

Michael Buchner

## Möglichkeiten und Grenzen staatlicher Finanzmarktregulierung

### Die Reaktionen der Berliner Fondsbörse auf die Einschränkung des Terminhandels in Wertpapieren durch das Börsengesetz von 1896\*

Seit Ausbruch der letzten globalen Finanzkrise 2007/08 sind Regulierungsfragen nicht nur wieder verstärkt auf die Agenda der Politik, sondern auch in den Fokus von Ökonomie und Geschichtswissenschaft zurückgekehrt.<sup>1</sup> Wie so häufig im Laufe der Finanzgeschichte scheint das Pendel der Regulierung nun wieder stärker in Richtung Restriktion auszu schlagen, während es vor der Krise allzu lange auf die Liberalisierung der Finanzmärkte zielte, mithin also in die entgegengesetzte Richtung. Auf den ersten Blick erweist sich die historische Erfahrung mit den Möglichkeiten staatlicher Einflussnahme auf die Finanzmärkte allerdings als ernüchternd. Im »Wettlauf« mit Finanzinnovatoren scheint die Gesetzgebung nur allzu oft zu unterliegen, sodass regulierende Maßnahmen häufig zu spät kommen und, wenn sie kommen, mehr schaden als nützen.<sup>2</sup> Auch das Beispiel des durch das deutsche Börsengesetz von 1896 ausgesprochenen Terminhandelsverbots fügt sich geradezu perfekt in dieses Bild. Ebenfalls ausgelöst von einer allgemeinen Finanzkrise entbrannte zu Beginn der 1890er-Jahre ein heftiger öffentlicher Streit über die Rolle der Börse in der modernen Volkswirtschaft, in welchem die Gegner der Börse rasch die Oberhand gewannen. Der Gesetzgeber sah sich deshalb zum Eingreifen gezwungen und versuchte mit dem Börsengesetz von 1896, den in der öffentlichen Wahrnehmung ganz besonders in die Kritik geratenen Terminhandel deutlich einzuschränken.<sup>3</sup> Doch bereits unmittelbar nach Inkrafttreten des Gesetzes bildeten sich neue Handelspraktiken heraus, deren einziger Zweck in der Umgehung der unliebsamen Bestimmungen bestand. Schließlich reagierte der Gesetzgeber erneut und hob das Terminhandelsverbot mit der Börsengesetznovelle von 1908 wieder weitgehend auf.

Ziehen auch einige Kommentatoren aus diesen und ähnlichen Erfahrungen die fatalistische Schlussfolgerung, wonach jeglicher Versuch eines staatlichen Eingriffs in die Finanzmärkte per se zum Scheitern verurteilt sei, so kann doch heute gleichzeitig kein Zweifel mehr an der Tatsache bestehen, dass auch der Kapitalismus grundsätzlich staatlicher Rahmensetzung und unterstützender Institutionen bedarf. Blickt man auf seine historische Entwicklung, so gehörte die Förderung durch eine wie auch immer geartete staatliche Zentralgewalt sogar gerade zu den Wesensmerkmalen des Kapitalismus über sämtliche Epochen

\* Die folgenden Überlegungen entspringen einem laufenden Promotionsprojekt zur Geschichte der Londoner und der Berliner Börse im 19. Jahrhundert. Ich danke Frau Prof. Dr. Katja Patzelt-Mattern und Herrn Prof. Dr. Mark Spoerer sowie den Teilnehmerinnen und Teilnehmern der wirtschafts- und sozialhistorischen Kolloquien in Heidelberg und Regensburg für viele wertvolle Anregungen und Hinweise.

1 Beispielhaft und mit weiterführenden Literaturangaben etwa *Piet Clement/Harold James/Herman Van der Wee*, *Financial Innovation, Regulation and Crises: A Historical View*, in: *dies.* (Hrsg.), *Financial Innovation, Regulation and Crises in History*, London/Brookfield 2014, S. 5–12.

2 Vgl. ebd., S. 7.

3 Zum Einfluss öffentlicher Diskussionen auf die Kapitalmarktgesetzgebung des Kaiserreichs vgl. *Markus Baltzer*, *Spekulation als Anstoß für Kapitalmarktregulierung in Deutschland im ausgehenden 19. Jahrhundert*, in: *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte* 54, 2013, S. 95–110.

hinweg.<sup>4</sup> Diese Ansicht ist keineswegs eine späte Erkenntnis der »Neuen Institutionenökonomik« des 20. Jahrhunderts, sondern wurde auch bereits vor 1914 von den führenden Vertretern der sogenannten Jüngerer Historischen Schule der deutschen Nationalökonomie maßgeblich vertreten.<sup>5</sup> Gerade Finanzmärkte aber bedürfen aufgrund der ihnen inhärenten Tendenz zur Instabilität ganz besonders der staatlichen Regulierung, auch wenn ihre Dynamik und Innovationskraft Regulierungsversuche immer auch entscheidend erschwert.<sup>6</sup> Die Frage ist also nicht, *ob* der Staat regulierend eingreifen sollte, sondern vielmehr, *wie* dies am besten zu geschehen habe. Dabei besteht die grundsätzliche Schwierigkeit darin, die geeignete Balance zwischen dem Vertrauen auf die Fähigkeit zur Selbstregulierung der Finanzmärkte und der Notwendigkeit staatlicher Maßnahmen zu finden.

Der folgende Beitrag vertritt deshalb den Ansatz, dass gerade historische Fallbeispiele gescheiterter Versuche, wie die Einschränkung des Terminhandels durch das Börsengesetz von 1896, dazu beitragen können, Möglichkeiten und Grenzen erfolgreicher Finanzmarktregulierung auszuloten.<sup>7</sup> Mehr noch: Ein so tief greifender Einschnitt, wie ihn das Börsengesetz für den Wertpapierhandel darstellte, erlaubt es dem Historiker überhaupt erst, einen näheren Einblick in die allgemeinen Spielregeln des Finanzkapitalismus zu gewinnen.<sup>8</sup> Denn die Börsenreformdebatte und das sich daran anschließende Gesetz zwangen die historischen Akteure erstmals, zu bis dahin meist stillschweigend ausgeübten Handelspraktiken und Verhaltensannahmen explizit Stellung zu beziehen. Somit bietet das historische Fallbeispiel auch die Möglichkeit, einen Blick auf die Mechanismen der »Stabilisierung einer auf Zahlungsverprechen beruhenden Form des Wirtschaftens«, und damit auf ein zentrales Merkmal kapitalistischer Wirtschaftsform schlechthin, zu werfen.<sup>9</sup> In der deutschen Börsengeschichte des 19. und 20. Jahrhunderts markiert das Börsengesetz von 1896 eine deutliche Zäsur.<sup>10</sup> Es stellte den Waren- und Wertpapierhandel an den Börsen innerhalb des deutschen Reichsgebiets erstmals überhaupt auf eine einheitliche rechtliche

4 Vgl. *Larry Neal*, Introduction, in: *ders./Jeffrey G. Williamson* (Hrsg.), *The Cambridge History of Capitalism*, Bd. 1: *The Rise of Capitalism: From Ancient Origins to 1848*, Cambridge/New York etc. 2014, S. 1–23, hier: S. 2. Zur Rolle von Institutionen in der modernen Ökonomie vgl. *Daron Acemoglu/James A. Robinson*, *Why Nations Fail. The Origins of Power, Prosperity, and Poverty*, London 2013.

5 Vgl. *Hans-Ulrich Wehler*, Die Deutschen und der Kapitalismus, in: *Gunilla Budde* (Hrsg.), *Kapitalismus. Historische Annäherungen*, Göttingen 2011, S. 34–49.

6 Vgl. *Ranald Michie*, Financial Capitalism, in: *Larry Neal/Jeffrey G. Williamson* (Hrsg.), *The Cambridge History of Capitalism*, Bd. 2: *The Spread of Capitalism: From 1848 to the Present*, Cambridge/New York etc. 2014, S. 230–263.

7 Ähnlich jüngst *Richard Grossman*, *Wrong. Nine Economic Policy Disasters and What We Can Learn from Them*, Oxford/New York etc. 2013. Für weitere historische Fallbeispiele zur Rolle des Staats für die Regulierung von Finanzmärkten vgl. auch die Beiträge in *Stefano Battilossi/Jaime Reis* (Hrsg.), *State and Financial Systems in Europe and the USA. Historical Perspectives on Regulation and Supervision in the Nineteenth and Twentieth Centuries*, Farnham/Burlington 2010.

8 Der Begriff »Finanzkapitalismus« soll hier nicht im Sinne Rudolf Hilferdings, mit den daraus folgenden normativen Implikationen, sondern in einem allgemeinen Sinne verwendet werden, wie ihn etwa auch Ranald Michie benutzt. Vgl. *Michie*, *Financial Capitalism*, S. 230–263. Michie rückt die Vermittlungsfunktion der Finanzintermediäre zwischen denjenigen, die Kapital bereitstellen, und denjenigen, die es verwenden, in den Mittelpunkt seiner Betrachtung.

9 So die Formulierung aus dem Call for Papers zum Rahmenthema des vorliegenden Bandes.

10 In seiner novellierten Form von 1908 galt das Börsengesetz im Wesentlichen bis zur erneuten Börsengesetznovelle von 1989. Vgl. dazu *Udo Wolter*, *Termingeschäftsfähigkeit kraft Information. Eine rechtshistorische, rechtsdogmatische und rechtspolitische Studie über die stillschweigende Entfunktionalisierung des § 764 BGB durch die Börsengesetz-Novelle 1989*, Paderborn/München etc. 1991.

Basis und führte zu diesem Zweck auch eine Reihe neuer Börseneinrichtungen und -organe ein.<sup>11</sup> Die Berliner Börse stand dabei im Vorfeld der Verabschiedung des Börsengesetzes häufig im Mittelpunkt der Diskussion. Schließlich hatten sich einige der Missstände, die die Börsenreformbewegung zu Beginn der 1890er-Jahre letztlich auslösten, gerade an der Börse der Hauptstadt, welche spätestens mit der Reichsgründung zur bedeutendsten deutschen Börse aufgestiegen war, in aller Deutlichkeit gezeigt.<sup>12</sup>

Über die administrative und rechtliche Vereinheitlichung des deutschen Börsenwesens hinausgehend schränkte das Börsengesetz den Wertpapierhandel vor allem auch in materieller Hinsicht deutlich ein, indem es insbesondere den Terminhandel in weiten Teilen begrenzte beziehungsweise völlig untersagte. Seit den Bemühungen des preußischen Staats in den 1830er- und 1840er-Jahren, Zeitgeschäfte in auswärtigen Staatsanleihen beziehungsweise in Eisenbahnpapieren zu unterbinden, stellte dieses Terminhandelsverbot den ersten umfassenden staatlichen Versuch dar, bestimmte Geschäftspraktiken zu verbieten.<sup>13</sup> Ab dem 1. Januar 1897 war der Abschluss von Börsentermingeschäften nicht nur in Getreide- und Mühlenfabrikaten, sondern auch in Anteilen von Bergwerks- und Industrieunternehmen per Reichsgesetz verboten. Nachdem sich damit nochmals das agrarische Lager durchgesetzt hatte, erklärten Bank- und Börsenkreise die Revision des Gesetzes und seiner restriktiven Bestimmungen zu ihrem gemeinsamen Ziel, dem auch die Gründung des »Centralverbands des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes« (CVBB) im Jahr 1901 diene.<sup>14</sup> Mit der Verabschiedung der Börsengesetznovelle im Mai 1908, welche die Beschränkungen des Terminhandels in Wertpapieren im Wesentlichen wieder aufhob, war ihr Kampf letztlich auch erfolgreich und das Börsengesetz musste, wenigstens in dieser Hinsicht, als gescheitert betrachtet werden.<sup>15</sup>

Doch konnte es sich bei der politischen Lobbyarbeit der Finanzelite des Kaiserreichs allenfalls um eine mittel- bis langfristige Strategie handeln. In der Zwischenzeit aber musste die Börse mit dem unliebsamen Gesetz umgehen – schließlich blieb das Terminhandelsverbot immerhin mehr als elf Jahre formal in Kraft. Die folgenden Ausführungen konzentrieren sich auf die kurzfristigen Strategien der Finanzwelt, mit denen den Einschränkungen durch das Börsengesetz begegnet und diese letztlich umgangen werden sollten. Der Beitrag beschränkt sich dabei einerseits auf die Börse in Berlin als den führenden deutschen Finanzplatz, auf deren Charakteristika auch viele Bestimmungen des

11 Vgl. *Wolfgang Schulz*, Das deutsche Börsengesetz. Die Entstehungsgeschichte und wirtschaftlichen Auswirkungen des Börsengesetzes von 1896, Frankfurt am Main/Berlin etc. 1994, sowie *Johann Christian Meier*, Die Entstehung des Börsengesetzes vom 22. Juni 1896, St. Katharinen 1992. Für eine Verortung des Börsengesetzes im breiteren Kontext der wirtschaftspolitischen Debatten des Kaiserreichs nun auch *Boris Gehlen*, »Manipulierende Händler« versus »dumme Agrarier«: Reale und symbolische Konflikte um das Börsengesetz von 1896, in: *Bankhistorisches Archiv* 39, 2013, S. 73–90.

12 Vgl. die Beiträge von *Hartmut Berghoff*, Der Berliner Kapitalmarkt im Aufbruch (1830–1870), in: *Hans Pohl* (Hrsg.), Geschichte des Finanzplatzes Berlin, Frankfurt am Main 2002, S. 53–102, und *Christoph Buchheim*, Deutsche Finanzmetropole von internationalem Rang (1870–1914), in: ebd., S. 103–156.

13 Vgl. *Rainer Gömmel*, Entstehung und Entwicklung der Effektenbörse im 19. Jahrhundert bis 1914, in: *Hans Pohl* (Hrsg.), Deutsche Börsengeschichte, Frankfurt am Main 1992, S. 133–207, hier: S. 170–178.

14 Vgl. *Morten Reitmayer*, Bankiers im Kaiserreich. Sozialprofil und Habitus der deutschen Hochfinanz, Göttingen 1999, S. 300–320.

15 Insgesamt scheint das Börsengesetz, neben der bereits erwähnten rechtlichen Vereinheitlichung, jedoch einen durchaus positiven Einfluss auf die Entwicklung der Börsenmärkte des Kaiserreichs ausgeübt zu haben. Vgl. dazu umfassend *Christoph Wetzel*, Die Auswirkungen des Reichsbörsengesetzes von 1896 auf die Effektenbörsen im Deutschen Reich, insbesondere auf die Berliner Fondsbörse, Münster 1996, insb. S. 291–404.

Börsengesetzes zugeschnitten waren, und nimmt andererseits ausschließlich den Wertpapierhandel in den Blick.<sup>16</sup> Dabei verfolgt der Aufsatz insgesamt zwei Ziele. Zum einen wird herausgearbeitet, auf welche Art und Weise der Wertpapierhandel in Berlin tatsächlich vor und nach dem Börsengesetz abgewickelt wurde, das heißt, welche unterschiedlichen Geschäftsformen und Praktiken dieser annahm beziehungsweise annehmen konnte. Dies erscheint nötig, da nicht nur in der begrenzt vorhandenen Forschungsliteratur, sondern auch in den zeitgenössischen Beobachtungen unterschiedliche Begrifflichkeiten nicht immer einheitlich verwendet werden. Eine genaue Rekonstruktion der verschiedenen Handelspraktiken ist aber unerlässlich, um zum anderen auch der Frage nach der Wirksamkeit des Börsengesetzes auf den Börsenhandel überhaupt nachgehen zu können. Ich vertrete dabei die These, dass die Beschränkung des Terminhandels durch das Börsengesetz von 1896 letztlich gerade deshalb scheiterte, weil die Bestimmungen den funktionalen Kern des Terminhandels sowie die sozialen Verhältnisse, die ihn überhaupt erst ermöglichten, verkannten und damit letztlich ins Leere liefen. Dahinter steht die grundsätzliche rechtssoziologische Überlegung, dass die Chancen der Wirksamkeit eines Gesetzes umso höher liegen, je stärker der Gesetzgeber »die Tatbestände und sozialen Strukturen, auf die er einwirken will«, berücksichtigt.<sup>17</sup> Dies war jedoch bei den Regelungen des Börsengesetzes im Hinblick auf den Terminhandel gerade nicht der Fall. Man wird sogar so weit gehen und von einer »vorprogrammierten Unwirksamkeit« sprechen dürfen.<sup>18</sup>

Der Rest des Beitrags gliedert sich wie folgt: Zunächst wird die Abwicklung des Wertpapierhandels an der Berliner Börse vor Inkrafttreten des Gesetzes in ihren Grundzügen skizziert, bevor im zweiten Abschnitt die wichtigsten Bestimmungen des Börsengesetzes hinsichtlich des Terminhandels in Wertpapieren diskutiert werden. Darauf aufbauend werden im dritten Teil die neuen Handelspraktiken, die sich zur Umgehung des Börsengesetzes sehr bald etablierten, eingehend dargestellt, um sodann abschließend die wesentlichen Gründe für das Scheitern des Terminhandelsverbots herauszustellen.

