Auch die folgenden Schritte der Emission wurden von Berlin aus gesteuert: die Disconto-Gesellschaft veranlasste die kaufmännische und technische Prüfung der Farbwerke, sie erstellte den Emissionsprospekt, sie legte Verkaufssperfristen für Aktien fest, sie bestimmte die Provisionsätze und sie wies darauf hin, dass eine etwaig bestehende Berliner Bankverbindung Rasquins zur Disconto-Gesellschaft verlegt werden müsste.⁷²

Anfang 1912 führte die Disconto-Gesellschaft dann 1,5 Mio. M Aktien der Farbwerke Rasquin gegen eine Provision von 50.000 M – aus dieser musste die Disconto-Gesellschaft die Einführungskosten in Höhe von rund 4.500 M decken – an der Berliner Börse ein. Ein großer Teil des Aktienkapitals wurde tatsächlich an der Börse zum Verkauf angeboten, aber ein wesentlicher Aktienbesitz verblieb in den Händen von Franz Rasquin. Das Emissionskonsortium übernahm nämlich nur eine Million in Aktien zum Kurs von 200 Prozent, abzüglich drei Prozent Einführungsprovision.⁷³ Am 31. Januar 1912 veröffentlichte die Disconto-Gesellschaft den Emissionsprospekt und rief zur Zeichnung der Aktien zum Kurs von mindestens 200 auf.⁷⁴ Die Emission wurde in Berlin deutlich überzeichnet, wohingegen sich in Köln Zeichnungen und verfügbare Stücke fast die Waage hielten.

69 HA Sal. Oppenheim, Farbwerke Rasquin, Schreiben Disconto-Gesellschaft an Oppenheim vom 9. August 1911.

70 HA Sal. Oppenheim, Farbwerke Rasquin, Schreiben Disconto-Gesellschaft an Oppenheim mit beiliegendem Gesprächsprotokoll vom 19. August 1911.

71 HA Sal. Oppenheim, Farbwerke Rasquin, Schreiben Oppenheim an Disconto-Gesellschaft vom 21. August 1911.

72 HA Sal. Oppenheim, Farbwerke Rasquin, Schreiben Revision Treuhand an Oppenheim vom 14. Oktober 1911. Schreiben Disconto-Gesellschaft an Oppenheim vom 29. November 1911; Schreiben Oppenheim an Rasquin vom 5. Dezember 1911; Schreiben Oppenheim an Disconto-Gesellschaft vom 5. Dezember 1911; Schreiben Rasquin an Oppenheim vom 6. Dezember 1911.

73 HA Sal. Oppenheim, Farbwerke Rasquin, Schreiben Disconto-Gesellschaft an Oppenheim vom 26. Januar 1912.

74 HA Sal. Oppenheim, Farbwerke Rasquin, Schreiben Disconto-Gesellschaft an Oppenheim vom 31. Januar 1912.

Die Disconto-Gesellschaft konnte – nachdem Franz Rasquin dem Emissionskonsortium einige weitere Aktien überlassen hatte – 1.046.000 M Aktien zum Kurs von 214 an der Börse verkaufen.⁷⁵

In den zehn Tagen nach der Emission regulierte die Disconto-Gesellschaft die Preisbildung auf Höhe des Emissionskurses. An fünf Handelstagen zwischen dem 5. und dem 12. Februar 1912 wurden 124 Aktien zu 214 gekauft, am 14. Februar wurden 113 zu diesem Kurs verkauft. Nun kündigte die Disconto-Gesellschaft an, dass man versuchen würde den Kurs in den kommenden Tagen zu heben um das Interesse an dem Papier zu steigern. Dies gelang und binnen einer Woche stieg der Aktienkurs auf 221.⁷⁶ Anschließend wurde nur noch vereinzelt bis Ende März Kurspflege betrieben und das Konsortium löste sich kurz darauf auf.⁷⁷

4. Fallstudie 4: Hubertus Braunkohlen

Ähnlich unkompliziert verlief auch die Umwandlung der Gewerkschaft Hubertus in die Hubertus Braunkohlen AG und deren anschließendem Börsengang. Dieses Geschäft hatte Oppenheim an die Deutsche Bank vermittelt.⁷⁸ Das gesamte Aktienkapital der Hubertus in Höhe von 4,5 Mio. M sollte an den Börsen Berlin und Köln zugelassen werden und Aktien im Nennwert von 1,1 Mio. M sollten von einem Konsortium unter Führung der Deutschen Bank – beteiligt waren neben Oppenheim noch die Bank für Handel und Industrie, die Nationalbank für Deutschland und Jacquier & Securius – zur Zeichnung aufgelegt werden. Das Emissionskonsortium übernahm einen Teil der Aktien zu Nennwert und einen Teil zum Kurs von 150 vom Gründungskonsortium.⁷⁹

