

Die Geografie der deutschen Börsen im Wandel (1913–37)¹

ABSTRACT: The Geographic Conversion of German Stock Exchange Centres, 1913–37

We compare the size of regional stock exchanges in Germany in 1913 and 1937. We provide new aggregate data about the number of listed and cross-listed firms as well as their market value in 1913 and in 1937. Larger firms tend to have multiple listings. In contrast, small firms were regularly only listed at one stock exchange, in most cases a stock exchange close to the headquarter and within the state of incorporation. In addition, we argue that asymmetric information between issuers and potential investors is the key force driving listing decisions, whereas regulatory arbitrage did not have a substantial impact.

I. Einleitung

Einige Tage nach Ausbruch des Ersten Weltkriegs wurden alle deutschen Börsen geschlossen. Das war zu diesem Zeitpunkt mit 23 eine beachtliche Anzahl. Abgesehen von den nach Kriegsende aus dem deutschen Wirtschaftsgebiet herausfallenden Börsen in Straßburg und Danzig erfolgte die erste deutliche Reduktion der Börsenplätze erst während der nationalsozialistischen Herrschaft. Nun wurden im Dezember 1934 im Zuge des ‚Gesetzes über den Wertpapierhandel‘ zwölf Börsenplätze geschlossen beziehungsweise mit anderen zusammengelegt und damit die Gesamtzahl der Börsen auf neun reduziert,² von denen heute immerhin noch sechs unabhängige – in Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main (der heute wichtigste deutsche Börsenplatz), Hamburg/Hannover, München und Stuttgart – existieren.

Interessanterweise ist die Frage, wie und warum dezentrale Systeme entstehen und weshalb sie über lange Zeiträume bestehen, bisher in der Literatur kaum diskutiert worden. Dabei ist dies insbesondere für das Deutsche Kaiserreich eine wichtige Frage. Ökonomisch haben Investoren einen Anreiz, Handelsaktivitäten zu zentralisieren. Das reduziert Informationskosten, damit Transaktionskosten, und dies erhöht

1 Vortrag gehalten auf dem 36. Symposium des Instituts für bankhistorische Forschung ‚Effizienz, Konkurrenz und Stabilität im Wertpapierhandel. Historische Erfahrungen und zukünftige Perspektiven‘ auf Einladung der Börse Stuttgart am 14. Mai 2014 in Stuttgart. Wir bedanken uns für die anregende Diskussion und die zahlreichen Anregungen aus dem Teilnehmerkreis.

2 RGBL. I 1934, S. 1202; Joachim Beer, Der Funktionswandel der deutschen Wertpapierbörsen in der Zwischenkriegszeit (1924–1939) (Europäische Hochschulschriften, Reihe 5: Volks- und Betriebswirtschaft 2406). Frankfurt am Main/Berlin/Bern/New York/Paris/Wien 1999, S. 307.

die Liquidität und die Preise.³ Im 19. Jahrhundert sanken, beispielsweise durch die Einführung von Telegraf und Telefon, die Transport- und Informationskosten und wir beobachten eine zunehmende internationale und nationale Marktintegration. Das betrifft den Finanzsektor in besonderem Maße, da Geld ein sehr mobiles und gut handelbares Gut ist. Das Deutsche Reich war spätestens nach der Reichsgründung 1871 ein relativ homogenes Gebiet mit ähnlichen Institutionen und einem gut entwickelten und integrierten Kapitalmarkt. ‚Integriert‘ klingt zunächst seltsam, geht es doch um einen Markt, der so offensichtlich fragmentiert zu sein scheint. Betrachtet man aber typische Integrationsmaße, wie zum Beispiel die Kurse, die für die Aktien ein und desselben Unternehmens an verschiedenen Börsen notiert worden sind, dann findet man sowohl national wie auch international kaum Differenzen, was auf einen gut integrierten Markt hindeutet.⁴

Die Hauptgründe für das ausgeprägte dezentrale Finanzsystem im Kaiserreich waren nicht die Arbitragemöglichkeiten durch regulatorische Unterschiede oder unterschiedliche Transaktionskosten. Hier können kaum wahrnehmbare Unterschiede ausgemacht werden. Vielmehr scheinen asymmetrische Informationen und die starke regionale Bedeutung der Provinzbörsen das dezentrale System zu verstärken. Die regionale Bedeutung ist vermutlich auf einen nicht näher spezifizierbaren ‚Home Bias‘ zurückzuführen, worunter man die Tendenz von Investoren beziehungsweise Börsen versteht, Geldanlagen aus dem Heimatmarkt überproportional zu bevorzugen. Obwohl die Börsen in der Zwischenkriegszeit krisenbedingt an Bedeutung verloren, blieben die meisten Börsenplätze bestehen. Die Politik der Nationalsozialisten, die zwar die Anzahl der Börsen reduzierte, trug aber ebenfalls zur Zementierung des dezentralen Systems bei, indem die in den Zwischenkriegsjahren begonnene Zentralisierung zugunsten einiger ausgewählter Regionalbörsen rückgängig gemacht wurde. Die klare Evidenz für den ‚Home Bias‘ im 19. und beginnenden 20. Jahrhundert vor den Eingriffen der Nationalsozialisten legt allerdings den Schluss nahe, dass das System auch ohne Regulierung fortbestanden hätte.

3 Yakov Amihud/Haim Mendelson, Asset Pricing and the Bid-ask Spread, in: *Journal of Financial Economics* 17 (1986), pp. 223–249.

4 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, S. 199; Markus Baltzer, Cross-listed Stocks as an Information Vehicle of Speculation. Evidence from European Cross-listings in the Early 1870s, in: *European Review of Economic History* 10 (2006), pp. 301–327.