#### I. DER WERTPAPIERHANDEL AN DER BERLINER BÖRSE: ARBEITSTEILUNG ZWISCHEN AMTLICHEM MARKT UND »FREIEM VERKEHR«

Während der öffentliche Diskurs im Zuge der Börsenreformdebatte in weiten Teilen vor allem um die Frage nach der Unterscheidung zwischen Kassa- und Termingeschäften kreiste, ist für ein tiefer gehendes Verständnis der Funktionsabläufe insbesondere an der Berliner Fondsbörse, wie im Folgenden gezeigt werden soll, vielmehr die Differenzierung zwischen amtlichem, offiziellem, und nicht amtlichem, inoffiziellem, Markt maßgeblich.

##### *Amtlicher Markt: Kassa- und Ultimohandel*

Als amtlicher Markt wurde in Berlin derjenige Teil des Börsenhandels verstanden, für dessen Wertpapiere eine amtliche Notierung an der Börse stattfand. Hatte die Berliner Börsenordnung von 1866 Termingeschäfte in Wertpapieren noch von der Kursnotierung aus-

16 Für die Reaktion der Berliner Produktenbörse vgl. *Christof Biggeleben*, Das »Bollwerk des Bürgertums«. Die Berliner Kaufmannschaft 1870–1920, München 2006, S. 297–307. Zu den Auswirkungen des Börsengesetzes auf den Warenterminhandel vgl. *Alexander Engel*, Die Regulierung des Börsenterminhandels im Kaiserreich, in: *Derivate und Finanzstabilität. Erfahrungen aus vier Jahrhunderten*, hrsg. v. Wissenschaftlichen Beirat des Instituts für bankhistorische Forschung e. V., Stuttgart 2013, S. 27–39.

17 *Thomas Raiser*, *Grundlagen der Rechtssoziologie*, 6., durchges. u. erw. Aufl. von »Das Lebende Recht«, Tübingen 2013, S. 252f.

18 Ebd., S. 252.

geschlossen, so umfasste nach § 16 der revidierten Börsenordnung vom 15. Juli 1884 die amtliche Kursnotierung nun ausdrücklich sowohl Kassa- als auch Termingeschäfte.<sup>19</sup> Die Kursfeststellung oblag in Berlin formal dem jeweils zuständigen Börsenkommissar als dem Vertreter der Börsenaufsicht. Tatsächlich wurden die Kurse jedoch von den amtlich vereidigten Maklern ermittelt und in der Regel von den Börsenkommissaren nur noch bestätigt.<sup>20</sup>

Sämtliche Kassageschäfte, die von den vereidigten Maklern vermittelt wurden, wurden in Berlin zum sogenannten Einheitskurs ausgeführt. Bei dieser Art der Kursfeststellung handelte es sich um eine Berliner Besonderheit, die bereits seit Ende der 1860er-Jahre Anwendung fand und nach einhelliger Meinung aller Beteiligten nicht unwesentlich zum Aufstieg des Berliner Finanzplatzes beigetragen hatte.<sup>21</sup> Dabei wurde der Einheitskurs am Ende der Börsenzeit als derjenige Kurs ermittelt, zu dem tatsächlich alle oder wenigstens die größte Anzahl der vorliegenden Aufträge ausgeführt werden konnten. Es musste also ein Kurs gefunden werden, der es erlaubte, die größte Anzahl der nach oben beziehungsweise unten limitierten Kauf- oder Verkaufsaufträge gegeneinander auszugleichen. Dies bedeutete umgekehrt, dass bis zu diesem Zeitpunkt die abgeschlossenen Geschäfte noch in der Schwebe blieben, da nicht klar war, ob sie zu dem von den Vertragsparteien gewünschten Preis überhaupt ausgeführt werden konnten. Lagen dagegen Kundenaufträge in Form sogenannter Bestens-Aufträge vor, die also auf jeden Fall, eben zum bestmöglichen Preis, ausgeführt werden mussten, so stellte sich erst am Ende der Börsenzeit heraus, zu welchem Preis diese Aufträge letztlich realisiert werden konnten. Das heißt, im amtlichen Kassahandel wurde in Berlin täglich lediglich ein Kurs festgestellt, der dann rückwirkend für alle an diesem Tag während der Börsenzeit unter Zuhilfenahme der vereidigten Makler abgeschlossenen Kassageschäfte verbindlich war.

Für Termingeschäfte fand dagegen, wie an anderen Börsen auch, eine laufende Notierung der Kurse statt, sodass sich am Ende der Börsenzeit eine Kette an unterschiedlichen, aufeinanderfolgenden Kursen ergab, die die Preisschwankungen während der Handels-

19 Vgl. § 16 Revidierte Börsen-Ordnung für Berlin vom 15. Juli 1884, Berlin 1885. Seit Aufhebung des preußischen Terminhandelsverbots im Jahr 1860 waren Zeitgeschäfte auch in Wertpapieren wieder erlaubt und rechtsverbindlich. Vgl. *Friedrich-Wilhelm Henning*, Börsentermingeschäfte in historischer Sicht, in: *Manfred Pohl* (Hrsg.), Börsenterminmärkte. 13. Symposium zur Bankengeschichte am 9. Juni 1989 im Hause der Commerzbank AG, Frankfurt am Main 1991, S. 12–33, hier: S. 16f.

20 Verwaltung und Aufsicht der Börse zählten zu den wesentlichen Aufgaben der Ältesten der Korporation der Kaufmannschaft von Berlin, in deren Besitz sich auch die Börsenräumlichkeiten befanden. Seit 1874 bestand das sogenannte Börsenkommissariat, das insbesondere für die Aufrechterhaltung der Ordnung während der Börsenzeit, die amtliche Kursfeststellung sowie die Aufnahme neuer Wertpapiere in den amtlichen Kurszettel zuständig war. Daneben existierte bereits seit 1869 eine Sachverständigenkommission der Fondsbörse als zweites Aufsichtsorgan. Sie war in erster Linie für technische Fragen des Wertpapierhandels zuständig und fungierte darüber hinaus auch als Schiedsgericht für Rechtsstreitigkeiten aus Wertpapiergeschäften an der Börse. Vgl. Die Korporation der Kaufmannschaft von Berlin. Festschrift zum hundertjährigen Jubiläum am 2. März 1920, Berlin 1920, S. 340–342.

21 Vgl. *Ernst Löb*, Kursfeststellung und Maklerwesen an der Berliner Effektenbörse, in: *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik* 66, 1896, S. 237–273, hier: S. 261f. Zu den Besonderheiten der Einheitskursnotierung vgl. *Martin Bürger*, Die Arten der Kursfeststellung an den Weltbörsen Berlin, Paris, London und New-York, Heidelberg 1913, S. 37–69. Die von der Börsenquotekommission (BEK) vernommenen Sachverständigen wiesen vermehrt darauf hin, dass erst diese Art der Kursfeststellung, bei der alle Kundenaufträge zum gleichen Kurs ausgeführt wurden, den Berliner Börsenplatz »groß gemacht« habe, so auch etwa der Makler Lehmann. Vgl. Börsen-Enquete-Kommission, Stenographische Berichte (BEK, Sten. Ber.), Berlin 1892, S. 1632.



zeit wiedergab. Von diesen Kursen wurden jedoch nur der erste Kurs, zu dem der Handel eröffnet und alle Aufträge, die bereits vorher bei den Maklern eingegangen waren, ausgeführt wurden, sowie der Schlusskurs am Ende der offiziellen Börsenzeit von den vereidigten Maklern selbst ermittelt.<sup>22</sup> Alle Kurse aber, zu denen zwischen Beginn der Börse und Feststellung des offiziellen Schlusskurses Termingeschäfte zustande kamen, entstanden im Wesentlichen durch Vermittlung von nicht vereidigten, also freien Maklern im sogenannten freien Verkehr und wurden von den vereidigten Maklern lediglich registriert. Die vereidigten Makler übten somit im Terminhandel nur äußerst begrenzt eine tatsächliche Vermittlungsrolle aus, ihre Hauptaufgabe bestand vielmehr in der Kursregistrierung.

Einer ausdrücklich *amtlichen* Feststellung der Kassa- und Terminkurse, für deren Richtigkeit die Börsenaufsicht bürgte, maß man in Deutschland im Allgemeinen und in Berlin im Besonderen eine große Bedeutung bei. Sie spielten vor allem eine wichtige Rolle für das Kommissionsgeschäft, das heißt für die Vermittlung der Kundenaufträge an die Börse. Denn mit der Veröffentlichung der Kurse im amtlichen Kurszettel, so die Überzeugung, habe das Privatpublikum eine Art Kontrollinstrument gegenüber seinem Kommissionär in der Hand, das es ihm erlaube, zu prüfen, ob die ihm berechneten Preise auch tatsächlich den am betreffenden Tag zustande gekommenen Kursen entsprachen. Wie insbesondere auch der Abschlussbericht der Börsenenquetekommission festhielt, bildeten die an der Börse ermittelten Preise jedoch darüber hinaus auch in vielen anderen Wirtschaftssektoren, die nicht unmittelbar in Verbindung mit dem Börsenhandel standen, die Grundlage für Geschäftsabschlüsse, sodass die Börsenkurse auch für Nicht-Börsenbesucher von Bedeutung waren.<sup>23</sup> Deshalb legte man Wert darauf, dass dem vom Börsenvorstand herausgegebenen Kurszettel eine amtliche Qualität zukam, auf die man sich im Zweifelsfall, so auch in Gerichtsverhandlungen, berufen konnte.

Der amtliche Markt der Berliner Fondsbörse zeichnete sich also in erster Linie durch die Feststellung einer amtlichen Kursnotiz aus, zu deren Ermittlung beziehungsweise Registrierung von den Ältesten der Berliner Kaufmannschaft eigens vereidigte Makler – seit Inkrafttreten des Börsengesetzes als »Kursmakler« bezeichnet – bestellt wurden. Mit dem starken Anstieg des Geschäftsvolumens zu Beginn der 1870er-Jahre begannen die Ältesten, die vereidigten Makler in Gruppen von jeweils zwei oder drei Personen einzuteilen, denen die Vermittlung bestimmter Wertpapiere zugewiesen wurde. So gab es im Jahr 1896 an der Berliner Fondsbörse 65 vereidigte Makler, eingeteilt in 33 Gruppen, die zusammen Geschäfte in circa 1.300 zur Notiz zugelassenen Wertpapieren vermittelten. Davon fand lediglich in circa 70 Papieren neben der Kassa- auch eine Terminnotiz statt, wobei es sich hierbei umgekehrt gerade um die umsatzstärksten Werte handelte.<sup>24</sup>

Alle weiteren Modalitäten von Kassa- beziehungsweise Termingeschäften regelten die jeweils gültigen Geschäftsbedingungen der Berliner Börse, die sich schon rein formal in zwei entsprechende Abschnitte gliederten. Dabei war der Übergang zwischen Kassa- und Zeitgeschäften in der Praxis jedoch ein fließender. So war etwa in § 13 der Bedingungen, die seit dem 1. Januar 1892 in Berlin in Kraft waren, festgelegt, dass als »Casse-Geschäfte [...] ausser den ausdrücklich »per Casse«, »per morgen«, oder »per einige Tage« geschlossenen Geschäften, auch diejenigen Geschäfte, bei denen die Zeit der Erfüllung nicht aus-

22 Vgl. *Bürger*, Die Arten der Kursfeststellung, S. 93–96.

23 Vgl. Bericht der Börsen-Enquete-Kommission, Berlin 1893, S. 151f.

24 Im Jahr 1893 waren an der Berliner Börse insgesamt 1.225 Wertpapiere amtlich notiert, wovon wiederum für 75 Papiere neben Kassa- auch Terminpreise festgestellt wurden. Vgl. Börsen-Enquete-Kommission, Statistische Anlagen, Berlin 1893, S. 309f. und 395. Die Anzahl der vereidigten Makler sowie der Maklergruppen ist der Neueinteilung der Gruppen vom Dezember 1896 entnommen. Vgl. Correspondenz der Aeltesten der Kaufmannschaft von Berlin 19, 30.12. 1896, Nr. 10, S. 157–160.

drücklich bestimmt ist«, galten.<sup>25</sup> Das heißt also, dass auch ein Kassageschäft nicht zwingend sofort erfüllt werden musste, sondern durchaus einige Tage zwischen Vertragsabschluss und Lieferung liegen konnten. Auch für Zeitgeschäfte legten die Geschäftsbedingungen der Berliner Börse vorab keinen bestimmten Lieferungstermin fest<sup>26</sup>, allein aus der Handelspraxis heraus hatte sich seit Ende der 1860er-Jahre das Monatsende, das heißt der »ultimo«, als Lieferungstermin etabliert. Zudem war an der Berliner Börse auch der Abschluss von Zeitgeschäften mit dem Zusatz »täglich« möglich. Bei dieser Art von Geschäften, die täglich kündbar waren, konnte somit auch schon vor dem eigentlichen Lieferungstermin die Lieferung verlangt werden.<sup>27</sup> Gleichwohl muss man annehmen, dass der Großteil der Kassageschäfte eben doch am nächsten Tag, die meisten Termingeschäfte dagegen erst zum Ultimo des Monats fällig waren. Darüber hinaus hatte sich bereits 1869 mit dem Liquidationsverein für Zeitgeschäfte eine eigene Institution herausgebildet, deren Aufgabe allein in der Erleichterung der Abwicklung der Termingeschäfte am Ende des Monats bestand.<sup>28</sup> Technische Details, wie etwa handelsübliche Quantitäten, die Modalitäten der Zinsberechnung oder andere Besonderheiten einzelner Wertpapiere, regelten darüber hinaus die immer wieder überarbeiteten Usancen der Berliner Börse. Im Gegensatz zur Börsenordnung bedurften die Geschäftsbedingungen sowie die Usancen auch nicht der obrigkeitlichen Zustimmung, sondern wurden beständig an die Handelspraxis angepasst.

#### *Nicht amtlicher Markt: freier Verkehr*

Neben dem amtlichen Markt gab es an der Berliner Börse schon seit Beginn des 19. Jahrhunderts quasi einen nicht amtlichen Markt, den sogenannten freien Verkehr. Dieser Markt erhielt seinen Namen vornehmlich aus der Tatsache, dass die dort abgeschlossenen Geschäfte nicht von den vereidigten Maklern, sondern eben von freien Maklern vermittelt wurden. Anders als ihre vereidigten Kollegen, denen die Übernahme auf eigene Rechnung nach Art. 69 Nr. 1 des »Allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuchs« (ADHGB) wenigstens formal untersagt war, unterlagen die freien Makler keinen vergleichbaren Restriktionen.<sup>29</sup> Während somit der vereidigte Makler Kauf- und Verkaufsinteressenten nur zusammenführen durfte, ohne selbst dazwischenzutreten, übernahm der freie Makler einen ihm erteilten Auftrag sofort auf eigene Rechnung und suchte sich erst im Anschluss die passende Gegenpartei. Da die Privatmakler damit eine wesentlich schnellere Ausführung garantieren konnten, wurde tatsächlich ein Großteil des Terminhandels in Berlin in eben diesem freien Verkehr abgewickelt. Die vereidigten Makler führten dagegen, wie gesehen, lediglich zum Anfangs- und Schlusskurs Aufträge für Termingeschäfte aus, die ihnen in der Regel bereits vor Beginn der Börsenzeit erteilt worden waren. Dazwischen aber, also fast während der kompletten Börsenzeit, übernahmen die freien Makler die Vermittlung von Termingeschäften. Zu den Vermittlern in diesem nicht amtlichen Markt gehörten

25 § 13 Bedingungen für die Geschäfte an der Berliner Fondsbörse, gültig vom 1. Januar 1892 ab, in: Correspondenz der Aeltesten 15, 15.2.1892, Nr. 39, S. 32–38.

26 Vgl. § 16 ebd.

27 Vgl. Saling's Börsen-Papiere, Erster Teil: Die Börse und die Börsengeschäfte, 14., neu bearb. Aufl., Berlin/Leipzig etc. 1913, S. 437.

28 Vgl. Statut des Liquidations-Vereins für Zeit-Geschäfte an der Berliner Fonds-Börse vom 18. März 1869, in: Börsen-Handbuch, hrsg. durch die Sachverständigen-Commission der Fonds-Börse von Berlin, Berlin 1877, S. 43–58.