Die Arbeitsbedingungen waren mit denjenigen der Disconto-Gesellschaft vergleichbar: die Deutsche Bank erhielt eine feste Einführungsprovision von 50.000 M – daraus mussten die Emissionskosten gedeckt werden – sie organisierte die kaufmännische Prüfung durch die Deutsche Treuhand sowie die technische Prüfung durch ihren bergmännischen Sachverständigen und sie bereite den Emissionsprospekt vor.⁸⁰ Der Bericht des technischen Sachverständigen löste einen kleinen Disput zwischen Oppenheim und der Deutschen Bank über den angemessenen Zeichnungskurs aus, denn die Deutsche Bank hielt einen Kurs von 150 für zu hoch, während Oppenheim 150 für zu niedrig hielt. Oppenheim verwies dabei auf außerbörslichen Handel von Hubertus Aktien zum Kurs 165 und auf anstehende zukunftssträchtige Investitionen im Bereich der Energieversorgung. Außerdem

75 HA Sal. Oppenheim, Farbwerke Rasquin, Schreiben Disconto-Gesellschaft an Oppenheim vom 6. Februar 1912.

76 HA Sal. Oppenheim, Farbwerke Rasquin, Diverse Schreiben Disconto-Gesellschaft an Oppenheim, datiert zwischen 8. Februar 1912 und 22. Februar 1912.

77 HA Sal. Oppenheim, Farbwerke Rasquin, Schreiben Disconto-Gesellschaft an Oppenheim vom 19. April 1912 mit Mitteilung des Konsortialabschlusses.

78 HA Sal. Oppenheim, Farbwerke Rasquin, Schreiben Hubertus an Oppenheim vom 17. März 1910.

79 HA Sal. Oppenheim, Hubertus, Konsortialvertrag vom 27. Mai 1909. Schreiben Deutsche Bank an Oppenheim vom 29. Juni 1910. – 250.000 M wurden zu pari übernommen, 850.000 zu 150.

80 HA Sal. Oppenheim, Hubertus, Schreiben Oppenheim an Deutsche Bank vom 18. März 1910. Schreiben Deutsche Bank an Oppenheim vom 19. März 1910; Schreiben Oppenheim an Bank für Handel und Industrie vom 21. März 1910.

wollte Oppenheim für eine niedrige Ausschüttung vor dem Börsengang sorgen, sodass im ersten Geschäftsjahr nach Börsengang eine anständige Dividende gezahlt werden könnte. Diese Argumente scheinen die Deutsche Bank überzeugt zu haben, denn es wurden 936 Aktien in Berlin und 164 Aktien in Köln zum Kurs 155 zur Zeichnung aufgelegt.⁸¹ Die Zeichnungen blieben zwar in Berlin hinter der Anzahl verfügbarer Stücke zurück, aber einen Tag nach der ersten Börsennotierung konnte die Deutsche Bank die letzten Stücke in Berlin absetzen.⁸² Kurz darauf wurde die Aktie auch in Köln erfolgreich am Markt eingeführt. An beiden Börsenplätzen wurde der Kurs in den ersten Tagen durch die Deutsche Bank beziehungsweise Oppenheim gepflegt.⁸³

IV. Schluss

Diese vier Fallstudien aus dem frühen 20. Jahrhundert zeigen, dass die Berliner Großbanken Aktienerstmissionen sehr gründlich vorbereitet und erfolgreich durchgeführt haben. Den Aktienerstmissionen ging eine intensive, oft mehrwöchige, technische und kaufmännische Prüfung voraus. Auf dieser Basis wurde ein angemessener Emissionskurs angestrebt und dieser Kurs wurde durch Kurspflege über mehrere Wochen oder Monate verteidigt. Zudem bevorzugte man im Falle von Überzeichnung regelmäßig Aktienzeichner, die sich verpflichtet hatten, die Aktien mehrere Monate lang zu halten. Insgesamt strebten die Berliner Großbanken also nach Solidität bei Aktienerstmissionen. Dieses Ziel setzten sie – mitunter unter Inkaufnahme von harten Konflikten – auch gegen Provinzbanken durch.

Dahinter steht jedoch ein schmerzhafter Lernprozess, denn während der ‚wilden Gründerjahre‘ 1870 bis 1873 wurden Aktienerstmissionen auch von führenden Aktienkreditbanken und Privatbankiers weit weniger sorgfältig organisiert. Weder beim Börsengang der Dortmunder Union, der von der Disconto-Gesellschaft federführend organisiert worden ist, noch bei der Aktienerstmission der Gelsenkirchener Bergwerksgesellschaft – auch diese wurde an vorderster Stelle von der Disconto-Gesellschaft durchgeführt – lassen sich Aktivitäten von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften im Vorfeld der Emission noch Konflikte bezüglich der Qualität der Emission in den Akten nachweisen.⁸⁴ Bei zumindest zwei Emissionen – bei der Gelsenkirchener Bergwerksaktiengesellschaft und bei der Hibernia & Shamrock Bergwerksaktiengesellschaft – lässt sich immerhin nachweisen, dass die federführenden Konsortialbanken – die Disconto-Gesellschaft im ersten und die

81 HA Sal. Oppenheim, Hubertus, Schreiben Deutsche Bank an Oppenheim vom 27. April 1910; Schreiben Oppenheim an Deutsche Bank vom 28. April 1910; Schreiben Deutsche Bank an Oppenheim vom 29. Juni 1910.

