

# Die Preisbildung an der Wertpapierbörse insbesondere auf dem Industrieaktienmarkt der Berliner Börse

Von  
Willi Prion



Duncker & Humblot *reprints*

Die  
**Preisbildung an der Wertpapierbörse.**

---

DOI <https://doi.org/10.3790/978-3-428-56787-4>

Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-20 07:41:36  
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

# Die Preisbildung an der Wertpapierbörse

insbesondere  
auf dem Industrieaktienmarkt  
der Berliner Börse.

Von

**Dr. W. Prion.**

Mit graphischen Darstellungen.



Leipzig,  
Verlag von Duncker & Humblot.  
1910.

**Alle Rechte vorbehalten.**

**Altenburg  
Pforzische Hofbuchdruckerei  
Stephan Geibel & Co.**

Herrn  
Professor Dr. A. Spiethoff  
in aufrichtiger Dankbarkeit.

DOI <https://doi.org/10.3790/978-3-428-56787-4>

Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-20 07:41:36  
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

## Vorwort.

„Das ganze Getriebe der Börse dreht sich um die Kurse . . .“<sup>1</sup>  
„. . . ihre Kurse sind der Barometer fürs ganze nationale und internationale Geschäftsleben“<sup>2</sup>. Wird mit diesen Worten die Bedeutung der Kurs- oder Preisbildung an der Börse treffend gekennzeichnet, so findet sie ihren sichtbaren Ausdruck auch in dem Interesse, das der Preisbildung von jeher von seiten der Börsenverwaltungen selbst, noch mehr aber von seiten der Staatsgewalt entgegengebracht worden ist und noch entgegengebracht wird. Die zahlreichen Einrichtungen und Maßnahmen, mit denen man den Börsenverkehr allerorten umgeben hat, wie das gesamte Maklerwesen, die gesetzlichen Eingriffe des Staates (Verbote gewisser Geschäftsformen<sup>3</sup> und Ausweisung unliebsamer Spekulanten von der Börse<sup>4</sup>), staatlicherseits angeordnete Untersuchungen über die gesamten Börseneinrichtungen, Beaufsichtigung der Kursfeststellung durch staatliche Börsenkommissare, Herstellung möglichst großer Öffentlichkeit bei der Kursfeststellung und endlich amtliche Veröffentlichung der zustande gekommenen Preise: alles dies erfolgt doch am letzten Ende nur zu dem Zweck, ein gutes Funktionieren der Preisbildung zu gewährleisten.

Trotz dieser hervorragenden Bedeutung der Preisbildung, die, wie ein anderer Kenner des Börsenwesens hervorhebt<sup>5</sup>, erst die Börse überhaupt zur Börse stempelt, kann man keineswegs sagen,

---

<sup>1</sup> „Der Deutsche Ökonomist“, Jahrgang 1894, Nr. 616, S. 519.

<sup>2</sup> G. Schmoller, Grundriß der Allgemeinen Volkswirtschaftslehre, II. Teil, S. 30.

<sup>3</sup> Vergl. die zahlreichen Verbote des Terminhandels und ihre Wiederaufhebungen in allen Ländern bei R. Ehrenberg, Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung, Berlin 1883.

<sup>4</sup> Beispiele: Mailänder Börse, vergl. „Vossische Zeitung“ vom 22. November 1907; New-Yorker Börse, vergl. „Frankfurter Zeitung“ vom 13. Oktober 1908.

<sup>5</sup> K. Wiedenfeld: Die Börse in ihren wirtschaftlichen Funktionen und ihrer rechtlichen Gestaltung vor und unter dem Börsengesetz. 1898, S. 17.

daß die Frage der Preisbildung wissenschaftlich hinreichend geklärt ist. Das Gebiet des Börsenwesens hat zwar in den letzten Jahren, angeregt durch die Börsenenquete und die Börsengesetzgebung der 1890er Jahre, die Börsenreformbestrebungen seit 1900 und die jüngste Börsengesetznovelle, eine eingehende Bearbeitung erfahren; im Mittelpunkt der Schriften jedoch stehen überwiegend Erörterungen über den volkswirtschaftlichen und rechtlichen Begriff der Börse, über Spekulation, Börsenspiel und Terminhandel, noch mehr aber breite Auseinandersetzungen über die durch das Börsengesetz vom 22. Juni 1896 geschaffenen Fragen des Terminhandelsverbots und des Börsenregisters, sowie die der Rechtsprechung in Sachen des Differenz- und Registereinwandes. Soweit die Preisbildung hierbei herangezogen worden ist, bleiben die hierauf bezüglichen Auslassungen in den weitaus meisten Fällen auf logische Deduktionen beschränkt, und selbst da, wo auf Tatsachenmaterial Bezug genommen worden ist, überwiegen vorschnelle Allgemeinerungen begrenzter Einzelvorgänge oder Schlußfolgerungen aus mangelhaften Kursstatistiken<sup>1</sup>.

Derart entstandene Urteile können naturgemäß nur einen bedingten Wert haben. Trotzdem bietet sich auch hier dem Beobachter die durchaus nicht seltene Erscheinung dar, daß diese Urteile — gleich fertig geprägten Münzen — unbesehen von Hand zu Hand gehen, um schließlich allgemeine Geltung zu erlangen, unbekümmert darum, ob sich die Voraussetzungen, die ihnen zugrunde lagen, inzwischen geändert haben oder nicht.

Mußte es also zu einer endgültigen Erfassung des Problems darauf ankommen, umfangreiches und sich über einen längeren Zeitraum erstreckendes, zusammenhängendes Tatsachenmaterial heranzuschaffen, um dadurch zu zeigen, wie die Preisbildung in Wirklichkeit verlaufen ist und was darin als etwas Zufälliges, etwas Besonderes gegenüber dem Allgemeingültigen, dem Typischen zu gelten hat, so offenbarte sich nach eingehenden Materialstudien bald ein weiterer Grund, der bislang einer Klärung der Frage entgegengewirkt hatte: die ungenügende Spezialisierung der Preisbildung. Nicht allein, daß die Instrumente der Preisbildung, wie man die Spekulation und das Termingeschäft vielfach bezeichnet, an der Produktenbörsche anders wirken als an der Wertpapierbörsche, sondern auch die einzelnen Marktgebiete der beiden

---

<sup>1</sup> Vergl. Teil B (Kap. III) in der vorliegenden Arbeit: Die Preisbildung in der Literatur.

Börsen sind zu unterschiedlich, als daß es möglich wäre, die auf einem Gebiet gewonnenen Ergebnisse einfach zu verallgemeinern. An der Produktenbörse ist es ein Unterschied, ob die gehandelte Ware international ist, oder ob ihr Wert vom Inland selbstständig bestimmt wird. Die Preisbildung der Börse eines stark exportierenden Landes ist anders zu beurteilen, als die einer Einfuhrbörse. Noch mehr fallen diese Verschiedenheiten an der Wertpapierbörse ins Gewicht. Hier unterscheidet sich der Handel mit Wechseln und Geldsorten von dem in Wertpapieren in erheblichem Maße<sup>1</sup>. Bei den letzteren muß man wiederum die Preisbildung in festverzinslichen Papieren und in Aktien, in internationalen und in lokalen, in Spielpapieren und in Anlagepapieren auseinanderhalten, um zu einer richtigen Beurteilung zu kommen. Das ist aber bis jetzt nicht immer der Fall gewesen, und so erklären sich auch die vielen Mißverständnisse, die sich widersprechenden Urteile und die sich einbürgern den falschen Ansichten.

In der nachfolgenden Arbeit soll nun versucht werden, zunächst die Preisbildung an der Wertpapierbörse darzulegen und zwar für das Gebiet der Industriepapiere, vorzugsweise der Aktien der Bergwerks- und Hütten gesellschaften. Aus mehreren Gründen erscheint dieses Marktgebiet der Betrachtung besonders wert. Einmal nehmen die Aktien einen hervorragenden Platz im gesamten Börsenverkehr ein; infolge der schwankenden Erträge sind sie ferner ein beliebter Gegenstand der Spekulation, und endlich stehen sie im Mittelpunkt des leidenschaftlichen Streites um den Terminhandel, der auch die Aufmerksamkeit auf die Preisbildung überhaupt gelenkt hat. —

Die Wissenschaft hat die alte Preislehre, wonach Angebot und Nachfrage als reine Größenverhältnisse mechanisch den Preis bestimmen, aufgegeben und an ihre Stelle als letzte Kausalglieder denkende und handelnde Menschen gesetzt, die bei den Verhandlungen über den jeweiligen Preis von einer Summe verschiedenster Motive bewegt werden. Nicht mehr müßiges Zahlenspiel, sondern „die kompliziertesten gesellschaftlichen Verhältnisse und psychischen Zusammenhänge“<sup>2</sup> sind das Letztentscheidende bei der Preisbildung. Diese Erkenntnis, die sich im Verlaufe der Studien als besonders zutreffend für die Preisbildung an der Börse erwies, wurde denn

<sup>1</sup> Auf diesen Gesichtspunkt weist auch v. Schulze-Gävernitz bei Besprechung der Berliner Rubelbörse in seinen volkswirtschaftlichen Studien aus Rußland, Leipzig 1899, S. 512, hin.

<sup>2</sup> Schmoller a. a. O., S. 110.

auch maßgebend für die nachfolgende Bearbeitung und Einteilung des Stoffes. Dementsprechend sind dem eigentlichen Problem, dem tatsächlichen Verlaufe der Preisbildung in bestimmten Zeiten und unter bestimmten Umständen (dem Teil B) in einem systematischen Teil einige allgemeine Besprechungen vorangestellt worden, die die innere Verfassung der Börse, die Struktur der Preisbildungsfaktoren, die Motive, die dem Handeln der Personen zugrunde liegen, sowie die börsentechnischen und endlich die wirtschaftlichen Bedingungen der Preisbildung zu erfassen suchen. Auch für diesen Teil bilden in erster Linie die Verhältnisse auf dem Industrieaktienmarkt die Grundlage. Es liegt jedoch in der Natur dieser allgemeinen Betrachtungen, daß sie in der Hauptsache auch für den übrigen Börsenverkehr Geltung haben, zum mindesten aber für die anderen Gebiete des Aktienmarktes. —

\* \* \*

Die Arbeit lag bereits Anfang 1908 abgeschlossen vor; durch berufliche und andere Abhaltungen hat sich ihre endgültige Fertstellung bis jetzt (1910) verzögert. Da jedoch in die Zwischenzeit der Erlaß der gerade für die vorliegende Arbeit bedeutungsvollen Börsengesetznovelle fiel und diese — wie die neueste Literatur — nachträglich noch berücksichtigt worden ist, so dürfte die Verzögerung nicht als ein Mangel zu beklagen sein.

Herrn Professor G. von Schulze-Gävernitz spreche ich für das Interesse, das er dieser Arbeit entgegengebracht hat, und für die mir liebenswürdigerweise erteilten Ratschläge auch an dieser Stelle meinen herzlichsten Dank aus.

# Inhaltsübersicht.

	Seite
	VII
Vorwort . . . . .	1
<b>A. Die innere Verfassung der Börse . . . . .</b>	<b>1</b>
I. Die persönlichen Faktoren der Preisbildung . . . . .	2
1. Die Spekulation. . . . .	2
a) die berufsmäßige Spekulation . . . . .	4
1. die große Spekulation . . . . .	4
2. die kleine Spekulation . . . . .	14
b) die nicht berufsmäßige Spekulation . . . . .	23
1. die Industriellen (sog. „Eingeweihte“) . . . . .	24
2. die Bankangestellten . . . . .	29
3. das sog. große Publikum . . . . .	32
2. Das Kapitalistenpublikum . . . . .	36
3. Die Banken und Bankers am Börsenplatz . . . . .	39
a) Ausgabe von Aktien — erster Kurs. . . . .	40
b) Handel mit Aktien — Kursregulierung . . . . .	52
c) Bereitstellen von Mitteln zur Spekulation . . . . .	61
1. Terminhandel — Prolongationsgeschäft . . . . .	64
2. Kassageschäft . . . . .	69
a) Börsenlombard . . . . .	69
β) Kontokorrentverkehr . . . . .	70
II. Die börsentechnischen Faktoren der Preisbildung . . . . .	76
1. Im Termingeschäft . . . . .	76
a) die Engagementsverhältnisse . . . . .	76
1. im allgemeinen . . . . .	76
2. ihre Verteilung auf die Spekulationsgruppen. . . . .	79
3. Prämien geschäfte. . . . .	90
b) die Kapitalkraft der Spekulanten . . . . .	95
2. Im Kassageschäft . . . . .	101
a) die Marktbildung . . . . .	102
b) das Kassafixen . . . . .	105
III. Die wirtschaftlichen Faktoren der Preisbildung . . . . .	106
1. Der Wert der Aktien im allgemeinen . . . . .	106
2. Der Einfluß des Geld- und Kapitalmarktes auf die Preisbildung in Aktien . . . . .	110
a) Privatdiskontsatz . . . . .	111
b) Bankdiskontsatz . . . . .	112
c) Prolongation. . . . .	114

