

ein, die die Debatte um das Börsengesetz begleiteten.² Betrachtet man retrospektiv lediglich die materiellen Regelungen sowie Durchführung und Folgen des Gesetzes, erschließt sich die Vehemenz des Disputs um die wohl umstrittenste wirtschaftliche Normierung der Kaiserzeit allerdings kaum. Schließlich ist nicht anzunehmen, dass spezifischen Bestimmungen – etwa zum Selbsteintritt von Kursmaklern oder der Preisbildung an Börsen – eine hinreichende Sprengkraft innewohnte, damit – wie am 2. Februar 1896 geschehen – 2.000 namhafte Bankiers und Börsenhändler zu einer Protestversammlung zusammentrafen, um „*gegen dieses Gesetz, von welchem die schwersten moralischen und materiellen Schädigungen für den gesamten Handel des Vaterlandes zu befürchten sind, entschieden Verwahrung einzulegen.*“³

Daher wird im Folgenden der Frage nachgegangen, welche Faktoren, die nicht im engeren Sinne die gesetzlichen Regelungen betrafen, die erhebliche Politisierung des Börsengesetzes beeinflussten, welche mittelbaren Interessen sich identifizieren lassen und inwiefern hierbei reale oder symbolische Ressourcenkonflikte ausgetragen wurden.

I. ‚Effizienz‘ oder ‚Volksausraubung‘? – Die Börse als Symbol des (liberalen) Kapitalismus

Äußerer Anlass, sich mit einer gesetzlichen Regelung der Börsen auseinanderzusetzen, waren Manipulationen im börsenmäßigen Warenterminhandel gewesen, nachdem zuvor bereits, 1884, die Erfahrungen mit der Aktienspekulation im Gründerboom zur Novellierung des Aktiengesetzes geführt hatten.⁴ Spätestens seit dem „*Börsen- und Gründungsschwindel*“ der Reichsgründerzeit bezeichneten Kritiker die Börse als Ort, „*wo man in der frechsten Weise das ganze Volk ausplünderte*“ und diskreditierten sukzessive die liberale Wirtschaftspolitik als „*gemein- und staatsgefährlich*“.⁵

- 2 Vgl. zum Börsengesetz unter anderem Knut Borchardt, Einleitung, in: ders. (Hrsg.), Max Weber. Börsenwesen. Schriften und Reden 1893-1898 (Max Weber Gesamtausgabe, Abt. I: Schriften und Reden 5,1). Tübingen 1999, S. 1-111; daran anknüpfend Richard Tilly, Max Weber und die Börse, in: Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte 2/2002, S. 191-208; Johann Christian Meier, Die Entstehung des Börsengesetzes vom 22. Juni 1896 (Studien zur Wirtschafts- und Sozialgeschichte 9). St. Katharinen 1992; Wolfgang Schulz, Das deutsche Börsengesetz. Die Entstehungsgeschichte und wirtschaftlichen Auswirkungen des Börsengesetzes von 1896 (Rechtshistorische Reihe 124). Frankfurt am Main et al. 1994; Christoph Wetzel, Die Auswirkungen des Reichsbörsengesetzes von 1896 auf die Effektenbörsen im Deutschen Reich, insbesondere auf die Berliner Fondsbörse (Münsteraner Beiträge zur Cliometrie und quantitativen Wirtschaftsgeschichte 4). Münster 1996; Rainer Gömmel, Entstehung und Entwicklung der Effektenbörse im 19. Jahrhundert bis 1914, in: Hans Pohl (Hrsg.), Deutsche Börsengeschichte. Frankfurt am Main 1992, S. 135-290, hier S. 174-178; Julia Laura Rischbieter, Mikro-Ökonomie der Globalisierung. Kaffee, Kaufleute und Konsumenten im Kaiserreich 1870-1914 (Industrielle Welt 80). Köln / Weimar / Wien 2011.
- 3 Protest-Versammlung der deutschen Börsen gegen den Börsenreform-Gesetzentwurf, in: Handel und Gewerbe 3 (1895/96), S. 215 f.
- 4 Sibylle Hofer, Das Aktiengesetz von 1884 – ein Lehrstück für prinzipielle Schutzkonzeption, in: Walter Bayer / Mathias Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, Bd. I: Entwicklung des Aktienrechts. Tübingen 2007, S. 388-414.
- 5 Exemplarisch Otto Glagau, Der Börsen- und Gründungsschwindel in Berlin. Gesammelte und stark vermehrte Artikel der ‚Gartenlaube‘, 2 Bde. Leipzig 1876/77 (Zitate Bd. I, S. VI, VIII).

Zweifellos gab es gute Gründe, die herrschende Wirtschaftspolitik zu kritisieren, zeigten sich doch seit Beginn der 1870er-Jahre die negativen ökonomischen Effekte des Laissez-faire überdeutlich und führten auch bei liberalen Akteuren zu Reformvorschlägen. Doch anders als beispielsweise in den ordnungspolitischen Debatten um die weitgehend positiv konnotierten Modernisierungssymbole Eisenbahn und Telekommunikation⁶ standen die Börse und das „*Actienunwesen*“ sinnbildlich für die negativen Entwicklungen des Kapitalismus.⁷

Dafür gab es mehr oder minder nachvollziehbare Gründe: Der Börsenhandel schien komplex, Wertpapier- und Warenterminhandel waren Märkte für ausgewiesene Spezialisten und die Usancen wurden (weitgehend) von den Börsen selbst festgelegt. Die Transaktionen wurden ferner international vollzogen, zeugten von enormer Marktdynamik, beschleunigten sich durch Telegraphie, Telefonie und Börsenticker erheblich,⁸ waren für die breite Masse kaum transparent und ermöglichten Börsenhändlern hohe Gewinne. Diese beobachtbaren und unbestrittenen Merkmale des Börsenhandels erschlossen sich den Zeitgenossen weitgehend intuitiv.⁹ Die positiven Effekte der Börse für die Realwirtschaft – zum Beispiel die Marktbildung an sich, die Bereitstellung von Investitionskapital, die Informationsfunktion der Börsen(kurse)¹⁰ – traten demgegenüber im öffentlichen Diskurs in den Hintergrund; vielmehr stellten sie selbst Zeitgenossen, die sich von Berufs wegen für Börsenhandel und Kapitalmärkte interessierten, vor erhebliche Herausforderungen und Erkenntnisschwierigkeiten.¹¹

Die realen – und keineswegs auf Deutschland beschränkten – Konflikte um die Börsen, sofern sie deren Weiterentwicklung intendierten, erschöpften sich im Wesentlichen in der Frage, wie das inkriminierte „Börsenspiel“ zu verhindern sei, ohne zugleich die „erwünschte Spekulation“ einzudämmen.¹² Implizit ging es somit bereits um jene Probleme

- 6 Hierzu vergleichend Boris Gehlen, Regulierung vs. Staatsmonopol. Der Deutsche Handelstag und die Problematik natürlicher Monopole am Beispiel von Eisenbahn, Post und Fernmeldewesen (1861 bis 1914), in: Gert Kollmer-von Oheimb-Loup / Jochen Streb (Hrsg.), Regulierung: Wettbewerbsfördernd oder wettbewerbshemmend? (Stuttgarter historische Studien zur Landes- und Wirtschaftsgeschichte 17). Ostfildern 2012, S. 157-183.
- 7 Exemplarisch Franz Perrot, Der Bank-, Börsen- und Actienschwindel. Eine Hauptursache der drohenden socialen Gefahr. Beiträge zur Kritik der politischen Oeconomie, Bd. III: Das Actienunwesen. Rostock 1876.
- 8 Vgl. zum Einfluss der Technologie auf die Börsen Richard T. Meier, Vom Boten zum Bit. Zur Geschichte der Technologien an den Wertpapierbörsen, in: Christoph Maria Merki (Hrsg.), Europas Finanzzentren. Geschichte und Bedeutung im 20. Jahrhundert. Frankfurt am Main / New York 2005, S. 260-293, hier S. 272-276.
- 9 Borchardt, Einleitung (wie Anm. 2), S. 26 ff., 57 f.
- 10 Vgl. etwa die Systematisierung bei Joachim Beer, Der Funktionswandel der deutschen Wertpapierbörsen in der Zwischenkriegszeit (1924-1939). Frankfurt am Main et al. 1999, S. 29-45.
- 11 Borchardt, Einleitung (wie Anm. 2), S. 5: „*Max Weber und seine Zeitgenossen sind Zeugen einer beispiellosen Dynamik der Marktvolumen, der Marktstrukturen und insbesondere Organisation der Kapital-, Güter- und Arbeitsmärkte gewesen. Kein Wunder, daß weithin noch wenig Klarheit darüber herrschte, was hier vorging und warum.*“
- 12 Alexander Engel, Die Regulierung des Börsenterminhandels im Deutschen Kaiserreich und ihre Wirkungen, in: Derivate und Finanzstabilität. Erfahrungen aus vier Jahrhunderten. 34. Symposium des Instituts für bankhistorische Forschung e.V. auf Einladung des Deutschen Derivate Verbands (DDV) am 10. Mai 2012 in Berlin (Bankhistorisches Archiv, Beiheft 48). Stuttgart 2013, S. 27-39.

matik, die die heutige Finanzmarktregulierung zu bewältigen hat: die Wahl eines ‚richtigen‘ Sets an Maßnahmen, um einerseits die Märkte funktionsfähig und stabil zu halten (Systemstabilität) und andererseits die Anleger vor Übervorteilung und Vermögensverlust zu schützen (Abbau von Informationsasymmetrien).¹³ Doch so vermeintlich simpel die Frage auch klingt, so schwer ist sie offensichtlich zu beantworten. Nicht von ungefähr ist sie bis heute aktuell.