82 Die Aktie wurde am 6. Juli 1910 zum Kurs 162,5 erstmals in Berlin notiert. Zu diesem Kurs wurden 894 Aktien verkauft. Am darauf folgenden Tag wurden die verbleibenden 42 Aktien zum Kurs 164,75 verkauft. Vgl. HA Sal. Oppenheim, Hubertus, Schreiben Deutsche Bank an Oppenheim vom 6. Juli 1910 und 7. Juli 1910.

83 Am 8. Juli 1910 stellte sich der erste Kölner Kurs auf 163,25. Bis zum 13. September 1910 lassen sich Käufe und Verkäufe von Oppenheim zu Kursen zwischen 162,5 und 164 nachweisen.

84 Vgl. zur Dortmunder Union die Fallakte HA Sal. Oppenheim, AXIV/205, und zur Gelsenkirchener Bergwerksaktiengesellschaft die Fallakte HADB, K 01/645.

Berliner Handelsgesellschaft im zweiten Fall – die Kurse der jeweiligen Gesellschaften über einen längeren Zeitraum gestützt haben.

Bereits in den 1880er-Jahren hat sich das Bild gewandelt. Beim Börsengang der Deutschen Verlagsanstalt aus Stuttgart, der im Herbst 1881 vom Bankhaus Bethmann gestaltet worden ist, wurde sowohl die Gewinnsituation der Firma in den Jahren vor dem Börsengang als auch die Bewertung des Anlagevermögens schriftlich von der federführenden Konsortialbank gegenüber den anderen Mitgliedern im Emissionssyndikat erörtert.⁸⁵ Nach dem Börsengang achteten die beteiligten Banken auf eine solide Entwicklung des Aktienkurses und sie griffen mindestens ein halbes Jahr lang durch Kauf- und Verkaufsaufträge in die Kursbildung ein.⁸⁶ Auch beim Börsengang der Anglo-Continentalen Guanowerke aus Hamburg, den das renommierte Berliner Privatbankhaus S. Bleichröder gemeinsam mit einigen Konsorten im August 1888 durchgeführt hat, gab es vor der Aktienemission eine mehrjährige Informations- und Verhandlungsphase zwischen den beteiligten Banken.⁸⁷ Als drittes Beispiel kann der im August 1888 durchgeführte und vom Bankhaus Bethmann organisierte Börsengang der Straßburger Druckerei AG genannt werden. Auch in diesem Fall wurden vorab wesentliche Informationen über die Firma eingeholt und publik gemacht, die Risiken zwischen Konsorten geteilt und die Kurse nach dem Börsengang vorübergehend gestützt.⁸⁸

(Univ. Prof. Dr. Carsten Burhop, Universität Wien, Institut für Wirtschafts- und Sozialgeschichte, Universitätsring 1, A-1010 Wien, Österreich)

85 Institut für Stadtgeschichte, Frankfurt am Main (ISG), W1/9, Abt. V, 753, Entwürfe des Emissionsvertrags und Anlagen.

86 ISG, W1/9, Abt. V, 753, Kontoblatt für Käufe und Verkäufe zwischen dem 21. Juli 1892 und dem 23. Dezember 1892.

87 ISG, W1/9, Abt. V, 665, Schreiben H. J. Merck an Bethmann vom 21. April 1887 und 24. September 1888; Aktennotiz von Franz Borgnis bezüglich Angebot einer Unterbeteiligung für Bethmann bei Merck vom 30. Oktober 1883.

88 ISG, W1/9, Abt. V, 723, Schriftliche Auskunft von Egon Herlitz über die Straßburger Druckerei vom 19. Juli 1888; Emissionsprospekt vom 25. August 1888; Aktennotiz vom 9. Juni 1888 über die erwartete Höhe des Jahresgewinns und daraus abgeleiteter angemessener Emissionskurs; Schriftliche Diskussion über die Höhe des maximal denkbaren Emissionskurses zwischen Bethmann und der Elsässischen Bankgesellschaft in Schreiben vom 29. und 30. August 1888; Abrechnungen über Käufe und Verkäufe zur Kurspflege, datiert zwischen dem 6. Dezember 1888 bis 6. Juli 1889.