	Seite
<b>3. Die eigentlichen wirtschaftlichen Faktoren der Preisbildung auf dem Industrieaktienmarkt: die Lage und Entwicklung der Industrie . . . . .</b>	116
a) das „Eskomptieren“ durch den Terminhandel . . . . .	118
1. Aufschwung . . . . .	118
2. Krise und Niedergang . . . . .	122
b) neuere Entwicklungstendenzen . . . . .	125
<b>B. Der tatsächliche Verlauf der Preisbildung . . . . .</b>	129
<b>I. Darstellung des Verlaufes der Preisbildung auf dem Industrieaktienmarkte der Berliner Börse . . . . .</b>	130
1. Aufschwung: Jahre 1888 bis 1889 . . . . .	130
Tabelle I: Bochumer Gußstahl . . . . . nach	136
2. Krise: Jahr 1890, Stockung Jahre 1890 bis 1894 . . . . .	137
Tabelle II: Gelsenkirchener Bergwerk . . . . . nach	142
3. Aufschwung und Krise: Jahr 1895 . . . . .	143
<b>II. Kritik der Preisbildung an Hand von graphischen Darstellungen . . . . .</b>	147
1. Die Preisbildung in der Zeit vor dem Börsengesetze von 1896 . . . . .	150
Tabelle III: a) Oberschlesische Eisenindustrie, b) Eschweiler Bergwerk . . . . . nach	150
Tabelle IV: Tageskurse. A. Vor dem Börsengesetz (1889—1890) . . . . . nach	156
2. Die Preisbildung unter dem Börsengesetze von 1896 . . . . .	158
a) Jahre 1897 bis 1902 . . . . .	161
Tabelle V: Tageskurse. B. Nach dem Börsengesetz (1899—1900) . . . . . nach	166
b) Jahre 1903 bis 1907 . . . . .	170
<b>III. Kritische Vergleichung der hauptsächlichsten bisherigen Äußerungen über die Preisbildung in der Literatur . . . . .</b>	171
1. vor dem Jahre 1900	
Munck, Struck, Börsenquête, Cohn, Gschwindt, Bachmann	172
2. nach dem Jahre 1900	
Finanzpresse, Zentralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes, Desenberg, Wermert, Meyer, von Zedlitz und Neukirch, von Kardorff, Rießer, „Praktiker“ . . . . .	181
<b>C. Schlussbetrachtung und Reformen . . . . .</b>	197
<b>I. Zusammenfassende Übersicht über die Ergebnisse der vorliegenden Arbeit . . . . .</b>	197
<b>II. Reformgedanken . . . . .</b>	202

## A.

### **Die innere Verfassung der Börse.**

Das Zustandekommen der im freien Marktverkehr gebildeten Preise vollzieht sich allenthalben unter der Beteiligung ebenso zahlreicher wie verschiedenartig gestalteter Kräfte. Sie mit ihren feinen Verästelungen zu erfassen, ihr jeweiliges Verhalten und die von ihnen ausgehenden Wirkungen klar zu legen, ist eine Hauptaufgabe jeder praktischen Preisuntersuchung. Die damit verknüpften Schwierigkeiten werden aber gerade bei der Börsenpreisbildung besonders fühlbar, weil der heutige Börsenverkehr mit seinen vielfachen nationalen und internationalen Ausstrahlungen, der überragenden Bedeutung der hier gehandelten Waren und dem großen Kreise seiner Interessenten die Marktverhältnisse ungemein kompliziert. Dieser Schwierigkeiten Herr zu werden, ist in der nachfolgenden Arbeit in der Weise versucht worden, daß die an der Preisbildung beteiligten Faktoren in drei Gruppen abgesondert worden sind, die trotz aller gegenseitigen Bedingtheit und Beeinflussung jede für sich einen Kreis selbständiger Fragen umschließen. Es sind dies

1. die **persönlichen** Faktoren, d. h. alle an der Preisbildung beteiligten Personen mit den besonderen Beweggründen ihres Handelns,
2. die **börsentechnischen** Faktoren, d. h. die, die in der jeweiligen Situation der Börse, in den Engagementsverhältnissen begründet sind, und
3. die **wirtschaftlichen** Faktoren, d. h. die, die im letzten Grunde den Wert der Papiere, der in der Preisbildung seinen sichtbaren Ausdruck findet, bestimmen.

Mit Hilfe dieser Abgrenzung wird es möglich sein, in alle Winkel des Preisbildungsgesetzes an der Börse hineinzuleuchten und volle Klarheit über manche strittige Punkte zu verbreiten.

## I. Die persönlichen Faktoren der Preisbildung.

Es ist vielfach üblich, die am Börsenverkehr beteiligten Personen in Börsenbesucher und Publikum, die ersteren wieder in Händler, Spekulanten und Makler, und das letztere in berufsmäßige Spekulanten und Privatpublikum — wobei natürlich die Grenzen als flüssige<sup>1</sup> zu denken sind — zu scheiden<sup>1</sup>. Diese Einteilung, die sich auf die örtliche Verschiedenheit und auf den dem Handeln zugrundeliegenden Zweck gründet, ist eine zu äußerliche, als daß sie hier verwendet werden könnte; sie berücksichtigt nicht die Qualität der Personen, ihre für die Preisbildung ausschlaggebende Marktkenntnis und Kaufkraft. Mit Rücksicht hierauf lassen sich besser aus dem buntgewürfelten Kreise der am Börsengeschäft Beteiligten in großen Zügen folgende Gruppen abstecken:

1. die Großbanken und -bankers, als die Herausgeber der Wertpapiere,
2. die Kapitalisten, die die Wertpapiere zu Anlagezwecken kaufen und
3. die Spekulation, die, zwischen beiden stehend, durch An- und Verkauf nach der einen oder anderen Seite Gewinn ziehen will.

Aus Gründen der historischen Entwicklung ist mit der Darstellung der Spekulation zu beginnen.

### 1. Die Spekulation.

Die zeitliche Verschiedenheit sowohl in der Menge des zur Anlage bestimmten Kapitals und der neu an den Markt kommenden Wertpapiere, wie in der Größe des täglich auftretenden Angebotes und der Nachfrage von Wertpapieren auf der einen und die unten näher zu kennzeichnende Unbeholfenheit eines großen Teiles der Kapitalbesitzer, ihre geringe Marktkenntnis und Fähigkeit zur Beurteilung des Wertes der Papiere auf der anderen Seite, alles das hat schon frühzeitig die Tätigkeit einer Gruppe von Personen, der sog. Spekulation<sup>2</sup>, begünstigt, die aus diesen Unvollkommenheiten

---

<sup>1</sup> So R. Ehrenberg, Art. Börsenwesen in der neuesten Auflage des Handw. d. Staatsw., S. 177. Vergl. auch Fr. Glaser, Die Börse, Frankfurt a. M. 1909, S. 29.

<sup>2</sup> In der Wissenschaft bezeichnet man allgemein mit Spekulation die nach einem bestimmten Verhalten eingerichtete Tätigkeit. Der kaufmännische Sprachgebrauch will mit dem Worte Spekulation auch die diese Tätigkeit ausübenden Personen (die Spekulanten) treffen. In gleichem Sinne wird

des Marktes Gewinn ziehen will. Die Spekulation handelt nicht in der Absicht, die Wertpapiere zur dauernden Kapitalanlage zu erwerben, sondern sie kauft, um später mit Gewinn zu verkaufen, und sie verkauft, um bald wieder zu günstigen Kursen zurückzukaufen. Ihr Interesse richtet sich einzig und allein auf das Steigen und Fallen der Kurse; der letzte Zweck ihres Handelns, dem sich alles andere unterordnet, ist die Erzielung von Kursgewinnen<sup>1</sup>.

Um die wirtschaftliche Berechtigung der Spekulationstätigkeit und ihre Gleichsetzung mit dem Spiel sowie um ihre Bedeutung für die Preisbildung ist von jeher ein heftiger Streit geführt worden. In Deutschland ist die Literatur über Börsenwesen noch in den 1890er Jahren im Zusammenhang mit der Börsengesetzgebung zum größten Teil mit diesem Streite angefüllt, und auch heute ist er durchaus noch nicht als beigelegt zu bezeichnen<sup>2</sup>. Das ist auch gar nicht zu verwundern; denn eine Einigung ist so lange undenkbar, als man nicht davon abkommt, sich die Spekulation als eine gleichartige Masse zu denken, deren Tätigkeit zu allen Zeiten und an allen Orten denselben Charakter trägt. Nur von der Einsicht, daß die Spekulation jeweils aus einem Kreise allerverschiedenster Elemente — verschieden sowohl in bezug auf ihre finanzielle Ausrüstung, wie auch auf ihren sittlichen Wert — besteht, die dazu in ihrer Tätigkeit in starkem Maße von der gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Struktur ihrer Zeit beeinflußt werden, ist eine Klarlegung dieser Frage zu erwarten.

Wenn im Nachfolgenden versucht wird, dies für den Berliner Wertpapiermarkt zu zeigen, so sind, um Mißverständnissen vorzubeugen, vorweg einige Ungenauigkeiten des Sprachgebrauches,

---

auch in dieser Arbeit von Spekulation gesprochen. In der neuesten Auflage des Handw. der Staatw. Art. Börsenwesen ist dieser Sprachgebrauch gleichfalls angewendet worden.

<sup>1</sup> Diese in den Handlungen der Spekulation scharf ausgeprägte Gewinnabsicht muß man sich vor Augen halten, um nicht zu einem schiefen Urteil über die — sich aus der Summe der Einzelhandlungen ergebende — wirtschaftliche Bedeutung der Spekulation zu kommen. So wird vielfach von einer Aufgabe der Spekulation — Ermittlung des wahren Wertes der Papiere, richtige Preisbildung, Führerin des Kapitals — gesprochen, obwohl es sich selbstverständlich nur um den — unbeabsichtigten — wirtschaftlichen Erfolg ihrer auf höchstmöglichen Gewinn abzielenden Tätigkeit handeln kann. Vergl. auch Fr. Glaser, a. a. O., S. 16.

<sup>2</sup> Vergl. dazu: R. Ehrenberg, Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung, Leipzig 1881. Otto Michaelis, Die wirtschaftliche Rolle des Spekulationshandels, Berlin 1883. H. Bachmann, Die Effektspekulation, Zürich 1891, S. 21.

wie sie sich besonders in den Börsenberichten vorfinden, zu berichtigen. Der Ausdruck Spekulation wird nämlich innerhalb der oben gegebenen Begriffsabgrenzung noch in mehrfachem Sinne gebraucht. Einmal ist es üblich, mit Spekulation nur die berufsmäßige und alles übrige mit Publikum zu bezeichnen. Sodann kommt die Einteilung: Börsenbesucher gleich Spekulation und Außenseiter als Publikum vor. Im ersten Falle kann dagegen die Spekulation auch außerhalb der Börse sein, nämlich soweit sie berufsmäßig ist. An der ersten Einteilung, als der in der Praxis gebräuchlichsten, soll hier festgehalten werden: unter Spekulation wird die berufsmäßige Spekulation verstanden, die entweder selbst in Person an der Börse oder durch Vermittlung Dritter dort tätig ist, während die sonstigen Spekulanten, die das Spekulieren nicht zu ihrem Beruf gemacht haben, die nicht berufsmäßige Spekulation oder kurz das Publikum genannt werden.

#### a) Die berufsmäßige Spekulation.

1. Die große Spekulation<sup>1</sup>. In dem kurzen und doch so bedeutungsvollen Spekulationsabschnitt von 1871 bis 1873 stand auch die Börse vollständig unter dem Einflusse der das ganze Land beherrschenden Gründungstätigkeit. Die Börse war gewissermaßen nur der verlängerte Arm der letzteren. Sie war den Gründern ein willkommenes Mittel, um den ganzen Ballast neugeschaffener Wertpapiere, durch die sie sich ihre Gründungen bezahlen ließen, mit hohem Aufgeld im Publikum unterzubringen. Und auch die gewaltigen Kurstreibereien, die auf Grund von falschen Gerüchten und Rentabilitätsberechnungen, wirklichen und fiktiven Dividenden mit Hilfe eines von maßloser Spiel Leidenschaft erfaßten Publikums in Szene gesetzt wurden, gehen in letzter Linie auf sie zurück. So setzte sich damals der Teil der berufsmäßigen Spekulation, den man die große zu bezeichnen pflegt, in der Hauptsache aus Gründern zusammen; jedenfalls erscheinen sie als ihre typischen Vertreter während jener Zeit. Dies änderte sich, als der Krach von 1873 die Börse vollständig verwüstete und den spekulativen Verkehr auf Jahre hinaus lahm legte. Die scharfe Krisis, in deren Verlauf eine große Anzahl von neugegründeten

---

<sup>1</sup> Der Unterschied zwischen großer und kleiner Berufsspekulation liegt selbstverständlich nicht allein in der den Spekulanten eigentümlichen Kapitalkraft, sondern mehr noch in ihrer Persönlichkeit selbst, der Art ihres Spekulierens und dem Umfang der von ihnen getätigten Geschäfte. Vergl. auch Bruno Mayer, Die Effektenbörsen und ihre Geschäfte, Wien 1899, S. 58.

Banken und Industriegesellschaften von der Bildfläche verschwand und die meisten der übrig gebliebenen Unternehmungen zu umfangreichen Betriebseinschränkungen und Kapitalverringerungen gezwungen wurden, setzte aller Gründertätigkeit für lange Zeit ein Ziel. Die Industriellen hatten nunmehr vollauf damit zu tun, die großen Schäden wieder wett zu machen, die ihnen der jähre Abschluß des Spekulationstaumels eingebbracht hatte.

Inzwischen wuchs eine andere Gruppe von Personen in die Rolle der sog. großen berufsmäßigen Spekulation hinein: die zahlreichen Vertreter des Bankerstandes, der auch schon bis dahin durch seine Beziehungen zu den Gründerkreisen lebhaften Anteil am Spekulationsgeschäft gehabt hatte. Diese Entwicklung sollte während der nächsten 20 Jahre für die Preisbildung an der Börse, speziell auf dem Aktienmarkt, recht bedeutungsvoll, ja sogar verhängnisvoll werden, insofern als daraus entspringende Mißstände später zum gesetzlichen Einschreiten gegen die Börse führten.