II. Historische Entwicklung

1. Hintergrund⁵

Moderne Wertpapierbörsen entstanden in Deutschland im 19. Jahrhundert. Sie etablierten sich dabei an drei verschiedenen Ortstypen: in traditionellen Geschäftszentren (zum Beispiel Frankfurt am Main und Hamburg), am Sitz der Landesregierungen (zum Beispiel Berlin, München und Dresden) oder in aufstrebenden Industriestädten (zum Beispiel Essen und Hannover). Insgesamt existierten zu Beginn des Ersten Weltkrieges 23 deutsche Börsen. Nach der Reichsgründung entwickelte sich die Berliner Börse rasch zur deutschen Zentralbörse, die gleichrangig neben den internationalen Zentren London und Paris stand. Ebenso rasch verlor die bis dahin dominierende Frankfurter Börse an Bedeutung.⁶ Ein Grund hierfür ist sicherlich, dass nach der Reichsgründung die Reichsbank und damit der zentrale Geldmarkt in Berlin ansässig waren.⁷ Darüber hinaus zog Berlin als führende Industriestadt viele Aktienemissionen von Industrieunternehmen an, während Frankfurt traditionell auf Staatsanleihen spezialisiert war. Erst ab der zweiten Hälfte der 1880er-Jahre wurden an der Frankfurter Börse regelmäßig Aktien von Industrieunternehmen gehandelt.⁸ Zu diesem Zeitpunkt waren die Börsenumsätze in Berlin aber bereits sieben Mal so groß wie in Frankfurt. Im Laufe der Zeit wuchs die Dominanz der Berliner Börse und in den letzten Jahren vor dem Weltkrieg überstieg der Wertpapierumsatz in Berlin denjenigen in Frankfurt um das 15-fache.⁹ Neben einem dominierenden Kassamarkt verfügte die Berliner Börse auch über den wichtigsten Terminmarkt. Die einzigen Regionalbörsen mit einem nennenswerten Terminmarkt waren die Frankfurter Wertpapierbörse und die Hamburger Börse.¹⁰ Darüber hinaus hatten die größten Aktienuniversalbanken bereits ihren Sitz in Berlin (Disconto-Gesellschaft, Deutsche Bank und die Berliner Handelsgesellschaft) oder sie verlagerten ihr Geschäft zunehmend dorthin (wie die Dresdner Bank und die Darmstädter Bank für Handel und Industrie).¹¹ Dennoch blieben einige regionale Börsen für bestimmte Unternehmen von großer Bedeutung. Beispielsweise wurden viele Bergbaugesellschaften in Essen und Düsseldorf notiert, während die Augsburger Börse ein wichtiger Knotenpunkt für bayerische Industrieunternehmen

5 Ein historischer Hintergrund ist im Rahmen dieses Aufsatzes nur ausschnittsweise möglich. Für eine ausführlichere Darstellung sei auf Beer, Funktionswandel (wie Anm. 2), und Hans Pohl (Hrsg.), Deutsche Börsengeschichte. Frankfurt am Main 1992, verwiesen.

6 Rainer Gömmel, Entstehung und Entwicklung der Effektenbörse im 19. Jahrhundert bis 1914, in: Pohl, Börsengeschichte (wie Anm. 5), S. 133–207, hier S. 179 ff.

7 Erich Marx, Die Entwicklung der deutschen Provinzbörsen. Eine volkswirtschaftliche Studie. Wien 1913, S. 38; Gömmel, Entstehung (wie Anm. 6), S. 191 f.

8 Ebd., S. 183 f., 191 f.

9 Otto Wormser, Die Frankfurter Börse, ihre Besonderheiten und ihre Bedeutung. Ein Beitrag zur Frage der Börsenkonzentration (Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, Ergänzungs-Heft 15). Tübingen 1919. S. 229.

10 Marx, Entwicklung (wie Anm. 7), S. 45.

11 Ebd., S. 39 f.

war.¹² In vielen Fällen war die Notierung von Industrieaktiengesellschaften auch gar nicht das Ziel. Generell kann man feststellen, dass die Wertpapiermärkte in München, Stuttgart und Dresden vor allem geschaffen worden sind, um Staatsanleihen der bayerischen, württembergischen, und sächsischen Landesregierungen zu handeln.¹³ Dennoch gewann die Dresdner Börse und auch die nahe gelegene Leipziger Börse zunehmend an Bedeutung für Industrieunternehmen aus Sachsen.¹⁴ Das Gleiche geschah in München, wo seit den 1870er-Jahren viele bayerische Firmen ihre Aktien notieren ließen.¹⁵ Die Hamburger Börse wuchs relativ schnell in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts, vor allem durch die Gewinnung von regionalen Aktiengesellschaften und internationalen Unternehmen aus angrenzenden Ländern. Während der 1880er-Jahre war die Hamburger Börse bereits so wichtig wie die Frankfurter Börse. Frankfurt war jetzt der wichtigste Markt für Süddeutschland, während Hamburg der wichtigste Markt für den Nordwesten war. Darüber hinaus wurden in Frankfurt und Hamburg viele Auslandsanleihen gehandelt – in Frankfurt vor allem aus Österreich-Ungarn und in Hamburg aus Skandinavien.¹⁶

Nach 1914 veränderten sich die Funktion und Rolle der Börsen beträchtlich. Dies war vor allem bedingt durch äußere Einflüsse wie kriegsbedingten Angebots- und Nachfrageänderungen, Spekulationsblasen und Inflation. Dies wurde in besonderem Maße durch Eingriffe des Gesetzgebers ergänzt, sodass das nationale wie auch das internationale Börsengeschehen erheblich beeinträchtigt wurde.¹⁷ Zunächst wurde der Handel an den deutschen Börsen kurz nach Kriegsbeginn Ende Juli 1914 eingestellt. Damit schloss man sich einer Bewegung an, die in fast allen Ländern zu beobachten war, auch in den später nicht am Krieg beteiligten. Man erwartete, dass ein normales Börsengeschäft in Kriegszeiten nicht mehr möglich sei, und reagierte damit auf die bereits aufgetretenen starken Kursschwankungen. Darüber hinaus wollte man die an den Börsen verwendeten Mittel vor allem auf die Finanzierung des Krieges konzentrieren. Dennoch wurden Wertpapiere in einem geringen Umfang vor allem zwischen Banken weiterhin gehandelt.¹⁸ Ende des Jahres 1917 durften an den Börsen wieder Aktien – jedoch keine festverzinslichen Werte – gehandelt werden. An vielen – insbesondere den kleineren – Börsen kam es aber erst 1918 zur Wiederaufnahme der Börsennotierungen.¹⁹ Dabei ging man bei den Börsenzeiten außerhalb Berlins häufig von den Vormittags- zu den Nachmittagsstunden über. Da zu diesem Zeitpunkt bereits die wichtigsten Kurse der Berliner Börse bekannt waren, konnten sich die regionalen Börsen an diesen orientieren. Nach dem Ende des Krieges entfielen die Einschrän-