29 In der Praxis gingen die vereidigten Makler dennoch auch häufig Geschäfte auf eigene Rechnung ein und übertraten damit das Verbot des Art. 69 Nr. 1 ADHGB, was von der Börsenaufsicht jedoch stillschweigend toleriert wurde. Für einen historischen Abriss zur Entwicklung des Maklerwesens vgl. auch *Oskar Stillich*, Die Börse und ihre Geschäfte, Berlin 1909, S. 49–72, sowie *Emil Struck*, Die Effektenbörse. Eine Vergleichung deutscher und englischer Zustände, Leipzig 1881, S. 186–224.

nun erstens einzelne selbstständige, das heißt selbst haftende Makler. Zweitens fallen hierunter aber vor allem auch die Agenten der in den 1870er-Jahren gegründeten Maklerbanken, die in der Regel keine Aufträge von Kunden außerhalb der Börse annahmen, sondern nur zwischen den Börsenbesuchern selbst vermittelten. Sie handelten dabei zwar stets auf eigene Rechnung, aber immer im Namen ihrer Bank, die Dritten gegenüber Haftung und Garantie für die Erfüllung der Geschäfte übernahm.<sup>30</sup> Und drittens schließlich konnten im freien Verkehr natürlich auch jederzeit zwischen den Börsenbesuchern selbst direkt miteinander Geschäfte abgeschlossen werden, mithin also ohne Zuhilfenahme der Dienste eines Maklers.

Genauere Daten zur Anzahl der freien Makler liegen nicht vor, denn anders als etwa ihre angelsächsischen Pendanten waren die deutschen Börsen weitgehend frei zugänglich. Doch kann man davon ausgehen, dass die Anzahl der freien Makler beträchtlich größer als die ihrer vereidigten Kollegen war. So schätzte etwa Ernst Löb 1896 die Zahl der Privatmakler auf 500 bis 800, während es zu der Zeit nur 65 vereidigte Makler gab.<sup>31</sup> Diese Angabe mag etwas hochgegriffen sein und zum Teil aus der grundsätzlichen Problematik resultieren, dass bei einzelnen Firmen nicht eindeutig zwischen Kommissions- und Maklergeschäften zu unterscheiden war<sup>32</sup>, doch immerhin stellten allein die Maklerbanken um diese Zeit mehr als vierzig Agenten.<sup>33</sup> Wenngleich sich auch die vereidigten Makler immer wieder über die Konkurrenz der von ihnen häufig auch als »Pfuschkakler« bezeichneten Kollegen beklagten, so scheint sich doch insgesamt eine arbeitsteilige Struktur herausgebildet zu haben, innerhalb derer das Kassageschäft weitgehend durch die vereidigten, das Termingeschäft dagegen durch die freien Makler abgewickelt wurde. Auch Löb sah

»[m]it der Feststellung des ersten Kurses und der Erledigung der zu ihm erteilten Aufträge [...] die Tätigkeit der vereidigten Makler im Ultimo-Markt als Vermittler ziemlich erschöpft. Nach Fixierung des ersten Kurses bis zum Schluß des offiziellen Verkehrs [...] beschränken sie sich im wesentlichen auf Registrierung der Preisschwankungen, die sich im freien Verkehr vollziehen.«<sup>34</sup>

Der freie Verkehr an der Berliner Börse stellte jedoch keineswegs einen völlig deregulierten Markt dar, der keinerlei Kontrolle unterlegen wäre. So waren auch für Abschlüsse im freien Verkehr in der Regel die Geschäftsbedingungen der Berliner Börse verbindlich, was die Makler meist auch explizit in ihren Schlusszetteln festlegten. Dadurch unterlagen die in diesem Markt tätigen Akteure und die von ihnen abgeschlossenen Geschäfte auch grundsätzlich der Verfügungsgewalt der Börsenaufsicht. Auch bei der Kursfeststellung durch die vereidigten Makler sollten die Umsätze im freien Verkehr weitestgehend be-

30 Vgl. *Heinrich Kleine-Natrop*, *Verfassung und Geschichte der Maklerbanken*, München/Leipzig 1913, S. 8.

31 Vgl. *Löb*, *Kursfeststellung und Maklerwesen an der Berliner Effektenbörse*, S. 249. Die Angaben für die vereidigten Makler beziehen sich nur auf die Fondsbörse.

32 Vor allem die zahlreichen kleineren an der Börse vertretenen Firmen wiesen häufig keine eindeutige Berufsbezeichnung auf. Die Unterlagen der Börsenquotekommission geben die Anzahl der Bank- und Kommissionshäuser einschließlich der unvereidigten Makler für das Jahr 1893 mit 905 an. Vgl. *BEK*, *Statistische Anlagen*, S. 396.

33 Der Sachverständige Victor Benary, selbst vereidigter Makler an der Berliner Börse und Agent der Reichsbank, gab bei seiner Vernehmung durch die Börsenquotekommission an, der Börsenhandelsverein habe zu Beginn der 1890er-Jahre insgesamt 17 Agenten, die anderen beiden in Berlin tätigen Maklerbanken jeweils zwischen zwölf und 15 Agenten an die Börse geschickt. Vgl. *BEK*, *Sten. Ber.*, S. 316.

34 *Löb*, *Kursfeststellung und Maklerwesen an der Berliner Effektenbörse*, S. 266. Max Weber war sogar der Meinung, selbst bei den Anfangskursen liege der »Schwerpunkt des Verkehrs« oft schon im »freien Markt«. Vgl. *Max Weber*, *Die Ergebnisse der deutschen Börsenquote*, in: *Max Weber Gesamtausgabe* Abt. I, Bd. 5, 1. Halbbd., hrsg. v. *Knut Borchardt*, Tübingen 1999, S. 195–550, hier: S. 327.



rücksichtigt werden, wobei natürlich stets fraglich war, inwieweit dies den vereidigten Maklern tatsächlich gelingen konnte. Schließlich aber gilt es, sich klarzumachen, dass die Beziehung zwischen amtlichem und nicht amtlichem Markt keine antagonistische, sondern eine zutiefst komplementäre war. Zudem war der amtliche Markt selbst auf die Existenz eines nicht amtlichen Marktes geradezu angewiesen. Dies wird besonders augenscheinlich, wenn man die Voraussetzungen für die Zulassung eines Wertpapiers zum Handel an der Börse sowie zur amtlichen Notierung näher betrachtet. Demnach bestand eine zentrale Bedingung gerade darin, dass sich »seit einiger Zeit ein regelmäßiger Verkehr« in diesem Papier etabliert hatte.<sup>35</sup> Wo aber hätte sich dieser regelmäßige Verkehr letztlich etablieren sollen, wenn nicht im freien Verkehr? Denn den vereidigten Maklern war eine Vermittlung der Papiere so lange verboten, wie noch keine offizielle Zulassung erfolgt war. Auch der Bankier Wilhelm Kopetzky, selbst Mitglied des Börsenkommissariats, hielt in seiner Stellungnahme vor der Börsenenquetekommission fest: »Der freie und der offizielle Markt schließen sich aneinander an. Die Einrichtungen sind in der Regel derart, daß der freie Markt für das betreffende Papier sich in der Nähe des Platzes befindet, den der dieses Papier handelnde vereidete Makler einnimmt, so daß eine gegenseitige Verbindung besteht.«<sup>36</sup> Ähnlich äußerten sich auch andere Sachverständige im Laufe der Verhandlungen immer wieder.

Wie an den meisten Finanzplätzen vor 1914 zeichnete sich somit auch an der Berliner Börse der Wertpapierhandel in erster Linie durch ein hohes Maß an Selbstregulierung durch die beteiligte Kaufmannschaft aus.<sup>37</sup> Entgegen der öffentlichen Wahrnehmung, die in der Börse meist das ungezügelte Chaos vorherrschen sah, hatte sich an allen Börsen durch langjährige Praxis ein komplexes Geflecht an formalen Regeln, wie sie in Börsenordnungen, Geschäftsbedingungen und Usancen kodifiziert waren, sowie an informellen Gebräuchen und Verhaltensmustern herausgebildet, die dem Wertpapierhandel letztlich erst seine Stabilität verliehen. Dabei entwickelte sich unter den am Börsenhandel beteiligten Akteuren auch allmählich eine arbeitsteilige Struktur heraus, die dazu diente, verschiedene Marktsegmente auf unterschiedliche Anforderungen zu spezialisieren. So kann etwa das Wechselspiel zwischen amtlichem Markt und freiem Verkehr in Berlin in seinen Grundzügen mit der arbeitsteiligen Beziehung zwischen *Parquet* und *Coulisse* an der Börse von Paris verglichen werden.<sup>38</sup> Während der amtliche Markt demnach vorrangig der Feststellung der offiziellen Börsenkurse diente, war für den freien Verkehr die möglichst rasche Abwicklung großer Handelssummen entscheidend.

## II. BESTIMMUNGEN DES BÖRSENGESETZES BEZÜGLICH DES TERMINHANDELS IN WERTPAPIEREN

Die Börsenreformdebatte zu Beginn der 1890er-Jahre trug den skizzierten Funktionsabläufen an der Berliner Börse kaum Rechnung, sondern war in erster Linie von heftigen öf-

35 Vgl. *Franz Josef von Pfleger/Ludwig Gschwindt*, Börsenreform in Deutschland. Eine Darstellung der Ergebnisse der deutschen Börsenenquete, Bd. 3, Stuttgart 1897, S. 105.

36 BEK, Sten. Ber., S. 166.

37 Vgl. *Michie*, *Financial Capitalism*, S. 250–257. Vgl. auch *Carsten Burhop*, Regulierung und Selbstregulierung am Berliner Aktienmarkt. Maßnahmen zur Transparenz und Qualitätssicherung bei Aktienermissionen ca. 1870 bis 1930, in: *Zeitschrift für Neuere Rechtsgeschichte* 37, 2015, S. 32–49.

38 Vgl. *Pierre-Cyrille Hautcoeur/Angelo Riva*, The Paris Financial Market in the Nineteenth Century: Complementarities and Competition in Microstructures, in: *Economic History Review* 65, 2012, S. 1326–1353. Allerdings bestand ein wesentlicher Unterschied zur Pariser Börse darin, dass Parkett- und Kulissenhandel in Berlin im gleichen Raum stattfanden.

fentlichen Auseinandersetzungen um den Börsenhandel geprägt. Dies schlug sich schließlich auch in den konkreten Bestimmungen des Börsengesetzes in Bezug auf den Terminhandel nieder.

#### *Der Terminhandel in der öffentlichen und politischen Debatte*

Unmittelbarer Auslöser der Börsenreformbewegung war eine Reihe von Unregelmäßigkeiten und Betrugsfällen an deutschen Börsen, allen voran auch der Berliner Börse. Den Anstoß gaben zunächst mehrere kurz hintereinander auftretende Fälle der versuchten Preismanipulation an deutschen Warenbörsen gegen Ende der 1880er-Jahre.<sup>39</sup> Dadurch wurde die schon seit längerem geäußerte Kritik der deutschen Agrarier am Getreideterminhandel, der sich vor allen Dingen in Berlin konzentrierte, weiter befeuert. Man gab dieser für viele doch noch immer ungewohnten Handelstechnik nämlich die Hauptschuld für den gerade in dieser Zeit zu beobachtenden Verfall der Getreidepreise sowie auch für die allgemein starken Preisschwankungen an den Getreidemärkten.<sup>40</sup> Die öffentliche Kritik erfasste schließlich aber auch die Effektenbörsen, als im Zuge der Krise um die britische Barings Bank im Herbst 1890 nicht nur die Aktienkurse nach der Hausse der vorangegangenen beiden Jahre deutlich einbrachen, sondern auch im Wertpapierhandel zahlreiche Missstände aufgedeckt wurden. Für großes Aufsehen sorgte insbesondere der Fall des Berliner Bankiers Paul Polke, der im April 1891 verhaftet und dem vorgeworfen wurde, seine Kunden zunächst gezielt angeworben und anschließend durch Kursmanipulationen mit überhöhten Preisen systematisch betrogen zu haben. Im Juli des gleichen Jahres kam zudem im Handel mit russischen Rubelnoten eine Reihe von Schlusscheinfälschungen an der Berliner Börse zum Vorschein. Und als im November des Jahres, auch als Folge der Baring-Krise, eine Reihe von Privatbanken Konkurs anmeldeten, wurden schließlich zahlreiche Fälle von Depotveruntreuungen aufgedeckt.<sup>41</sup> Angesichts dieser Massierung von Börsenskandalen innerhalb eines so kurzen Zeitraums konnten nun auch die überzeugtesten Vertreter des freien Spiels der Marktkräfte nicht mehr leugnen, dass es offenbar zu gravierenden Problemen im Börsenverkehr gekommen war.

Hinter den tagespolitischen Ereignissen erstreckte sich die Debatte jedoch auf eine wesentlich ältere Auseinandersetzung, die sich um die generelle Frage nach der Legitimität des Börsenhandels drehte. Mit der Ausdehnung des Aktien- und Börsenwesens im Zuge der Industrialisierung im Laufe des 19. Jahrhunderts nahm auch die Kritik am Börsenhandel deutlich zu, schien seine destruktive Wirkung beim Platzen von Spekulationsblasen doch nur allzu sichtbar zu werden. Welche langfristige Bedeutung für die öffentliche Wahrnehmung der Börse in Deutschland hier gerade auch die Erfahrung der Gründerkrise zu

39 Vgl. zur Entwicklung der Ereignisse grundsätzlich *Meier*, Die Entstehung des Börsengesetzes, und *Schulz*, Das deutsche Börsengesetz. Zusammenfassend auch *Knut Borchardt*, Einleitung, in: Max Weber Gesamtausgabe Abt. I, Bd. 5, 1. Halbbd., S. 1–108.

40 Für eine Diskussion der zeitgenössischen Literatur vgl. *Engel*, Die Regulierung des Börsenterminhandels im Kaiserreich, sowie *ders.*, Futures and Risk: The Rise and Demise of the Hedger-Speculator Dichotomy, in: *Socio-Economic Review* 11, 2013, S. 553–576. Das Sinken der Getreidepreise im Kaiserreich ist dagegen maßgeblich auf die zunehmende Integration des Weltmarkts und weniger auf die Auswirkungen des Terminhandels zurückzuführen. Vgl. *Cornelius Torp*, Die Herausforderung der Globalisierung. Wirtschaft und Politik in Deutschland 1860–1914, Göttingen 2005.

41 Die Frage der Bankdepots war Gegenstand eines eigenständigen Gesetzgebungsverfahrens, das schließlich in die Verabschiedung des »Gesetzes betreffend die Pflichten der Kaufleute bei Aufbewahrung fremder Wertpapiere«, kurz »Bankdepotgesetz«, vom 5. Juli 1896 mündete und als Ergänzung des Börsengesetzes betrachtet werden muss. Vgl. *Carmen Buxbaum*, Anlegerschutz zwischen Bankbedingungen und Rechtsnormen. Eine Untersuchung zu dem Depotgesetz von 1896, Berlin 2002.

Beginn der 1870er-Jahre spielte, kann wohl kaum überschätzt werden.<sup>42</sup> Dabei konzentrierte sich die öffentliche Kritik im Folgenden jedoch hauptsächlich auf die noch immer verhältnismäßig junge Geschäftspraxis des Terminhandels. Während Geschäfte auf Zeit in mal mehr und mal weniger starkem Ausmaß wohl schon seit Bestehen der Börsen abgeschlossen wurden, sind organisierte Terminmärkte in einzelnen Waren erst ein Produkt der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts. Der Terminhandel wurde dabei in erster Linie vom Großhandel zur massenhaften Abwicklung von Geschäften in bestimmten Waren wie Getreide, Baumwolle oder Kaffee benutzt. Im Gegensatz zur zeitgenössischen Debatte, in der die Begriffe Zeit- und Termingeschäft weitgehend synonym verwendet wurden, wies Max Weber jedoch auf den zentralen konzeptionellen Unterschied zwischen beiden Geschäftsformen hin. Während demnach die bloße Vereinbarung eines späteren Erfüllungstermins beiden Geschäftsarten gleichermaßen eigen ist, zeichnen sich Termingeschäfte gerade durch den hohen Grad der Standardisierung der einzelnen Kontrakte aus, was bei bloßen Zeitgeschäften nicht zwingend der Fall sein muss. So wurden beispielsweise Termingeschäfte in Wertpapieren an der Berliner Börse, nach den geltenden Usancen, stets über eine Summe von 15.000 Mark beziehungsweise ein Vielfaches davon abgeschlossen, andere Beträge kamen dagegen in der Praxis nicht vor. Damit war zwar jedes Termingeschäft ein Zeitgeschäft, aber nicht umgekehrt auch jedes Zeitgeschäft automatisch schon ein Termingeschäft.<sup>43</sup> Dies bedeutet aber im Umkehrschluss, dass für die Definition eines Geschäfts als Termingeschäft in erster Linie der Rückgriff auf diese standardisierten Vertragsformen und weniger die Vereinbarung einer späteren Lieferung wesentlich war. Der Terminhandel ermöglichte in erster Linie die Abwicklung großer Mengen und garantierte insgesamt eine höhere Marktliquidität, erlaubte daneben aber natürlich auch die Spekulation auf Kursbewegungen. Dies dürften im Wesentlichen auch die Gründe sein, warum die Praxis des Börsenterminhandels schließlich auch mit Ausdehnung des Wertpapierhandels Einzug in die Effektenbörsen fand.<sup>44</sup> Die Kritiker des Terminhandels konzentrierten sich dagegen ausschließlich auf das zeitliche Auseinanderklaffen von Vertragsabschluss und Lieferung sowie die damit zwangsläufig einhergehende Möglichkeit der Kursveränderung bis zum Erfüllungstermin, was die Termingeschäfte in ihren Augen als bloße Wetten auf Kursverläufe erscheinen ließ.