In den nächsten der auf die Krise von 1873 folgenden Jahre, die dem inneren Ausbau des danniederliegenden Wirtschaftskörpers gewidmet waren, bot sich intelligenten Leuten vielfach Gelegenheit, mit langfristigen Spekulationen in diesen Heilungsprozeß einzugreifen. So haben einzelne Bankers, die ihre Zeit richtig beurteilt und einen Blick für die wirtschaftlichen Entwicklungsbedingungen hatten, tief im Kurse gesunkene Aktien solcher Unternehmungen aufgekauft, von denen sie sich eine gute Zukunft versprachen. Mit der Zeit zu Sitz und Stimme im Aufsichtsrat gekommen, haben sie die Gesellschaft nach ihren Ideen umgestaltet und insbesondere deren finanzielle Verhältnisse mit größerer Sachkenntnis überwacht, als dies bei der Gründung oder in der Zeit des allgemeinen Spekulationstaumels in der Regel der Fall gewesen war. Auf diese Weise ist manche Gesellschaft der Bergwerks- und Eisenindustrie, deren technische und kaufmännische Grundlagen an sich gesund waren, vor gänzlichem Verfall bewahrt worden, um heute zu den ersten und angesehensten des Landes zu zählen. Zweifellos verdienen solche groß angelegten Spekulationen, die Jahre hindurch beharrlich unter Einsetzung der ganzen Persönlichkeit, vielfach unter Überwindung größter Schwierigkeiten, glücklich zu Ende geführt worden sind, uneingeschränkte Bewunderung und Anerkennung. Und wenn diese Spekulanten als Lohn für ihre Tätigkeit die mit der Zeit wertvoll gewordenen Aktien oder einen Teil derselben mit hohem Gewinn an Dritte abgesetzt haben, so ist dagegen gar nichts zu sagen. Es ist bekannt, daß der Reichtum mancher, später zur Blüte ge-

kommenen deutschen Privatbankers seine Wurzel in jenen Operationen hat. Freilich sind auf der anderen Seite auch nicht die zu vergessen, die an gleichen Absichten zugrunde gegangen sind, und zwar durchaus nicht immer durch ihre persönliche Schuld, sondern auch infolge Ungunst der Konjunkturen, mangelnder Kapitalkraft usw.

Müssen diese Bankers geradezu als ideale Vertreter einer volkswirtschaftlich berechtigten und nützlichen Spekulation bezeichnet werden, so ist andererseits doch nicht zu übersehen, daß ihre Zahl innerhalb der gesamten berufsmäßigen Spekulation immer nur eine sehr geringe war. Die große Masse der letzteren nahm vielmehr eine durchaus andere Stellung im Börsenverkehr ein.

Zu den Geschäften, die die an der Börsenspekulation beteiligten Bankers<sup>1</sup> betrieben, gehörte auch das Kommissionsgeschäft in Wertpapieren, die Vermittlung von An- und Verkauf von Wertpapieren, mit anderen Worten die Besorgung von Spekulationsgeschäften für Dritte. Durch rührige Reklame, Abfassung von anregenden Börsenberichten und nicht zuletzt durch Aussendung zahlreicher Agenten, die sogar die Kundschaft in der Provinz persönlich aufsuchten, wuchs sich dieser Geschäftszweig bei den meisten Bankers im Laufe der Zeit zu dem hauptsächlichsten oder einzigen aus. So vereinigten sich allmählich auf der einen Seite in ihren Händen die zahlreichen, aus allen Teilen des Reiches stammenden Spekulations- und sonstigen Wertpapieraufträge des Publikums, während sie auf der anderen Seite selbst die eifrigsten Spekulanten an der Börse waren. Hieraus mußten sich naturgemäß mancherlei Folgen<sup>2</sup> für die Preisbildung ergeben.

Was zunächst das Kassageschäft anlangt, so bot eine eigene kaufkräftige Kundschaft dem spekulierenden Banker ständig Gelegenheit, hier solche Aktien unterzubringen, die an der Börse nur schwer oder gar nicht zu veräußern waren, und an denen der Banker in irgendeiner Weise besonders interessiert war. In zahlreichen Fällen ist das Publikum, nicht ahnend, daß der raterteilende Banker zugleich Verkäufer der „empfohlenen“ Aktien war, auf diese Weise in den Besitz von Papieren gekommen, an denen es hinterher große Verluste gehabt hat, falls es nicht vorzog, jahrelang darauf „festzusitzen“, weil der Kurs nachher ins „unendliche“ sank.

---

<sup>1</sup> Ihre Zahl wurde für die Berliner Börse im Jahre 1891 nach dem Adressbuch mit etwa 750 angegeben, „von denen jedoch nur 500 in Wirklichkeit den Namen Banker verdienten“. Vergl. „Deutscher Ökonomist“, Jahrg. 1892, S. 53.

<sup>2</sup> Vergl. auch L. Goldschmidt, Börse und Banken. Preußische Jahrbücher, Jahrg. 1891, S. 876.

Noch mehr aber zeigte sich die Verquickung der eigenen Spekulation mit der Kundschaft in der Abwicklung der täglichen Aufträge. So erlangte der Banker aus der großen Zahl der durch ihn vermittelten Geschäfte leicht einen Überblick über die jeweilige Stimmung im Publikum. Insbesondere sprang er mit eigenen Spekulationen ein, wenn solche Aufträge einliefen, von denen er wußte, daß sie aus wohlunterrichteten Kreisen, etwa von den Gesellschaften nahestehenden Personen, stammten. Da sich solche Aufträge auch durch die Angestellten weiter herumsprachen und hier leicht Mitläufer fanden, konnten unter Umständen die Aktien dem Käufer nicht unwesentlich verteuert werden, insbesondere aber, wenn dieser als vorsichtiger Mann die Preise für die Aufträge limitiert hatte. In solchen Fällen kam es vor, daß der limitierte Auftrag infolge der durch die Käufe der Mitläufer stark gesteigerten Nachfrage an einem Tage unausführbar blieb, weil der Kurs sich höher stellte als das Limit des Kunden. Wenn dann der Käufer, um zu seinem beabsichtigten Kauf zu kommen, am nächsten Tage das Limit höher stellte, ging bereits wieder ein Teil der früheren Mitläufer dazu über, seine am Tage vorher gekauften Aktien zu verkaufen, und zwar nunmehr an den ursprünglich ersten Käufer. Ebenso umgekehrt, wenn limitierte Verkaufsaufträge einliefen. Es unterliegt keinem Zweifel, daß diese Art von Spekulation durchaus unberechtigt und zu mißbilligen ist; denn die wirtschaftliche Bedeutung dieser Spekulationstätigkeit liegt lediglich darin, das Publikum im Preise zu übervorteilen, ohne daß ersichtlich wäre, worin die Gegenleistung der mitkaufenden oder mitverkaufenden Zwischenglieder besteht. Verschiedentlich wurden diese übeln Gewohnheiten auch bald vom Publikum selbst erkannt, und einsichtige Spekulanten versuchten eine Verteuerung ihrer Geschäfte dadurch zu umgehen, daß sie die Aufträge durch verschiedene Bankers und in kleinen Beträgen, vielleicht sogar unter anderen Namen ausführen ließen.

Für den Markt im allgemeinen hatte diese Tätigkeit der Kommissionäre — außer eben der durch sie hervorgerufenen Übervorteilung des Publikums — eine größere Bedeutung weiter nicht, wenigstens nicht in ruhigen, in „normalen“ Zeiten. Bedenklicheren Charakter nahm dagegen die mit dem Spekulationsgeschäft der Kundschaft verquicke eigene Spekulation des Bankers in kritischen Zeiten an. War z. B. von irgend einem politischen oder sonstigen Ereignis zu befürchten, daß sich das Publikum von seinem Wertpapierbesitz trennen würde, so ging die berufsmäßige Spekulation, also in der Hauptsache die Bankers, im Augenblick des Eintreffens

ungünstiger Nachrichten, ehe also das Publikum zum Handeln in der Regel Gelegenheit fand, mit Verkäufen vor, und zwar möglichst in solchen Papieren, von denen das Publikum Bestände bei ihnen unterhielt, und die es aller Wahrscheinlichkeit nach zuerst abstoßen würde. Die dadurch bewirkte Flauheit des Marktes verschärftete sich dann am anderen Tage zur Panik, wenn das Publikum, ängstlich geworden durch entsprechende, von den Wünschen der Spekulation diktierte Zeitungsmeldungen, zum Verkauf seiner Wertpapiere schritt. Da es in solchem Augenblick naturgemäß an wirklichen Käufern zu mangeln pflegte, lag die Kursherabsetzung ganz in den Händen der am Tage vorher als Verkäufer aufgetretenen Spekulation, die aber nur das eine Interesse hatte, zu möglichst niedrigen Kursen für das vom Publikum an den Markt geworfene Material als Käufer aufzutreten. Gewiß nutzt, wie in vielen anderen Fällen, der einzelne Spekulant nur eine Marktchance aus, die darin besteht, daß das Publikum stets einen Tag zu spät zum Handeln kommt. Wenn es aber für die gesamte Berufsspekulation zur Gewohnheit wird, in zahllosen, vielfach künstlich herbeigeführten Fällen das Publikum ängstlich zu machen und es zum Verkauf zu bewegen, um dann nach dem obigen Rezept aus dieser sich für den Markt ergebenden Konstellation Gewinn zu schlagen, so kann es über die Verurteilung auch dieser Spekulation keinen Streit geben, zumal wenn man berücksichtigt, daß ein Teil der Spekulanten zugleich Berater des Publikums und Beaufragter desselben ist, der auch dessen Interesse wahrzunehmen hat. Geradezu verwerflich wird dieses „Spekulieren“ jedoch, wenn — wie es in der Geschichte der Börse durchaus nicht vereinzelt dasteht — die Bankers in kritischen Zeiten oder bei sinkenden Kursen umfangreiche Verkäufe vornahmen und im nächsten Augenblick ihre Kundschaft unter Androhung des Zwangsverkaufs zu Nachschüssen aufforderten, um sich dann später zu weiter gesunkenen Kursen mit dem von seiten ihrer Kundschaft zum Verkauf gebrachten Material wieder einzudecken. In der Börsensprache gibt es hierfür das schöne Wort: *abschlachten* . . .

Die eigentliche Bedeutung der Bankers für die Börse lag jedoch mehr in der Stellung, die sie im Terminhandel, dem bei weitem ausgedehnteren Arbeitsfeld der berufsmäßigen Spekulation, einnahmen. Gestützt auf langjährige Erfahrungen, vertraut mit allen Börsentricks, dabei begabt mit einem geschulten Blick für die jeweiligen wirtschaftlichen und Geldmarktverhältnisse, waren sie mit der Zeit auch dadurch zur Beherrschung des Marktes gekommen, daß es außer ihnen keine gleichwerten Kapitalkräfte mehr gab, die sich wie sie

aktiv an der Spekulation beteiligten. Denn die zu der sog. Hochfinanz gehörenden ersten, sich mehr von der Spekulation fernhaltenden Bankers und die in damaliger Zeit noch in der Entwicklung befindlichen Aktienbanken unterhielten zwar auch viele Beziehungen zur Börse, sie waren aber an der eigentlichen Spekulation nur insofern interessiert, als sie in der Hauptsache die Geldgeber im Prolongationsgeschäft<sup>1</sup> waren. Mit ihrer Hilfe vermochte die Spekulation die Engagements, wenn es erforderlich war, von Monat zu Monat zu schieben; insofern bildeten sie auch eine Macht, mit der die Spekulation besonders in kritischen Zeiten zu rechnen hatte, aber im ganzen Verlaufe des Monats und in nicht kritischen Zeiten hatte die Spekulation von dieser Seite kaum eine Störung ihres Tatendranges zu erwarten.

Für die Börse äußerte sich diese Bedeutung der Spekulation darin, daß durch sie der gesamte Börsenverkehr auf eine breitere Grundlage gestellt wurde, „allwo es jederzeit reges Leben und Bewegung gab“. Ihrer Regsamkeit und ihrem Spekulationseifer ist es mit zu verdanken, daß die Berliner Börse eine Entwicklung nahm, die sie zeitweilig in die Reihe der ersten Weltbörsen brachte. Mit Stolz wissen die Börsenberichte der damaligen Zeit zu sagen, daß der Börsenverkehr so großzügig geworden sei, daß selbst die größten Spekulanten in Berlin jederzeit ihre „Kontrepartie“ finden konnten<sup>2</sup>. Der Umstand, daß sich die Spekulation aus zahlreichen Einzelgliedern zusammensetzte und gleichzeitig durch sie die Aufträge des Publikums an die Börse gelangten, verursachte eine solche Vielseitigkeit der Meinungen an der Börse, daß sich alle Ereignisse an ihr in deutlichster Weise widerspiegeln. Diese Sensibilität der Börse verdient deshalb hier besonders hervorgehoben zu werden, weil, wie behauptet wird, sie diese in jüngster Zeit vollkommen verloren haben soll. Darauf ist an anderer Stelle zurückzukommen.