Diese Feststellung schmälert keineswegs die Bemühungen der Zeitgenossen, die immanenten Zielkonflikte der Spekulation zu lösen. Sie mag aber auf das Dilemma verweisen, dem die Verteidiger von Spekulation und Börsenhandel ausgesetzt waren. Wie die meisten normativen Fragen, die sich auf die Gewichtung von ökonomischer Effizienz und Gemeinwohlzielen bezogen, konnten die Konflikte um die Börse nur politisch gelöst werden. Hierzu brauchte es naturgemäß klare politische Botschaften und griffige Formulierungen, die sich jedoch umso schwieriger finden ließen, je abstrakter und komplexer der Verhandlungsgegenstand war.

Die Debatte um die Börsenreform, die seit Beginn der 1890er-Jahre verstärkt geführt wurde, zerfiel daher rasch in zwei Ebenen: eine Sachebene, die besonders im Rahmen und im Nachgang der Beratungen der Börsenenquetekommission 1892/93 zum Ausdruck kam und die sich mit Spekulation, Börsenorganisation, Marktzutritt, Preisbildung, Informationsqualität etc. beschäftigte,¹⁴ sowie eine politische Metadebatte, die in ganz vielfältiger Weise den Kapitalismus und seine Institutionen generell zum Gegenstand hatte. Nur letztere ist geeignet, den heftigen öffentlichen Streit um die Börsenregulierung zu erklären.

Die Sachargumente waren rasch ausgetauscht. Als besonders umstritten kristallisierten sich das Verbot des Börsenterminhandels für einige Güter, Art und Umfang staatlicher Kontroll- beziehungsweise Weisungsbefugnisse (Staatskommissar) sowie das Börsenregister heraus. Letzteres sollte im Kern Rechtsschutz für erlaubte Terminhandelsgeschäfte bieten. Es hätte aber die Börsenhändler, die sich im Selbstbild als ehrbare Kaufleute verstanden, als manipulierende Händler, Spieler oder Spekulanten ‚geoutet‘ und derart das negative Fremdbild bestätigt. Die drei Problemkreise hatten zwar jeweils einen sachlichen Kern, stehen aber zugleich stellvertretend für Konflikte, die mit der Börsenregulierung im engeren Sinne nichts zu tun hatten.

II. Der Getreideterminhandel und die Globalisierung der Agrarmärkte

Carl Ferdinand Laeisz hatte, wie eingangs zitiert, davor gewarnt, dass der vorliegende Entwurf des Börsengesetzes die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands gefährden könne und damit den offensichtlichsten Konflikt angesprochen, für den das Börsengesetz nun

13 Hierzu knapp Martin Blessing, „*Mehr, besser oder beides?*“ – Zur Regulierung der Banken und Finanzmärkte, in: Arnold Picot / Marcus Schenck (Hrsg.), *Ökonomie der Regulierung. Neue Spielregeln für Kapitalmärkte und Netzindustrien* (Kongress-Dokumentation 63: Deutscher Betriebswirtschaftler-Tag 2009). Stuttgart 2010, S. 33-42.

14 Vgl. zusammenfassend Bericht der Börsen-Enquete-Kommission. Berlin 1893. – In der Folge erschienen zahlreiche juristische und nationalökonomische Arbeiten, meist Dissertationen, die sich mit dem Terminhandel im Speziellen und der Börse im Allgemeinen auseinandersetzten und die Wirkungen des Börsengesetzes überprüften.

als Austragungsort fungierte: die Globalisierungsdebatte des späten 19. Jahrhunderts. In den Diskussionen trafen letztlich ‚Globalisierungsgewinner‘ (Handels- und Finanzunternehmen) auf ‚Globalisierungsverlierer‘ (Landwirtschaft), sodass ein unmittelbarer Verteilungskonflikt um finanzielle Ressourcen entbrannte.

Die Börse war freilich weder sachlicher Auslöser dieses Konflikts noch war der besonders angefeindete Terminhandel ursächlich für den Preisverfall von Getreide. Doch gerade dies war von agrarischer Seite behauptet worden. Sie unterstellte, der Terminhandel erhöhe die Volatilität der Preise und bewirke durch die Verknüpfung der höheren Inlands- mit den niedrigeren Weltmarktpreisen eine effektive Preissenkung für deutsche Produzenten (und damit Einnahmeverluste). Dieses Argument war zwar fragwürdig, verfiel aber aus zwei Gründen: Zum Ersten dienten die Agrarpreise an den Produktenbörsen als Orientierung des effektiven Getreidehandels und übten derart tatsächlich einen gewissen, aber schwer bestimmbareren Druck auf die Getreidepreise aus.¹⁵ Zum Zweiten war eine zeitliche Parallelität zwischen der Verbreitung des Terminhandels seit den frühen 1880er-Jahren und dem Beginn des Preisverfalls zu beobachten gewesen. Wenn auch ein kausaler Zusammenhang empirisch nicht nachweisbar ist und von den einschlägigen nationalökonomischen Studien substanziell bestritten wurde,¹⁶ war die Kritik am Börsenterminhandel doch ein wirkmächtiges Argument, da es mit intuitiven Wahrnehmungen der meisten Bauern korrespondierte. Insofern wirkte dieses Argument besonders nach innen kohäsionsstiftend,¹⁷ zumal die Börse in kapitalismuskritischen, konservativen und nicht zuletzt antisemitischen Kreisen das Feindbild schlechthin war; sie stand sinnbildlich für alle negativen Folgen, die dem globalen Wettbewerbskapitalismus zugeschrieben wurden – und galt bisweilen gar als Ort der jüdischen Weltverschwörung: „[...] denn Thatsache ist es ja doch, daß die Juden, mit Hilfe von Systemen im Laufe von Jahrzehnten gedriht, Deutschland und die übrigen civilisierten Länder tüchtig über das Ohr gehauen haben. [...] Ist es vielleicht gerade die Absicht der Börsengruppe [...] Mißstimmungen im Volke anzuregen und zu vermehren, um Deutschland dem Ruin entgegenzutreiben? Denn in einem der Zersetzung verfallenden Körper finden ja schmarotzende Elemente erst ihren wirklichen Boden, ein kerngesunder Körper stößt solche Parasiten einfach aus.“¹⁸ Blieben solche Polemiken auch die Ausnahme, trugen sie doch – nicht zuletzt durch die unreflektierte Wiederholung von Stereotypen und Vorurteilen – ihren Teil zum zeitgenössischen Antisemitismus und zur unterschwelligeren, diffusen Börsenkritik bei. Sie waren zwar als Argument schwach,

15 Vgl. Engel, Regulierung (wie Anm. 12); ferner für den Kaffeehandel Rischbieter, Mikro-Ökonomie (wie Anm. 2), S. 167 f.

16 Konzis Martin Steinkühler, Agrar- oder Industriestaat. Die Auseinandersetzungen um die Getreidehandels- und Zollpolitik des Deutschen Reiches 1879-1914. Frankfurt am Main et al. 1992, S. 301-306; exemplarisch Hermann Ruesch, Der Berliner Getreidehandel unter dem deutschen Börsengesetz. Jena 1907.

17 Immer noch maßgeblich für die Geschichte agrarischer Interessenpolitik Hans-Jürgen Puhle, Agrarische Interessenpolitik und preußischer Konservatismus im wilhelminischen Reich (1893-1914). Ein Beitrag zur Analyse des Nationalismus in Deutschland am Beispiel des Bundes der Landwirte und der Deutsch-Konservativen Partei (Schriftenreihe des Forschungsinstituts der Friedrich-Ebert-Stiftung 51). Bonn-Bad Godesberg ²1975, S. 234.

18 F. Kolk, Das Geheimnis der Börsenkurse und die Volks-Ausraubung durch die internationale Börsen-Zunft. Leipzig 1893, S. 12, 23.

beförderten aber jene Stimmung, die eine staatliche Regulierung der Börsen zu einer Frage des nationalen Gemeinwohls erhob.