Die öffentliche und politische Auseinandersetzung mit der Praxis des Terminhandels stützte sich im Folgenden vor allem auf die lang anhaltende juristische Diskussion über die Klagbarkeit von Ansprüchen aus sogenannten Differenzgeschäften. Dabei war der Begriff Differenzgeschäft ein »juristisches Kunstgebilde«<sup>45</sup>, der zum Ausdruck brachte, dass, im Gegensatz zu gewöhnlichen Kaufgeschäften, viele Termingeschäfte an der Börse nicht durch effektive Lieferung der Ware erfüllt wurden, sondern durch Begleichung der Kursdifferenzen zwischen Zeitpunkt des Vertragsschlusses und Erfüllungstermin beziehungsweise durch Aufrechnung der wechselseitigen Ansprüche aus gegenläufigen Geschäften. Der Streit der Juristen drehte sich dabei um die Frage, wie ein wirtschaftlich begründetes Differenzgeschäft von einem »reinen« Differenzgeschäft, das einer bloßen Wette auf steigende oder fallende Kurse gleichkam, abzugrenzen war. Denn genau wie aus Glücksspielen sollten auch aus reinen Differenzgeschäften keine einklagbaren Rechtsansprüche für die beteiligten Parteien entstehen. Dies war der Kern einer lang anhaltenden juristischen Debatte, die »eine verwirrende Begriffsvielfalt zur Folge« hatte:

42 Vgl. dazu auch den Beitrag von Catherine Davies in diesem Band.

43 Vgl. *Borchardt*, Einleitung, S. 11.

44 Tatsächlich lassen sich die konkreten Motive, die zur Einführung des Terminhandels führten, kaum mehr rekonstruieren, was auch die Vernehmungen der Börsenquotekommission bestätigen. Vgl. auch *Engel*, *Futures and Risk*, S. 557.

45 *Wolter*, Termingeschäftsfähigkeit kraft Information, S. 31.

»reines, wahres, effektives, scheinbares, eigentliches und uneigentliches, echtes und unechtes, gemischtes, offenes und verdecktes Differenzgeschäft – das sind die am häufigsten verwendeten Begriffe, durch die Wissenschaft und Praxis die verschiedenen Aspekte des Differenzgeschäfts ›im rechtlichen Sinn‹ gegenüber dem Differenzgeschäft ›im wirtschaftlichen Sinn‹ zu erfassen« versuchten.<sup>46</sup>

Für die Praxis des Wertpapierhandels spielte der juristische Begriffsstreit dagegen lange Zeit keine Rolle, da das Reichsoberhandelsgericht in seiner Entscheidung aus dem Jahr 1872 festgelegt hatte, nur dann von reinen Differenzgeschäften auszugehen, wenn von den Vertragsparteien die effektive Lieferung von Beginn an explizit ausgeschlossen worden war. Da derartige Geschäfte in der Praxis quasi nicht vorkamen, hatte die Diskussion über die Differenzgeschäfte lange Zeit auch allenfalls theoretische Bedeutung. Deswegen wurde auch der sogenannte Differenzeinwand, bei dem eine der Vertragsparteien sich nachträglich ihrer Verbindlichkeiten zu entledigen suchte, indem sie vor Gericht den Einwand vorbrachte, man habe von Anfang an »nur spielen« wollen, kaum erhoben. Im Jahr 1892 vollzog das Reichsgericht jedoch eine deutliche Wende in der höchstrichterlichen Rechtsprechung. In einer Reihe von Urteilen etablierte sich nun die Ansicht, dass ein die effektive Lieferung ausschließendes Differenzgeschäft auch durch konkludente Willenseinigung der Geschäftspartner begründet werden könne.<sup>47</sup> Damit aber öffnete sich für die Gerichte ein großer Interpretationsspielraum und es entwickelte sich in der Folge eine Indizienlehre, die mehr oder weniger klare Kriterien zu identifizieren versuchte, die für das Vorliegen eines reinen Differenzgeschäfts sprächen. Als derartige Indizien wurden insbesondere ein als unzureichend empfundenen Vermögen des Spekulanten, eine nicht unmittelbar mit Börsengeschäften in Verbindung stehende Berufstätigkeit sowie auch die Abwicklung der Geschäfte über eine dauernde Kontokorrentverbindung, mittels derer lediglich Kursdifferenzen beglichen wurden, betrachtet.<sup>48</sup> Gerade in den ersten beiden Indizien drückte sich die unter den Börsenreformern weitverbreitete Vorstellung aus, dass bestimmte Bevölkerungskreise kein legitimes, das heißt ökonomisch begründetes Interesse am Abschluss von Termingeschäften haben konnten und, so die Schlussfolgerung, von diesen künftig ausgeschlossen werden müssten. Insgesamt aber trug die Wende des Reichsgerichts entscheidend dazu bei, der Börsenreformbewegung zu Beginn der 1890er-Jahre eine neue Dynamik zu verleihen.

Mit der eingangs erwähnten Häufung von Skandalen radikalisierte sich die Auseinandersetzung um die Börse noch zusätzlich, und der Streit um das Börsengesetz, in dem sich agrarisch-konservative Kreise einerseits und ein finanzwirtschaftlich-liberales Lager andererseits gegenüberstanden, verdichtete sich schließlich zu einer Auseinandersetzung um Deutschlands Weg vom Agrarstaat in die industrielle Moderne.<sup>49</sup> Dementsprechend sollten letztlich auch weniger sachliche als vielmehr ideologisch begründete Argumente den Ausschlag geben. So stellte für die Agrarier und ihre neu gegründete Interessenorganisation, den »Bund der Landwirte«, das Vorgehen gegen den (Waren-)Terminhandel ein zentrales Element im gesellschaftlichen und politischen Machtkampf dar. Als im Herbst 1891 von verschiedenen Seiten Petitionen gegen die Auswüchse des Terminhandels im Reichstag eingebracht wurden, sah sich die Regierung veranlasst, zunächst eine Expertenkommission zur Untersuchung des Börsenwesens einzusetzen. Diese Börsenquyetekommission, zusammengesetzt aus Mitgliedern aus Wirtschaft, Politik und Wissenschaft, tagte von April 1892 bis November 1893, vernahm in dieser Zeit zahlreiche Sachverständige und produzierte insgesamt ein äußerst umfangreiches Untersuchungsmaterial von mehre-

46 Ebd., S. 30.

47 Vgl. ebd., S. 43–53.

48 Vgl. ebd., S. 56f.

49 Vgl. dazu *Gehlen*, »Manipulierende Händler« versus »dumme Agrarier«.

ren Tausend Seiten.<sup>50</sup> Doch gerade im Hinblick auf die Praxis des Terminhandels waren die zutage geförderten Ergebnisse eher enttäuschend.<sup>51</sup> Auch wenn sich die Experten in ihrem Abschlussbericht bereits dafür aussprachen, den Bundesrat grundsätzlich zu ermächtigen, den Börsenterminhandel in Wertpapieren und Waren einschränken zu können, so war das letztlich beschlossene Terminhandelsverbot aber erst ein Ergebnis der sich anschließenden parlamentarischen Verhandlungen. Denn in der Kommission des Reichstags, die von Januar bis März 1896 über die Verabschiedung des Börsen- sowie des Depotgesetzes beriet, verfügten die Agrarier über die Mehrheit und hier wurden schließlich auch die entscheidenden Beschränkungen des Terminhandels formuliert, denen später in der zweiten Lesung des Gesetzentwurfs nur mehr zugestimmt wurde.<sup>52</sup>

#### *Die Regulierungsinstrumente des Börsengesetzes: Handelsverbot und Börsenregister*

Das Börsengesetz wurde schließlich am 22. Juni 1896 verabschiedet und sollte ab 1. Januar des folgenden Jahres in Kraft treten. In Abschnitt IV, §§ 48–69, wurde der Börsenterminhandel reguliert.<sup>53</sup> Dabei definierte § 48 zunächst als Börsentermingeschäfte alle »Kauf- oder sonstige[n] Anschaffungsgeschäfte«, die insbesondere durch folgende drei Merkmale gekennzeichnet seien: eine festbestimmte Lieferungszeit beziehungsweise -frist, ein Abschluss nach den Geschäftsbedingungen der jeweiligen Börse sowie das Bestehen einer amtlichen Feststellung von Terminpreisen. § 50 sprach ein allgemeines Verbot des Terminhandels in »Antheilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen« aus und beschränkte darüber hinaus den restlichen Terminhandel in Aktien auf Gesellschaften mit einem Mindestkapital von 20 Millionen Mark. Zudem wurde der Bundesrat grundsätzlich dazu ermächtigt, weitere Beschränkungen des Terminhandels zu bestimmen. Ein »von der Mitwirkung der Börsenorgane unabhängige[r] Terminhandel« sollte nach § 51 von der Börse ausgeschlossen werden, »soweit er sich in den für Börsentermingeschäfte üblichen Formen« vollzog. Neben dieser materiellen Beschränkung des Terminhandels sollte auch der Kreis der termingeschäftsfähigen Personen eingeschränkt werden. So begründeten nach § 66 nur Termingeschäfte zwischen zwei Parteien, die beide zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses in das eigens dafür vorgesehene Börsenregister eingetragen waren, tatsächlich ein rechtliches Schuldverhältnis. Damit korrespondierend bestimmte schließlich § 69, dass

»[g]egen Ansprüche aus Börsentermingeschäften sowie aus der Ertheilung und Uebernahme von Aufträgen und aus der Vereinigung zum Abschlusse von Börsentermingeschäften [...] von demjenigen, welcher zur Zeit der Eingehung des Geschäfts in dem Börsenregister für den betreffenden Geschäftszweig eingetragen war [...], ein Einwand nicht darauf gegründet werden [könne], daß die Erfüllung durch Lieferung der Waaren oder Werthpapiere vertragsmäßig ausgeschlossen war.«<sup>54</sup>

In das Börsenregister eingetragene Personen konnten somit den oben angesprochenen Differenzeinwand nicht rückwirkend geltend machen, um sich so ihren Verpflichtungen zu entziehen.

50 Zur Zusammensetzung und Arbeitsweise der Kommission vgl. *Schulz*, Das deutsche Börsengesetz, S. 72–114.

51 So äußerten sich auch bereits die zeitgenössischen Beobachter. Vgl. *Weber*, Die Ergebnisse der deutschen Börsenquete, S. 494–499, sowie auch *Pfleger/Gschwindt*, Börsenreform in Deutschland, S. 1–4.

52 Entscheidend für die Verschärfung der Debatte, und letztlich für den Sieg der Agrarier, war nicht zuletzt die Aufdeckung von Preismanipulationen an der Berliner Getreidebörse durch das Unternehmen Cohn & Rosenberg im Herbst 1895. Wie *Borchardt*, Einleitung, S. 74, treffend festhält, war »[f]ür die Agrarier [...] der Nachweis einer, wenn auch nur vorübergehend erfolgreichen Manipulation des Berliner Roggenpreises durch ein jüdisches (!) Unternehmen ein Glücksfall«.

53 Der Text des Gesetzes ist abgedruckt in: *Schulz*, Das deutsche Börsengesetz, S. 703–720.

54 Ebd., S. 716f.



Diese beiden wesentlichen Regulierungsinstrumente, ein materielles Handelsverbot in bestimmten Gattungen von Wertpapieren sowie die Eintragung in ein Register als Voraussetzung der Rechtsfähigkeit, waren bereits im Vorfeld diskutiert worden. Die Idee, den Terminhandel in Aktien von Bergwerks- und Industrieunternehmen zu unterbinden, wurde bereits während der Verhandlungen der Börsenquotekommission ins Spiel gebracht. Der Vorschlag wurde damit begründet, dass die Zulassung der Aktien von Industrieunternehmen zum Terminhandel die Leiter der entsprechenden Firmen zu einer Geschäftspolitik, die lediglich auf eine kurzfristige Beeinflussung der Aktienkurse abzielte, verleiten könnte.<sup>55</sup> Erwartungsgemäß sprach sich dagegen die überwiegende Mehrheit der vernommenen Börsianer gegen ein wie auch immer geartetes Handelsverbot in bestimmten Wertpapieren aus. Interessanterweise betonte aber auch Georg Siemens, der Vertreter der Deutschen Bank, dass er der Zulassung der Industripapiere zum Terminhandel durchaus ablehnend gegenüberstehe, fügte jedoch unmittelbar hinzu, dass ein Kassahandel in diesen Werten noch größere Kursschwankungen hervorrufen würde.<sup>56</sup> Geradezu befremdlich auf den heutigen Leser wirken jedoch die getroffenen Aussagen der Sachverständigen, als es in den Verhandlungen der Börsenquotekommission darum ging, ökonomische Gründe für den Effekterterminhandel anzuführen. Die auf die entsprechenden Abschnitte des Fragebogens gegebenen Antworten wirken heute seltsam konstruiert.<sup>57</sup> Meist wurde zunächst die Bedeutung des Terminhandels für den internationalen Zahlungsverkehr sowie für die Arbitrage mit ausländischen Börsenplätzen ins Feld geführt. Auch das Argument der Versicherung gegen Kursschwankungen findet sich oftmals in den Antworten. Dass der Terminhandel darüber hinaus aber wohl auch, vielleicht sogar überwiegend, zu bloßen Spekulationszwecken benutzt wurde, darauf ging man kaum ein. Die vorgebrachten Beispiele schließlich betrafen häufig entweder den Handel mit Devisen und öffentlichen Anleihen oder aber den Warenderminhandel, selten jedoch Geschäfte in Industripapieren. Einig war man sich letztlich lediglich in der Auffassung, dass ein Terminhandelsverbot in bestimmten Werten nicht zum Verschwinden der Spekulation, sondern zu einem Ausweichen auf den Kassahandel führen würde. Umgekehrt vermochten die Börsianer dagegen keine überzeugende ökonomische Begründung zu liefern, warum die Börse des Terminhandels in Wertpapieren, gerade auch in Industrierwerten, dringend bedürfe. Damit bestärkten sie aber bei ihren Gegnern die Überzeugung, dass ein etwaiges Terminhandelsverbot durchaus geboten sei, um die »Spekulationswut« einzuschränken.<sup>58</sup>

Die zweite zentrale Idee, die rechtliche Termingeschäftsfähigkeit an die Eintragung in ein Register zu knüpfen, wurde ebenfalls bereits seit Längerem, vornehmlich in juristischen Kreisen, diskutiert. Da das Privatpublikum die Eintragung in ein öffentliches Terminregister scheuen würde, so die Überlegung, würden dann auch die Börsenbesucher,

55 Vgl. *Weber*, Die Ergebnisse der deutschen Börsenquote, S. 528–531. Auch Max Weber selbst hielt im Übrigen ein Terminhandelsverbot in Industripapieren für »durchaus diskutabel«. Ähnlich äußerten sich auch andere Beobachter, so etwa Kurt Wiefenfeld, der das Terminhandelsverbot in Industrieaktien insgesamt für begründet hielt. Vgl. *Kurt Wiefenfeld*, Die Börse in ihren wirtschaftlichen Funktionen und ihrer rechtlichen Gestaltung vor und unter dem Börsengesetz, Berlin/München, S. 54f.

56 Vgl. BEK, Sten. Ber., S. 1932–1934.

57 Eine kurze Zusammenstellung der Antworten der Sachverständigen findet sich in: Börsen-Enquete-Kommission, Register zu den stenographischen Berichten über die Sachverständigen-Vernehmungen, Berlin 1893, S. 68–159.