12 Ebd., S. 47, 50; Gömmel, Entstehung (wie Anm. 6), S. 187 f.

13 Marx, Entwicklung (wie Anm. 7), S. 48.

14 Ebd., S. 49; Gömmel, Entstehung (wie Anm. 6), S. 193 f.

15 Gömmel, Entstehung (wie Anm. 6), S. 187 f.

16 Ebd., S. 197 f.

17 Friedrich-Wilhelm Henning, Börsenkrisen und Börsengesetzgebung von 1914 bis 1945 in Deutschland, in: Pohl, Börsengeschichte (wie Anm. 5), S. 209–290.

18 Ebd., S. 219 ff.

19 Ebd., S. 224.

kungen des Effektenhandels, sodass das Börsenleben langsam wieder aufblühte, und zwar in einem Umfang, dass die Kapazitäten der Berliner Börse nicht ausreichten und die regionalen Börsen in besonderer Weise profitierten.²⁰ Darüber hinaus wuchs nach dem Krieg die Bedeutung des Devisenhandels, welcher insbesondere die Rolle der Kölner Börse stärkte. Die nächsten Einschränkungen des Börsenbetriebs kamen im Zuge der Nachkriegsinflation. Bereits im August 1921 wurden aus diesem Grund die Börsenöffnungszeiten auf drei Tage begrenzt. Nach dem Abflauen der Inflation sowie der Einführung der Rentenmark und später der Reichsmark nahmen die Börsen ihre volle Geschäftstätigkeit wieder auf. Aufgrund der Entwicklung nach dem Ersten Weltkrieg bildeten sich vier Typen von Börsen heraus. Berlin und Frankfurt waren Börsen mit reichsweiter Bedeutung, wobei nach wie vor die Berliner Börse die größte und wichtigste überregional agierende Börse war. Die Frankfurter Börse konnte sich ebenfalls erhebliche überregionale Aufgaben bewahren, zugleich aber auch regionale Aufgaben für Firmen und Investoren aus dem südwestdeutschen Raum wahrnehmen. Sie war damit eine Mischung aus Zentral- und Regionalbörse. Branchenbezogen gab es hier eine Konzentration der im Rhein-Main-Gebiet stark vertretenen chemischen Industrie. Als zweite Gruppe sind die regionalen Börsen in Hamburg, Köln, Leipzig und München zu nennen. Diese hatten jeweils einen besonderen Schwerpunkt. Beispielsweise war Hamburg im Überseehandel ein wichtiger Vermittler mit dem Hinterland elbabwärts. Leipzig profitierte von der immer noch zentralen Bedeutung des Messe- und Handelsplatzes und in München waren Brauereien stark vertreten.²¹ Als dritte Gruppe hatten die Börsen in Düsseldorf, Essen, Dresden und Hannover jeweils für eine kleinere Region eine wichtige Funktion und unterstützten darüber hinaus das Börsenwesen in anderen Regionen. Die Börsen Augsburg, Breslau, Danzig, Halle, Königsberg, Magdeburg Mannheim, Stettin, Stuttgart und Zwickau – als vierte Gruppe – waren vor allem für die unmittelbare Umgebung von Bedeutung. Insgesamt hat sich die Regionalisierung in der Zwischenkriegszeit verstärkt, dabei scheinen die westdeutschen und süddeutschen Börsen sowie Hamburg weniger dem Zentralisierungssog zu unterliegen als die ostdeutschen Börsen wie zum Beispiel Königsberg und Breslau. Die Bedeutung dieser Börsen nahm vor allem durch die Nähe zu Berlin und die Bankenkrise 1931, aber auch durch die verfallenden Getreidepreise ab 1928 noch weiter ab.²² Die Anzahl der Börsenplätze blieb aber zunächst bestehen und wurde erst durch die Nationalsozialisten reduziert. Das Ziel der Schließung beziehungsweise Zusammenlegung der Börsenplätze sollte die Stellung der übrig gebliebenen Provinzbörsen stärken. Generell standen die Nationalsozialisten den Börsen kritisch gegenüber. Insbesondere die internationalen Beziehungen und der spekulative Charakter vieler Börsengeschäfte widersprachen ihren grundsätzlichen Vorstellungen.²³ Trotz dieser negativen Haltung geschah zunächst allerdings nur sehr wenig, da die Nationalsozia-