Ferner stärkte die herrschende Lehre der Nationalökonomie, die jüngere historische Schule, wenn auch ungewollt, den staatsinterventionistischen Argumentationen der Landwirte den Rücken, hatte sie doch maßgeblich das Leitbild eines paternalistischen Staates mitgeprägt, der im Zweifel ungewünschte Effekte des Kapitalismus abmildern sollte.¹⁹ In gewisser Hinsicht fügte sich das Börsengesetz somit in die Agrar-Industriestaatsdebatte der Nationalökonomie um die Jahrhundertwende ein, die über den zulässigen beziehungsweise notwendigen Grad des (Agrar-) Protektionismus räsonierte.²⁰

Folglich fehlte es der Nationalökonomie an einem klaren Kompass, unter welchen Voraussetzungen Staatsinterventionen für sinnvoll gehalten wurden. Unter anderem deshalb verlagerten sich am Ende des 19. Jahrhunderts zahlreiche wirtschaftspolitische Fragen häufig aus einer dezidiert ökonomischen Sphäre auf eine gesamtgesellschaftliche Ebene und waren derart eher politische Gestaltungs- als ökonomische Sachfragen – so auch im Rahmen der Börsengesetzgebung. Freilich bedürfen sämtliche Gesetzgebungsprozesse einer gesellschaftlichen Anbindung, doch idealerweise benennen ökonomische Expertisen zugleich wirtschaftliche Vor- und Nachteile. In den Reichstagsdebatten über das Börsengesetz fand die ökonomische Argumentation allerdings kaum Gehör. Stattdessen dominierten politische Forderungen, die ökonomisch allenfalls fragwürdig fundiert waren.

Die Agitation gegen die Börse war neben einem Getreidehandelsmonopol – von so unterschiedlichen Akteuren wie dem Deutschen Handelstag und Kaiser Wilhelm II. unisono als ‚Blödsinn‘ abgetan – und einer bimetallichen Währung, von der man sich eine Linderung des Preisdrucks versprach, eines der drei ‚großen Mittel‘ des Bunds der Landwirte (BdL). Mit ihnen wollten die agrarischen Interessenvertreter die unmittelbaren Folgen globalisierter Getreidemärkte bekämpfen, nachdem ihre Vorstellungen in der Außenhandelspolitik der Ära Caprivi kaum berücksichtigt worden waren.²¹ Der Preisverfall für die Massengetreide seit den 1880er-Jahren, besonders für Weizen, resultierte in erster Linie aus dem Rückgang der Transportkosten als Folge von Eisenbahnbau und Dampfschiffahrt.²² Gegenüber dem überseeischen Getreide war namentlich die ostelbische Landwirtschaft mit ihren hohen Produktionskosten trotz des Zollschatzes selbst im Inland nicht mehr konkurrenzfähig. Die Weltmarktintegration desintegrierte paradoxerweise den deutschen Binnenmarkt für Getreide. Die angestrebten Gegenmaßnahmen der

19 Knut Borchardt, Anerkennung und Versagen. Ein Jahrhundert wechselnder Einschätzung von Rolle und Leistung der Volkswirtschaftslehre in Deutschland, in: Reinhard Spree (Hrsg.), Geschichte der deutschen Wirtschaft im 20. Jahrhundert. München 2001, S. 200-222, hier S. 214 ff.; Werner Plumpe, Der Gründerkrach, die Krise des liberalen Paradigmas und der Aufstieg des Kathedersozialismus, in: ders. / Joachim Scholtyseck (Hrsg.), Der Staat und die Ordnung der Wirtschaft. Vom Kaiserreich bis zur Berliner Republik (Stiftung Bundespräsident-Theodor-Heuss-Haus, Wissenschaftliche Reihe 11), S. 17-42, S. 21-32.

20 Hierzu mit den wichtigsten Argumenten Steinkühler, Agrar- oder Industriestaat (wie Anm. 16), S. 30-55.

21 Knapp Fritz Blaich, Staat und Verbände in Deutschland zwischen 1871 und 1945 (Wissenschaftliche Paperbacks, Sozial- und Wirtschaftsgeschichte 14). Wiesbaden 1979, S. 21 ff.

22 Vgl. die Übersicht bei Rainer Fremdling, European Foreign Trade Policies, Freight Rates and the World Markets of Grain and Coal during the 19th Century, in: Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte 2/2003, S. 84-98, hier S. 91.

Landwirte zielten generell auf Preise beziehungsweise künstliche Preiserhöhungen. Sie suchten Schutz vor Konkurrenz oder direkte beziehungsweise indirekte Subventionen – letztlich auf Kosten der Verbraucher.²³ Der Preiswettbewerb war aber nur ein Teil des Globalisierungsdrucks, der auf der Landwirtschaft lastete. Ein Qualitätswettbewerb trat hinzu: Die Müller im industrialisierten Westen Deutschlands beispielsweise importierten vorzugsweise ausländisches beziehungsweise überseeisches Getreide, weil es eine höhere Qualität beziehungsweise einen besseren Klebergehalt besaß als einheimischer Weizen.²⁴

Genau die partikulare, ständische und national- beziehungsweise regionalwirtschaftliche agrarische Position argumentierten Handel und Börsen mit einer Globalisierungslogik. Ein Verbot des börsenmäßigen Terminhandels verbessere die Situation der Landwirte nicht, verschlechtere aber jene der Börsen und des Handels. Börsenterminhandel werde auch bei einem Verbot weiter betrieben werden, nur nicht mehr in Deutschland; vielmehr wanderten die Geschäfte an andere Finanzplätze ab.²⁵ Die Probleme der Landwirtschaft seien letztlich nur durch Rationalisierung zu lösen, nicht durch Abkopplung von der Weltwirtschaft. Für eine Rationalisierung benötige die Landwirtschaft aber gerade das „*verhasste mobile Kapital*“, das nur Banken und Börsen bereitstellen könnten. Andernfalls bliebe nur „*ein radikales Mittel, unserer Landwirtschaft [...] zu helfen: man breche die Eisenbahnen ab und versenke die Dampfer!*“²⁶

Die Börsenhändler und ihre (wenigen) Unterstützer hatten freilich leicht reden, profitierte doch kaum eine Institution derart von der Internationalisierung, namentlich der Finanzmärkte, wie die Börse. Die Börsianer handelten mit Kapital eine besonders mobile Ressource. Sie waren gewohnt, neue Marktchancen auszuloten, flexibel zu investieren und bisweilen alte Geschäfte aufzugeben, weil die Spezifik der Ressource Kapital dies nahelegte.²⁷

Zudem war die Börsengeschichte vor dem Ersten Weltkrieg auch institutionell eine Verflechtungsgeschichte.²⁸ Maßgeblich begünstigt durch die beschleunigte Kommunikation als Folge von Telegrafie und Telefonie gehörten die wechselseitige Rezeption und sukzessive Angleichung von Börsenorganisation und -usancen, personelle Beziehungen zwischen Bankhäusern und internationale Finanztransaktionen wie selbstverständlich zum Erfahrungsraum der Börsenhändler. Die grundgebundene Wirtschaftsauffassung der Landwirte war ihnen hingegen völlig fremd, sodass sich gleichsam zwei konträre Raum-

23 Volker Hentschel, *Wirtschaft und Wirtschaftspolitik im wilhelminischen Deutschland. Organisierte Kapitalismus und Interventionsstaat?* Stuttgart 1978, S. 194-197.

24 Exemplarisch die Ausführungen Meyers in WWA, K 2, Nr. 508, Außerordentliche Plenar-Versammlung vom 4. April 1895, S. 25; vgl. ferner Deutscher Handelstag (Hrsg.), *Der Deutsche Handelstag 1861-1911*, Bd. I. Berlin 1911, S. 454.

25 Exemplarisch die Ausführungen von Laeitz in WWA, K2, Nr. 501, Protokoll des 22. Deutschen Handelstags, 10. März 1896, S. 27-37.

26 Vgl. die Ausführungen Buecks in WWA, K2, Nr. 501, Protokoll des 22. Deutschen Handelstags, 10. März 1896, S. 27-37, hier S. 35 f.

27 Konzis Cornelius Torp, *Die Herausforderung der Globalisierung. Wirtschaft und Politik in Deutschland 1860-1914 (Kritische Studien zur Geschichtswissenschaft 168)*. Göttingen 2005, S. 36-42.

28 Richard Tilly, *Die Entwicklung der europäischen Wertpapierbörsen seit dem ausgehenden 19. Jahrhundert. Einige vergleichende Betrachtungen*, in: Merki, *Finanzzentren* (wie Anm. 8), S. 222-244, hier S. 224-232; exemplarisch Randal C. Michie, *The London and New York Stock Exchanges 1850-1914*. London et al. 1987.

wahrnehmungen und Raumvorstellungen gegenüberstanden: erstens ein lokal begrenzter Ordnungsraum, der auf Grundbesitz ruhte und derart Ressourcen band, die nicht in andere Märkte transferiert werden konnten, zweitens ein globalisierter Ordnungsraum, der durch hochmobile Ressourcen gestaltet wurde.