58 Betroffen vom Terminhandelsverbot in Aktien waren letztlich an der Berliner Börse insgesamt lediglich elf Aktien, nämlich acht Bergwerks- und drei Industrierwerte, wobei jedoch bereits drei der Papiere nicht die Voraussetzung der erforderlichen 20 Millionen Mark Grundkapital erfüllten. Gleichwohl gehörten diese wenigen Aktien gerade zu den umsatzstärksten der Berliner Börse. Vgl. *Meier*, Die Entstehung des Börsengesetzes vom 22. Juni 1896, S. 270.

das heißt in erster Linie die Banken, Abstand nehmen, mit Personen, die ihnen gegenüber jederzeit den Differenzeinwand geltend machen konnten, Termingeschäfte abzuschließen. Die Vorschläge der Börsenenquetekommission sahen ursprünglich nur für den Warenterminhandel ein verpflichtendes Register vor, für den Terminhandel in Wertpapieren wurde dagegen lediglich die Eintragung in das Handelsregister empfohlen.<sup>59</sup> Erst im Laufe des Gesetzgebungsprozesses wurde die Einführung des Börsenregisters auch auf den Terminhandel in Wertpapieren ausgedehnt. Damit sollte also die abschreckende Wirkung des Terminregisters deutlich erweitert und insbesondere das, nach einhelliger Meinung der Regulatoren, gerade so leicht zum Spiel an der Börse »verführbare« Privatpublikum vom Abschluss von Termingeschäften abgeschreckt werden. Ganz im Einklang mit der neuen Indizienlehre des Reichsgerichts sprach man gewissen Bevölkerungskreisen, deren Einkommen, Berufstätigkeit und auch sozialer Status kein unmittelbares Interesse an Börsentermingeschäften erkennen ließen, die Berechtigung ab, derartige Geschäfte überhaupt einzugehen. Damit sollte zum einen die Börsenspekulation gleichsam professionalisiert und auf einen kleinen Kreis von berufsmäßigen Spekulanten begrenzt werden. Denn dass sich in den 1880er- und 1890er-Jahren auch viele »Outsider« an der Börsenspekulation beteiligt hatten, zeigten nicht zuletzt die eingangs erwähnten Finanzskandale.<sup>60</sup> So gehörten etwa zum Kundenkreis des genannten Polke neben einigen Kaufleuten unter anderem auch ein Schankwirt, ein Destillateur, ein Bahnhofsvorsteher, ein Versicherungsagent, ein Landwirt, ein Gutspächter, ein Buchhändler, ein Hotelier, zwei praktische Ärzte, zwei Mühlen- und Ziegeleibesitzer, ein Spediteur, ein Fabrikbesitzer sowie einige Rentiers.<sup>61</sup> Solche Berufsvertreter, so die Überzeugung, konnten kein legitimes ökonomisches Interesse am Terminhandel haben, sondern beteiligten sich einzig und allein aus dem Grund, um auf steigende Kurse zu wetten. Hinzu kam bei vielen Kommentatoren auch die paternalistische Überzeugung, dass gerade die untersten sozialen Schichten davor bewahrt werden müssten, in der Hoffnung auf schnellen und bequemen Profit Börsengeschäfte einzugehen, von denen sie im Grunde nichts verstanden und die nur dazu geeignet waren, sie um ihr ohnehin geringes Vermögen zu bringen. So betonte etwa Gustav Schmoller in den Verhandlungen der Börsenenquetekommission, er selbst habe wiederholt für seine Dienstmädchen sowie auch für seinen Portier Staatspapiere gekauft, denn »derartige Leute [...] verstehen den Unterschied zwischen Konsols und anderen Papieren nicht; sie wissen nur, daß irgend wo jemand sei, der Geldgeschäfte vermittelt, und dem fallen sie in die Hände, und der betrügt sie unter 100 Fällen 90 mal.«<sup>62</sup> Diese Bevölkerungskreise wollte man somit gewissermaßen vor sich selbst schützen, indem man sie zur Eintragung in ein Terminregister und damit zum öffentlichen Bekenntnis als »Börsenspieler« zwang. Oder wie es der Senatspräsident des Reichsgerichts, Heinrich Wiener, formulierte: »man verlange, daß, wer termingeschäftsfähig werden wolle, einige Stunden während einer bestimmten

59 Vgl. Bericht der Börsen-Enquete-Kommission, Berlin 1893, S. 102–104 und 116.

60 Die von der Börsenenquete gehörten Sachverständigen gaben mehrheitlich an, dass sich, gerade in Zeiten einer Hausse, weite Kreise der Bevölkerung am Börseterminhandel beteiligten. Ähnlich äußerte sich auch der französische Beobachter André Sayous in seiner umfangreichen Untersuchung des deutschen Börsenwesens Vgl. *André-E. Sayous, Étude économique et juridique sur les bourses allemandes de valeurs et de commerce*, Paris/Berlin 1898, S. 381.

61 Vgl. *Rudolf Plack-Podgorski, Der Prozeß Polke vom Standpunkte der reinen Vernunft und Logik. Zur Aufklärung der öffentlichen Meinung über Schuld oder Unschuld des Angeklagten im Interesse der Wahrheit und Strafrechtspflege* beschrieben und herausgegeben. Eine Widerlegung des gerichtlichen Urteils vom 3. Juni 1892, Strafkammer 3 des Landgerichts I Berlin unter Nachweis von Falsch- bzw. Meineiden, Dresden 1892, S. 119.

62 BEK, Sten. Ber., S. 312.

Zeit auf offenem Markte ein Schild an der Stirn mit der Aufschrift: ›ich bin Spekulant‹ tragen müsse«. <sup>63</sup>

Während der Schutz von Kleinanlegern im ausgehenden 19. Jahrhundert ein von staatlicher Finanzmarktregulierung noch weitestgehend unberührtes Themenfeld darstellte, galt in der Finanzwelt weiterhin der allgemeine Grundsatz des *caveat emptor*. Hier hatten sich also keine zufriedenstellenden Lösungen der Selbstregulierung entwickelt, sodass der unwissende Kunde im Zweifelsfall schlicht auf das Wohlwollen seines Bankiers vertrauen musste. Mit der Expansion des Aktienwesens und der Beteiligung immer breiterer Kreise der Bevölkerung am Wertpapierhandel nahmen jedoch auch die Probleme des Anlegerschutzes deutlich zu. Es bestand somit durchaus regulatorischer Handlungsbedarf, was auch von den Zeitgenossen bereits erkannt wurde. <sup>64</sup> Die Idee eines abschreckenden Börsenregisters sollte dagegen das Rad gewissermaßen wieder zurückdrehen, indem die Beteiligung des Privatpublikums am Terminhandel unterbunden werden sollte.

### III. DIE REAKTIONEN DER BERLINER FONDSBÖRSE AUF DAS TERMINHANDELS- VERBOT

Bereits unmittelbar nach Inkrafttreten des Börsengesetzes etablierten sich an der Berliner Fondsbörse neue Handelsformen, mithilfe derer die unliebsamen Bestimmungen möglichst reibungslos umgangen werden sollten. Diese Handelsformen lassen sich im Wesentlichen in zwei Gruppen einteilen: Zum einen wichen die Banken im Geschäftsverkehr mit dem Privatpublikum auf handelsrechtliche Lieferungsgeschäfte aus. Zum anderen entwickelten sich zwischen den Börsianern selbst mit dem sogenannten Großkassahandel sowie dem Kassa-Kontohandel neue Formen der Kassageschäfte im freien Verkehr.

#### *Umgehung des Börsenregisters durch Ausschluss der Börsenbedingungen: Handelsrechtliche Lieferungsgeschäfte*

Im Vorfeld der Börsengesetzgebung war die Einführung eines öffentlichen Börsenregisters von Vertretern der Finanzbranche häufig und vehement mit der Begründung abgelehnt worden, die Eintragung in ein derartiges Register käme einer Stigmatisierung als Spieler gleich, der sich kein ehrbarer Kaufmann ohne Weiteres aussetzen wolle und die zudem alle Beteiligten am Börsenhandel unter einen Generalverdacht stelle. Auf der »Protest-Kundgebung der Börsen-Interessenten« am 2. Februar 1896, zu der die Ältesten der Berliner Kaufmannschaft zahlreiche Vertreter des Handels aus dem ganzen Reichsgebiet nach Berlin eingeladen hatten, sprach sich der Vizepräsident der Korporation, Johannes Kaempf, beispielsweise entschieden dagegen aus, dass man den Kaufmannsstand zwingen, »um seinen legitimen Geschäften nachgehen zu können, [...] sich in dieses Spielerregister eintragen zu lassen«. <sup>65</sup> Doch waren es schließlich gerade die führenden Berliner Bankhäu-

63 Börsen-Enquete-Kommission, Sitzungsprotokolle, Berlin 1893, S. 261. Wiener selbst äußerte sich zu der beabsichtigten Wirkung allerdings skeptisch, indem er unmittelbar hinzufügte: »Die Scheu möge wirken. Aber man werde sich gewöhnen, ohne Aussicht auf gerichtlichen Schutz Geschäfte auf das bloße Wort hin zu machen.«

64 So wurde beispielsweise die Frage diskutiert, inwiefern die Bankiers ihren Kunden gegenüber für Kaufempfehlungen von Wertpapieren haftbar gemacht werden konnten. Vgl. *Max Alsberg*, Die Haftung des Bankiers für Fahrlässigkeit bei der Empfehlung von Wertpapieren, in: *Monatsschrift für Handelsrecht und Bankwesen, Steuer- und Stempelfragen* 15, 1906, S. 321–326. Vgl. zu dieser Problematik auch umfassend *Buxbaum*, Anlegerschutz zwischen Bankbedingungen und Rechtsnormen.

65 *Berliner Börsen-Zeitung*, 3.2.1896, S. 6. Kaempf führte dagegen weiter aus, »dass an keinem Orte der Welt Treu und Glauben höher gehalten werden, als an der Börse«.

ser, die das Börsenregister anfänglich unterstützten. Demgegenüber lehnten die kleineren und mittleren Bankhäuser, allen voran die Banken aus der Provinz, die Eintragung in das Börsenregister mehrheitlich ab. So beschlossen die Mitglieder der Stempelvereinigung, der Interessenvertretung der größten Berliner Bankhäuser, bereits im November 1896, sich in das Register eintragen zu lassen, während der Verein für die Interessen der Fondsbörse, dem in erster Linie kleinere Banken, und namentlich eine Reihe von Privatbanken, angehörten, die Eintragung ablehnte. Der Verein wollte stattdessen versuchen, »das Zeitgeschäft auf Treu und Glauben aufrecht zu erhalten«. <sup>66</sup> Die Stempelvereinigung aber verkündete, ab dem 1. März 1897 nur noch mit in das Börsenregister eingetragenen Personen Termingeschäfte abschließen zu wollen. Doch anders als von manchen erwartet <sup>67</sup>, ließen sich nach Verabschiedung des Börsengesetzes kaum Privatleute oder auch Provinzbankiers in das Register eintragen. So erfolgten für Berlin im Jahr 1897 tatsächlich nur 18 Eintragungen. <sup>68</sup>

Da die Kunden der Berliner Großbanken die Eintragung in das Börsenregister größtenteils verweigerten, sahen sich die Banken somit der Gefahr der rückwirkenden Erhebung des Differenzeinwands ausgesetzt, wenn sie dennoch weiterhin Börsentermingeschäfte in der bisher üblichen Form abschlossen. Wollte man auf dieses Geschäftsfeld aber nicht verzichten, so mussten also alternative Handelsformen gefunden werden. <sup>69</sup> Die führenden Berliner Bankhäuser passten dazu ihre Geschäftsbedingungen an, indem sie dazu übergingen, mit ihren Kunden handelsrechtliche Lieferungsgeschäfte auf Basis des ADHGB abzuschließen. Wurden bisher Termingeschäfte mit Kunden stets auf Basis der Geschäftsbedingungen der Berliner Börse abgeschlossen, so wurden diese nun explizit ausgeschlossen und stattdessen auf die entsprechenden Bestimmungen des Handelsgesetzes Bezug genommen. Das dahinterstehende Motiv bestand schlicht darin, die Definition der Börsentermingeschäfte nach § 48 des Börsengesetzes, die man als Legaldefinition betrachtete, zu umgehen. Hieß es beispielsweise in den Geschäftsbedingungen der Deutschen Bank noch im Jahr 1894: »Alle von uns für Rechnung unserer Geschäftsfreunde ausgeführten börsenmässigen Geschäfte unterliegen den jeweils hier geltenden Bedingungen für Geschäfte an der Berliner Fondsbörse.« <sup>70</sup> So folgte nach Inkrafttreten des Börsengesetzes noch folgender Passus: »Vorstehende Bestimmung findet keine Anwendung auf Geschäfte in Werthpapieren mit festbestimmter Lieferungszeit; für diese sind vielmehr besondere Bestimmungen massgebend.« <sup>71</sup> In diesen besonderen Bestimmungen hieß es aber gleich

66 Max Weber, Börsengesetz, in: Max Weber Gesamtausgabe Abt. I, Bd. 5, 2. Halbbd., Tübingen 2000, S. 791–869, hier: S. 858. Vgl. dort auch die Anmerkungen 41 und 42 des Herausgebers mit den Hinweisen auf die entsprechenden Veröffentlichungen der beiden Vereinigungen in der zeitgenössischen Presse.

67 So lehnten beispielsweise sowohl Heinrich Wiener, Senatspräsident am Reichsgericht, als auch Gustav Cohn, Professor für Nationalökonomie in Göttingen, die Einführung eines verpflichtenden Börsenregisters für den Terminhandel in Wertpapieren mit dem Argument ab, dies würde das Privatpublikum nur dazu veranlassen, sich »massenhaft« eintragen zu lassen, wodurch das Register seine »abschreckende Wirksamkeit« einbüße. Vgl. Weber, Die Ergebnisse der deutschen Börsenquete, S. 544f.

68 Vgl. Christoph Knipper, Der Berliner Effektenhandel unter dem Einflusse des Reichs-Börsengesetzes vom 22. Juni 1896, Leipzig 1902, S. 69.

69 Vgl. für die folgenden Ausführungen: Meier, Die Entstehung des Börsengesetzes, S. 338–341, sowie vor allem Knipper, Der Berliner Effektenhandel, für eine umfassende und systematische Zusammenstellung mit Wiedergabe der wichtigsten Schriftstücke. Vgl. daneben auch Jakob Riesser, Die handelsrechtlichen Lieferungsgeschäfte. Eine Kritik der Rechtsprechung des Reichsgerichts, Berlin 1900.

70 Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deutschen Bank aus dem Jahr 1894, Historisches Archiv der Deutschen Bank (HADB).

71 Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deutschen Bank aus dem Jahr 1897, HADB.

einleitend: »Für die Erfüllung der Geschäfte gelten *unter Ausschluß der Bedingungen für Zeitgeschäfte an der Berliner Fondsbörse* die nachstehenden besonderen Vereinbarungen und die Vorschriften des Allgemeinen deutschen Handelsgesetzbuchs.«<sup>72</sup> Bemerkenswerterweise schloss sich in der Version der Geschäftsbedingungen aus dem Jahr 1897 zusätzlich der Hinweis an, dass die Deutsche Bank Börsentermingeschäfte im Sinne des Börsengesetzes nur mit Personen oder Firmen abschließen, die auch entsprechend in das Börsenterminregister eingetragen sind.<sup>73</sup> Dieser Zusatz entfiel jedoch später.<sup>74</sup>

Wie diese neuen Geschäftsformen aber tatsächlich zu beurteilen waren, davon geben die regelmäßigen Berichte des Staatskommissars bei der Berliner Börse, Theodor Hemptenmacher, der seit Beginn des Jahres 1897 sein neu geschaffenes Amt ausübte, ein deutliches Zeugnis ab.<sup>75</sup> So hielt der Staatskommissar gleich in seinem ersten Jahresbericht fest:

»[D]ie Bankiers verzichten, indem sie diese abweichenden Bedingungen ihren Zeitgeschäften zu Grunde legen zwar auf den Vortheil aus § 69 des Gesetzes, da sie auch trotz etwaiger Eintragung beider Theile in das Börsenregister dem Einwande des reinen Differenzgeschäftes ausgesetzt sind, haben aber ihrerseits den Vortheil, daß die Unwirksamkeit des Geschäfts aus § 66 wegen mangelnder Eintragung beider Theile in das Börsenregister auf ihre Zeitgeschäfte nicht Anwendung finden kann, weil sie keine Börsentermingeschäfte im Sinne des Gesetzes sind. *Die materielle Rechtslage für diese Zeitgeschäfte ist also genau dieselbe, wie vor dem Börsengesetz.*«<sup>76</sup>

Der Rückgriff auf Lieferungsgeschäfte auf Basis des Handelsgesetzbuchs war naheliegend, stellten die Börsentermingeschäfte im Grunde doch nur eine Weiterentwicklung derselben dar. So waren Termingeschäfte einerseits mit Blick auf den Vertragsgegenstand in höherem Maße standardisiert, was etwa in der Festlegung typischer Abschlusssummen in den Börsenusancen zum Ausdruck kam. Andererseits zeichneten sich Börsentermingeschäfte gegenüber handelsrechtlichen Lieferungsgeschäften durch strengere Ausführungsbestimmungen aus. So war bei Termingeschäften beispielsweise prinzipiell das Recht auf Rücktritt vom Vertrag für den nichtsäumigen Kontrahenten ausgeschlossen.<sup>77</sup> Konnte eine der beiden Vertragsparteien zum Erfüllungszeitpunkt ihren Verpflichtungen nicht nachkommen, so stand der Gegenpartei demnach das Recht zu, entweder auf nachträgliche Erfüllung zu bestehen, oder – und dies war das üblicherweise gewählte Vorgehen – während der nächsten Börsenversammlung unmittelbar zur sogenannten Zwangsregulierung zu schreiten. Dabei wurden die betreffenden Wertpapiere an der Börse durch zwangsweisen Kauf oder Verkauf erworben beziehungsweise veräußert und die sich ergebende Kurs-

72 Die Bedingungen der Stempelvereinigung, abgedruckt in: *Knipper*, Der Berliner Effektenhandel, S. 94–96 (Hervorhebung M. B.).