20 Ebd., S. 226, 236.

21 Ebd., S. 254.

22 Ebd., S. 267.

23 Ebd., S. 270.

listen zögerten, bestehende Institutionen und Organisation in den ersten Jahren ihrer Herrschaft zu verändern, abzuschaffen oder grundlegend zu reformieren.²⁴ Das ‚Gesetz über den Wertpapierhandel‘ im Dezember 1934 leitete eine grundlegende Neuorganisation der deutschen Börsenstruktur in die Wege.²⁵ Mit dieser Reform war verbunden, dass Wertpapiere ab jetzt an der so genannten Heimatbörse zu handeln seien. Weiterhin war ab dem 1. März 1937 eine Kursnotierung ausländischer Wertpapiere nicht mehr zugelassen. Insgesamt wurden zwölf Börsen geschlossensweise zusammengelegt, sodass sich die Anzahl der Wertpapierbörsen zum 1. Januar 1937 auf neun verringerte: Berlin, Breslau, Hannover und Stuttgart blieben erhalten. Bremen und Lübeck wurden mit Hamburg zur Hanseatischen Börse in Hamburg zusammengelegt. In die Leipziger Börse wurden die Börsen von Halle, Dresden, Chemnitz und Zwickau eingegliedert, die Börse Düsseldorf übernahm die Geschäftstätigkeiten der Börsenplätze Köln und Essen, Mannheim wurde in Frankfurt integriert und die Börse München übernahm die Geschäftstätigkeit der Börse Augsburg. Bei der Zusammenlegung der Börsen wurden die Wertpapiere der aufzulösenden Börse an die aufnehmende Börse übertragen. Die gänzlich aufgelösten Börsen übertrugen ihre Papiere nach Berlin. Ergänzend wurden die Zulassungsbedingungen verschärft, indem die Mindestgrenzen des emittierten Aktienkapitals in Berlin, Frankfurt und Hamburg angehoben wurden. Kleinere Unternehmen, die diese Schwellenwerte nicht erreichten, verloren ihre Zulassung an den großen Börsen und wurden an die jeweilige ‚Heimatbörse‘ verwiesen. Insgesamt nahm die Gesamtbedeutung aller Börsen ab. Sichtbar wurde dieser Sachverhalt auch in der Entwicklung der Börsenumsatzsteuer, deren Erträge von 72 Millionen Mark (1913) auf 16 Millionen Reichsmark (1937/38) gesunken war.²⁶ Dies ist zum einen durch die Reduzierung der Anzahl der börsennotierten Aktiengesellschaften insgesamt als auch durch die zeitweilige Emissionssperre zu erklären, welche die Ausgabe neuer Aktien von Ausnahmegenehmigungen abhängig machte. Ebenfalls hatte sicherlich der Ausschluss jüdischer Kursmakler und freier Makler einen Einfluss auf den Bedeutungsverlust der Börsen.²⁷

2. Deskriptive Statistiken

Tabelle 1 gibt einen Überblick über die neun größten Börsen des Jahres 1913 im Vergleich mit den neun verbliebenen Börsen im Jahr 1937. Im Dezember 1913 waren 1.579 deutsche Unternehmen mit einem Gesamtbörsenwert von 20,37 Milliarden Mark an Berliner Börsen notiert, zusätzlich wurden noch die Aktien von 22 ausländischen Unternehmen gehandelt. Der Marktwert der deutschen Unternehmen entsprach 38 Prozent des Net-

24 Beer, Funktionswandel (wie Anm. 2), S. 302.

25 RGBl. I 1934, S. 1202; Beer, Funktionswandel (wie Anm. 2), S. 307.

26 Henning, Börsenkrisen (wie Anm. 17), S. 213, Tab. 1.

27 Ebd., S. 274.

Tab. 1: Die neun größten Börsen (1913) und die neun verbliebenen Börsen (1937) im Überblick

	Staat	Anzahl aller notierten Firmen	noch an anderen Börsen notiert	an anderen Börsen notiert in Prozent	durchschnittliches Aktienkapital in Mio. Mark	durchschnittlicher Börsenwert in Mio. Mark	durchschnittliche Distanz zur Börse in Kilometer	Anteil der Firmen, die innerhalb von 100 km ihren Firmensitz haben in Prozent	Anteil der Firmen, die ihren Firmensitz im gleichen Staat haben in Prozent
1913									
Berlin	Preußen	992	406	40,9	17,6	27,4	330,0	23,5	69,4
Frankfurt	Preußen	271	203	74,9	28,4	48,2	298,1	33,9	45,4
Dresden	Preußen	197	87	44,2	9,1	14,1	141,0	52,8	62,4
Leipzig	Sachsen	127	78	61,4	20,9	34,9	106,8	62,9	64,6
Hamburg	Hamburg	125	65	52,0	31,1	50,8	260,3	65,6	55,2
München	Bayern	96	49	51,0	22,5	38,9	226,5	45,7	81,1
Augsburg	Bayern	47	15	31,9	17,9	30,7	92,9	76,5	89,4
Mannheim	Baden	59	36	61,0	8,0	12,1	35,0	93,2	57,6
Bremen	Bremen	55	27	49,1	20,3	52,2	103,5	78,1	61,8
1937									
Berlin	Preußen	378	242	64,0	17,0	24,1	245,5	25,4	70,4
Leipzig	Sachsen	193	78	40,4	10,1	13,8	227,7	51,3	60,6
Frankfurt	Preußen	160	110	68,8	28,7	41,1	376,9	37,5	52,5
München	Bayern	112	61	54,5	21,5	30,3	414,6	37,5	76,8
Düsseldorf	Preußen	99	72	72,7	5,9	8,1	285,6	76,8	96,0
Hamburg	Hamburg	89	64	71,9	43,0	60,2	266,5	46,1	24,7
Stuttgart	Württemberg	51	25	49,0	21,3	32,7	503,7	76,5	74,5
Breslau	Preußen	38	27	71,1	9,8	12,9	245,4	52,6	92,1
Hannover	Preußen	25	13	52,0	10,1	14,2	304,1	60,0	92,0

Quelle: Eigene Berechnungen nach Daten aus Saling's Börsenpapiere, 3. Teil: Die Provinzbörsen 15 (1913/14); Saling's Börsenpapiere, 2. Teil: Berliner Börse 38 (1914/15); Wörterbuch (wie Anm. 30), S. 7–60.