In beiden Fällen waren freilich Ordnungsraum und gesetzgebender Nationalstaat nicht deckungsgleich. Daraus ergaben sich drei Ordnungsszenarien: erstens eine nationalstaatliche Intervention, die notwendigerweise partikulare Interessen – in diesem Fall der (ostelbischen) Agrarier – bedient und derart materielle Ressourcen umverteilt hätte, zweitens eine supranationale Regulierung des Terminhandels, die einige Handelskammern für wünschenswert hielten,²⁹ wohlwissend, dass sie kaum realisierbar war. Daher präferierten die Kaufmannschaften, drittens, den Weg freiwilliger institutioneller Angleichung durch Selbstverpflichtung und Selbstregulierung.³⁰

III. Wagner versus Hayek – Staatliche Regulierung oder Selbstregulierung der Börsen?

Ein zweiter Konfliktkreis beschäftigte sich daher mit der Frage, wer die notwendigen Regeln setzen sollte, damit Märkte funktionieren – und berührte folglich die Wirtschaftsordnung. Bis zum Börsengesetz waren die Börsen selbstverwaltet und damit selbstreguliert. Es oblag dem Träger einer Börse, meist der örtlichen Handelskammer, in Börsenordnungen festzulegen, wer Marktzutritt hatte, wie Preise gestaltet und wie Fehlverhalten sanktioniert wurde.³¹ Zwar unterlagen die Handelskammern ihrerseits staatlicher Aufsicht und die Ordnungen standen zumindest implizit unter staatlichem Genehmigungsvorbehalt, aber für die Praxis der Börsenverwaltung spielte dies keine Rolle: Sie waren zweifelsohne selbstverwaltet.³²

Aus theoretischer Sicht hat eine solche Selbstregulierung erhebliche Vorteile, weil sie anders als staatliche Regulierung marktnäher erfolgt, rascher umsetzbar ist und grenzüberschreitend gelten kann. Sie ist somit eher in der Lage, sich flexibel dynamischen Marktentwicklungen anzupassen als Regulierung durch Gesetzgebung und staatliche Verwaltung.³³ Sie erfasst freilich das Verhalten der Börsenoutsider nicht, die aber in vielen Spekulationsfällen als die eigentlichen Problemverursacher galten.³⁴ Die Forderungen nach staatlicher Börsenregulierung, wie sie nun erhoben wurden, standen damit

29 Exemplarisch Handels- und Gewerbekammer für Oberbayern, Jahresbericht 1888, S. 101; Reform des Börsenwesens, in: Handel und Gewerbe 1 (1893/94), S. 275 f.

30 Dieses Problem hatten Börsen und Finanzmärkte freilich keineswegs exklusiv. Vgl. umfassend Gerold Ambrosius, Liberale vs. Institutionelle Integration von Wirtschaftspolitiken in Europa. Das 19. und 20. Jahrhundert im systematischen und historischen Vergleich (Schriftenreihe des Instituts für Europäische Regionalforschungen 12). Baden-Baden 2009.

31 Vgl. den einführenden Überblick bei Anna Koch, Die deutschen Börsenordnungen. Eine vergleichende Darstellung, Erlangen 1911.

32 Borchardt, Einleitung (wie Anm. 2), S. 19 ff.

33 Doreen Scholz, Selbst- und Fremdregulierung von Wertpapierbörsen (Wirtschaftsrechtliche Forschungsergebnisse 137). Hamburg 2009, S. 58-67.

34 Exemplarisch Reform des Börsenwesens, in: Handel und Gewerbe 1 (1893/94), S. 275 f.

zugleich stellvertretend für die ordnungspolitische Grundsatzfrage, welche Kräfte das Institutionengefüge einer Volkswirtschaft prägen sollen: ein idealerweise antizipierender, auf gesellschaftlichen Ausgleich bedachter und paternalistischer Staat – der Leitgedanke Adolph Wagners – oder die Marktakteure selbst im häufig beschworenen Entdeckungsverfahren – die (nachmalige) Perspektive Friedrich August Hayeks?³⁵

Im Rahmen der Verhandlungen um das Börsengesetz dominierte fraglos das Paradigma Wagners.³⁶ Den selbstverwalteten Börsen und damit der örtlichen Kaufmannschaft wurde nunmehr die Fähigkeit abgesprochen, wirksame Regeln setzen zu können. Dieses Problem wurde aus Sicht mindestens der preußischen Handelskammern dadurch verschärft, dass parallel zum Börsengesetz über die Reform des Handelskammergesetzes diskutiert wurde.³⁷ Besonders die angedachte stärkere Betonung der hilfsbehördlichen Funktionen alarmierte die Kaufmannschaften, da der Zeitgeist ihre Selbstständigkeit einzuschränken schien: Eine staatliche Regulierung der Börsen und eine staatsnähere Ausrichtung der Handelskammern hätten ihren wirtschaftspolitischen Einfluss erheblich verringert. Nicht von ungefähr kritisierten nahezu alle Handelskammer-Gutachten, die im Vorfeld des Börsengesetzes eingefordert worden waren, die massiven Eingriffe in die Selbstverwaltung, auch wenn sie durchweg anerkannten, dass die bisherigen Regeln nicht ausreichten oder verbesserungsfähig seien.³⁸

IV. Interessenverbände als Intermediäre und die Aktivierung politischer Ressourcen

Daraus leitete sich ein weiterer Konflikt ab: der Kampf um wirtschaftspolitische Einflussressourcen. Wiederum kam den Handelskammern eine besondere Bedeutung zu. Sie hatten bereits seit den 1870er-Jahren sukzessive Funktionen an die neuen Interessenverbände, besonders den Centralverband deutscher Industrieller (CdI), verloren und das gesamte Kammersystem inklusive des Deutschen Handelstags war in den 1880er-Jahren in eine massive Organisationskrise geraten.³⁹

35 Stellvertretend Adolph Wagner, Finanzwissenschaft, Teil I: Einleitung, Ordnung der Finanzwirtschaft, Finanzbedarf, Privaterwerb. Leipzig ³1883; Friedrich August von Hayek, Der Wettbewerb als Entdeckungsverfahren (Kieler Vorträge, N.F. 56). Kiel 1968.

36 Dies lässt sich auch auf andere Felder der Wirtschaftspolitik übertragen. Während der Agrarprotektionismus in Deutschland beispielsweise besonders auf staatliche Intervention und Subvention setzte, dominierte in Frankreich, zumindest für die Getreidewirtschaft, das Paradigma einer staatlichen Protektion selbstorganisierter Strukturanpassungen durch Marktakteure. Vgl. Rita Aldenhoff-Hübinger, Agrarpolitik und Protektionismus. Deutschland und Frankreich im Vergleich 1879-1914 (Kritische Studien zur Geschichtswissenschaft 155). Göttingen 2002, S. 194 f.

37 Martin Will, Selbstverwaltung der Wirtschaft. Recht und Geschichte der Selbstverwaltung in den Industrie- und Handelskammern, Handwerksinnungen, Kreishandwerkerschaften, Handwerkskammern und Landwirtschaftskammern (Ius Publicum 199). Tübingen 2010, S. 288 f.

38 Exemplarisch Reform des Börsenwesens, in: Handel und Gewerbe 1 (1893/94), S. 275 f.; Vorschläge der Börsen-Enquetekommission, in: Handel und Gewerbe 1 (1893/94), S. 291-294; vgl. ferner die knappe Aufstellung bei Schulz, Börsengesetz (wie Anm. 2), S. 114-124.