Jenen zweifellos günstigen Folgen einer starken Beteiligung der Bankers an der Spekulation lassen sich jedoch mancherlei Bedenken gegenüberstellen. Dabei soll noch ganz davon abgesehen werden, an die Fälle zu erinnern, wo infolge von Überspekulation die Bankers zu Zahlungseinstellungen gezwungen wurden und das

<sup>1</sup> Vergl. Abschnitt 3 dieses Kapitels.

<sup>2</sup> Nach einer Notiz im „Deutschen Ökonomist“, Jahrgang 1888, S. 534, heißt es bei Besprechung einer sich bemerkbar machenden Überspekulation, daß selbst mittlere und untermittlere Bankers spekulative Engagements in Höhe von 10 bis 20 Millionen Mark laufen hatten.

Publikum den Verlust seiner Einlagen zu beklagen hatte. Es sollen vielmehr hier nur Züge aus ihrer Spekulationstätigkeit angeführt werden, die sozusagen täglich zu beobachten waren und gewissermaßen als typisch anzusprechen sind. Am bekanntesten war das sog. Positionsspiel, das Jahrhunderte alt ist und heute noch mit besonderer Vorliebe von den großen amerikanischen Faiseuren an der New-Yorker Börse ausgeübt wird. Hatte in ruhigen Zeiten ein Großspekulant die Marktverhältnisse dahin durchschaut, daß sich die Hause- oder Baisseengagements in zahlreichen und kapitalschwachen Händen, d. h. meist in Händen der kleinen Spekulation befanden, so nahm er — unter Berücksichtigung der sonstigen Marktverhältnisse — entgegengesetzte Geschäfte in der Absicht vor, die schwächere Partei über den Haufen zu rennen und durch die so erzwungene Lösung ihrer Engagements auf die Kurse zu wirken. Am beliebtesten war die Anwendung dieses Verfahrens, wenn es gegen eine wie oben angedeutete Baissepartie ging. Umfangreiche Käufe, die im Termingeschäft infolge der monatlichen Abrechnung bei einer einigermaßen guten Kreditfähigkeit leicht möglich waren, und die, wenn der Spekulant als ein glücklicher Draufgänger galt, sofort bei ihrem Bekanntwerden durch einen Schwarm von Mitläufern ins Massenhafte gesteigert wurden, riefen dann eine Erhöhung der Kurse hervor, die die Baissiers in eine bedrängte Lage brachten. Um größeren Verlusten zu entgehen, entschlossen sich dann viele Baissiers, sich durch Rückkäufe zu decken und vielleicht durch weitere Käufe aus der allgemeinen Kurssteigerung Gewinn zu ziehen. Inzwischen hatten aber die Anführer der Spekulation an die Schar der Mitläufer oder an die ängstlich gewordenen Baissiers zu den gestiegenen Preisen wieder verkauft, und wenn nach ein paar Tagen die Lage geklärt war, zeigte es sich, daß nach mannigfachen Kursschwankungen ein großer Besitzwechsel stattgefunden hatte, bei dem in der Regel die Kleinen, vielfach auch das durch die Kurssteigerung angelockte Publikum der schwarze Peter waren und vorläufig auf den zu hohen Kursen gekauften Papieren festsäßen. Dieses Rezept, unter Ausstreuen günstiger Nachrichten auffällig in großen Posten im Markt kaufen und während der Bewegung und Aufregung des Marktes gleichzeitig an den Schwarm der Mitläufer verkaufen, das, wie gesagt, so alt ist wie die Spekulation selbst, ist auch in jener Zeit in zahllosen Variationen, im kleinen sowohl wie im großen, in einzelnen Papieren wie unter Teilnahme des ganzen Marktes und unter Bildung regelrechter Konsortien zur Anwendung gekommen — allerdings, wie

auch hinzuzufügen ist, mit wechselndem Erfolg auf Seiten der sog. Führer.

Unter den Großen, die sich am lebhaftesten an diesem Spiel beteiligten, befanden sich in erster Linie auch die Direktoren der Maklerbanken. Das kann nicht weiter wundernehmen. Denn bei den Maklerbanken konzentrierte sich, wie dies weiter unten noch auszuführen sein wird, ein großer Teil der von der Spekulation eingegangenen Engagements, so daß die Direktoren der Banken leicht die Engagementsverhältnisse eines großen Teiles des Marktes durchschauen und danach ihre eigenen Spekulationen einrichten konnten. So hat es Zeiten gegeben, wo diese Spekulanten geradezu alleinherrschend an der Börse waren. Und doch ist in den wenigsten Fällen das Ende dieser „Führer“ der Spekulation ein rühmliches gewesen: am meisten noch in Erinnerung ist der Zusammenbruch der gewaltigen Spekulationen des Maklerbankdirektors Seckel<sup>1</sup>, der bald darauf zur Liquidation des von ihm geleiteten Börsenhandelsvereins führte.

Es bedarf kaum der Erwähnung, daß das große Publikum, soweit es sich am Termingeschäft beteiligte, bei diesen Geschäftstricks in der Regel ebenfalls zu den Hineingefallenen zählte. Aber das Verhältnis des Publikums zur Berufsspekulation im Termingeschäft ist noch in anderer Hinsicht bemerkenswert. Da zum Ultimogeschäft an der Berliner Börse verhältnismäßig wenigbare Mittel erforderlich waren, — die Abwicklung fand erst am Monatsende durch das Report- und Deportgeschäft statt — so waren den Bankers in der Heranziehung von spekulativer Privatkundschaft kaum Grenzen gezogen. Ein jeder Banker war deshalb bestrebt, den Kreis seiner Kunden ständig zu erweitern und vor allem diese Kunden zu Ultimogeschäften anzuhalten. Es ist genügend bekannt, in welchem Maße die Heranziehung des Publikums zu Spekulationsgeschäften während dieses Zeitabschnittes betrieben worden ist<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> „Deutscher Ökonomist“, Jahrgang 1895, S. 44. — „Berliner Tageblatt“ vom 12. März 1904, Art.: Die Maklerbanken. — Andere Führer der Spekulation, denen alles an der Berliner Börse blindlings folgte, waren u. a. Saloschin, Pringsheim und Platschek, die heute schon wieder fast in Vergessenheit geraten sind. In jüngster Zeit ist dieser Typ von Spekulanten ganz ausgestorben. Doch hat sich die Annahme, daß es an der Berliner Börse überhaupt keine Großspekulanten mehr gebe, als irrig erwiesen: im Jahre 1904 stellte ein Makler, namens Fr. Meyer, seine Zahlungen ein bei einem laufenden Engagement von fast 30 Millionen Mark.

<sup>2</sup> „Deutscher Ökonomist“ 1891, S. 479: „Der Umfang des Berliner Bankgeschäfts hat sich in den letzten 10 Jahren mehr als verdoppelt und in gleicher Weise hat sich der Börsenverkehr ausgedehnt.“

Zur Kennzeichnung dieser Tatsache diene eine Bemerkung des Deutschen Ökonomen, daß viele Bankers in der Anbietung von Ultimogeschäften so weit gingen, daß sie solche in Papieren übernahmen, die an der Börse gar nicht als Ultimopapiere gehandelt wurden und ferner in Beträgen bis herunter auf 3000 Mk. (Börsenusage ist ein Schluß von mindestens 15 000 Mk.) Wenn auch die aus den zahlreichen Geschäften einer starken Kundschaft fließenden Vermittlungsgebühren gute Einnahmen abwarfen, so bot doch die Verquickung dieser Spekulationsgeschäfte mit eigenen Spekulationen in der Regel lohnenderen Gewinn. Gewann beispielsweise der Banker die Überzeugung, daß die Haussespekulation seiner Kundschaft ins Ungesunde gestiegen war und vermutlich bei irgend einem nächsten Zwischenfall zusammenbrechen mußte, so ging er für seine Person Baissespekulationen ein, um aus den mit der Lösung der Haussespekulationen zu erwartenden Kursrückgängen Gewinn zu ziehen. Von diesem Zeitpunkt an hatte also der Banker als Spekulant ein Interesse daran, die Kurse sinken zu sehen, während seine Kundschaft gerade das entgegengesetzte Interesse an der Kursentwicklung hatte und bei jedem Kursrückgang näher vor die Frage kam, zur Vermeidung weiterer Verluste die Engagements aufzugeben. Es ist einleuchtend, daß dieser Punkt zu den heikelsten der damaligen Börsenfragen gehören mußte. Und wie der einzelne Spekulant häufig seiner eigenen Kundschaft entgegenarbeitete, so war in bestimmten Abschnitten der Börsenentwicklung auch zu beobachten, wie die Gesamtheit der Bankers in ihrer Eigenschaft als Berufsspekulation und als Gegenpartei zum Publikum die Börsenentwicklung zu beeinflussen gesucht hat. Daß aber hierbei die vielgewandte und erfahrene Berufsspekulation keine Mittel unversucht ließ, um zu ihren Zielen zu gelangen, ist ebenso einleuchtend, als daß dadurch der gesamte Börsenverkehr häufig den Charakter eines wilden Spiels, ja des Schwindelhaften, annehmen mußte. —

Die im vorstehenden skizzierte Stellung der berufsmäßigen Spekulation zur Preisbildung trat während der 1880er Jahre am deutlichsten in die Erscheinung. Alle die hier wiedergegebenen Beziehungen zur Börse und zum Publikum offenbarten sich in vollster Deutlichkeit und zugleich in schrecklichster Wirkung für die Preisbildung noch einmal in der Krisis vom Jahre 1890. Hier empfing indes die berufsmäßige Spekulation die erste Todeswunde, an der sie im Laufe der nächsten zehn Jahre vollkommen verbluten sollte. Die betrügerischen, im Zusammenhang mit der vorher-

gegangenen Spekulationsepoke stehenden Handlungen einzelner Privatbankers, die sowohl ihnen anvertraute Depositengelder als Spekulationsbetriebskapital verwendet und verloren, als auch die bei ihnen hinterlegten Wertpapiere unterschlagen hatten, brachten ein solches Mißtrauen gegen den ganzen Stand der Privatbankers hervor, daß von dieser Zeit an ein fluchtartiger Abgang der Depositen und damit auch der Kundschaft von den Privatbankers zu beobachten ist. Bekanntlich kam es dabei in Berlin zu mancherlei erregten Szenen, und selbst einige angesehene Bankhäuser<sup>1</sup>, die sich niemals auf Spekulationen eingelassen hatten, sahen sich einem plötzlichen Run ihrer Gläubiger gegenüber. Diese Gelegenheit benutzten die während dieses Zeitabschnittes gegründeten und auch allmählich schon zur Bedeutung gekommenen Aktienbanken, die ängstlich gewordene Kundschaft durch Gründung von Filialen und Depositenkassen an sich zu ziehen, was ihnen auch im Verlauf der nächsten Jahre in vollkommenster Weise gelungen ist. Damit entstand eine andere Macht auf dem Wertpapiermarkt, gegen die die ehemalige Berufsspekulation nicht mehr ankommen konnte, insbesondere als ihr immer mehr die eigentliche Geschäftsgrundlage, die eigene Spekulationskundschaft, verloren ging. Waren diese Momente mehr der äußere Anstoß zur Veränderung der Stellung der Berufsspekulation, so lagen doch die tieferen Ursachen in der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung, die durch technische und industrielle Vervollkommnungen zum Großbetrieb drängte. Die Zunahme des Aktienkapitals der meisten industriellen Unternehmungen bewirkte auch — neben anderen Momenten — eine ständige Vergrößerung der Betriebsmittel der die Finanzierung der Industrie durchführenden Banken, die dadurch gleichzeitig wieder in den Stand gesetzt wurden, den Wettbewerb mit den Privatbankers auch in den übrigen Bankgeschäftszweigen erfolgreich aufzunehmen. Hatte dazu ferner die Einführung der Börsensteuern lähmend auf die geschäftliche Tätigkeit der Spekulation gewirkt, so verstärkte das Börsengesetz von 1896 die ungünstige Lage der Privatbankers weiter dadurch, daß das ihnen so bequeme und von Vorteil gewesene Termingeschäft in Bergwerks- und Industrieaktien verboten wurde, und daß der sich als Folge des Gesetzes einstellende Register- und Differenzeinwand auf eine weitere Verringerung ihres Kundenkreises hindrängte.

<sup>1</sup> Von einigen wenigen Berliner Privatbankers ist bekannt, daß sowohl ihre Firmen wie sie persönlich sich grundsätzlich auch heute noch aller eigenen Spekulation enthalten.

So ist es in den letzten zehn Jahren dahin gekommen, daß die einstmals so rührige und auch so mächtige Berufsspekulation, so weit sie aus den kapitalkräftigeren Privatbankers bestand<sup>1</sup>, vollständig in diesem Existenzkampf aufgerieben worden ist. Eine Anzahl von ihnen hat liquidiert, andere sind zu den Aktienbanken übergegangen, während ein großer Teil sich anderen Börsen, vor allem der Londoner, zuwandte. An ihre Stelle sind heute andere Faktoren getreten, demzufolge auch der Preisbildungsmechanismus gegen früher ein ganz anderes Aussehen angenommen hat. Ehe hierauf näher eingegangen wird, ist zunächst der übrige Teil der berufsmäßigen Spekulation zu betrachten.