tonationalproduktes.²⁸ 1937 wurden an den verbliebenen neun Börsen insgesamt 880 ausschließlich deutsche Unternehmen mit einem Aktienkapital von 10,6 Milliarden Reichsmark und einem Kurswert von 14,1 Milliarden Reichsmark gehandelt. Damit entsprach der Kurswert nur noch rund 14 Prozent des Nettonationalproduktes, und damit weniger als der Hälfte des Jahres 1913.²⁹ Die tatsächlichen Werte dürften sogar noch darunter liegen, weil die dem Börsenhandel zur Verfügung stehenden Beträge dadurch vermindert wurden, dass ein Teil der Aktien durch die Umstrukturierungen der Börsen noch nicht zur Verfügung stand. Für die Berliner Börse machte dies etwa 600 Millionen Reichsmark des Nennbetrages aus.³⁰ Von den 880 verbliebenen Unternehmen wurden 151 an allen Börsen gehandelt. Es handelt sich dabei um Firmen aus dem Verkehrswesen, wie zum Beispiel Straßenbahnen, Schifffahrtsunternehmen und Eisenbahnen sowie Kolonialwerte, Banken und Versicherungsgesellschaften.³¹ Es bleibt allerdings unklar, wie stark sich das Handelsvolumen dieser Werte zwischen den Börsen unterscheidet. Aus diesem Grund beschränken wir uns bei dem folgenden Vergleich ausschließlich auf die verbleibenden 729 Unternehmen. Insgesamt wurden in Berlin im Jahre 1913 992 Unternehmen gehandelt, von denen 40 Prozent auch an anderen Börsen notiert waren. Bis 1937 hat sich diese Zahl fast halbiert, was den Bedeutungsverlust der Börsen und insbesondere Berlins deutlich zeigt. Insgesamt wurden hier 378 (plus die 151 oben erwähnten) Unternehmen gehandelt, von denen über 60 Prozent auch an anderen Börsen notiert waren. Auffällig ist, dass im Jahr 1937 der prozentuale Anteil der Firmen, die noch an anderen Börsen notiert waren, an fünf Börsen größer ist als 60 Prozent, während dieser Anteil 1913 nur drei Mal überschritten wird. Die Vernetzung der Börsen scheint 1937 relativ gesehen weit größer zu sein als 1913. Das wird auch in Tabelle 2 deutlich. 1913 waren Mehrfachnotierungen hauptsächlich zwischen Berlin und der Provinz zu finden. Die anderen Börsen waren höchstens mit den nächstgelegenen Märkten vernetzt. Diese Struktur hat mit hoher Wahrscheinlichkeit etwas mit Informationskosten zu tun. Nur zwischen der Berliner, der Frankfurter und der Münchener Börse gab es direkte Telegrafverbindungen.³² 1937 sind zwar immer noch die häufigsten Mehrfachnotierungen in Berlin zu finden, aber es finden sich wesentlich häufiger auch Mehrfachnotierungen zwischen den kleineren Börsen. Das ist möglicherweise auf die verbesserten Infor-

28 Für 1913 nutzen wir die Schätzungen des Nettonationalproduktes von Burhop und Wolff. Vgl. Carsten Burhop/Guntram B. Wolff, A Compromise Estimate of German Net National Product, 1851–1913, and its Implications for Growth and Business Cycles, in: *The Journal of Economic History* 65 (2005), pp. 613–657.

29 Für 1937 nutzen wir die Schätzung von Hoffmann, Grumbach und Hesse. Vgl. Walther G. Hoffmann/Franz Grumbach/Helmut Hesse, *Das Wachstum der deutschen Wirtschaft seit der Mitte des 19. Jahrhunderts*. Berlin/Heidelberg/New York 1965, S. 825 f.

30 Kleines Wörterbuch der Börse und Jahres-Kurstabellen 1937, überreicht von der Commerz- und Privat-Bank Aktiengesellschaft. Hamburg 1938, S. 3.

31 Ebd., S. 57 ff.

32 Marx, *Entwicklung* (wie Anm. 7), S. 55.

Tab. 2: Mehrfachnotierungen an den neun größten Börsen (1913) und den neun verbliebenen Börsen (1937)

Die neun größten Börsen 1913									
	Berlin	Frankfurt	Dresden	Leipzig	Hamburg	München	Augsburg	Mannheim	Bremen
Berlin	586	119	57	46	52	27	7	9	21
Frankfurt		68	6	1	2	12	0	28	0
Dresden			110	15	1	3	0	0	0
Leipzig				49	0	0	0	0	0
Hamburg					60	0	0	0	0
München						47	7	1	0
Augsburg							32	0	1
Mannheim								23	0
Bremen									28
Alle neun verbliebenen Börsen 1937									
	Berlin	Leipzig	Frankfurt	München	Düsseldorf	Hamburg	Stuttgart	Breslau	Hannover
Berlin	136	71	89	42	69	62	9	25	13
Leipzig		115	12	12	5	6	1	6	0
Frankfurt			50	29	37	36	18	6	5
München				51	10	14	11	4	1
Düsseldorf					27	26	2	3	4
Hamburg						25	3	4	5
Stuttgart							26	1	1
Breslau								11	0
Hannover									12

Grau markiert = ausschließlich an dieser Börse notiert.

Quelle: Eigene Berechnungen nach Daten aus Saling's Börsenpapiere, 3. Teil: Die Provinzbörsen 15 (1913/14); Saling's Börsenpapiere, 2. Teil: Berliner Börse 38 (1914/15); Wörterbuch (wie Anm. 30), S. 7–60.

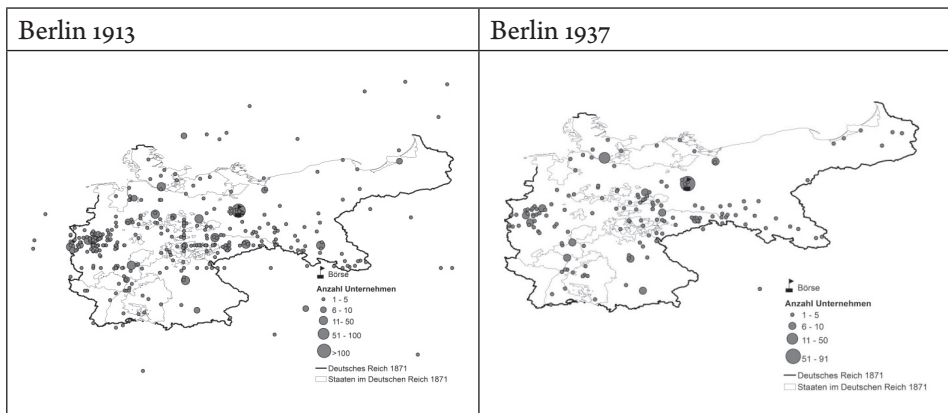
Tab. 3: Muster der Mehrfachnotierungen

1913						
Anzahl der Börsen, an denen die Firma notiert ist	Anzahl der Firmen (inkl. ausländischer Firmen)	in Prozent	kumuliert	durchschnittliches Aktienkapital in Mio. Mark	durchschnittlicher Marktwert in Mio. Mark	
1	1.163	72,6	72,6	3,8	6,1	
2	313	19,6	92,2	9,6	17,0	
3	92	5,8	97,9	22,0	37,0	
4	15	0,9	98,9	54,0	83,0	
5	5	0,3	99,2	71,0	120,0	
6	5	0,3	99,5	73,0	100,0	
7	3	0,2	99,7	130,0	220,0	
8	2	0,1	99,8	170,0	380,0	
9	3	0,2	100,0	230,0	370,0	
Total	1.601	100				
1937						
1	453	51,5	51,5	3,5	4,7	
2	194	22,1	73,6	8,7	12,5	
3	44	5,0	78,6	20,7	31,8	
4	24	2,7	81,3	51,1	72,3	
5	9	1,0	82,4	69,1	102,0	
6	4	0,5	82,8	163,3	183,8	
7	1	0,1	82,9	720,0	1.144,8	
9	151	18,0	100,0	21,1	24,9	
Total	880	100				