39 Vgl. kompakt Gerd Hardach, Der Deutsche Industrie- und Handelskammertag 1861-2011. Berlin 2011, S. 30-43.

Beim Börsengesetz spielten sie nun ebenfalls eine unglückliche Rolle. Als (quasi) öffentlich-rechtliche Organisationen waren sie verpflichtet, auf Aufforderung Gesetzesvorhaben zu begutachten, Schwachstellen aufzudecken und mögliche Folgen zu skizzieren. Dies taten sie auch im Vorfeld des Börsengesetzes. Problematisch war daran, dass die Gutachten rein sachlich argumentierten und nur den Gesetzentwurf kritisierten; eine positive Auseinandersetzung mit der Börsenregulierung beziehungsweise Gegenvorschläge waren von ihnen nicht eingefordert worden. Ihre betonte Sachlichkeit wurde ihnen schließlich negativ ausgelegt. Die Kontrahenten der Handelskammern warfen ihnen ihre rein ablehnende Haltung vor und konstruierten so ein Bild der lokalen Kaufmannschaften, die selbst nicht in der Lage waren, börsenbezogene Probleme zu lösen, und zugleich staatliche Vorgaben erheblich kritisierten oder rundweg ablehnten.⁴⁰

Dadurch gerieten die Handelskammern in die Defensive. Zugleich erwies es sich als interessenpolitischer Fehler, dass mit der Berliner Korporation der Kaufmannschaft – eine Handelskammer existierte in Berlin noch nicht – ausgerechnet jene Institution zur Wortführerin wurde, die besonders im Kern der öffentlichen Kritik stand – und in Berlin selbst von mittelständischen Industriellen und Vertretern der Produktenbörse bekämpft wurde.⁴¹

Die Diskussion war in Vielem auf die tatsächlichen Verhältnisse in Berlin ausgerichtet und berücksichtigte andere Börsen nur am Rande. Zwar geriet beispielsweise auch der Kaffeeterminhandel in Hamburg in die Kritik, doch war diese Diskussion bei Weitem nicht so politisiert wie beim Getreideterminhandel. Dies lag vor allem daran, dass beim Kaffeehandel gleichsam ausschließlich Kaffeehändler – abhängig von ihrer Position der Wertschöpfungskette – ihren Konflikt um Ressourcen austrugen:⁴² „*Es handel[t]e sich um einen Streit in der Familie der Kaffeehändler und da sollte man nicht gleich nach der Polizei rufen.*“⁴³ Eine unversöhnliche Frontstellung von Händlern gegen Händler war – trotz bisweilen intensiver Debatten – interessenpolitisch aber deutlich unwahrscheinlicher als eine Frontstellung von Produzenten und Händlern wie sie im Falle des Getreides besonders vom Bund der Landwirte konstruiert wurde.

Die interessierten Kaufmannschaften waren mit der neuen Art der aggressiven Kampagnenpolitik, auf die sich der BdL meisterlich verstand und die weniger auf lösungsorientierte Sachpolitik als auf partikulare Maximalforderungen setzte, schlicht überfordert. Dem BdL gelang es derart, den ‚raffenden, gierigen und jüdischen Börsianer‘ als Feindbild zu konstruieren. Die Handelskammern schafften es hingegen nicht, das Bild des ‚dummen Agrariers‘ oder ihre durchaus bedenkenswerten sachlichen Einwände in die Öffentlichkeit zu kommunizieren oder gar ein positives Bild von sich zu zeichnen: Umschreibungen wie „*Akademie zur Übertretung der Gesetze*“, „*Monte Carlo ohne Musik*“, „*Spielhölle*“ oder gar „*Giftbaum*“ standen gleichsam selbsterklärend für Börsen.⁴⁴

40 Meier, Entstehung (wie Anm. 2), S. 288 ff.

41 Christoph Biggeleben, Das „*Bollwerk des Bürgertums*“. Die Berliner Kaufmannschaft 1870-1920 (Schriftenreihe zur Zeitschrift für Unternehmensgeschichte 17). München 2006, S. 227-234 et passim.

42 Rischbieter, Mikro-Ökonomie (wie Anm. 2), S. 162 ff. et passim.

43 WWA, K 2, Nr. 439, Protokoll der Sitzung des DHT-Ausschusses vom 19. bis 20. November 1889 in Berlin, S. 18 f.

44 Borchart, Einleitung (wie Anm. 2), S. 27; zum Vergleich mit der ‚Spielhölle‘ Monte Carlo zum Beispiel Kolk, Geheimnis (wie Anm. 18), S. 9.

Den Börsenvertretern fehlte zugleich nahezu jede Unterstützung. Im Reichstag konnten sie auf nur wenige Verbündete setzen und interessenpolitische Koalitionen waren nicht zu realisieren. Bemerkenswert ist besonders die defensive Rolle des Centralverbands deutscher Industrieller (CdI), der sich zwar nicht explizit gegen die Kammern stellte, sie aber auch nicht unterstützte. Sie überrascht insofern, als gerade die kapitalintensive Schwerindustrie zum einen eng mit den Berliner Großbanken verflochten war und zum anderen ein ureigenes Interesse an funktionsfähigen Kredit- und Kapitalmärkten haben musste, denen die agrarischen Forderungen nun entgegenstanden. Die Zurückhaltung ist wohl eher taktisch zu erklären als strategisch. Zur fraglichen Zeit schien eine Frontstellung gegen landwirtschaftliche Interessen nicht opportun, da CdI und BdL ähnliche Ziele in der Handelspolitik verfolgten und somit aufeinander angewiesen waren. Zugleich rangen der CdI und der börsenaffine Deutsche Handelstag um die interessenpolitische Führungsrolle in Außenhandelsfragen, sodass aus Sicht des aufstrebenden CdI allenfalls wohlwollende Neutralität geboten schien.⁴⁵

Neben dem Doppelcharakter von Handelskammern und Korporationen als (quasi) öffentlich-rechtliche Institutionen und Interessenvereinigungen erwies sich folglich das Fehlen eines expliziten Lobbyverbandes aus Sicht von Banken, Börsen und Handel als kontraproduktiv. Nicht von ungefähr steht die Gründung des späteren Centralverbands des deutschen Bank- und Bankiersgewerbes im engen Zusammenhang mit der Börsengesetzgebung, deren Reform das alles überragende Gründungsziel des Bankenverbandes war.⁴⁶

Insgesamt zeigten sich im Prozess um die Börsenregulierung ein Formwandel interessenpolitischer Einflussnahme sowie eine Erweiterung des Adressatenkreises. Den Agrariern gelang es, die politische Öffentlichkeit als Ressource zu aktivieren, Ressentiments in der Bevölkerung zu stärken oder hervorzurufen und den Populismus als Auseinandersetzungsform in politische Debatten einzuführen. Diese Strategie war wirkungsvoll: Die staatliche Administration war den Handelskammer-Argumentationen durchaus zugeneigt, betonte aber zugleich, dass angesichts der herrschenden öffentlichen Meinung die agrarischen Interessen nicht unberücksichtigt bleiben konnten.⁴⁷ Retrospektiv beschrieb Henry Axel Bueck, der Geschäftsführer des CdI, das Gesetz treffend als „*von der augenblicklichen Parteileidenschaft und augenblicklichen Strömungen hervorgerufenes [...] Gelegenheitsgesetz*“⁴⁸ und hob damit gleichsam hervor, dass nur die besondere politische Konfliktsituation der 1890er-Jahre seine Entstehung erklären kann.

45 Vgl. unter anderem Hartmut Kaelble, Industrielle Interessenpolitik in der Wilhelminischen Gesellschaft. Centralverband Deutscher Industrieller 1895-1914 (Veröffentlichungen der Historischen Kommission zu Berlin 27). Berlin 1967, S. 177-181; Dirk Stegmann, Die Erben Bismarcks. Parteien und Verbände in der Spätphase des Wilhelminischen Deutschlands. Sammlungspolitik 1897-1918. Köln 1970, S. 59-65.

46 Morten Reitmayer, Bankiers im Kaiserreich. Sozialprofil und Habitus der deutschen Hochfinanz (Kritische Studien zur Geschichtswissenschaft 136). Göttingen 1999, S. 300-319.

47 Exemplarisch am Beispiel des Staatskommissars: Der Börsengesetzentwurf, in: Handel und Gewerbe 2 (1894/95), S. 311-316, hier S. 311 (§ 1); auch Meier, Entstehung (wie Anm. 2), S. 254 f.

48 Vgl. Die Novelle zum Börsengesetz, in: Verhandlungen, Mitteilungen und Berichte des Centralverbandes deutscher Industrieller 98/1904, S. 59-89, hier S. 61.

V. Viel Ehr‘, viel Feind? Ehrvorstellungen und gesellschaftliche Führungsansprüche

Bei der Beeinflussung der öffentlichen Meinung hatten der BdL und seine Unterstützer nicht davor zurückgeschaut, Ressentiments zu bedienen und das Verhalten einzelner Akteure an den Börsen als Systemfehler zu überzeichnen. Die Agitation gegen manipulative Börsenhändler, jüdische Bankiers und insgesamt das ‚raffende‘ Kapital als Gegenstück zum ‚schaffenden‘ Bauernstand traf die Börsenhändler gleich doppelt an einem wunden Punkt: Erstens war nicht zu leugnen, dass es an den Börsen spekulative Exzesse, Kursmanipulationen und Korruption gegeben hatte, und zum Zweiten standen Börsianer in der Öffentlichkeit gleichsam unter Generalverdacht. Der Wortführer der Deutschkonservativen, Hans Graf von Kanitz-Podangen, hatte bezeichnenderweise in den Reichstagsverhandlungen mit einigem Nachdruck dafür gestritten, den Begriff ‚Börsen-Ehrengericht‘ durch ‚Disziplinarhof‘ zu ersetzen, weil – so der Subtext – ‚Börse‘ und ‚Ehre‘ ein unvereinbares Begriffspaar seien.⁴⁹ Zwar war er mit diesem Vorstoß nicht erfolgreich gewesen, doch solch semantisch mal mehr, mal weniger feine Angriffe durchzogen die Debatten wie ein roter Faden und führten zu entsprechenden Gegenreaktionen. Stellvertretend formulierte beispielsweise der Ausschuss des Deutschen Handelstags: *„Der Handelstag weist eine Gesetzgebung zurück, welche in die Freiheit des Verkehrs eingreift, zur Bevormundung des Publikums führt, die bisher selbständige Tätigkeit der Handelsvertretungen in der Verwaltung der Börsen-Angelegenheiten zu einer untergeordneten herabdrückt, sowie in ihren einzelnen Bestimmungen auf das Selbstgefühl des Handelsstandes kränkend und beleidigend einwirkt.“*⁵⁰