**2. Die kleine Spekulation.** Derjenige Teil der berufsmäßigen Spekulation, der nicht unter die bisher besprochene Gruppe der „großen“ fällt, ist der Zahl nach naturgemäß stets der stärkere gewesen, während jedoch seine Bedeutung für die Preisbildung absolut wie relativ im Laufe der Zeiten stark gewechselt hat. Auch läßt sich zu keiner Zeit diese sog. kleine Spekulation genau begrenzen, da sich die Ausläufer zu sehr in dem Kreise des sonstigen spekulierenden Publikums verlieren. Wenn man von der kleinen berufsmäßigen Spekulation spricht, so hat man vorzugsweise die große Masse der kleinen, am Börsenplatz befindlichen und auch das Gros der Börsenbesucher bildenden Privatbankers, — bzw. Spekulanten, die sich den etwas besser klingenden Namen „Bankiers“ zulegen, — im Auge; ferner denkt man dabei an die große Zahl der spekulierenden Makler und endlich auch an die sich mehr in den Büros der Bankers oder der Depositenkassen der Banken ständig aufhaltende Spekulationskundschaft, die man auch mit Wechselstubenkundschaft bezeichnet.

In dem großen Spekulationstaumel der Jahre 1871 bis 1873 war die kleine Spekulation als eine Gruppe für sich noch nicht so sehr in die Erscheinung getreten, weil sich kaum mehr Grenzen zwischen der Spielleidenschaft des Publikums und einer berufsmäßig ausgeübten Spekulation ergaben. Erst nach dem Krach von 1873 stellte es sich heraus, daß die Berufsspekulation eine starke Ausdehnung erfahren hatte und immer neuen Zulauf von zahlreichen Kleinkapitalisten aus den verschiedensten Ständen<sup>2</sup> erhielt. Es entstand in jener Zeit die viel besprochene Einrichtung der Maklerbanken und -firmen, durch die die kleine Speku-

---

<sup>1</sup> Vergl. Georg Bernhard, Die Börse, S. 38 ff.

<sup>2</sup> Vergl. Carl Gareis, Die Börse und ihre Gründungen. Berlin 1874, S. 6.

lation zu wachsendem Einfluß auf den Börsenverkehr kam. Bekanntlich zu dem Zweck gegründet, die Kreditwürdigkeit der kleinen Spekulanten zu gewährleisten und den Markt von deren Prüfung zu entlasten<sup>1</sup>, haben diese Maklerbanken einmal den Zuzug kapitalschwacher Elemente zur Börse in starker Weise gefördert und zweitens zuweilen unheilvoll auf die Ausdehnung der Spekulations-sucht eingewirkt. Durch sie wurden die zerstreuten Kräfte der einzelnen Spekulanten, die für sich nicht viel zu sagen hatten, gesammelt und zu einer Macht vereinigt, die nur zu häufig für die Tendenz des ganzen Marktes, sowohl durch ihre Rolle als Mitläufer als auch durch den sie beherrschenden Drang nach Tätigkeit, ausschlaggebend war. Bis in die 1880er Jahre bildeten daher die Maklerbanken und -firmen das Rückgrat der Spekulation an der Berliner Börse<sup>2</sup>. Allerdings waren sie zum größten Teil durch die von ihnen ausgehende Ausdehnung der Spekulationstätigkeit daran schuld, daß der gesamte Börsenhandel zeitweilig zum gewöhnlichen Spiel herabgewürdigt worden ist. So galten zahlreiche Maklerbankagenten als reine Spieler<sup>3</sup>, die an Tollkühnheit und Verwegenheit nichts zu wünschen übrig ließen und zweifellos dem Ansehen der Börse in außerordentlichem Maße geschadet haben. Die Zunahme des Börsenverkehrs, als Folge einer starken Neuschaffung von Papieren, die sich stets verschlechternde Qualität der Börsenbesucher (vgl. unten) und endlich das Aufkommen anderer Machtfaktoren an der Börse (Großbanken) erhöhten das Risiko der Maklerbanken derart, daß ihre Existenz bald in Frage gestellt wurde. Im Jahre 1886 waren nur noch drei dieser Institute tätig und gegenwärtig zeugt allein der Berliner Maklerverein von entschwundener Pracht<sup>4</sup>...

Auch in der nachfolgenden Zeit ist die Entwicklung dieses Teiles der Spekulation, gleich der der großen, eine sehr bemerkens-werte gewesen. Auf der einen Seite sind die zu ihnen gehörenden kleineren Bankers von denselben Faktoren (oben S. 13) in ihrer Existenzfähigkeit bedroht worden, wie alle Privatbankers in den letzten 10 bis 20 Jahren. Zum Teil haben sie sich durch die wachsende Konkurrenz der Großbanken ebenfalls veranlaßt gesehen, die Geschäfte zu liquidieren oder an eine Großbank zu verkaufen, zum Teil haben sie den Konkurrenzkampf mit den Großbanken auf-

<sup>1</sup> Vergl. Ernst Heinemann, Art. Kulissenhäuser. Zeitschrift „Die Nation“, Nr. 49, Jahrgang 1894/95.

<sup>2</sup> Georg Bernhard, a. a. O., S. 47.

<sup>3</sup> „Deutscher Ökonomist“, Jahrg. 1891, S. 481.

<sup>4</sup> Georg Bernhard, a. a. O., S. 49.

genommen und dadurch eine starke Einengung ihres Kommissionsgeschäftes erfahren, oder sie sind endlich als kleine Spekulanten oder als Makler geendet. Auf der anderen Seite vergrößert sich der Kreis der kleinen Spekulanten ständig durch den Hinzutritt zahlreicher ehemaliger Makler, denen die Vermittlungstätigkeit<sup>1</sup> immer mehr beschnitten wurde, und durch das Eindringen solcher Elemente, die ihre abhängige Stellung im kaufmännischen, vorwiegend Bankberuf mit der selbständigen eines Spekulanten vertauschen wollen, oder aber in anderen Berufen stellungslos geworden sind. Obwohl sich also die Qualität der kleinen Spekulation und damit der Berufsspekulation überhaupt gegen früher erheblich verschlechtert hat, ist dagegen ihre Bedeutung für die Preisbildung in jüngster Zeit noch gestiegen. Denn solange eine kapitalkräftige Spekulation, in der Gestalt der größeren und mittleren Bankers, an der Börse tätig war, trat die kleine Spekulation mehr in den Hintergrund. Während der Blüte der Maklerbanken war ihr Einfluß auf den Börsenverkehr zeitweilig zwar ein recht bedeutender, auch lenkte sie dann jedesmal die Aufmerksamkeit auf sich, wenn sie die Rolle der für die Preisbildung so wichtigen Mitläufer übernahm; sonst stellte sie jedoch mehr den wogenden Börsentrubel dar, in dem es galt, die Kurse um  $\frac{1}{4}\%$  höher oder niedriger zu schreien. Heute aber, wo es eine große Berufsspekulation nicht mehr gibt, spielt die kleine Spekulation insofern eine gewisse Rolle bei der Preisbildung, als sie es ist, die die berufsmäßige Spekulation überhaupt verkörpert. Infolge dieser Bedeutung für den heutigen Börsenverkehr, soll deshalb im Nachfolgenden auf ihre Tätigkeit etwas näher eingegangen werden.

In der Ausnutzung der für die Preisveränderung der Aktien belangreichen Momente durch Kauf oder Verkauf allen andern Interessenten zuvorzukommen, ist für alle Spekulation der Weisheit letzter Schluß, weshalb auch den Geschäften der kleinen Spekulation eher Gerüchte, Mutmaßungen und Kombinationen über zukünftige Dividenden zugrunde liegen, als vollendete Tatsachen. Zu diesem Zweck suchen sich diese Spekulanten über die jeweiligen Marktverhältnisse unterrichtet zu halten, verfolgen sie alle Nachrichten und behalten die geschäftlichen und finanziellen Verhältnisse der einzelnen Gesellschaften dauernd im Auge. Die Spekulanten an der Börse erhalten die Nachrichten aus erster Hand, meist

---

<sup>1</sup> Vergl. unten Abschnitt 3 dieses Kapitels: Banken und Bankers.

in knappen Umrissen, unkommentiert und vielfach sich widersprechend. Das erfordert im Augenblick zu überlegen, wie wird dieselbe Nachricht auf die Kapitalisten und sonstigen Spekulanten wirken, die jedoch erst später von ihr hören werden. Bei ungünstigen Nachrichten treten dann die Spekulanten rasch als Verkäufer von solchen Aktien auf, deren Gesellschaften davon direkt oder indirekt berührt werden: in der Hoffnung, daß der Grund, der sie zu diesem Verkauf veranlaßte, auch im Publikum die gleiche Wirkung, aber erst später, auslösen wird. Dieses vorausgefühlte Angebot von Seiten des Publikums sind sie am nächsten Tage oder in der nächsten Zeit bereit, aufzunehmen, um ihre Verkäufe damit einzudecken; natürlich nur zu herabgesetzten Kursen. Ebenso umgekehrt bei Nachrichten, die den Wert der Aktien in günstiger Weise zu verändern geeignet sind. Diese Spekulation rechnet also damit, daß stets eine zweite Schicht von Spekulanten oder Kapitalisten eingreift, um ihre Spekulationen zu übernehmen und damit ihre Geschäfte zu beenden. Die sich hieraus ergebenden Beziehungen werden weiter unten zu erörtern sein.

Von dem im täglichen Gewühl des Börsentribels selbst stehenden Teil der Spekulation kann man im allgemeinen wohl sagen, daß er in den paar Stunden der Börsenzeit eine aufreibende Geistestätigkeit verrichten muß, um all die Gewinnmöglichkeiten auszuklügeln, die jede neue Minute des Verkehrs durch den fortwährenden Wechsel aller möglichen Einflüsse mit sich bringt. Die laufenden Engagements mit Ein- und Verkaufspreisen im Kopfe zu haben, neue Engagements einzugehen, alte abzuwickeln, dabei äußerste Vorsicht zu beobachten, um der Umgebung nicht seine wahren Absichten zu verraten, ist sicher keine leichte Aufgabe. Wenn auch die Spekulanten in der Ausübung dieses ihres Lebensberufes im Laufe der Zeit eine gewisse Routine erlangt haben und zu ihrem Handwerkszeug eine Menge täglich zur Anwendung kommender sog. Tricks<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Des besseren Zusammenhangs wegen sind einige der beliebtesten Tricks weiter unten in dem Kapitel: Banken und Bankers mitgeteilt. Ein sehr gebräuchlicher Kniff wird auch mit dem Dividendenscheinhandel verbunden, der hier kurz angedeutet werden soll. Kurz vor Ablauf des Geschäftsjahres einer Gesellschaft, oder wenn die Schätzungen über die mutmaßlich zur Verteilung gelangenden Dividenden beginnen, bieten die Spekulanten unter lautem Geschrei an der Börse für die Dividendenscheine bestimmter Gesellschaften einige Prozente mehr als die Schätzungen lauten und möglicherweise auch wirklich später dafür zur Auszahlung gelangen. Durch dieses Verfahren hoffen sie eine Steigerung des Kurses der Aktien jener Gesellschaften herbeizuführen, da ja jedes Prozent Mehrdividende eine Werterhöhung der Aktien um

zählt, so bleiben dennoch ihre Geschäfte oft sehr riskant. Sie laufen immer Gefahr, die Wirkung der Gerüchte oder Nachrichten — ganz abgesehen davon, ob diese sich hinterher als falsch oder gefälscht erweisen — nicht richtig abzuschätzen oder die Gegenwirkung durch andere Nachrichten unberücksichtigt zu lassen; ferner können die erhofften An- und Verkäufe des Publikums, auf die es in den meisten Fällen in letzter Linie doch ankommt, aus irgend welchen Gründen ausbleiben u. a. m.

Die Umgestaltung, die die Börse aus den schon erwähnten Gründen (S. 13) erfahren hat, erschwert auch die Tätigkeit der kleinen Spekulation von Tag zu Tag mehr. Durch die Konzentrierung der Geschäfte bei den Großbanken und die von diesen ausgehende Beeinflussung der Preisbildung<sup>1</sup> werden die Marktverhältnisse für den einzelnen Spekulanten an der Börse fast ganz unübersichtlich. Er ist immer weniger in der Lage, all die Zusammenhänge der Preisbildung zu erkennen, seine Geschäfte tappen geradezu im Dunkeln, je mehr er sich auf eigene Kombinationen und wirtschaftliche Erwägungen verläßt. Dazu kommt die äußerst geringe Kapitalkraft der meisten dieser Spekulanten, vermöge deren sie Gefahr laufen, in jedem Augenblick durch das Eingreifen einer Großbank in ihren Engagements überrannt zu werden. Diese Abhängigkeit der kleinen Spekulation äußert sich heute darin, daß ihre ganze Tätigkeit in nicht viel anderem besteht, als das zu tun, was die Banken tun, und sich stets und ständig orientiert zu halten, wie dort der Wind weht. Sonst bleibt auch für sie, wie für die gesamte Spekulation überhaupt, am aussichtsreichsten noch übrig: die Verwertung guter Tips, zu deren Erlangung sie ständig auf der Lauer liegen, oder die Spekulationskundschaft der Bankangestellten suchen, die ihnen Fühlung mit den Geschäften der Großbanken verschafft.

---

etwa 20 Prozent rechtfertigt. Durch die Zeitungsnachrichten, daß die Dividendenscheine zu so und so viel Prozent an der Börse gehandelt worden sind, stellen sich dann gewöhnlich Kauflustige ein, die den Kurs der Aktien im Verhältnis zu der zu erwartenden Dividende niedrig finden und daraufhin Aufträge zum Ankauf geben. Das ist aber für jene Dividendenscheinhändler an der Börse das Zeichen, ihre vorher billig gekauften Aktien zu erhöhten Preisen an die sich einstellenden Käufer zu veräußern. Für den Verlust, den sie möglicherweise an den zu teuer bezahlten Dividendenscheinen erleiden — falls die Geschäfte darin nicht einfache Scheingeschäfte waren —, werden sie durch die Kursteigerung der Aktien reichlich entschädigt.