73 Geschäftsbedingungen aus dem Jahr 1897, HADB.

74 Vgl. etwa: Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deutschen Bank aus dem Jahr 1904, HADB.

75 Die durch das Börsengesetz eingeführten Staatskommissare bei den deutschen Börsen hatten jährlich einen Bericht an den Handelsminister zu leisten. Das Amt des ersten Staatskommissars bei der Berliner Börse hatte von 1897 bis 1908, also für die komplette Zeit, in der das Börsengesetz in seiner ursprünglichen Form gültig war, der Jurist Theodor Hemptenmacher inne. Obwohl die Börsianer zunächst die Einrichtung des Amtes des Staatskommissars kategorisch abgelehnt hatten, waren sie doch bald der Meinung, dass man mit der Berufung Hemptenmachers eine gute Wahl getroffen hatte. Dass Hemptenmacher sich in der Finanzwelt nicht völlig unmöglich gemacht haben konnte, belegt zudem sein Wechsel in den Aufsichtsrat der Commerzbank nach dem Ausscheiden aus seinem Amt. Vgl. *Detlef Krause*, Die Commerz- und Disconto-Bank 1870–1920/23. Bankgeschichte als Systemgeschichte, Stuttgart 2004, S. 268, sowie *Der Deutsche Oekonomist* 30, 23.11.1912, Nr. 1560, S. 744.

76 Bericht des Staatskommissars bei der Berliner Börse für das Jahr 1897, 27.1.1898, Geheimes Staatsarchiv Preußischer Kulturbesitz (GStA PK), I, HA Rep. 120 Ministerium für Handel und Gewerbe C XI 1, Nr. 29, adh. Bd. 1 (Hervorhebung M. B.).

77 Vgl. *Knipper*, Der Berliner Effektenhandel, S. 21.



differenz dem säumigen Teil in Rechnung gestellt. Der Schritt zur Zwangsregulierung erfolgte dabei unmittelbar am Tag nach Ablauf der Erfüllungsfrist und musste dem Vertragspartner auch nicht zuvor angekündigt werden.<sup>78</sup> Gerade dieses Element der Zwangsregulierung machte den Börsenterminhandel zu einem »gnadenlose[n] Markt«. <sup>79</sup> Ein eventuelles Rücktrittsrecht hätte dagegen ein störendes Element der Unsicherheit in den Börsenhandel eingeführt, denn an der Börse galt der allgemeine kaufmännische Grundsatz des *pacta sunt servanda* quasi in verschärftem Maße. Statt von einem abgeschlossenen Vertrag wieder zurückzutreten, schloss man eher ein passendes Gegengeschäft ab. In Summe entstand daraus aber, gerade im Terminhandel, eine oftmals sehr lange Kette von miteinander verwobenen Geschäften und Gegengeschäften. In dieser Hinsicht wichen dann auch die neuen Formen der handelsrechtlichen Lieferungsgeschäfte von den Bestimmungen des ADHGB entscheidend ab, indem auch sie das Rücktrittsrecht im Säumnisfall weitgehend ausschlossen. Offenbar konnte der Börsenhandel auch nach Inkrafttreten des Börsengesetzes auf dieses wesentliche Element nicht verzichten.

Nachdem der neu gewählte Vorstand der Berliner Börse die handelsrechtlichen Lieferungsgeschäfte sehr bald mit den Bestimmungen des Börsengesetzes für vereinbar erklärt hatte, stand den Banken ein einfaches Instrument zur Verfügung, das es ihnen erlaubte, ohne wesentliche Erschwerung des Handels weiterhin Termingeschäfte mit ihren Kunden einzugehen. Doch bereits kurz darauf wurde diese neue Ordnung vom Reichsgericht durchkreuzt, indem es in einer Reihe von Urteilen die Definition von Börsentermingeschäften erheblich über den Wortlaut des § 48 des Börsengesetzes hinaus ausdehnte. In zwei Urteilen vom 12. Oktober 1898 und vom 25. Oktober 1899 wurden die Lieferungsgeschäfte kurzerhand nach ihrem wirtschaftlichen Charakter zu Börsentermingeschäften im Sinne des Börsengesetzes erklärt.<sup>80</sup> Damit wurde § 48 der Charakter einer Legaldefinition abgesprochen und somit auch die Möglichkeit, die Bestimmungen des Börsengesetzes allein durch formalen Ausschluss der Börsengeschäftsbedingungen zu umgehen, aufgehoben. Im Herbst 1900 unternahm die Stempelvereinigung deshalb einen erneuten Anlauf, die Anzahl der Registereintragungen zu steigern, indem ihre Mitglieder sich selbst eintragen ließen und abermals erklärten, ab einem bestimmten Zeitpunkt nur noch mit eingetragenen Personen beziehungsweise Firmen Geschäfte eingehen zu wollen. Doch auch dieser Versuch scheiterte abermals am Boykott der kleineren Banken sowie des Privatpublikums. Insbesondere die sogenannten Provinzbankiers verweigerten offenbar die Eintragung in das Börsenregister, wie Hemptenmacher ausführte:

»Die Gründe für diese Weigerung sind mannigfaltiger Art. Einmal wird behauptet, daß die Bankiers in kleineren Städten in Rücksicht auf ihren Ruf als solide Geschäftsleute es überhaupt nicht wagen dürften, sich ins Börsenregister eintragen zu lassen, nachdem dasselbe gerade von den Börsenkreisen selbst als »Spielerregister« immerfort bezeichnet sei. Sie würden daher durch eine solche Eintragung voraussichtlich gerade diejenige Kundschaft verlieren, welche sich ihrer zur Anlage und Verwaltung des Vermögens bediente, also Börsentermingeschäfte nicht mache. Andererseits seien sie demjenigen Theil ihrer Kundschaft gegenüber, der Börsentermingeschäfte mache, durch die Eintragung nicht gebessert, denn diese Privatleute würden sich ihrerseits nicht eintragen lassen, also doch immer den Einwand der Unklagbarkeit wegen Nichteintragung machen können.«<sup>81</sup>

78 Vgl. § 18 der Bedingungen für Geschäfte an der Berliner Fondsbörse, gültig vom 1. Januar 1892 ab.

79 Borchardt, Einleitung, S. 13.

80 Vgl. Meier, Die Entstehung des Börsengesetzes, S. 339. Die Urteile sind abgedruckt in: Ernst Heinemann, Die erlaubten und die verbotenen Termingeschäfte und die Rechtsprechung des Reichsgerichts, Berlin 1899, sowie ders., Der Börsenterminhandel und das Reichsgericht, Berlin 1900.

81 Bericht des Staatskommissars bei der Berliner Börse für das Jahr 1900, 4.1.1901, GStA PK, I, HA Rep. 120 Ministerium für Handel und Gewerbe C XI 1, Nr. 29, adh. Bd. 2.

Da das Privatpublikum die Eintragung in das Börsenregister offenbar größtenteils verweigerte und sich damit auch die Möglichkeit des Differenzeinwands vorbehielt, verschwand auch für den Provinzbankier jeglicher Anreiz, sich in das Register einzuschreiben. Denn damit hätte er letztlich nur auf das Instrument des Differenzeinwands verzichtet, ohne dadurch gegenüber seiner Kundschaft besser gestellt zu sein. Der zweimalige Versuch der Großbanken, ihre Kunden zur Eintragung in das Börsenregister zu bewegen, lief deshalb ins Leere.<sup>82</sup> Das Privatpublikum aber wurde zwar, wie intendiert, von der Eintragung in das »Spielerregister« abgeschreckt – nicht aber vor dem Abschluss von Termingeschäften. Nachdem der Übergang zur Form der handelsrechtlichen Lieferungsgeschäfte im Kommissionsverkehr von Seite der Banken ursprünglich erfolgt war, um die Bestimmungen des § 48 des neuen Börsengesetzes zu umgehen und so die Möglichkeiten des Differenzeinwands zu begrenzen, stand dem Publikum nach den Urteilen des Reichsgerichts nun aber noch zusätzlich die Möglichkeit des sogenannten Registereinwands offen. Denn da gemäß § 66 des Börsengesetzes Rechtsverbindlichkeiten aus Termingeschäften, zu denen jetzt auch die handelsrechtlichen Lieferungsgeschäfte zu zählen waren, nur zwischen in das Börsenregister eingetragenen Personen begründet wurden, konnte man sich mit Hinweis auf die eigene Nichteintragung ebenfalls jeglicher Klagbarkeit von Ansprüchen entziehen. De facto hatte der Gesetzgeber damit dem Privatpublikum neben dem bereits möglichen Differenzeinwand noch ein weiteres Instrument an die Hand gegeben, um sich nachträglich seiner Verpflichtungen zu entledigen.

Eine Umfrage, die die Ältesten der Kaufmannschaft im Jahr 1901 unter den Berliner Finanzhäusern durchführten, bestätigt die Vermutung, dass Register- und Differenzeinwand in der Praxis auch tatsächlich von Privatleuten erhoben wurden. Von insgesamt 806 Firmen, an die eine Anfrage verschickt wurde, gaben allerdings 586 gar keine Antwort, während 119 Firmen angaben, keinerlei Auskunft geben zu können, weil sie keine diesbezüglichen Erfahrungen gemacht hätten oder aber grundsätzlich keine Börsentermingeschäfte abschlossen. Die restlichen 101 Firmen meldeten dagegen zusammen 301 Fälle, in denen ihnen gegenüber entweder der Register- oder der Differenzeinwand geltend gemacht worden war, wobei in der Praxis häufig beide Einwände kombiniert erhoben wurden.<sup>83</sup> In den Augen der Ältesten bestätigten die Ergebnisse der Umfrage, »wie demoralisierend das Börsengesetz auf die weitesten Kreise des Volkes gewirkt« habe.<sup>84</sup> In der Tat zeigten die Antworten, dass es nicht in erster Linie die »sogenannten unerfahrenen Leute« waren, die Differenz- und Registereinwand vorbrachten, sondern »dass wohlhabende Rentiers, gutsituierte Kaufleute, welche seit Jahren Börsentermingeschäfte abgeschlossen haben und mit der Technik der Börse vollkommen vertraut sind, vorzugsweise die Rechtsgültigkeit der Geschäfte bestritten haben«. Hinzu kam »eine nicht unerhebliche Zahl von Provinzialbankiers, welche überwiegend mit Rücksicht darauf, dass ihre Privatkunden ihnen gegenüber gleichfalls Einwendungen erhoben haben, sich ihren Verpflichtungen zu entziehen« versuchten.<sup>85</sup> Die überlieferten Antwortschreiben legen darüber hinaus auch den Schluss nahe, dass die Mittel der Differenz- beziehungsweise Registerrede häufig auch in Konkursfällen benutzt wurden, um sich somit wenigstens eines Teils der ausstehenden Verbindlichkeiten möglicherweise entledigen zu können. Die Umfrage der Ältesten

82 Vgl. *Nathan Rosenstern*, Das Börsengesetz und seine Umgehung. Ein Beitrag zur Lehre von den Börsentermingeschäften, Berlin 1901, S. 45f.

83 Vgl. den Bericht der Ältesten an den Ober-Präsidenten der Provinz Brandenburg, 3.4.1901, abgedruckt in: *Correspondenz der Aeltesten* 24, 30.4.1901, Nr. 4, S. 150–151. Die bei den Ältesten eingegangenen Antwortschreiben finden sich in: Landesarchiv Berlin (LA Berlin), A Rep. 200-01, Nr. 1150.

84 Ebd., S. 150.

85 Ebd., S. 150f.

zeigt also, dass die Klagen aus Finanzkreisen über die durch das Börsengesetz verursachte Rechtsunsicherheit durchaus berechtigt waren, zumal man wohl auch von einer beachtlichen Dunkelziffer an nicht angezeigten Fällen ausgehen darf.<sup>86</sup> Zudem zeigen einige der Antworten, dass mitunter bereits die Androhung von Differenz- und Registereinwand genügte, um die Banken zu einem Entgegenkommen zu veranlassen. Es waren insgesamt aber augenscheinlich gerade die informierten Privatleute, denen es die Nichteintragung in das Börsenregister nun gestattete, im Verlustfall ihre Verbindlichkeiten abzustreiten. Dennoch scheint der Schaden umgekehrt nicht so hoch gewesen zu sein, als dass er die Banken tatsächlich vom Abschluss von Termingeschäften mit nicht eingetragenen Personen abgehalten hätte. Bemerkenswert scheint deshalb eher die Tatsache, dass trotz fehlender Rechtssicherheit weiterhin handelsrechtliche Lieferungsgeschäfte mit dem Privatpublikum abgeschlossen wurden.

Für den Geschäftsverkehr unter den Börsianern selbst war die Eintragung in das Börsenregister dagegen – trotz aller anderslautender öffentlicher Rhetorik – nicht weiter bedeutend, denn unter ihnen wurde weder der Differenz- noch der Registereinwand in der Praxis erhoben. Ein derartiges Verhalten machte den Einzelnen innerhalb der sozialen Gruppe der Börsianer ein für alle Mal unmöglich. So wurde auch in den äußerst seltenen Fällen, in denen tatsächlich ein Börsenbesucher den Differenzeinwand erhob, dieses Vergehen gegen die kaufmännische Ehre stets mit dem höchstmöglichen Strafmaß, das heißt mit dem dauernden Ausschluss von der Börse und damit gleichsam mit der Ächtung in der Börsengemeinschaft, geahndet. Ein Bankier, der versucht hatte, seinen Kontrahenten durch Androhung des Differenzeinwands zu erpressen, wurde deshalb ebenso ausgeschlossen wie ein anderer Börsenbesucher, der die Zahlung seiner Verluste nachträglich zu verhindern suchte, indem er den Registereinwand geltend machte.<sup>87</sup> Die Beispiele verdeutlichen, dass die Börsianer durch langjährige Praxis eigenständige Verhaltenskodizes und Sanktionsinstrumente entwickelt hatten, die eines zusätzlichen Schutzes durch staatliche Regulierung in Form des Börsenregisters nicht bedurften. Die Selbstregulierung der Börse nach innen, die in erster Linie auf den Aufbau langfristiger Reputation unter den Beteiligten abzielte, war hier also völlig ausreichend.<sup>88</sup> Dies verdeutlicht auch, dass die Geschäftsverbindungen innerhalb der Börse selbst einer grundlegend anderen Handlungslogik folgten als die Beziehungen zwischen der Börse und dem außenstehenden Publikum, was sich auch an den folgenden neuen Geschäftsformen zeigt.

#### *Substitute für den verbotenen Terminhandel: Großkassahandel und Kassa-Kontohandel im freien Verkehr*

An der Börse selbst, das heißt im Verkehr zwischen den Börsenbesuchern, entstanden sehr bald nach Inkrafttreten des Börsengesetzes zwei neue Geschäftsformen des Kassahandels, bei denen es sich formal um Kassageschäfte, der Funktion nach jedoch um Termingeschäfte handelte, und zwar in den Wertpapieren, in denen der Terminhandel durch das

86 So bat etwa Johannes Kaempff den Syndikus der Korporation, bei der Auswertung der Umfrageergebnisse zu berücksichtigen, dass ein Großteil der kleineren Banken wohl deshalb keine Antwort abgab, »weil sie für ihren Credit fürchteten«. Brief Johannes Kaempff, 3.4.1901, LA Berlin, A Rep. 200-01, Nr. 1150.

87 Die beiden Fälle ereigneten sich in den Jahren 1901 und 1904. Vgl. dazu die entsprechenden Berichte des Staatskommissars vom 18. Januar 1902 und vom 13. März 1905, GStA PK, I. HA Rep. 120 Ministerium für Handel und Gewerbe C XI 1, Nr. 29 adh. Bd. 2 und 3.

88 Zur Bedeutung von Reputation als wichtigem Mechanismus der Selbstregulierung vgl. *Michie*, *Financial Capitalism*, S. 250f. Für empirische Fallbeispiele zur Rolle von Reputation aus dem Bereich der Unternehmensgeschichte vgl. die Beiträge zum Themenheft »Corporate Reputation«, in: *Business History Review* 87, 2013, S. 625–786.

Börsengesetz untersagt war. Erstens bildete sich ein Großkassahandel heraus, der seinen Namen davon bekam, dass hier eben in großen Einheiten abgeschlossen wurde, und zwar regelmäßig in den Einheiten, in denen vor Inkrafttreten des Börsengesetzes der Ultimohandel abgewickelt wurde, also bei Wertpapieren in Einheiten von 15.000 Mark.<sup>89</sup> Trotz der Übernahme der standardisierten Ultimohandelseinheiten stellten diese im Großkassahandel abgeschlossenen Geschäfte insgesamt dennoch Kassageschäfte im herkömmlichen Sinne dar, denn die Lieferung und Bezahlung der Stücke hatte stets am folgenden Börsentag zu erfolgen. Da hierzu naturgemäß ein sehr hoher Kapitalbedarf nötig war, spielte sich der Großkassahandel auch im Wesentlichen nur zwischen den Berliner Großbanken ab.