Das gekränkte Ehrgefühl der Kaufleute war dabei nicht bloße Rhetorik, sondern Bestandteil eines argumentativen Differenzierungsprozesses. Von den reinen Spekulanten und Spielern grenzten sich nahezu alle Kaufmannschaften ab. Immer wieder verwiesen die Gutachten der Handelskammern darauf, dass nicht der engere Kreis der Börsenhändler, sondern der weitere Kreis der Börsenbesucher das Fehlverhalten an der Börse verursacht habe – ein durchaus gängiges Argumentationsmuster, das beispielsweise in ähnlicher Form auch von der New York Stock Exchange genutzt wurde.⁵¹ Auf eine griffige Formulierung gebracht, zeichneten die Handelskammern ein Bild, nach dem ein ehrbarer Kaufmann handle, ein Spieler hingegen spekuliere. Das unerfahrene Publikum mit seinen Renditeerwartungen sei ursächlich für die Probleme an den Börsen, nicht der Kaufmann.

49 Verhandlungen des Deutschen Reichstags, 11. Sitzung vom 9. Januar 1896, S. 204 f.

50 RWWA (Rheinisch-Westfälisches Wirtschaftsarchiv, Köln), 3-4-10; 20-23-4, Protokoll der Sitzung des Ausschusses vom 9. März 1896.

51 Exemplarisch NYSE-Archiv, RG 1-2, Library Committee, Letter Books, Vol. 1, Bl. 143, Library Committee an B.C. Forbes vom 23. Mai 1913: *„Naturally, we should like to bring home to these people, that a very great difference exists between members of the Stock Exchange and that noble army of ‘outside brokers’ who are too often swindlers, company promoters and bucket-shops.“* – Die Argumentation der NYSE überzeugte insofern, als – anders als bei deutschen Börsen – ausschließlich Mitglieder der NYSE Zugang zur Börse hatten, die einer strengen Selbstregulierung unterlag. Freilich verlagerten sich aufgrund der starken Nachfrage spekulative Geschäfte auf – völlig unregulierte – Handelsformen außerhalb der Börsen. Vgl. Michie, London and New York Exchanges (wie Anm. 28), S. 194 ff., 206 ff.

Aus dieser Grundhaltung lehnten sie auch das Börsenregister ab. Das Börsenregister befreite bei einem Rechtsgeschäft die Vertragsparteien vom Differenzeinwand, sofern beide Parteien im Börsenregister eingetragen wurden. Der Differenzeinwand war eine umstrittene Möglichkeit, sich auf gerichtlichem Wege vertraglicher Verpflichtungen zu entledigen. Differenz- und Spielgeschäfte waren Rechtsbegriffe für jene Termingeschäfte, die nicht darauf abzielten, effektive Ware zu liefern, sondern lediglich darauf, Kursgewinne zwischen Vertragsschluss und Fälligkeitstermin zu erzielen, folglich reine Spekulationsgeschäfte. Klagte eine Partei, weil die andere ihren Verpflichtungen aus einem solchen Geschäft nicht nachgekommen war, konnte die verklagte Partei vor Gericht den Differenzeinwand erheben. Erhielt sie Recht, war der Vertrag nichtig.⁵² Diese Rechtsunsicherheit sollte durch das Börsenregister beseitigt werden.

Wer sich aber ins Börsenregister eintragen ließ, kommunizierte zugleich nach außen, dass er daran interessiert war, die inkriminierten reinen Spekulationsgeschäfte tätigen zu wollen. Angesichts des negativen Leumunds der Spekulanten war es für ehrbare Kaufleute aber kein besonderer Anreiz, sich in das Register eintragen zu lassen, für reine Spekulanten, die lediglich Rechtssicherheit suchten, war dies hingegen ein erheblicher Anreiz. Das Register mache aus einem unmoralischen nunmehr ein moralisches Geschäft und, so die Argumentation des Handelstags weiter, fördere daher Spekulation statt sie einzudämmen.⁵³

Daher verständigten sich die Bankiers und Börsianer der führenden Finanzzentren darauf, das Register zu boykottieren. Dies war freilich reine Symbolpolitik. Sie zeigt aber, wie sehr es beim Börsengesetz auch um das Miteinander in der Gesellschaft, um Kommunikationsformen und Ehrvorstellungen ging – gleichsam um die Deutungshoheit über kulturelle Ressourcen. Schließlich lagen den Diskussionen unterschiedliche gesellschaftliche Leitbilder zugrunde: erstens ein individualistisch-liberales, bürgerliches Leitbild, das auf Leistung, Fortschritt, Eigennutz und Eigenverantwortung aufbaute, zweitens ein konservativ-agrarisches Leitbild, das ständisch geprägt war (und besonders östlich der Elbe um die adligen Führungsansprüche ergänzt wurde), drittens schließlich ein sozialistisches Leitbild, das Klassenunterschiede überwinden wollte und in kollektiven Kategorien dachte, aber aus politischen Gründen vorerst nur eine untergeordnete Bedeutung hatte.⁵⁴ Der Konflikt um die wirtschaftliche, gesellschaftliche und politische Führungsrolle, der vom Börsengesetz ebenfalls berührt wurde, beschränkte sich daher in erster Linie auf den Antagonismus des bürgerlichen und des ständischen Gesellschaftskonzepts.

52 Exemplarisch die rechtliche Auseinandersetzung bei Edmund Brückner, *Der Differenzhandel an der Börse (Die sogenannten Differenzgeschäfte)*. Technisch, juristisch und volkswirtschaftlich betrachtet. Berlin 1894, S. 19-37.

53 WWA, K2, Nr. 501, Protokoll des 22. Deutschen Handelstags, 10. März 1896, S. 27-37, hier S. 28.

54 Das Dilemma der Sozialdemokratie lag besonders darin, „*die Börse wie alle kapitalistischen Einrichtungen der heutigen Gesellschaft grundsätzlich*“ bekämpfen zu wollen, zugleich aber den „*Terminhandel in Getreide [...] in der bürgerlichen Gesellschaft [für] unentbehrlich*“ zu erachten, da er als Korrektiv der Getreidepreise fungiere und damit mittelbar helfe, die Lebenshaltungskosten der Arbeiterschaft niedrig zu halten. Die sozialdemokratische Reichstagsfraktion hatte daher gegen das Börsengesetz gestimmt. Vgl. *Handbuch für sozialdemokratische Wähler. Der Reichstag 1893-1898*. Berlin 1898, S. 323-326 (Zitate S. 324 f.).

VI. Die Auswirkungen eines ‚Gelegenheitsgesetzes‘

Das 1896 schließlich verabschiedete Börsengesetz schien zunächst ein voller politischer Erfolg der agrarischen Interessenvertreter zu sein, konnten sie doch mit dem Verbot des Börsenterminhandels für Getreide- und Müllereiprodukte ihre zentrale politische Forderung durchsetzen. Dies sollte sich als Pyrrhussieg erweisen. Denn im Ergebnis war das Börsengesetz ein Kompromiss, der zwar interventionistisch anmutete, aber liberal gehandhabt wurde.⁵⁵

Das Börsengesetz hatte im Wesentlichen die bisherigen Usancen vereinheitlicht, war in vielen Details den Vorschlägen der Börsenquete gefolgt, die sich wiederum an der Berliner Börsenpraxis orientiert hatte und somit originär Börseninteressen abbildete.⁵⁶ Neben den zwingenden Bestimmungen ließ das Gesetz der lokalen Börsenverwaltung zudem noch einigen Gestaltungsspielraum bei der konkreten Ausführung.⁵⁷ Die staatlichen Kontrollorgane, namentlich der Staatskommissar, schränkten die Selbstverwaltung der Börsen faktisch nicht nachhaltig ein⁵⁸ – mit Ausnahme der Berliner Börse, die sich zunächst geweigert hatte, ihre Börsenordnung dem Gesetz anzupassen, sodass schließlich eine Ordnung oktroyiert wurde und die Führung der Börse gar von der Korporation der Kaufleute auf die neugegründete Handelskammer überging. Dabei spielten freilich Berliner Spezifika und interessenpolitische Divergenzen innerhalb des Berliner Gewerbes die eigentlich maßgebliche Rolle.⁵⁹

Die wirtschaftlichen Folgen konterkarierten den interessenpolitischen Erfolg der Agrarier in besonderem Maße. Weil für die Ausweichgeschäfte, die an die Stelle des Börsenterminhandels traten, erhebliche Mengen an Kapital erforderlich waren, wirkte das Gesetz im Getreidehandel konzentrationsfördernd⁶⁰ und begünstigte – neben anderen Faktoren – auch eine weitere Kapitalkonzentration im Bankwesen, die durch die den Agrariern besonders verhassten Großbanken repräsentiert wurde.⁶¹

55 So pointiert besonders Rischbieter, *Mikro-Ökonomie* (wie Anm. 2), S. 182.

56 Zum Börsengesetz, in: *Handel- und Gewerbe* 2 (1894/95), S. 120 f.

57 Vgl. auch zur unterschiedlichen Umsetzung der gesetzlichen Vorgaben an einzelnen Börsen Hans Hoffmann, *Reichs-Börsengesetz vom 22. Juni 1896 mit den Ausführungsbestimmungen und der Makler-Ordnung sowie der neuen Börsen-Ordnung für Berlin unter eingehender Berücksichtigung der Börsen-Ordnungen für Frankfurt a. M. und Hamburg*. Berlin 1897.