<sup>1</sup> Vergl. unten Abschnitt 3 dieses Kapitels: Banken und Bankers.

Eine andere Klasse der kleinen Spekulation besteht aus einem Teil der sog. Wechselstubenkundschaft der Banken, deren Tätigkeit in ähnlicher Weise zu beurteilen ist. Wie die Wechselstuben früherer und jetziger Privatbankers bilden auch verschiedene Depositenkassen der Berliner Großbanken eine Stätte, wo sich täglich zur Börsenzeit eine Zahl von Spekulanten versammelt, um auf telephonischem Wege das Geschäft an der Börse zu beobachten und bei sich bietender Gelegenheit mit entsprechenden Spekulationen einzugreifen. Überhaupt hat der telephonische Verkehr und die telephonische Übermittlung von Aufträgen zur Börse in den letzten Jahren in starkem Maße zugenommen, wodurch wiederum die Erkennung zahlreicher Marktumstände, z. B. wer Käufer oder Verkäufer ist usw., den Marktteilnehmern erheblich erschwert wird.

Diese Wechselstubenkundschaft läßt sich im großen und ganzen in ihrer Tätigkeit von denselben Motiven leiten wie die die Börse besuchenden Spekulanten. Nur ist bei ihnen zu berücksichtigen, daß ihre Geschäfte niemals ganz unbeobachtet bleiben, vielmehr die in der Wechselstube mitversammelten Spekulanten zu gleichem Tun mitreißen können, und ferner, damit zusammenhängend, daß die Wechselstubernvorsteher leicht in der Lage sind, ihre Kundenschaft in bestimmtem Sinne zu beeinflussen, insbesondere aber, wenn es sich um die Preisgabe interner Kenntnisse, die der Vorsteher über Vorgänge bei dieser oder jener Gesellschaft erhalten hat, handelt. So ist es schon häufig vorgekommen, daß sich die Wechselstubenkundschaft wie ein Mann auf ein schon halb in Vergessenheit geratenes Papier gestürzt hat, um es durch umfangreiche Käufe und angesichts steigender Kurse zeitweilig in den Mittelpunkt des gesamten Börsenverkehrs zu bringen.

Obwohl die Kapitalkraft der einzelnen Spekulanten nicht viel zu sagen hat, so bedeuten sie in ihrer Gesamtheit doch eine Macht, die häufig für die Haltung der Börse ausschlaggebend sein kann. Von erheblichem Nachteil ist für die Börse dabei, daß sie nur geringen Rückhalt an der kleinen Spekulation, insbesondere der Wechselstubespekulation hat. So leicht nämlich diese aus geringen Anlässen mit Käufen einschreitet, so bald hat sie sich auch voll gekauft und ebenso leicht ist sie bereit, die Aktien wieder an den Markt zu werfen. Geringe Abflauung der Börse genügt, um diese Kreise unruhig zu machen und sie aus ihren Engagements zu treiben, so daß durch sie die Bewegung an der Börse unter Umständen bedeutend verschärft wird. Dazu kommt, daß sie am ehesten den Zwangsmaßregeln der Banken unterworfen sind,

wenn ein Kursrückgang die Deckung der Depots zusammenschmelzen läßt.

Von den an der Börse selbst handelnden kleinen Spekulanten ist ferner die Gruppe der sog. Spekulationsmakler bemerkenswert. Ihre Tätigkeit besteht darin, Aufträge zum An- und Verkauf von Wertpapieren mit der Wirkung entgegenzunehmen, daß sie sich selbst als Gegenkontrahenten bezeichnen. Diejenigen, die Aufträge an der Börse auszuführen haben, ersparen durch sie die Vermittlungstätigkeit der amtlichen Makler und damit die Maklerprovision und haben ferner den Vorteil, daß sie im Augenblick das Geschäft abschließen können. Die Gesamtheit dieser Spekulanten bildet die für den Markt so häufig betonte stete An- und Verkaufsgelegenheit. Der einzelne Spekulant schließt das Geschäft in der Hoffnung ab, noch im Laufe derselben Börse einen Gegenkontrahenten zu finden, so daß er seinen Gewinn, der häufig nur auf  $\frac{1}{4}$  bis  $\frac{1}{8}\%$  berechnet ist, in der verschiedenen Kursstellung findet.

Das Bestreben dieser Spekulanten geht deshalb in erster Linie dahin, nicht lange im Engagement zu bleiben, da sie sonst einem im Verhältnis zu ihrem Vermögen zu großen Risiko gegenüberstehen<sup>1</sup>. Sie kümmern sich wenig um die speziellen Verhältnisse der Gesellschaften, deren Aktien sie handeln, haben an der voraussichtlichen Entwicklung, die das Unternehmen nehmen wird, keinen Gewinnerträgnissen, der Rentabilität der Aktien kein unmittelbares Interesse; für sie kommt nur die augenblickliche Marktlage in Betracht, wie solche durch Angebot und Nachfrage gebildet wird. Sie können daher leicht durch Ereignisse, die in den obigen Tatsachen begründet liegen, überholt werden, wenn daraufhin plötzlich große An- und Verkäufe erfolgen. Um die Verlustgefahr zu verringern, die darin besteht, daß sie auf der einen Seite fest abschließen, ohne eine Gegenpartei zu haben, suchen sie häufig den ersten Auftraggeber mit Versprechungen so lange hinzuhalten, bis sie den zweiten gefunden haben. Damit verlassen sie aber auch schon den Boden der Spekulationstätigkeit und sind nichts anderes als Makler.

Um einigermaßen mit Erfolg arbeiten zu können, sind diese Spekulationsmakler davon abgekommen, „überall herumzuspeku-

<sup>1</sup> Die Schwankungen der Kurse während der Nachbörse hängen in vielen Fällen mit dem Bemühen dieser Spekulanten zusammen, sich noch vor Schluß der Börse glattzustellen.

lieren“. Sie haben sich vielmehr einzelnen Papieren zugewendet<sup>1</sup>, deren Markt sie täglich genau verfolgen, so daß sie stets am besten darüber unterrichtet sind, wie die jeweilige Stimmung zum Kauf und Verkauf in einem bestimmten Papier ist. Wenn auch hierdurch einzelne Spekulationsmakler oder Maklerfirmen eine gewisse Bedeutung für den Markt bestimmter Papiere erlangt haben, so ist trotzdem die viel gehörte Bemerkung richtig, daß sie in letzter Linie doch nur ein Spielball in den Händen der Großbanken sind.

Zur kleinen Spekulation gehören endlich jene Gelegenheitskäufer und -verkäufer, die man auch mit Kulisse<sup>2</sup> bezeichnet. Sie finden sich zur Zeit der amtlichen Kursfestsetzung an den Maklerschranken ein, um bei den letzten Verhandlungen der beiden zu einer Gruppe von Papieren gehörenden Kursmakler zugegen zu sein. In stillen Zeiten und bei Papieren von geringer Bedeutung kommt es nämlich häufig vor, daß die vorliegenden Aufträge zum An- oder Verkauf gar nicht oder nur zu erheblich veränderten Kursen auszuführen sind. Wenn in solchen Fällen der kursregulierende Banker<sup>3</sup> nicht anwesend ist oder nicht eingreift, bietet sich für die Kulisse Gelegenheit, die Marktlage auszunutzen, indem sie je nach den Umständen als Käufer oder Verkäufer der verlangten oder angebotenen Aktien auftritt. Hierbei gilt es, gewisse Verhaltungsmaßregeln zu beobachten. Zunächst haben diese „Schrankengäste“ ein Interesse daran, daß das sich zeigende unausgeglichene Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage möglichst unbekannt bleibt, damit nicht die Konkurrenz, die übrigen anwesenden Spekulanten oder Interessenten des Papiers angelockt werden. Bekanntlich sind die amtlichen Makler an der Berliner Börse verpflichtet, sobald sich nach den vorliegenden Aufträgen eine außergewöhnliche Kurssteigerung oder -herabsetzung als notwendig herausstellt, dies an einer Tafel mit † † † = in Aussicht stehende starke Kurssteigerung oder mit — — — = in Aussicht stehende starke Kursherabsetzung bekannt zu machen. Um diese

---

<sup>1</sup> Eine anschauliche Schilderung der Zusammensetzung dieser untersten an der Börse handelnden Spekulantschicht gibt Georg Bernhard in seinem Buche: *Die Börse*. Vergl. daselbst auch S. 45.

<sup>2</sup> Die Bezeichnung Kulisse wird auch noch in einem anderen Sinne gebraucht. So versteht Heinemann, Artikel Kulissenhäuser in: „Die Nation“, Nr. 49, Jahrgang 1894/95, S. 704, unter Kulisse: Börsenbesucher, welche ihre Spekulationen mit den Aufträgen ihrer Klienten zu kombinieren suchen und die (wie in Paris) auf den Handel in einer begrenzten Anzahl von Effekten beschränkt sind.

<sup>3</sup> Vergl. unten Abschnitt 3 dieses Kapitels: Banken und Bankers.

Veröffentlichung zu verhindern und trotzdem noch eine möglichst große Kursveränderung herbeizuführen, erstellt die Kulisse den Kurs für die von ihnen zu nehmenden oder zu gebenden Aktien so, daß die gesamten Aufträge zu einem Kurse ausführbar werden, der um etwas hinter dem zurückbleibt, der sonst Grund zu der Notiz am schwarzen Brett würde. Wenn beispielsweise der Kurs eines Papiers am Tage vorher 150 % und jetzt infolge starker Käufe 165 % werden müßte, weil nur zu diesem Kurse ein Verkaufsauftrag vorliegt, so würden die Makler dies an der Tafel mit † † † vermerken. Die Kulisse, die die Marktlage sieht, gibt die Aktien schnell und ohne Aufsehen etwa zu 157 %, so daß der Kurs 157 % wird. Ohne weiteres leuchtet ein, daß die Makler hierbei einen großen Einfluß auf die Kursfestsetzung ausüben können, sei es, daß sie selbst als Gegenkontrahent — was ihnen allerdings nur beschränkt und in bestimmten Fällen gestattet ist — eintreten, oder einen Strohmann vorschieben, der für sie die Geschäfte besorgt, oder endlich sich mit der kursregulierenden Bank oder der Kulisse verständigen.

Die Kulisse geht bei ihren Geschäften von der Erwägung aus, daß die Kursveränderung, die lediglich aus dem Mißverhältnis von Angebot und Nachfrage herröhrt und nichts mit einer Wertveränderung der Aktie zu tun hat, am nächsten Tage entgegenstehende Aufträge aus dem Publikum bringt, wenn dieses in dem offiziellen Kursblatt die Änderung sieht. Kommen am folgenden Tag infolge des gestiegenen Kurses, zu dem die Kulisse die Aktien gegeben, d. h. vorverkauft hat, Verkäufe des Publikums heraus, vielleicht in der Absicht, den in der Kurssteigerung liegenden Gewinn sicher zu stellen, so nimmt die Kulisse, wenn anderweitige Käufer fehlen, die Aktien wieder auf, aber zu so weit ermäßigten Kursen, wie es nur eben möglich ist. Bleiben die erwarteten Verkäufe des Publikums jedoch auch in den folgenden Tagen aus, dann kann sich die Kulisse gezwungen sehen, sich eventuell mit Verlust zu decken, wodurch die Kursbewegung nach oben verstärkt wird. Wenn auch in den meisten Fällen die Verhältnisse so liegen, daß ein Mißlingen ausgeschlossen ist, so handelt doch die Kulisse nicht nach wirtschaftlichen Überlegungen, sondern sie verläßt sich mehr auf den Zufall, der ihr am anderen Tag die Möglichkeit der Glattstellung bringen wird. Man schreibt der Tätigkeit der Kulisse eine ausgleichende Wirkung auf die Preisschwankungen zu, und zwar deshalb, weil sie es ist, die bei fehlendem Angebot oder Nachfrage als Verkäufer oder Käufer einspringt und dadurch die Preis-

schwankungen mildert. Diese für die Allgemeinheit zweifellos nützliche Wirkung wird aber nur dann in vollstem Maße eintreten, wenn die Kulisse in größter Öffentlichkeit und unter Konkurrenz der Umgebung und des die Kurse regulierenden Bankers (vgl. unten) ihre Tätigkeit entfaltet. Sobald es ihr aber gelingt, die Bekanntmachung des fehlenden Angebots oder der fehlenden Nachfrage in Gestalt der Zeichen an der Tafel zu hinterreiben, kann sie leicht „im Trüben fischen“, was sicherlich für die Preisbildung nicht von dem Vorteil ist, als wenn auch andere Interessenten aufmerksam gemacht werden.

Faßt man die Ergebnisse dieser Betrachtungen über die berufsmäßige Spekulation kurz zusammen, so ist auf der einen Seite hervorzuheben, daß das Eingehen der großen und kapitalkräftigen Spekulation für den Markt allerdings den Verlust des sachverständigsten Teiles aller Spekulation bedeutet, der die Preise auf alle Ereignisse in sichtbarer Weise reagieren ließ und dem gesamten Börsenverkehr einen lebhaften Grundton verlieh. Dieser Einbuße des Marktes steht jedoch der Vorteil gegenüber, daß die Spekulationstätigkeit nicht mehr so leicht ein Übermaß annehmen kann, derzufolge Einzelne oder Konsortien den Börsenverkehr zum gewöhnlichen Spiel herabdrücken. Eine für die Börsenverhältnisse entscheidende Tatsache ist aber, daß die Verbindung zwischen dem Publikum und der Börse nicht mehr durch die Hände solcher Personen geht, die selbst im Spekulationsgeschäft mit dem Publikum wetteifern. Auf der anderen Seite hat die Tatsache, daß nur noch eine kleine Spekulation besteht, den Nachteil, daß die Spekulanten einzeln zu wenig bedeuten, um unberechtigten Strömungen Widerstand zu leisten; meistens genügt ein geringer Anstoß, um die gesamte Spekulation zur sofortigen Aufgabe ihrer Engagements zu bewegen.