Quelle: Eigene Berechnungen nach Daten aus Saling's Börsenpapiere, 3. Teil: Die Provinzbörsen 15 (1913/14); Saling's Börsenpapiere, 2. Teil: Berliner Börse 38 (1914/15); Wörterbuch (wie Anm. 30), S. 7–60.

mationstechnologien und gewachsene Kommunikationsstrukturen zurückzuführen.³³ Insgesamt nahm die absolute Anzahl der Unternehmen, die an mehr als zwei Börsenplätzen notiert worden sind ab. 1913 waren beispielsweise drei industrielle Unternehmen (Harpener Bergbau, Hiberia, Gelsenkirchener Bergwerks AG) an sieben Börsenplätzen notiert, 1937 nur noch die IG Farben. Nach wie vor finden sich aber bei den Mehrfachnotierungen hauptsächlich Unternehmen mit höherem Kapitalbedarf. Tabelle 3 zeigt deutlich, dass das durchschnittliche Aktienkapital mit der Anzahl der Börsennotierungen korreliert war.

Durch die Reduktion der Börsenplätze hat die unmittelbare regionale Bedeutung der einzelnen Börsen abgenommen. Der Anteil der Firmen, die ihren Firmensitz innerhalb von 100 Kilometer zum Börsenplatz haben, ist 1937 bei sechs der neun größten Börsen größer als 50 Prozent und in drei Fällen sogar über 70 Prozent. 1937 liegt der Anteil lediglich bei drei Börsen über 60 Prozent. Dafür steigt die Bedeutung der Staatsgrenzen. Berlin, Frankfurt und auch Hamburg haben nach wie vor einen überregionalen Einzugsbereich, während an den verbleibenden Börsen fast ausschließlich Unternehmen gehandelt werden, die im gleichen Staat ihren Firmensitz haben. Dabei hat Hamburg natürlich als Stadtstaat eine Sonderrolle. Die Karten in Abbildung 1 zeigen deutlich die zunehmende Konzentration innerhalb der Staatsgrenzen und ab 1937 die multiplen Ballungsgebiete, die durch die Zusammenlegung der Börsenplätze entstanden sind.



33 Henning, Börsenkrisen (wie Anm. 17), S. 256.

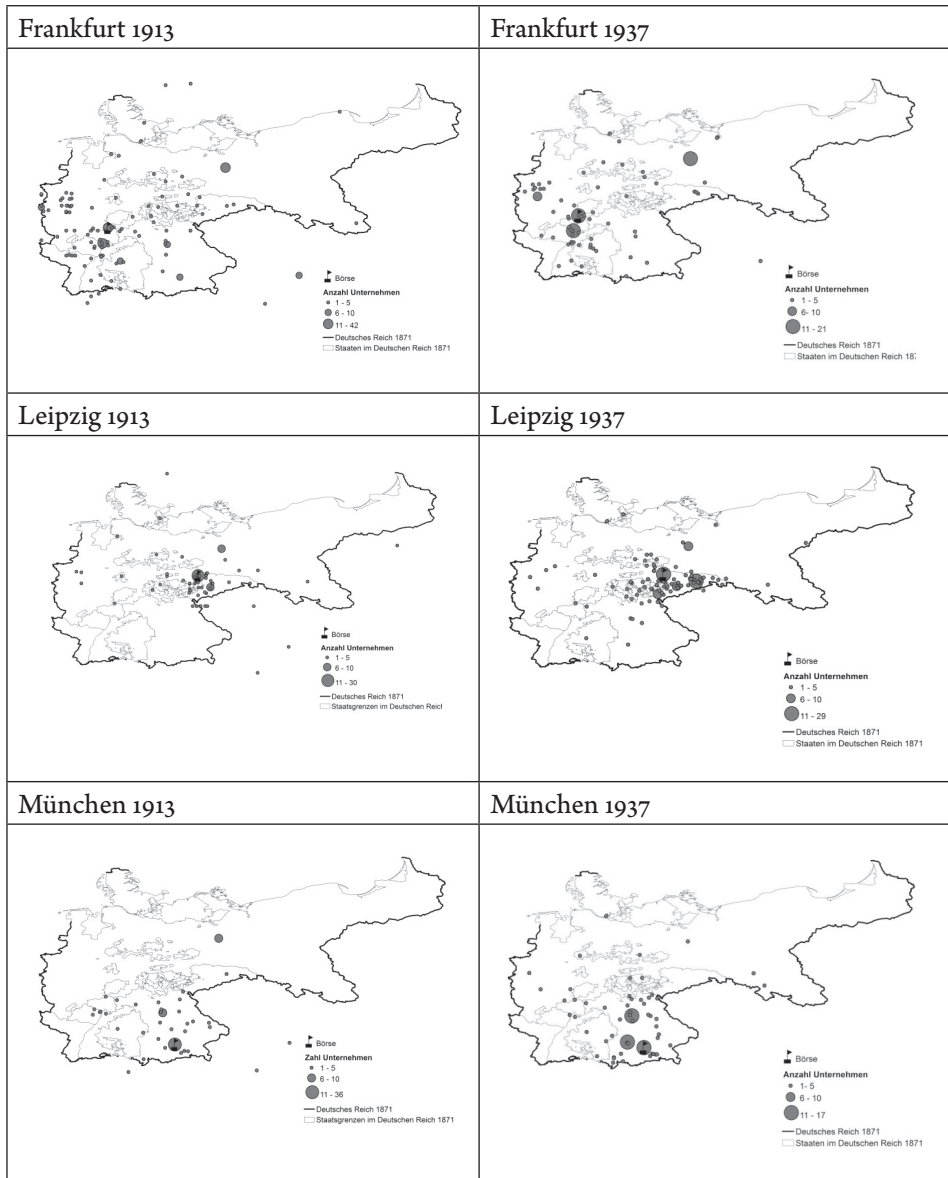


Abb. 1: Die regionale Bedeutung ausgewählter Börsen im Wandel (1913–37)