58 BArch Berlin (Bundesarchiv Berlin), R 43/463, Bl. 66 ff., Handelskammer Frankfurt a. M. an Reichskanzler, vom 15. September 1900; in Auszügen auch Börsengesetz, in: *Handel und Gewerbe* 8 (1900/01), S. 4-7.

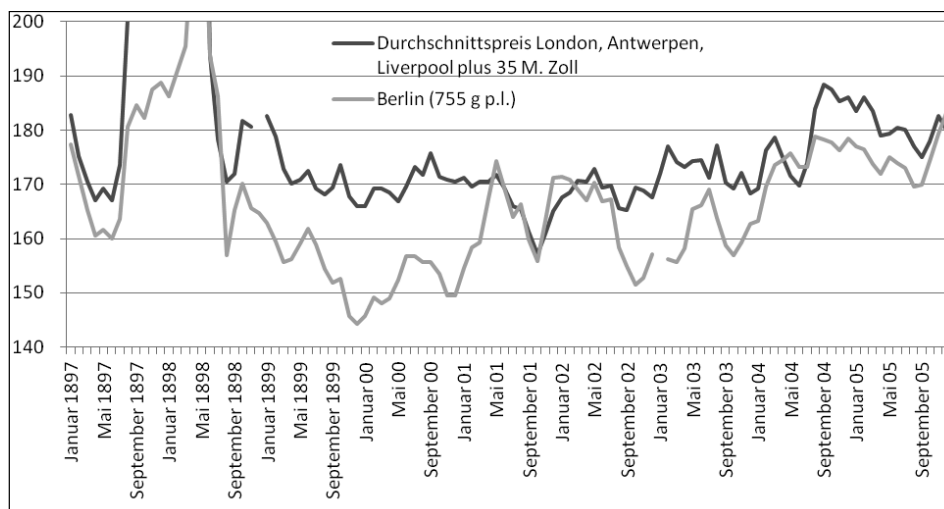
59 Umfassend Biggeleben, *Bollwerk* (wie Anm. 41), S. 234-307.

60 Meier, *Entstehung* (wie Anm. 2), S. 335; *Wirkungen des Börsengesetzes*, in: *Handel und Gewerbe* 5 (1897/98), S. 192 f.

61 Differenziert zu den konzentrationsfördernden Faktoren im Bankwesen Caroline Fohlin, *Finance Capitalism and Germany's Rise to Industrial Power*. Cambridge 2007, S. 236-254. Fohlin hält den tatsächlichen Einfluss des Börsengesetzes auf die Bankkonzentration indes für vergleichsweise gering. Anders hingegen Wetzel, *Auswirkungen* (wie Anm. 2), S. 173 f., der insbesondere in der Verlagerung des – nunmehr ebenfalls verbotenen – Terminhandels für Bergwerks- und Industriewerte in den Kassahandel und der Übernahme von Haftungsrisiken (Prospekthaftung) konzentrationsfördernde Faktoren erblickt.

Etliche periphere Börsen – zum Beispiel Posen, Halle, Memel, Grimmen – hatten sich, teils bereits im Vorfeld des Börsengesetzes, in normale Handelsplätze umgewandelt⁶² und einige mittlere Warenbörsen hatten Markanteile an die größeren Börsen verloren, so besonders die Magdeburger an die Hamburger Zuckerbörse.⁶³ Die Organisation des Hamburger Kaffeeterminhandels blieb vom Börsengesetz weitgehend unberührt.⁶⁴ Auf den Berliner Effektenmarkt hatte das Börsengesetz keine⁶⁵ oder allenfalls positive Auswirkungen⁶⁶ und auch für die Frankfurter Börse änderte sich substantziell kaum etwas.⁶⁷

Abbildung 1: Virtuelle Inlandspreise: Vergleich der Berliner Weizenpreise mit dem arithmetischen Mittel der Preise in London, Liverpool und Antwerpen zzgl. 35 M.t Zoll (1897-1905)



Quelle: Ruesch, Getreidehandel (wie Anm. 16), S. 41 f.; 48-52.

Das Terminhandelsverbot für Getreide und Müllereiprodukte hatte weitreichende Folgen – ironischerweise zu Lasten der Landwirtschaft. Da der „regulierende Terminhandel“ weggefallen war, bildeten – verkürzt gesagt – die Inlandspreise nicht mehr alle weltweit

62 Koch, Börsenordnungen (wie Anm. 31), S. 5. f.

63 BArch Berlin, R 43/463, Bl. 84 ff., Handelskammer zu Magdeburg an den Königlichen Regierungs-Präsidenten Herrn von Arnstedt vom 23. Oktober 1899.

64 Rieschbieter, Mikro-Ökonomie (wie Anm. 2), S. 181.

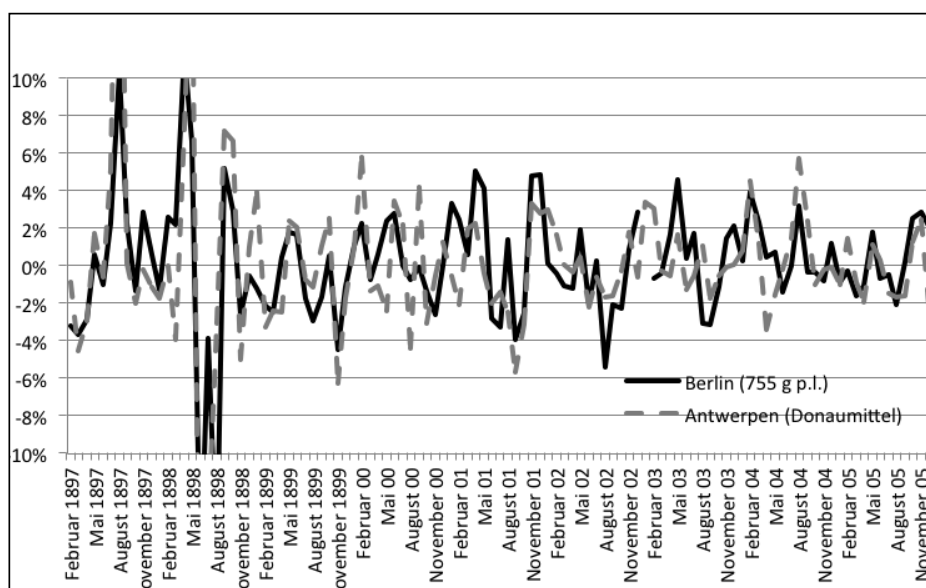
65 Carsten Burhop / Sergey Gelman, Taxation, Regulation and the Information Efficiency of the Berlin Stock Exchange 1892-1913, in: European Review of Economic History 12 (2008), S. 39-66, hier S. 61.

66 Wetzel, Auswirkungen (wie Anm. 2), S. 399-404.

67 Otto Wormser, Die Frankfurter Börse. Ihre Besonderheiten und ihre Bedeutung. Ein Beitrag zur Frage der Börsenkonzentration. Tübingen 1919, S. 73-76.

verfügbaren Marktinformationen ab.⁶⁸ Als Folge lag fortan beispielsweise der deutsche Inlandspreis für Weizen zollbereinigt bisweilen erheblich – bis zu 20 Mark pro Tonne – unter dem Niveau der Weltmarktpreise. Daraus resultierten – zumindest theoretisch – erhebliche Einnahmeverluste für die Landwirtschaft, während ursprünglich das Terminhandelsverbot eine Verbesserung der Einnahmesituation hätte bewirken sollen. Eine unumwunden positive Wirkung des Terminhandelsverbots auf die Getreidepreisentwicklung, wie von den agrarischen Interessenvertretern zuvor häufig proklamiert, ist jedenfalls auszuschließen.