Anders verhielt es sich dagegen mit der zweiten neuen Geschäftsform im Kassahandel, dem »Kassa-Kontohandel« oder auch »Kassa-Kontokorrentverkehr«, der sich, nach Einschätzung zeitgenössischer Beobachter, »hart an der Grenze von Kassa- und Zeitgeschäften« bewegte.<sup>90</sup> Dieser spezielle Kassahandel, der lediglich für Aktien von Industrie- und Bergwerksunternehmen vorgesehen war, wurde von den Berliner Maklerbanken eingeführt, die ihre diesbezüglichen Geschäftsbedingungen bereits Ende 1896 in der Berliner Presse bekannt gaben.<sup>91</sup> Darin bestimmten die Maklerbanken, für ihre Kunden eine laufende Kontokorrentverbindung einzurichten, die ausschließlich dem Kassaverkehr in Bergwerks- und Industrieaktien dienen sollte. Dabei wurden zwar die Konten der Kunden bei Kauf oder Verkauf derartiger Papiere sofort belastet beziehungsweise ein entsprechendes Guthaben verbucht, die Lieferung der Wertpapiere dagegen auf das Ende des Monats verschoben. Spätestens fünf Tage zuvor mussten die Parteien erklären, ob sie eine Verlängerung des Engagements oder die Kündigung und entsprechende Herausgabe der Papiere wünschten. Bei dieser Form der Kassa-Kontogeschäfte fand die Lieferung also, anders als beim Großkassahandel, tatsächlich erst später statt. Um aber »den Charakter als Kassageschäft zu wahren«<sup>92</sup>, berechneten die Maklerbanken ihren Kunden für diesen Service des Aufschiebens der Lieferungsverpflichtung entsprechende Zinsen, mit denen das Konto bis zur Abwicklung belastet wurde. Deswegen war diese Geschäftsform auch etwas teurer als der ursprüngliche Ultimohandel.

Erneut geben die Beobachtungen des Staatskommissars ein eindrückliches Bild davon, wie diese neuen Geschäftsformen zu beurteilen waren. So hielt Hemptenmacher etwa am 6. Dezember 1899 in einem Bericht an den Börsenvorstand fest:

»Nachdem durch die Bestimmung im § 50 Abs. 2 des Börsengesetzes der Börsenterminhandel in Antheilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen untersagt worden ist, findet an der hiesigen Börse in denjenigen Werthpapieren dieser Gattung, in welchen bis zum Inkrafttreten des Börsengesetzes ein Börsenterminhandel eingeführt war, ein Handel im freien Verkehr zu festen Kursen statt. Diesem Handel werden zwar formell die Geschäftsbedingungen für sofort erfüllbare Kassageschäfte zu Grunde gelegt, materiell wird ihm jedoch größtentheils durch Nebenabreden und Nebengeschäfte, wie insbesondere durch die Hinausschiebung der Abnahme und Lieferung der Stücke bis ultimo des Monats oder dadurch, daß der Verkäufer gleichzeitig die zu liefernden Stücke vom Käufer oder einem Dritten sich leiht, der Charakter des Börsenterminhandels gegeben.

Die Erwartung, daß dieser [...] als Ersatz für das verbotene Börsentermingeschäft bezeichnete Handel wegen der durch die nothwendigen Zinsberechnungen und Buchungen veranlaßten technischen Umständlichkeiten und wegen der größeren Spesen eine erhebliche Ausdehnung nicht gewinnen werde, hat sich nicht erfüllt. Es ist im Gegentheil zu beobachten gewesen, daß dieser Handel im

89 Vgl. *Knipper*, Der Berliner Effektenhandel, S. 26–30.

90 Ebd., S. 30.

91 Vgl. *Berliner Börsen-Zeitung*, 25.12.1896, Nr. 605, S. 13. Die Bedingungen sind auch abgedruckt in: *Knipper*, Der Berliner Effektenhandel, S. 86f.

92 Ebd., S. 33.

freien Verkehr zeitweilig der für die gesammte Börsentendenz hauptsächlich bestimmende Faktor gewesen ist.«<sup>93</sup>

Von den formal bei Kassageschäften bestehenden größeren Toleranzfristen, die bei Säumigkeit des Gegenkontrahenten gewährt werden mussten und die die Abwicklung am Ultimo erschwert hätten, wurde in der Praxis dagegen offenbar kaum Gebrauch gemacht.<sup>94</sup>

Der bisherige Kassaverkehr eignete sich in Berlin jedoch aufgrund der Feststellung des Einheitskurses nicht ohne Weiteres zur Verlagerung der Termingeschäfte. Denn im Terminhandel ging es ja nicht zuletzt um das Ausnutzen von Kursschwankungen, die beim Einheitskurs naturgemäß gar nicht auftreten konnten. Deshalb ging man an der Berliner Börse sehr schnell nach Inkrafttreten des Börsengesetzes dazu über, in denjenigen Papieren, in denen zuvor ein Ultimohandel stattgefunden hatte und die nun den Restriktionen für den Terminhandel unterlagen, neben dem Einheitskurs auch variable Kurse im Kassahandel zu notieren. Dazu nochmals Hemptenmacher:

»Die durch den Börseterminhandel mit der Feststellung des ersten Kurses beim Beginn der Börse und einer Reihe variabler Kurse im Laufe derselben gebotene Möglichkeit, an demselben Tage Geschäft und Gegengeschäft zu machen, wäre fortgefallen und damit voraussichtlich eine merkliche Verringerung der Spekulationsgeschäfte in Bergwerks- und Industrie-Aktien die Folge des Verbotes des Börseterminhandels gewesen. Hier haben die Börsenorgane in ihrem Kampfe gegen die einschränkenden Wirkungen des Börsengesetzes sofort bei dem Inkrafttreten des Gesetzes dadurch eingegriffen, daß sie für diejenigen Bergwerks- und Industrie-Aktien, in welchen bis dahin ein Börseterminhandel stattgefunden hatte, neben den Tageseinheitskursen noch variable Kurse für Geschäfte über 15000M Nominal bzw. das Vielfache davon feststellten. Damit war jener das Hin- und Herhandeln an demselben Tage erschwerende Modus des Kassahandels für diese Aktien beseitigt.«<sup>95</sup>

Diesen variablen Kursen für Kassageschäfte in Industrie- und Bergwerksaktien, die nun neben den Einheitskursen für diese Papiere im amtlichen Kurszettel erschienen, gab man die Bezeichnung einer »Kursnotiz im freien Verkehr«. Natürlich handelte es sich bei dieser Notiz um nichts anderes als die bisher festgestellten Ultimomonotizen. Dies blieb auch dem Handelsminister nicht lange verborgen, der deswegen am 7. Mai 1897 die Anfrage an die Korporationsältesten richtete, warum diese neue Notiz »an derselben Stelle wie früher die Ultimomonotiz« erscheine und »wie diese für jeden Börsentag mehrere, nach einander im Verlauf der Börse festgestellte Kurse« angebe und sich zudem nur auf Geschäfte beziehe, »die über die im Ultimohandel üblichen runden Nominalbeträge von 15000M und dem Mehrfachen davon lauten«. <sup>96</sup> Insgesamt erscheine es, so der Minister, »nicht zweifelhaft, dass dieser Kontohandel sich als Ersatz für das durch § 50 Abs. 2 a.a.O. verbotene Ultimogeschäft herausgebildet hat«. <sup>97</sup> Die Ältesten gaben dem Minister auch bereitwillig Auskunft und gaben zu verstehen, dass, wenn »die Notirungen aus dem freien Verkehr an derselben Stelle erscheinen, an welcher vor dem 1. Januar die Ultimo-Kurse zu finden waren«, sich dies doch nur »aus Gründen der Uebersichtlichkeit und Nützlichkeit« ergebe, »damit das Publikum, das sich für das betreffende Werthpapier interessiert, die für dasselbe sowohl im freien Verkehr notirten Preise wie auch den Einheitskurs zugleich übersehen kann, ohne im Kurszettel suchen zu müssen, wo die eine oder die andere Notiz sich findet«. <sup>98</sup> In

93 Bericht des Staatskommissars bei der Berliner Börse an den Börsenvorstand, 6.12.1899, LA Berlin, A Rep. 200-01, Nr. 1376.

94 Vgl. *Knipper*, Der Berliner Effektenhandel, S. 41.

95 Bericht des Staatskommissars bei der Berliner Börse für das Jahr 1900, 4.1.1901, GStA PK, I. HA Rep. 120 Ministerium für Handel und Gewerbe C XI 1, Nr. 29, adh. Bd. 2.

96 Brief des Ministers für Handel und Gewerbe an die Ältesten der Kaufmannschaft, 7.5.1897, abgedruckt in: *Correspondenz der Aeltesten* 20, 30.6.1897, Nr. 6, S. 93–94, hier: S. 93.

97 Ebd., S. 94.

98 Antwort der Ältesten an den Handelsminister, 31.5.1897, abgedruckt in: ebd., S. 94.



ihrer Offenheit scheint diese Entgegnung geradezu dreist, doch letztlich akzeptierte die Obrigkeit die neue Situation an der Berliner Börse. In den regelmäßigen Berichten des Staatskommissars kam dies schon rein sprachlich darin zum Ausdruck, dass er den neuen Kassahandel im freien Verkehr fortan offen als »Surrogat des Terminhandels«<sup>99</sup> oder als den »bekannte[n] Ersatz für den verbotenen Terminhandel«<sup>100</sup> bezeichnete.

Aller öffentlichen Rhetorik über den schädlichen Einfluss des Börsengesetzes zum Trotz hatte sich die Finanzwelt damit doch sehr schnell an die veränderten Rahmenbedingungen angepasst. Anders als der Kommissionsverkehr zwischen den Banken und dem Privatpublikum wurde der Handel der Börsianer untereinander durch die Bestimmungen des Börsengesetzes weit weniger beeinträchtigt, als die öffentlichen Verlautbarungen auf den ersten Blick suggerieren. Da die Bestimmungen des Börsengesetzes mit Blick auf den Terminhandel lediglich an formalen Kriterien ansetzten, gab man den bisherigen Termingeschäften nach außen schlicht den Namen von Kassageschäften und passte die Formalitäten der Geschäftsabwicklung entsprechend an. Der Handel in Industrie- und Bergwerksaktien setzte sich indes ungemindert fort.

#### IV. GRENZEN DER WIRKSAMKEIT DER EINSCHRÄNKUNG DES TERMINHANDELS

Angesichts der doch im Wesentlichen erfolgreichen Umgehungsversuche müssen die Maßnahmen des Börsengesetzes zur Beschränkung des Terminhandels in Wertpapieren als gescheitert betrachtet werden. Dass die Bestimmungen des Gesetzes hier im Großen und Ganzen ins Leere liefen, war auch den Zeitgenossen bereits sehr früh bewusst. Da der Gesetzgeber beabsichtigt hatte, in seinen Augen unbefugte Personen vom Börsenterminhandel fernzuhalten, hätte ein entsprechender Rückgang der Umsätze an der Börse die logische Konsequenz sein müssen. Doch, wie der Staatskommissar bei der Berliner Börse in seinem Jahresbericht für das Jahr 1900 festhielt, war gerade diese »vom Gesetzgeber beabsichtigte direkte Wirkung der Einschränkung der Umsätze durch das Ausscheiden der nicht eingetragenen Personen [...] nicht eingetreten.«<sup>101</sup> Zwar wurden im hier betrachteten Untersuchungszeitraum Umsatzzahlen für die Berliner Börse niemals festgestellt. Als Näherungswert wurden jedoch auch von den Zeitgenossen stets die Zahlen für den Inkasso-Verkehr der Bank des Berliner Kassen-Vereins benutzt.<sup>102</sup>

Wirft man einen Blick auf die Entwicklung der Zahlen für die Gesamteinlieferungen beim Kassen-Verein (Abbildung 1), die man als groben Näherungswert für die Entwicklung des Gesamtumsatzes an der Berliner Börse betrachten kann, so kann man keinesfalls von einem signifikanten Einschnitt durch das Börsengesetz sprechen. Allenfalls kam es Mitte der 1890er-Jahre zu einem kurzen Einbruch der Umsätze, der jedoch in erster Linie konjunkturell begründet war, doch der allgemeine Trend der Aufwärtsbewegung setzte sich auch nach Inkrafttreten des Börsengesetzes ungemindert fort. Gleichzeitig stagnierten

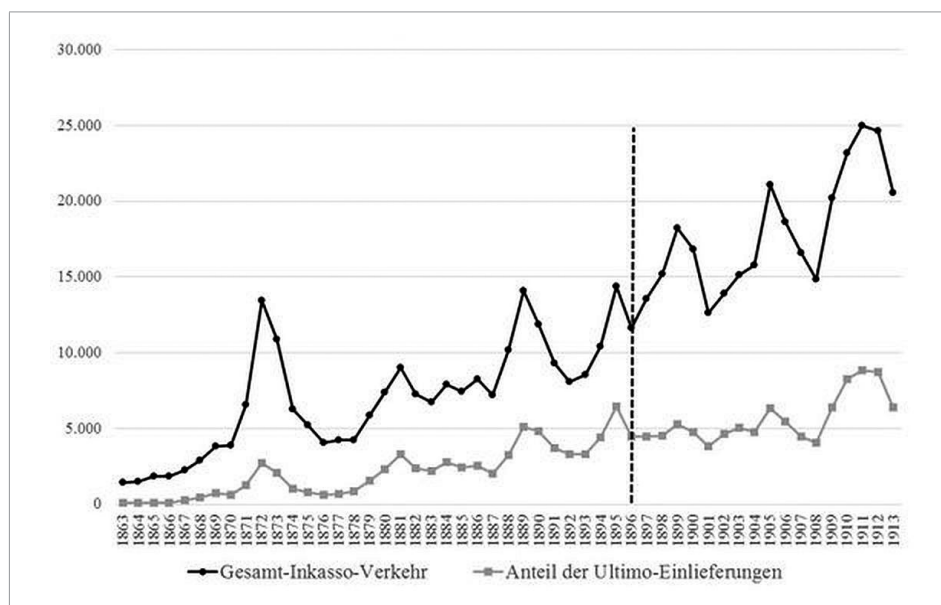
99 Bericht des Staatskommissars bei der Berliner Börse für das Jahr 1903, 3.3.1904, GSTa PK, I. HA Rep. 120 Ministerium für Handel und Gewerbe C XI 1, Nr. 29, adh. Bd. 3.

100 Bericht des Staatskommissars bei der Berliner Börse für das Jahr 1904, 13.3.1905, ebd.

101 Bericht des Staatskommissars bei der Berliner Börse für das Jahr 1900, 4.1.1901, GSTa PK, I. HA Rep. 120 Ministerium für Handel und Gewerbe C XI 1, Nr. 29, adh. Bd. 2.

102 Auch der CVBB griff im Jahr 1903 für seine Eingabe an die Regierung, mit der er auf die Revision des Börsengesetzes drang, auf die Zahlen des Berliner Kassen-Vereins zurück, denn die Hauptaufgabe dieser Bank sei die »Erfüllung der an der Berliner Börse abgeschlossenen Geschäfte«. Centralverband des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes, Denkschrift betreffend die Wirkungen des Börsengesetzes vom 22. Juni 1896 und der durch das Reichsstempelgesetz vom 14. Juni 1900 eingeführten Börsensteuererhöhung, Berlin 1903, S. 23. Vgl. auch: Die Bank des Berliner Kassen-Vereins 1850–1900. Denkschrift zum 1. October 1900, Berlin 1900.

Abbildung 1: Inkasso-Verkehr der Bank des Berliner Kassen-Vereins, 1863–1913 (in Millionen Mark, lfd.)<sup>103</sup>



jedoch nach 1896 die Zahlen für die Einlieferungen an den Ultimo-Regulierungstagen, die man als Näherungswert für den regulären Ultimoterminhandel interpretieren kann, weitgehend. Damit ging insgesamt der relative Anteil, den die Umsätze der Börse am Ultimo an den Gesamtumsätzen ausmachten, doch deutlich zurück. Dies bedeutet umgekehrt, dass sich tatsächlich ein Teil des Wertpapierhandels an der Börse vom Termin- in den Kassa-handel verlagerte.<sup>104</sup>

Auch nach der Börsengesetznovelle vom 27. Mai 1908, die bereits ab 1. Juni in Kraft trat, nahmen die Einlieferungen des Kassen-Vereins insgesamt nicht überdurchschnittlich zu. Dies bestätigt ebenfalls erneut die Einschätzung des Staatskommissars, der für die Zeit unmittelbar nach Verabschiedung der Novelle »keine besondere Belebung des Geschäfts« verzeichnen konnte.<sup>105</sup> Gleichzeitig fällt allerdings auch der erneut starke Anstieg der Ultimo-Einlieferungen auf, denn, anders als das Warenterminhandelsverbot, wurden die Beschränkungen des Terminhandels in Wertpapieren durch die Novelle weitgehend aufgehoben. So wurde zum einen das Handelsverbot in Industrie- und Bergwerksaktien wieder zurückgenommen, wobei jedoch der Bundesrat den Terminhandel in diesen Wertpapieren

103 Quelle: Geschäftsberichte des Verwaltungsrats der Bank des Berliner Kassen-Vereins, 1864–1914.

104 Man bescheinigt dem Börsengesetz daneben auch, die Konzentrationsbewegung im Bankensektor verstärkt zu haben, da die Banken nun verstärkt dazu übergingen, Wertpapiergeschäfte unmittelbar untereinander abzuwickeln und sie erst gar nicht mehr an der Börse zur Ausführung zu bringen. Empirische Untersuchungen dieser Frage führten bisher jedoch zu widersprüchlichen Ergebnissen. Vgl. zusammenfassend *Baltzer*, Spekulation als Anstoß für Kapitalmarktregulierung, S. 108.