Quelle: Eigene Berechnungen nach Daten aus Saling's Börsenpapiere, 3. Teil: Die Provinzbörsen 15 (1913/14); Saling's Börsenpapiere, 2. Teil: Berliner Börse 38 (1914/15); Wörterbuch (wie Anm. 30), S. 7–60; Handbuch der deutschen Aktiengesellschaften 48 (1943).

III. Regionale Unterschiede als Gründe für das dezentrale System

Die Arbitragemöglichkeiten durch Regulierungsunterschiede waren bereits durch das Aktiengesetz 1884 und das Börsengesetz 1896 stark reduziert worden. Das Aktiengesetz von 1884 vereinheitlichte Regeln zu Unternehmensführung und Publikationspflichten. Beispielsweise musste jedes Unternehmen jährlich seine Bilanz veröffentlichen und eine Gewinn- und Verlustrechnung offenlegen. Jeder Aktieninhaber hatte das Recht, an der Hauptversammlung teilzunehmen und dort über sein Stimmrecht Einfluss zu nehmen. Im Prinzip hatte also jeder potenzielle Investor die gleichen Rechte. Das Börsengesetz von 1896 vereinheitlichte die Zulassungsbedingungen, die Organisation der Börsen und die Preisbildung an den Börsen weiter. Zum Beispiel musste jede Firma einen Emissionsprospekt publizieren. Dennoch gab es noch Unterschiede bei der Zulassung von Wertpapieren. Diese erfolgte an jeder Börse über eine Zulassungsstelle, gebildet von einer Kommission, die mindestens zu 50 Prozent aus nicht berufsmäßig am Börsenhandel mit Wertpapieren beteiligten Personen bestehen musste. Die Kommission prüfte die vorgelegten Unterlagen zum Beispiel darauf, ob das Publikum über alle tatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse genügend informiert worden war. Sie achtete ferner darauf, dass keine Wertpapiere zugelassen wurden, durch die erhebliche allgemeine Interessen hätten geschädigt werden können. Die Zulassungsstelle durfte einen Antrag auf Zulassung ohne Angabe von Gründen ablehnen und war befugt, bereits zugelassene Wertpapiere vom Börsenhandel wieder auszuschließen.³⁴ In Berlin, Frankfurt und Hamburg durfte die Mindestgröße von einer Million Mark Aktienkapital nur bei „*besonderer regionaler Bedeutung*“ unterschritten werden, bei allen anderen Börsen war dieser Wert 500.000 Mark. Faktisch wurde der Wert nur sehr selten unterschritten. Insgesamt hatten 1913 weniger als 15 Prozent der in Frankfurt oder Hamburg notierten Firmen ein Aktienkapital unter einer Million Mark, in Berlin waren es sogar weniger als zwei Prozent. Da das durchschnittliche Aktienkapital einer Erstemission zwischen 1896 und 1913 bei circa 4,5 Millionen Mark lag,³⁵ kann diese Beschränkung nur einen geringen Einfluss auf die Wahl des Börsenplatzes gehabt haben. Lediglich kleine Differenzen kann man auch in Bezug auf die Zulassungsgebühren sehen. Generell waren diese sehr gering (unter 0,2 Prozent des Nennwerts). Die Zulassungsgebühren für eine Emission mit einem Aktienkapital von drei Millionen Mark beliefen sich beispielsweise auf 300 Mark in Hamburg und Frankfurt, auf rund 900 Mark in Berlin und etwa 3.000 Mark in Dresden.³⁶ Die Transaktionskosten variierten zwischen den Börsen ebenfalls nur geringfügig. Einige dieser Kosten lagen zudem außerhalb der Beeinflussungsmöglichkeit der

34 Deutsches Börsengesetz 1896; Felix Moral, Aktienkapital und Aktien-Emissionskurs bei industriellen Unternehmungen (Staats- und sozialwissenschaftliche Forschungen 176). München/Leipzig 1914.

35 Sibylle Lehmann, Taking Firms to the Stock Market. IPOs and the Importance of Large Banks in Imperial Germany, 1896–1913, in: *The Economic History Review* 67 (2014), Tab. 6.

36 Otto Swoboda/Max Fürst, Die Arbitrage in Wertpapieren, Wechseln, Münzen und Edelmetallen. Handbuch des Börsen-, Münz- und Geldwesens sämtlicher Handelsplätze der Welt. Berlin 1913, S. 139, 183 f., 226.