Abbildung 2: Monatliche Preisveränderungen in Berlin und Antwerpen (1897-1905)



Quelle: Ruesch, Getreidehandel (wie Anm 16), S. 41 f., 48-52.

Freilich gab es auch andere Stimmen, die als Folge des Verbots die ruhigere Preisbewegung im effektiven Lokal- und Regionalhandel betonten.⁶⁹ In der Tat war dies für die Ausbildung politischer Präferenzen eine maßgebliche Größe gewesen, da sich die Bauern an den lokal zu realisierenden Preisen orientierten und nicht an den hochaggregierten Weltmarktpreisen.⁷⁰ Inwiefern sich die Preise tatsächlich lokal und regional gleichmäßiger entwickelten, muss an dieser Stelle offen bleiben. Die zentralen Monatskursnotierungen in Berlin (ohne Terminhandel) und Antwerpen (mit Terminhandel) zeugen allerdings nicht

68 Antrag auf Aufhebung des Börsengesetzes, in: Handel und Gewerbe 5 (1897/98), S. 20 (Zitat); vgl. ferner Meier, Entstehung (wie Anm. 2), S. 344.

69 BArch Berlin, R 43/463, Bl. 70, Eingabe der Centralstelle der preußischen Landwirtschaftskammern in Berlin, betreffend Reform des Stempel- und Börsengesetzes [7. November 1900]; Wirkungen des Börsengesetzes, in: Handel und Gewerbe 5 (1897/98), S. 385 [Handelskammer Duisburg].

70 Vgl. auch Ruesch, Getreidehandel (wie Anm. 16), S. 37 f.

von einer signifikant höheren Stabilität der Berliner Preise, da Preisanstiege beziehungsweise Preisverfall im Vergleich zum Vormonat mal in Berlin, mal in Antwerpen stärker waren (vgl. Abbildung 2).

Die Diskrepanz der politischen Rationalitäten, der Erfahrungsräume und Erwartungshorizonte hatte die gesamte Diskussion um das Börsengesetz bestimmt, dessen Beurteilung einigermaßen paradox ausfällt: Die Aktivierung interessenpolitischer Ressourcen durch die Agrarier war zwar kurzfristig politisch erfolgreich, nutzte aber langfristig eher den politischen Gegnern in den Debatten um das Börsengesetz und erhöhte nicht nur deren ökonomische Ressourcen, sondern auch ihre moralischen. Nicht nur hatten die Verhandlungen im Reichstag zutage gefördert, dass ausgerechnet der Vorsitzende des BdL, Berthold von Ploetz, noch 1894 und 1895 selbst im Getreideterminhandel spekuliert hatte,⁷¹ sondern schließlich hatten sich die Argumente des Handels im Gesetzgebungsverfahren retrospektiv als deutlich valider herausgestellt als jene der Agrarier: Die mehr und mehr evidenten negativen Effekte der Abkopplung von den Weltmarktpreisen, die Konzentrationstendenzen in der Wirtschaft und die Nachteile für die deutschen Finanzmärkte waren in den Handelskammergutachten bereits befürchtet worden. Sie dienten fortan als zentrale Argumente, um auf eine Revision des Börsengesetzes zu drängen.⁷²

Das Börsengesetz wurde schließlich 1908 novelliert. Es hob zwar das Verbot des börsenmäßigen Terminhandels für Getreide nicht auf, wohl aber jenes für Bergwerks- und Industrieaktien. Es beseitigte zudem das – als Folge des Boykotts unwirksame – Börsenregister und knüpfte fortan die Terminhandelsfähigkeit an die Eintragung ins Handelsregister.⁷³ Im Vorfeld der Novelle war – unter dem Eindruck der Finanz- und Liquiditätskrise 1907 – schließlich ein neues Argument zugunsten der Börse vorgebracht worden: Nur funktionsfähige Börsen und Kapitalmärkte seien in der Lage, das notwendige Kapital für die Staatsfinanzierung bereitzustellen. Dies könne „namentlich in einem Augenblick, wo vielleicht der politische Horizont nicht wolkenfrei ist“,⁷⁴ bedeutsam werden, folglich im Krieg und bei seiner Vorbereitung.⁷⁵ Somit fügte sich die Diskussion um die Börsen erneut in eine gesellschaftliche Meta-Debatte ein, der zahlreiche Historiker eine erhebliche Integrationskraft zugeschrieben haben. Während die Börse in den 1890er-Jahren die Lager gespalten hatte, wirkte sie im Rahmen der weltpolitischen Agenda nebst Sammlungspolitik und Flottenrüstung nunmehr integrativ. Aber das ist eine andere Geschichte.⁷⁶

71 Siehe ausführlich Meier, Entstehung (wie Anm. 2), S. 292-315.

72 Besonders deutlich im ‚Initiativantrag‘ der Handelskammer Frankfurt am Main. Vgl. BArch Berlin, R 43/463, Bl. 66 ff., Handelskammer Frankfurt am Main an den Reichskanzler vom 15. September 1900.

73 Meier, Entstehung (wie Anm. 2), S. 357-361.

74 Börsengesetz, in: Handel und Gewerbe 7 (1899/1900), S. 465 f.

75 Von Bülow hatte bereits in seiner Regierungserklärung vom 26. Februar 1907 zum Ziel erhoben, „daß unsere Börse in den Stand gesetzt wird, ihrer Aufgabe als wichtiges nationales Wirtschaftsinstrument gegenüber den Börsen des Auslands besser als bisher gerecht zu werden.“ Zit. n. Meier, Entstehung (wie Anm. 2), S. 356.

76 Vgl. knapp zu den Kontroversen um Sammlungspolitik und Flottenrüstung Hans-Peter Ullmann, Politik im Deutschen Kaiserreich (Enzyklopädie deutscher Geschichte 52). München 2005, S. 93-96.

VII. Ergebnis

Das Börsengesetz von 1896 zeugt zunächst sowohl auf der sachlichen als auch auf der symbolischen Ebene von der problematischen Adaption von Finanzinnovationen in Phasen ökonomischen Strukturwandels. Neuartige Finanzprodukte wie der börsenmäßige Terminhandel am Ende des 19. Jahrhunderts sind offensichtlich per se konfliktreich. Zum einen stellen sie eine Innovation aus dem Markt heraus sowie ein Angebot dar, für das eine Nachfrage existiert. In idealtypisch-modellhafter Perspektive sind sie folglich erwünscht. Zum anderen führen sie nicht selten zu gesellschaftlichen Diskussionen über ihren Nutzen. Es handelt sich im Prinzip um einen unauflösbaren, weil normativen Konflikt: Auf der einen Seite standen und stehen Akteure mit einem wirtschaftsliberalen Staatsverständnis, das dem Markt Vorrang vor staatlicher Intervention gibt und Marktperfektionen beziehungsweise Marktversagen kurzzeitig in Kauf nimmt, während Vertreter der anderen Seite die prästrukturierende, paternalistische Hand des Staates bevorzugen und eine geringere wirtschaftliche und institutionelle Dynamik akzeptieren oder gar für sinnvoll halten.

Die daraus abgeleiteten Konflikte zeugten im historischen Fallbeispiel des Börsengesetzes von einer latenten gesellschaftlichen Überforderung bei der Übersetzung ökonomisch notwendiger Strukturanpassungen in politisches Handeln – zumal bei Prozessen, mit denen Beschleunigung und veränderte Raumwahrnehmungen einhergingen. Die Geschichte des Börsengesetzes ist insofern in erster Linie eine Globalisierungsgeschichte – nicht zuletzt, weil die in Deutschland behandelten Fragen so oder so ähnlich in den übrigen entwickelten Staaten ebenfalls diskutiert wurden. Doch während in den meisten Staaten über Terminhandelsverbot und Börsenregulierung vorwiegend pragmatisch nach sachlichen Kriterien verhandelt wurde, geriet die Diskussion in Deutschland zum Politikum.

Dies kann nur historisch erklärt werden. Die Börsengesetzgebung war im gesellschaftlichen Modernisierungsprozess des Kaiserreichs ein Ventil für jene Gruppen, die sich vom wirtschaftlichen und sozialen Abstieg bedroht wähnten und ihre gesellschaftlichen Ressourcen verteidigen wollten, während das Wirtschaftsbürgertum seinen gesellschaftlichen Aufstieg gerade auf seine gestiegenen ökonomischen Ressourcen gründete. Die symbolischen Konflikte um gesellschaftliche Positionen dominierten daher letztlich die realen Konflikte bei weitem. Angesichts der enormen Politisierung des Gegenstands überrascht schließlich, dass gleichwohl eine erstaunlich langlebige Norm entstand, die den deutschen Börsen und Kapitalmärkten nicht substanziell geschadet und den Agrariern nicht sonderlich genutzt hat.

(PD Dr. Boris Gehlen, Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn, Institut für Geschichtswissenschaft, Abt. Verfassungs-, Sozial- und Wirtschaftsgeschichte, Konviktstraße 11, D-53113 Bonn)