Trotzdem steht so viel fest, daß mit dieser Entwicklung, die das Berufsspekulantentum genommen hat, der Börsenverkehr im ganzen zweifellos solider geworden ist; mit welcher Wirkung jedoch für die Preisbildung, läßt sich hieraus ohne weiteres nicht ableiten; das ist eine praktische Frage, zu der erst nach Darstellung der sonstigen Faktoren, die an der Preisbildung beteiligt sind, überzugehen ist.

#### b) Die nicht berufsmäßige Spekulation.

Sollen die im höchsten Grade verschiedenartigen Beziehungen der großen Masse des spekulierenden Publikums zur Börsenpreisbildung deutlich zum Ausdruck kommen, so empfiehlt sich eine Scheidung des Publikums in folgende drei Gruppen:

1. Die Industriellen, die Direktoren und Aufsichtsratsmitglieder der Industrieaktiengesellschaften, sowie die diesen nahestehenden Personen;
2. die Direktoren der Banken und die sonstigen Bankangestellten;
3. das sog. große Publikum, auch Privatpublikum genannt.

1. Die der ersten Gruppe angehörigen Personen, die in der Börsensprache auch die „Eingeweihten“ heißen, gelten als die Träger wohlerwogener, langsichtiger Spekulationen. Mitten im Wirtschaftsleben stehend, sind ihnen die einzelnen Unternehmungen, deren Aktien sich im Börsenhandel befinden, schon aus ihren vielseitigen geschäftlichen Beziehungen genau bekannt, oder, da die Großindustriellen vielfach in engen, persönlichen Beziehungen zueinander stehen, fällt es ihnen nicht schwer, sich rechtzeitig und eingehend über die Lage und Aussichten der einzelnen Gesellschaften zu unterrichten, falls sie Börsengeschäfte eingehen wollen. Schließlich gehört ja auch nicht viel dazu, als Nächstinteressierter die Wirkungen abzuwägen, die irgend welche Vorkommnisse, wie Fusionen, Preisverabredungen, Preiserhöhungen, Betriebserweiterungen usw. auf die wirtschaftlichen Verhältnisse ihrer eigenen oder anderer, verwandter Werke ausüben werden. Den Direktoren und Aufsichtsräten sind zuerst die Gewinnziffern, Betriebsstörungen, einlaufenden Aufträge usw. bekannt, wodurch sie in der Lage sind, den Außenstehenden durch frühzeitige Käufe oder Verkäufe zuvorzukommen. Meist selbst kapitalkräftig, dazu ausreichenden Kredit bei den Banken besitzend, sind sie befähigt, die Papiere „hinzulegen“ und die fernere Entwicklung der Kurse in aller Ruhe abzuwarten.

Auch diese Spekulanten nehmen bei der Durchführung ihrer Spekulationen auf die Eigentümlichkeiten des Börsenverkehrs Bedacht. Um sich nicht durch die Mitläufer, die sich gern den Maßnahmen von „wohlunterrichteter Seite“ anschließen, den Ankaufspreis der von ihnen begehrten Aktien unnötig verteuern zu lassen, stehen sie häufig mit mehreren Bankers in Verbindung, durch die sie die Aufträge in kleinen Beträgen oder sogar von anderen Personen ausführen lassen. Andrerseits benutzen sie die Gepflogenheit des blinden Mitlaufens an der Börse gern, wenn sie daraus Vorteil schlagen können. Wollen sie sich beispielsweise von ihrem Effektenbesitz unauffällig trennen, — ein Verkauf eigener Aktien seitens der Gesellschaft nahestehender Personen würde leicht als ein ungünstiges Zeichen gedeutet werden können — dann lassen sie in aller Öffentlichkeit Käufe ausführen, um an die durch das Gerücht: „Käufe

von unterrichteter Seite“ angelockten Käufer ohne Preisdruck verkaufen zu können.

Die Käufe der „Eingeweihten“ sind es in der Regel, die einmal den jeweiligen Börsenaufschwung einleiten, weil sie zumeist die leisesten Anzeichen einer in Aussicht stehenden Besserung der wirtschaftlichen Lage am ehesten verspüren, und ferner der Über spekulation oder der Ausbreitung der Spekulation, wie man will, dadurch die Wege ebnen, daß sie in Zeiten der wirtschaftlichen Hochkonjunktur, des Einlaufens zahlreicher Bestellungen und des „Auf-Jahre-hinaus-Beschäftigtseins“ ihrer Werke die Engagements verdoppeln und in ihren Kreisen wie in anderen durch ihr Beispiel leicht ein allgemeines Spekulationsfieber entfachen. Es ist aber nicht richtig, diese Kreise für die Ausschreitungen, die sich am Ende einer Aufschwungsperiode regelmäßig beobachten lassen, allein verantwortlich zu machen, wie es in der Börsenpresse beliebt wird. Im Gegenteil tragen diese Spekulanten im allgemeinen gerade die Merkmale an sich, die man für die Eingehung von Spekulationen für dringend notwendig erachtet<sup>1</sup>: Kenntnis der einschlägigen wirtschaftlichen und finanziellen Verhältnisse der Gesellschaften, eigene Kapitalkraft, vermöge deren sie nicht wegen jedes geringen Anlasses aus den Engagements zu gehen brauchen, und endlich die kaufmännische Einsicht, daß sie das einzugehende Risiko in einem richtigen Verhältnis zu ihrem Vermögen zu halten haben. Diese Gruppe von Spekulanten ist geradezu als die für die Börse wertvollste zu bezeichnen. Allerdings bestätigen auch hier Ausnahmen die Regel. Ein tollkühner Speulant, dessen Engagements in Höhe von vielen Millionen zusammenbrachen, ist noch unlängst (1900) in der Person des Großindustriellen und Bankers Leo Hanau zur traurigen Berühmtheit an der Börse geworden.

Im Gegensatz zu der oben besprochenen Entwicklung der großen berufsmäßigen Spekulation, die das völlige Verschwinden der letzteren gezeigt hat, ist die Bedeutung dieser Gruppe der nicht berufsmäßigen Spekulation, die man auch die große nennen könnte, im Verlaufe des letzten Vierteljahrhunderts, besonders aber in jüngster Zeit erheblich gestiegen. So ist einmal durch die glänzende industrielle Entwicklung Deutschlands<sup>2</sup>, die ihren Ausdruck in dem starken An-

<sup>1</sup> Vergl. „Deutscher Ökonomist“ 1907, S. 25: Über Spekulation und Kapitalanlage in Wertpapieren.

<sup>2</sup> Nach E. Moll, Die Rentabilität der Aktiengesellschaften, ist die Zahl der Aktiengesellschaften von 2143 im Jahre 1886/87 auf 5166 im Jahre 1908 gestiegen. („Deutsche Wirtschafts-Zeitung“ vom 1. Dezember 1908, S. 1059.)

wachsen der Unternehmungen findet, die Schicht der hier in Frage kommenden Spekulanten breiter geworden<sup>1</sup>, und ferner hat die finanzielle Erstarkung der einzelnen Gesellschaften, sowie die jüngst zum Durchbruch gekommene Konzentration in der Industrie und deren enge Beziehungen zu den Banken einem kleinen Kreise von Personen eine Macht in die Hände gegeben, die ihresgleichen in früheren Zeiten nicht findet und sich sehr wohl mit der der amerikanischen Trustmagnaten vergleichen läßt. Männer wie Thyssen, Kirdorf, Stinnes und Haniel drücken nicht nur der Industrie den Stempel ihrer Persönlichkeit auf, sondern sie vermögen vermittelst ihrer umfassenden Kenntnis aller internen wirtschaftlichen und finanziellen Verhältnisse bei den bedeutendsten, ihnen unterstellten Gesellschaften, sowie der hinter ihnen stehenden Kapitalien auch die Börse in ihren Bann zu zwingen. Rein äußerlich betrachtet ist jedenfalls die Gesamtheit dieser nicht berufsmäßigen Spekulanten heute völlig an die Stelle<sup>2</sup> der ehemaligen großen berufsmäßigen getreten, allerdings nicht mit der gleichen Bedeutung für die Preisbildung.

Auch ihren Spekulationen liegt zwar die weitverbreitete Absicht zugrunde, dadurch Vermögensvorteile zu erzielen, daß sie, gestützt auf ihre frühzeitige Kenntnis der für die Preisbildung wichtigen Momente, An- und Verkäufe von Aktien vornehmen, von denen sie hoffen, daß ihnen demnächst eine zweite, erst später von diesen Dingen Kenntnis erhaltende Schicht von Käufern und Verkäufern den Abschluß der Gegengeschäfte ermöglicht. Aber es fehlt doch diesen Spekulanten augenscheinlich die Absicht, sich gerade aus den Fehlern der übrigen Spekulanten, insbesondere der breiten

<sup>1</sup> Am 1. Juli 1909 führte der Kurszettel der Berliner Börse nicht weniger als 750 Aktien industrieller Gesellschaften auf.

<sup>2</sup> Vergl. auch den Artikel: Börsenmanöver im „Plutus“ vom 26. Oktober 1906, S. 756. Daselbst werden die Veränderungen weiter noch wie folgt interessant geschildert: Wenn früher auf der Börse Spekulanten Ware kauften oder verkauften, so mußten die Mithäuer immer darauf rechnen, daß es sich um private Kalkulationen jener Spekulanten handelte, die keineswegs sichere Gewinnchancen boten. Wenn heute dagegen irgend eine Firma, von der man weiß oder annimmt, daß sie zur Industriewelt in Verbindungen steht, Aktien handelt, so spricht man sogleich von großen, industriellen Plänen, da man eben annimmt, daß ihre Hintermänner immer etwas Besonderes wissen müssen. Dadurch sichern sich diese Spekulanten aus den Industriekreisen natürlich von vornherein eine große Gefolgschaft. Geht nachher der Kurs zurück, so schreit man über Börsenmanöver, während doch die wirklich Schuldigen außerhalb des Börsensaales sitzen und sich vergnügt darüber ins Fäustchen lachen, daß es ihnen möglich war, die Schäfchen zu scheren und den Verdacht auf einen anderen abzuwälzen.

Masse des unerfahrenen Publikums zu bereichern, wie sie durch falsche Ratschläge und irrtümliche Auslegung von Alarmnachrichten, verspätetes Eintreffen ihrer Aufträge und durch Aufzehrung geringer Einschüsse entstehen, und um die sich in früherer Zeit die Masse der von der Berufsspekulation vorgenommenen Engagements wie eine wuchernde Schlingpflanze legte. Ihre Engagements tragen mehr den Charakter einer langfristigen Spekulation, entsprechend der vielleicht erst nach Wochen oder Monaten zu erwartenden, aus Gründen finanzieller Veränderungen in den betreffenden Gesellschaften vor sich gehenden Wertveränderung der Aktien. Es fehlt mehr oder weniger jener schnelle Wechsel der Engagements aus allen möglichen außerwirtschaftlichen und börsentechnischen Anlässen und damit auch jene Lebhaftigkeit und Beweglichkeit, die den Börsenverkehr zur Zeit der Blüte der Berufsspekulation so auszeichnete — freilich nicht immer zum Vorteil des mitspekulierenden Publikums. Demgegenüber sind jedoch nicht die Bedenken von der Hand zu weisen, daß die Preisbildung, besonders die der zahlreichen weniger beachteten Industriepapiere, ganz und gar in die Hände der paar Interessenten gelegt wird, wobei Börse und Publikum, wenn beide es eben nicht vorziehen, bloße Zuschauer einer ihnen nicht erklärbaren Kursbewegung zu sein, in der Regel den Schaden haben. In dieser Auffassung wird man bestärkt, wenn man die fortlaufenden, sehr instruktiven Börsenberichte von Buchwald<sup>1</sup> liest: täglich erlebt die Börse die Kursbewegung irgend eines Papiers, die im Gegensatz zu allen wissbaren Preisbestimmungsgründen steht und nachher eine Erklärung in irgend welchen Vorgängen der Gesellschaft findet, nachdem das Bankhaus, hinter dem man die Nächster interessierten des Papiers vermutet, Geschäfte in dieser oder jener Richtung ausgeführt hat. Wiederum wird das Bestreben der Spekulanten an der Börse klar, Fühlung mit den „Eingeweihten“ zu bekommen, um gleichfalls den „Anderen“ zuvorkommen zu können.

Von den sehr zahlreichen Beispielen solcher Preisbildungen sei hier nur eins wiedergegeben, das an der Börse wie in der Öffentlichkeit in gleich hohem Maße die Aufmerksamkeit auf sich gelenkt hat<sup>2</sup>: das ist die Kursbewegung der Phönix-Aktie zur Zeit der Fusion Phönix-Nordstern. Lange Zeit vor dem Bekanntwerden des Fusionsplanes bemerkte man anhaltende Käufe in Aktien des Steinkohlenbergwerks Nordstern. Die berufsmäßige Spekulation

<sup>1</sup> In der Zeitschrift: „Plutus“, Herausgeber Georg Bernhard, Berlin.