105 Bericht des Staatskommissars bei der Berliner Börse für das Jahr 1909, 18.3.1910, GStA PK, I. HA Rep. 120 Ministerium für Handel und Gewerbe C XI 1, Nr. 29, adh. Bd. 4. Dieser Jahresbericht wurde bereits vom Nachfolger Hemptenmachers, Heinrich Göppert, verfasst.

ausdrücklich genehmigen musste und jederzeit Ausnahmen bestimmen konnte. Zum anderen aber wurde vor allen Dingen das Börsenterminregister abgeschafft und stattdessen eine »gestufte Termingeschäftsfähigkeit« eingeführt.<sup>106</sup> Demnach waren Vollkaufleute, die in das Handelsregister eingetragen waren, sowie berufsmäßige Börsenbesucher vollständig termingeschäftsfähig. Ihnen war das Recht des Differenzeinwands, der inzwischen auch in § 764 des am 1. Januar 1900 in Kraft getretenen Bürgerlichen Gesetzbuchs verankert worden war, entzogen.<sup>107</sup> Daneben wurde nun auch für das Privatpublikum die Möglichkeit geschaffen, sich am Terminhandel zu beteiligen. Doch wurde es jetzt gesetzlich zur Stellung von Sicherheiten verpflichtet, aus denen sich der Bankier im Verlustfall befriedigen konnte. Damit war also für den Effekterminhandel nicht einfach der Status quo ante wieder hergestellt, sondern es erfolgte gewissermaßen eine soziale Ausdifferenzierung der am Terminhandel Beteiligten in die professionellen Börsenbesucher einerseits und das außenstehende Privatpublikum andererseits. Auf eine formale Definition von Termingeschäften verzichtete die Neufassung des Börsengesetzes dagegen und akzeptierte stattdessen mit Blick auf die tatsächliche Abwicklung des Terminhandels die weitgehende Selbstregulierung der Börse.

Spannender als die Frage, ob das Terminhandelsverbot scheiterte, ist aber die eingangs aufgeworfene Frage nach dem Warum.<sup>108</sup> Die Umgehungsversuche, die unmittelbar nach Inkrafttreten des Börsengesetzes im Januar 1897 einsetzten, ließen dabei insgesamt eine Diskrepanz zwischen den gesetzlichen Bestimmungen einerseits und der sozialen Wirklichkeit des Börsenterminhandels andererseits erkennen. Diese Diskrepanz, auf die man letztlich mit Verabschiedung der Novelle 1908 reagierte, äußerte sich vor allem in folgenden drei Aspekten.

Zunächst verkannte der Gesetzgeber die ökonomische Natur des Terminhandels. Die öffentliche wie auch die politische Diskussion waren im Vorfeld der Verabschiedung des Börsengesetzes hauptsächlich durch die Gegenüberstellung der »guten«, weil auf effektive Lieferung zielenden, Kassageschäfte einerseits und der »bösen«, lediglich auf die Erzielung von Kursdifferenzen ausgerichteten, Termingeschäfte andererseits gekennzeichnet. Diese Verengung der Debatte wurde freilich durch die an den meisten deutschen Finanzplätzen vorherrschende formale Trennung des Börsenhandels in Kassa- und Termingeschäfte, wie sie hier für Berlin kurz skizziert wurde, wesentlich begünstigt. Die Finanzbranche erleichterte es ihren Gegnern zudem auch, in der Debatte um den Terminhandel die Oberhand zu gewinnen. Wie insbesondere die Vernehmungen der Sachverständigen durch die Börsen-enquetekommission zeigten, waren sich die Börsianer selbst über die Frage nach Ursprung und Bedeutung des Terminhandels, gerade in Aktien, nicht einig. Wer die stenografischen Berichte der Kommission liest, kann zwar aus den Antworten erkennen, dass sich die Spekulation bei einem Verbot des Terminhandels in den Kassaverkehr verlagern würde, doch über die Natur des Terminhandels erfährt er insgesamt wenig. Denn das wesentliche Charakteristikum des Terminhandels war gerade nicht die nach außen hin unmittelbar wahrnehmbare Tatsache einer aufgeschobenen Lieferungsverpflichtung, genauso wenig wie umgekehrt das »Wesen des Kassageschäfts die sofortige Regulierung« war.<sup>109</sup> Vielmehr

106 Vgl. *Schulz*, Das deutsche Börsengesetz, S. 543–548, hier: S. 548. Vgl. auch *Wolter*, Termingeschäftsfähigkeit kraft Information, S. 155–160.

107 Der mittlerweile aufgehobene § 764 BGB, welcher im Übrigen fast zeitgleich mit dem Börsengesetz verfasst worden war, erklärte reine Differenzgeschäfte zu Spielgeschäften und damit für nicht klagbar. Vgl. *Wolter*, Termingeschäftsfähigkeit kraft Information, S. 99–104.

108 Eine eigene Untersuchung wäre dagegen auch die Frage wert, warum gerade von politischer Seite die Umgehung des Terminhandelsverbots so rasch akzeptiert wurde. Diese Frage stellt sich umso mehr, wenn man die jahrelangen ideologischen Grabenkämpfe im Vorfeld des Börsengesetzes berücksichtigt.

109 Dr. von Cuny, in: BEK, Sten. Ber., S. 1364.

konnte der Übergang zwischen Kassa- und Termingeschäften, was die Dauer der Geschäftsabwicklung betraf, ein fließender sein. Ähnlich äußerte sich auch Theodor Hemptenmacher in der Neuauflage seines Kommentars zum Börsengesetz, die 1908 aufgrund der Novelle nötig war:

»An sich sind alle Börsengeschäfte Zeitgeschäfte. Die Börse unterscheidet sich vom Markt gerade dadurch, daß am Markt die Ware zur Stelle ist und beim Abschluß des Geschäfts sofort Zug um Zug dem Käufer übergeben wird, während an der Börse nur die Geschäfte abgeschlossen werden, während die Lieferung und Abnahme hinterher erfolgt.«<sup>110</sup>

Das Charakteristische des Terminhandels war dagegen vielmehr das Ausmaß an Standardisierung, das die einzelnen Geschäfte auszeichnete und das in erster Linie der Abwicklung großer Summen diente.<sup>111</sup> Bereits Max Weber hatte überzeugend argumentiert, dass das Termingeschäft nicht über seine formale Seite zu definieren war, so wie es eben der Gesetzgeber getan hatte, sondern über seine funktionale. Zentrale Funktion des Terminhandels aber, so Weber, sei gerade die Ermöglichung der Spekulation auf Kredit und weniger die Versicherung gegen Kursbewegungen.<sup>112</sup> Zwar konnte dieser Zweck auch mittels prolongierter Kassageschäfte erreicht werden, das heißt, indem ein Kassa- und ein entsprechendes Leihgeschäft miteinander kombiniert wurden, der Terminhandel aber stellte eine funktionale Weiterentwicklung dar, indem das Element des Leihvertrags schlichtweg entfiel. Wie Weber betonte, war es somit »[n]icht die Art der *Kontraks*verabredungen«, die ein Termingeschäft definierten, »sondern ein *außerhalb* des *Einzelgeschäfts* liegendes Moment: das Vorhandensein des *Terminmarkts*, d.h. des stetigen massenhaften Umlaufens von Lieferungsabschlüssen eines *unter sich gleichartigen* Typus.«<sup>113</sup> Anders formuliert bedeutet dies, dass die Funktion des Börsenterminhandels gerade in der Einrichtung dieses Marktes, also in der Bereitstellung ausreichender Liquidität in besonders umsatzstarken Wertpapieren bestand. Wie gesehen, war dies an der Berliner Börse im Wesentlichen Gegenstand des freien Verkehrs.

Doch die Bestimmungen des Börsengesetzes ließen darüber hinaus auch kaum Verständnis für das arbeitsteilige Zusammenspiel von amtlichem und freiem Markt erkennen. Beide Marktsegmente entsprachen jeweils unterschiedlichen Bedürfnissen der beteiligten Börsenbesucher und waren über das System der Selbstregulierung aufeinander abgestimmt. Ähnlich wie sich im Laufe des 19. Jahrhunderts zwischen *Parquet* und *Coullisse* an der Pariser Börse eine arbeitsteilige Struktur beziehungsweise ein System des »kooperativen Wettbewerbs« herausgebildet hatte<sup>114</sup>, waren auch in Berlin beide Marktbereiche auf verschiedene Anforderungen des Handels ausgerichtet. Zudem waren an der Berliner Fondsbörse auch zwei verschiedene Gruppen von Akteuren am Handel in den beiden Märkten beteiligt. Während die vereidigten Makler als offizielle Börsenorgane in erster Linie für die Abwicklung des Kassahandels und darüber hinaus vor allen Dingen für die Kursnotierung zuständig waren, lag die Vermittlung von Termingeschäften weitgehend in den Händen der freien Makler. Anders als im Kassaverkehr, bei dem in Berlin zu einem Einheitskurs, der sich erst am Schluss der Börse ergab, abgeschlossen wurde, kauften und verkauften die freien Makler im Ultimohandel sofort und zu variablen Kursen. In der Be-

110 Börsengesetz. Nebst Ausführungsbestimmungen, 2., völlig neu bearb. Aufl., hrsg. v. *Theodor Hemptenmacher*, Berlin 1908, S. 167. Ähnlich äußerte sich auch bereits *Weber*, Die Ergebnisse der deutschen Börsenenquete, S. 497.

111 Vgl. *Wolter*, Termingeschäftsfähigkeit kraft Information, S. 21.

112 Vgl. *Max Weber*, Die technische Funktion des Terminhandels, in: *Max Weber Gesamtausgabe* Abt. I, Bd. 5, 2. Halbbd., S. 597–613.

113 *Weber*, Börsengesetz, S. 855 (Hervorhebung im Original).

114 Vgl. *Hautcoeur/Riva*, The Paris Financial Market in the Nineteenth Century, S. 1329. Vgl. zur Pariser Börse auch den Beitrag von Jürgen Finger in diesem Band.

stellung vereidigter Makler, deren Hauptaufgabe in der Feststellung der offiziellen Börsenpreise bestand und denen deshalb auch – wenigstens formal – die Übernahme von Geschäften auf eigene Rechnung untersagt war, spiegelte sich die große Bedeutung wider, die man einer amtlichen Kursnotiz beimaß und die vor allem für den Kommissionshandel der Banken eine wichtige Rolle spielte. Die freien Makler wickelten dagegen im Wesentlichen den Terminhandel ab, bei dem die sofortige verbindliche Übernahme entscheidend war, um nicht zuletzt auch Kursschwankungen ausnutzen zu können. Während aber die Anzahl der Wertpapiere, die nur auf Kasse gehandelt wurden, die Terminhandelspapiere um ein Vielfaches überragte, war umgekehrt die Anzahl der freien Makler deutlich höher als die der amtlichen. Das heißt, dass gerade die besonders umsatzstarken Wertpapiere, bei denen auch eine Ultimonotiz festgestellt wurde, an der Berliner Börse vornehmlich im freien Verkehr gehandelt wurden. Dieser freie Verkehr war dabei aber kein völlig deregulierter oder unkontrollierter Markt, denn die dort vereinbarten Geschäfte erfolgten regelmäßig nach den Bedingungen der Berliner Börse und auch die Händler im freien Verkehr unterstanden grundsätzlich der Kontrolle durch die Börsenaufsicht. Auch war die Existenz des freien Verkehrs kein Ergebnis fehlgeleiteter staatlicher Regulierung oder ein Produkt des Börsengesetzes, sondern Resultat der Ausdehnung des Wertpapierhandels, die bereits um die Mitte des 19. Jahrhunderts eingesetzt hatte und eine entsprechende funktionale Ausdifferenzierung der Börse erforderte. Während der amtliche Markt fortan der Feststellung einer offiziellen Börsennotiz diente, sollte der freie Verkehr ausreichend Marktliquidität für den Terminhandel sicherstellen. Das Fallbeispiel zeigt somit, dass zwischen amtlichem Markt und freiem Verkehr keine antagonistische, sondern eine geradezu symbiotische Beziehung bestand, die insgesamt der Stabilisierung des Börsenhandels diente.<sup>115</sup>

Schließlich aber entzogen sich gerade diejenigen Personen, die der Staat mit seinem paternalistischen Fürsorgeanspruch schützen wollte, diesem Schutzversuch. Zwar schreckte das öffentliche Börsenterminregister das Privatpublikum tatsächlich von einer Eintragung ab, nicht aber vom weiteren Abschluss von Termingeschäften. Auch wenn für die meisten Laien die Mechanismen der Börse sicherlich immer ein Mysterium blieben, so wollten doch gleichzeitig auch immer mehr Menschen an den dort möglichen Gewinnen partizipieren.<sup>116</sup> Dementsprechend wurde die Verabschiedung der Börsengesetznovelle im Jahr 1908 auch mit dem Argument begrüßt, nun sei endlich das »Recht auf Spekulation« wiederhergestellt, und zwar »nicht nur für Vollkaufleute, sondern auch für Handwerker, Subaltern-Beamte, Portiers und Dienstmädchen«.<sup>117</sup> Das sprichwörtliche Dienstmädchen, das auch Schmolter als besonders schützenswert betrachtet hatte und das bis heute als Metapher für »naive Kleinanleger« in der sogenannten Dienstmädchenhauser fortlebt<sup>118</sup>, sollte nun also ein gesetzlich verankertes Recht auf Beteiligung am Börsenterminhandel bekommen. Mit seiner Weigerung, die Beteiligung am Terminhandel zu unterlassen, hatte das Privatpublikum dieses Recht auf Spekulation letztlich auch für sich eingefordert. Anders als das Börsengesetz von 1896 zielte die Novelle von 1908 deshalb nicht mehr auf Abschreckung ab, sondern versuchte stattdessen, das Beteiligungsrisiko für das Privatpublikum zu begren-

115 Zu einem ähnlichen Ergebnis für die »New York Stock Exchange« kommen auch Boris Gehlen und Alexander Engel in diesem Band.

116 Zur ambivalenten öffentlichen Wahrnehmung der Börse, die stets zwischen Abneigung und Faszination oszilliert, vgl. *Urs Stäheli*, *Spektakuläre Spekulation. Das Populäre der Ökonomie*, Frankfurt am Main 2007.

117 *Ludwig Eschwege*, Epilog zur Börsengesetzreform, in: *Die Bank. Monatshefte für Finanz- und Bankwesen* 1, 1908, S. 339–343, hier: S. 340.

118 Vgl. *Barbara Orland*, Dienstmädchenhauser, in: *Barbara Duden/Karen Hagemann/Regina Schulte* u. a. (Hrsg.), *Geschichte in Geschichten. Ein historisches Lesebuch*, Frankfurt am Main/New York 2003, S. 241–250, hier: S. 242.



zen. Man wird nicht so weit gehen und in dieser Entwicklung Werner Sombarts berühmte »Demokratisierung des Kredits« erkennen können.<sup>119</sup> Doch immerhin zeigt das Beispiel des Börsengesetzes, dass sich das Privatpublikum nicht dauerhaft von der Beteiligung am Börsenhandel ausschließen ließ. Inwieweit hinter der Beteiligung des Publikums am Terminhandel auch stets eine bewusste Entscheidung stand oder inwiefern es eben doch hauptsächlich von den Banken in diesen Markt gelockt wurde, werden nur weitere sozialhistorische Mikrostudien zeigen können. Die Reaktionen auf das Börsengesetz von 1896 zeigten aber immerhin, dass offensichtlich eine ausreichende Nachfrage bestand, die von den Banken auch bereitwillig bedient wurde. Gerade die Untersuchung der Anlegerseite, insbesondere auch der Kleinanleger, ist jedoch nach wie vor ein Desiderat und wäre ein weiterer Beitrag zur Sozialgeschichte des (Finanz-)Kapitalismus. Denn das überlieferte Quellenmaterial belegt eindrucksvoll, dass der Erwerb von Aktien und anderen Wertpapieren auch im 19. Jahrhundert bereits kleinbürgerliche und Arbeiterkreise erreicht hatte und nicht erst ein Verdienst der Volksaktie des späten 20. Jahrhunderts darstellt.

---

119 Vgl. *Werner Sombart*, *Die Juden und das Wirtschaftsleben*, Leipzig 1911, S. 59. Im Übrigen bezog Sombart seinen oft zitierten Ausspruch auch in erster Linie auf das öffentliche Anleihenwesen und verband mit der Demokratisierung des öffentlichen Kredits gerade auch die »Ausschaltung« des »Hofjuden«. Zur Bedeutung des Antisemitismus in Sombarts Analyse des modernen Kapitalismus vgl. *Jerry Z. Muller*, *Capitalism and the Jews*, Princeton/Oxford 2010, S. 56–61.