Börsen. Dazu gehören zum Beispiel Steuern und Bankgebühren. Grundsätzlich gab es eine Stempelsteuer oder Börsenumsatzsteuer von 0,03 Prozent des Marktwertes jeder Transaktion.³⁷ Dazu kam eine Kommission für die Banken, die zwischen Investor und Börsenmakler vermittelten (circa 0,1 und 0,33 Prozent des Marktwertes in Berlin und circa 0,125 und 0,25 Prozent in Leipzig).³⁸ Es scheint also, als wäre diese Gebühr außerhalb Berlins etwas niedriger gewesen. Dann war noch eine Gebühr an den Börsenmakler zu zahlen. Diese wurde von den Börsen festgelegt und sie betrug in Berlin 0,1 Prozent des Marktwertes und 0,2 in Hamburg und Düsseldorf, Zwickau hatte keine Gebühr.³⁹ Insgesamt waren diese Maklergebühren vielleicht an den Provinzbörsen etwas geringer. Zeichnungsrenditen, also die prozentuale Kursveränderung am Tag nach dem Börsengang, waren ebenfalls gering mit rund fünf Prozent in Berlin.⁴⁰ Für andere Börsen wurden bisher keine Zeichnungsrenditen berechnet, es gibt aber keine Indizien für deutlich von Berlin abweichende Werte. Ein anderer Punkt könnten noch die Öffnungszeiten sein: Typischerweise wurde von Montag bis Samstag gehandelt; samstags gewöhnlich mit kürzeren Öffnungszeiten. Einige der kleineren Börsen reduzierten ihre Handelstage. Köln war zum Beispiel samstags geschlossen, Düsseldorf und Essen hatten nur an drei Tagen geöffnet und Zwickau nur an zwei Tagen. Frankfurt öffnete 15 Minuten nach Berlin und schloss 15 Minuten vorher, während München ebenfalls 15 Minuten vor Berlin öffnete und gleichzeitig mit Berlin den Handel schloss. Anzumerken ist hier auch, dass Frankfurt an manchen Tagen auch abendlichen Handel anbot.⁴¹ Grundsätzlich finden sich keine gravierenden regulatorischen Unterschiede zwischen den Börsen, es scheint aber, als wären gerade Berlin und Frankfurt starke Wettbewerber gewesen: Sie boten geringere Zulassungsgebühren, geringere Maklergebühren und bessere Öffnungszeiten. Die Frage bleibt also: Wieso schritt die Zentralisierung nur langsam voran? Für das Deutsche Kaiserreich beschreibt Marx, dass eine sinnvolle Arbeitsteilung zwischen den Börsen bestanden habe, die erkläre, warum es sowohl eine Zentralbörse als auch Provinzbörsen gab.⁴² In Berlin wurden zum Beispiel hauptsächlich Unternehmen der Schwerindustrie gehandelt, Unternehmen der Leichtindustrie wie zum Beispiel Textil- und Nahrungsmittelunternehmen fanden sich häufiger an regionalen Börsen. In Mainz, der Heimatstadt des Buchdrucks, waren zum Beispiel die Aktien der Papierindustrie konzentriert. Diese Konzentration von Wirtschaftszweigen an verschiedenen Börsen wurde in der Zwischenkriegszeit sogar noch stärker.⁴³ Dennoch finden sich nach wie vor mehrere Börsen, die zum Beispiel einen großen Anteil an Unternehmen aus der

37 Sergey Gelman/Carsten Burhop, 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. 43.

38 Weigt, Kapitalmarkt (wie Anm. 4), S. 192.

39 Swoboda/Fürst, Arbitrage (wie Anm. 36).

40 Carsten Burhop, The Underpricing of Initial Public Offerings at the Berlin Stock Exchange, 1870–96, in: *German Economic Review* 12 (2011), S. 11–32; Weigt, Kapitalmarkt (wie Anm. 4); Lehmann, Firms (wie Anm. 35).

41 Wormser, Frankfurter Börse (wie Anm. 9), S. 76–81.

42 Ebd., S. 40 ff.

43 Henning, Börsenkrisen (wie Anm. 17), S. 219 ff.

Lebensmittelindustrie oder Textilindustrie hatten. Von einer Aufteilung des Marktes kann man also keineswegs sprechen. Insgesamt wird deutlich, dass die Regionalbörsen eine wichtige Funktion im Kaiserreich und der Zwischenkriegszeit übernahmen. Sie waren offensichtlich erfolgreicher darin, Angebot und Nachfrage regionaler Unternehmen und regionaler Investoren zusammenzubringen. Das kann zumindest teilweise erklären, warum das dezentrale System so ausdauernd war. Wie bereits oben erwähnt, griffen die Nationalsozialisten 1934 stark in die Börsenzulassungen ein: Die Mindestgrenze für die Summe aller Nennwerte eines Unternehmens wurde für Berlin auf 1,5 Millionen Reichsmark festgesetzt, für die Börsen Frankfurt am Main und Hamburg auf 500.000 Reichsmark und bei den übrigen Börsen auf 250.000 Reichsmark. Papiere, die diese Werte nicht erreichten, verloren mit sofortiger Wirkung ihre Zulassung und wurden an die jeweilige ‚Heimatsbörse‘ verwiesen. Hierdurch wurde die unmittelbare regionale Bedeutung der kleineren Börsen gestärkt.

III. Zusammenfassung

Das dezentrale deutsche Finanzsystem erweist sich trotz zunehmender Marktintegration und Öffnung der Märkte im 19. und frühen 20. Jahrhundert als persistent. Dies lässt sich nicht durch unterschiedliche Zugangsbeschränkungen, Zulassungsgebühren, Clusterbildungen oder sonstige Kosten schlüssig erklären. In dieser Zeit notierten regionale Unternehmen häufig zunächst an der nächstgelegenen regionalen Börse, vorzugsweise im gleichen Bundesstaat. Mit zunehmendem Alter der Firmen und größerem Eigenkapital notieren sie dann in einem zweiten Schritt an größeren und weiter entfernt gelegenen Börsen, in der Regel in Berlin. Die Erklärung findet sich voraussichtlich in persistenten Informationsasymmetrien, welche trotz der zunehmenden Integration der Kapitalmärkte bestehen blieben. Die Finanzierung von kleinen und mittelständischen Firmen konnte somit erleichtert werden, wenn regionale Finanzzentren bestanden. In der Zwischenkriegszeit kam es zwar langsam, aber zunehmend zu einer Konzentration auf Berlin. Dennoch blieben regionale Finanzzentren von Bedeutung. Die Regulierung der Nationalsozialisten nach 1934 setzte diesem Trend ein Ende und trug dazu bei, dass das dezentrale System bestehen blieb.

PROF. SIBYLLE LEHMANN-HASEMEYER, PH. D.

Universität Hohenheim, Lehrstuhl für Wirtschafts- und Sozialgeschichte mit Agrargeschichte,
Schloss Hohenheim 1, D-70599 Stuttgart

UNIV. PROF. DR. CARSTEN BURHOP

Universität Wien, Institut für Wirtschafts- und Sozialgeschichte, Universitätsring 1,
A-1010 Wien, Österreich