<sup>2</sup> Vergl. dazu auch die Ausführungen im „Plutus“ vom 6. Juni 1908, Artikel: Industriebörsen.

schloß sich unter Aussprengung aller möglichen Gerüchte der Bewegung an, und umfangreiche Käufe trieben den Kurs der Nordstern-Aktien binnen weniger Wochen auf den Stand von 400 %.

Als endlich die Fusionsgerüchte greifbare Gestalt annahmen und die Phönix-Gesellschaft mit ihnen in Zusammenhang gebracht wurde, warf sich die Spekulation auch auf die Aktien der Phönix-Gesellschaft, um sie in großen Posten aus dem Markt zu nehmen. Trotz dieser Kauflust zeigte aber der Kurs von Phönix eine auffallende Stabilität und später sogar noch eine Neigung zum Sinken. Das war um so merkwürdiger, als es eine Erfahrungssache ist, daß gewöhnlich die Aktien der an einer Fusion jeweils beteiligten Gesellschaften sprungweise in die Höhe zu gehen pflegen. Als endlich die genauen Fusionsbedingungen in der Öffentlichkeit bekannt wurden, stellte sich heraus, daß der hochgetriebene Kurs von Nordstern mit einem gegen den früheren Börsenkurs von Phönix niedrigeren Kurse verrechnet werden sollte, worauf ein weiteres Sinken des Phönix-Kurses eintrat. Es hatten also, als sich die starke Kauflust bemerkbar machte, gleichzeitig in großem Umfange Vorverkäufe in Phönix-Aktien stattgefunden, und zwar konnten diese Vorverkäufe nur von einer Seite stammen, der schon frühzeitig die genauen Bedingungen des Fusionsplanes bekannt gewesen sein mußten. Diejenigen aber, die aus der Tatsache der Fusionsabsicht an sich auf eine Steigerung der Kurse hofften, sahen sich dieses Mal gründlich getäuscht.

Dagegen, daß die den Gesellschaften nahestehenden Personen ihre vorzeitige Kenntnis von den inneren Verhältnissen der Unternehmungen in der Kursentwicklung ihrer Papiere zu Gelde machen, läßt sich schwer etwas tun. In erster Linie liegt es an den Personen selbst, wie weit sie das Interesse ihrer Gesellschaft oder das der Aktionäre ihrem Gewinninteresse voranstellen. Denn auch die Fälle sind nicht selten, wo bei der Dividendenpolitik nicht allein auf die Verhältnisse der Gesellschaft Rücksicht genommen wurde, sondern auch auf die jeweiligen Börsenkurse, um hinterher die darin zum Ausdruck gekommene Bewegung zu rechtfertigen<sup>1</sup>. Ein Mittel,

---

<sup>1</sup> Als ein viel besprochenes Beispiel ist hier die Waggonfabrik Gebr. Hofmann Akt.-Ges. in Breslau zu erwähnen. Obwohl der Fabrikationsgewinn im Jahre 1909 nicht höher als der des Jahres 1908 war und die Gesellschaft die Aussichten für die Zukunft nicht besonders günstig beurteilte, hat sie die Dividende von 35 % im Jahre 1908 auf 40 % im Jahre 1909 erhöht. Freilich war der Kurs in dem letzten Vierteljahr vor dem Bekanntwerden der Dividende von 510 % auf 570 % gestiegen. Von der Presse und nachher von der Börse ist diese Dividendenpolitik der Gesellschaft mit Recht aufs schärfste verurteilt worden

diesen Leuten die Spekulationen zu verleiden, läge höchstens darin, daß die Börsenspekulation und das Publikum grundsätzlich solchen Papieren fern bliebe, von denen einmal bekannt geworden ist, daß sie von den Interessenten allzusehr dirigiert werden. Naturgemäß kann es für die Allgemeinheit gleichgültig sein, wer bei diesem Tanz den Schaden oder die Vorteile hat, solange wirkliche Spekulanten, die stets mit einem Risiko zu rechnen haben, dabei beteiligt sind. Im höchsten Grade verwerflich wird jedoch das Spekulieren der eingeweihten Personen, wenn der ernsthafte Aktionär, der in der Regel diesem Handel fern steht und auch von den inneren Verhältnissen der Gesellschaft meistens kaum etwas weiß, dadurch zu Schaden kommt. Sei es, daß er die Aktien zur Kapitalanlage just in dem Moment kauft, wo die Eingeweihten zu den höchsten Kursen verkaufen, sei es, daß er bei fallenden Kursen — ängstlich geworden — verkauft, und die Eingeweihten billig kaufen, weil sie wissen, daß noch Kurssteigerungen auf Grund vorläufig nur ihnen bekannter Vorgänge in der Gesellschaft eintreten werden.

2. Die zahlreichen, durch ihre Hände gehenden Wertpapiergeschäfte veranlassen ferner zahlreiche Angestellte der Banken und Bankers, nicht minder die Direktoren der Banken selbst, sich gleichfalls an der Spekulation zu beteiligen. Insbesondere wenn Aufträge von den vorgenannten, den Gesellschaften nahestehenden Personen einlaufen, beeilen sie sich, die gleichen Geschäfte mitzumachen. Auch von dieser Kategorie von Spekulanten geht eine strahlenförmige Erweiterung des Kreises der Spekulation aus, insofern Verwandte, Bekannte und Freunde der einzelnen Bankangestellten und Direktoren von den „Tips“ Kenntnis erhalten und mitspekulieren. In der Regel, wenn nicht außergewöhnliche Ereignisse das gesamte Börsengeschäft beeinflussen, lassen sich hierdurch erhebliche Gewinne erzielen. Es kann aber auch der Fall eintreten, daß die Spekulationen der Kunden als langfristige gedacht sind und die Mitläufer eine vorübergehende ungünstige Kursentwicklung nicht ertragen können, was sie veranlaßt, mit Schaden das Geschäft vorzeitig zu beenden. Die große Gefahr aber, die aus dieser Beteiligung der Angestellten entstehen kann, ist die, daß sie sich mit der Zeit nicht mehr anderen Spekulationen anlehnen, sondern auf eigene Faust, nach eigenen Überlegungen und endlich zur Befriedigung ihrer Spielleidenschaft darauflossspekulieren, um schließlich in schwindelhohen Engagements viel zu verdienen oder alles zu verlieren<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Gerade in der jüngsten Zeit (als Folge des starken Rückganges der Kurse im Jahre 1907) sind die Beispiele wieder zahlreicher geworden, daß

Nicht nur als Mitläufer erweisen sich zahlreiche Bankangestellte und deren Bekannte, sondern auch zwecks Ausnutzung der durch die Ausführung zahlreicher Aufträge gegebenen Gewinnmöglichkeiten gehen sie Engagements an der Börse ein. Dies gehört jedoch schon mehr zu der Tätigkeit der Börsenvertreter. Wenn beispielsweise große Aufträge zum Ankauf eines Papiers eintreffen, die zu einem bestimmten Kurs auszuführen — limitiert — sind, so können die Börsenvertreter so viel Ware für sich nehmen und dadurch den Kurs so steigern, daß die Aufträge des Kunden nur zum Teil oder gar nicht ausführbar werden. Erhöht der Kunde am nächsten Tag das Ankaufslimit, dann verkauft der Börsenvertreter seine am Tage vorher gekauften Papiere zu dem erhöhten Kurse und steckt den Gewinn ein. Ebenso wenn der Börsenvertreter große Verkaufsaufträge auszuführen hat, von denen er weiß, daß sie unter allen Umständen ausgeführt werden müssen, daß sie aber, um den Kurs nicht zu sehr zu drücken, in kleinen Posten und zu bestimmten Kursen aufgegeben worden sind. Er sucht dann möglichst unauffällig die Aktien vorzuverkaufen und kauft sie zu niedrigeren Kursen von seinem Auftraggeber zurück. Wie man ohne weiteres hieraus ersieht, sind es dieselben Geschäfte, wie sie in früherer Zeit von den zahlreichen Bankers selbst vorgenommen wurden. Ein Unterschied dürfte jedoch darin zu suchen sein, daß der Umfang derselben heute nicht mehr in demselben Mißverhältnis zum gesamten Börsenverkehr steht wie früher. Es sind jetzt immerhin nur verhältnismäßig wenige Personen, die in dieser Weise operieren können. Allerdings kann dafür auch ihr hierdurch zu erzielendes Nebeneinkommen umso größer sein. Es ist bekannt, daß sich die Börsenvertreter der Großbanken vielfach nach Jahr und Tag selbstständig machen und ein eigenes Bank- und Börsenkommissionsgeschäft eröffnen, nachdem sie sich einige Hauptspekulationskunden ihrer früheren Bank gesichert haben. Daß ferner eine ganze Zahl

---

umfangreiche Spekulationen solcher Personen fehlgeschlagen und Banken und Bankers und last not least das Publikum dadurch zu Schaden gekommen sind. So ist der Zusammenbruch der Marienburger Privatbank (1907), der Gewerbebank Speyer (1907), des Bankhauses Friedländer & Pollack in Berlin (1907) und des Paderborner Bankvereins (1909) auf wahnwitzige Spekulationen ihrer Direktoren bzw. Beamten zurückzuführen. — Auch zwei Berliner Großbanken sind jüngst wieder durch betrügerische Handlungen ihrer Angestellten, die auf verfehlte Spekulationen zurückzuführen sind, geschädigt worden: die Dresdner Bank um  $\frac{1}{4}$  Million Mk. und die Mitteldeutsche Kreditbank um  $\frac{1}{2}$  Million Mk. („Berliner Tageblatt“ vom 25. August 1908.)

Bankers am Berliner Platz von der Bankangestelltenspekulation lebt, ist bereits oben (S. 18) hervorgehoben worden.

Gegen die Bankangestelltenspekulation ist von jeher viel geschrieben worden; aber meist nur vom Standpunkt der Banken, die darin die Gefahr sehen, daß sich die Beamten bei fehlgeschlagener Spekulation an den ihnen anvertrauten Geldern oder Wertpapieren vergreifen können<sup>1</sup>. Daß jedoch die Spekulationen dieser Kreise jeglicher volkswirtschaftlicher Berechtigung entbehren und in letzter Linie nur auf eine Benachteiligung des die Banken als Kommissäre benutzenden Publikums hinauslaufen, wird meist ganz übersehen. Noch weniger wird daran gedacht, daß von dieser Seite jene unheilvollen Vorverkäufe vorgenommen werden, wenn bei rückläufiger Börsenkonjunktur die Banken darangehen, ihre Kundschaft zur Leistung von Nachschüssen aufzufordern oder ihnen den Zwangsverkauf anzudrohen. Allein von diesem Standpunkt aus sind alle Maßregeln zu begrüßen, die den Bankangestellten und den Direktoren das Spekulieren erschweren — ihnen ganz unmöglich machen, wird wohl nie gelingen.

---

<sup>1</sup> Die Reichsbank und einige Privatbankhäuser dulden Spekulationen ihrer Beamten grundsätzlich nicht. Auch die Bänken erlassen von Zeit zu Zeit Spekulationsverbote für ihre Beamten, doch weiß man an der Börse und auch in den Kreisen der Banken selbst sehr genau, daß diese Verbote nur auf dem Papier stehen. Im Zusammenhang mit den jüngst erfolgten Verfehlungen einiger Bankbeamten (vergl. S. 30) hat der Zentralverband des deutschen Bank- und Bankiergebotes Ende 1909 eine große Aktion in die Wege geleitet, um der Angestelltenspekulation ein Ende zu machen. Sie läuft darauf hinaus, daß alle Banken und Bankers sich verpflichten sollen, Vermittlungen von Börsengeschäften für Angestellte von Banken rundweg abzulehnen. Abgesehen davon, daß sich eine reinliche Scheidung zwischen Kapitalanlage und Spekulationsgeschäft niemals leicht wird vornehmen lassen können, und ferner eine Umgehung dieser Bestimmung durch Benutzung von vorgeschenbten Namen sehr einfach möglich ist, läßt das Vorgehen des Zentralverbandes auch die Spekulationen der Direktoren und Prokuristen der Banken offen. Wie aber jedermann weiß, befinden sich hierunter oft die ärgsten Spekulanten, freilich mit dem Vorbehalt, daß sie meist mit sehr gutem Erfolg operieren. Aber auch ihre Geschäfte sind es, wie im Text dargetan ist, die die Aufträge der Kundschaft recht erheblich verteuern können; man kann daher der in der gesamten Presse vertretenen Ansicht, daß sich auch die Direktoren der Banken mehr Beschränkung hinsichtlich ihrer Spekulationen auferlegen möchten, nur beitreten. (Vergl. „Frankfurter Zeitung“ vom 20. Oktober 1908, „Plutus“ vom 19. Dezember 1908, „Berliner Tageblatt“ vom 18. Mai 1909.) Nur der „Deutsche Ökonomist“ (Jahrgang 1891, Seite 491) hält diese Ansicht für eine sozialistische bzw. sozialdemokratische, dieweil man Angestellte und Direktoren nicht mit demselben Maßstabe messen kann. Trotzdem kommt er auch zu dem Schluß, daß die Direktoren das böse Beispiel vermeiden sollen

3. An letzter Stelle ist hier die große Masse des spekuliierenden Publikums zu erwähnen. Für die „Ausgiebigkeit“ der Börsengeschäfte ist ihre Teilnahme allerdings als erste und unerlässliche Bedingung anzusehen; denn am letzten Ende hoffen doch alle vorhin gekennzeichneten Gruppen, daß zu einer bestimmten Zeit dieses Publikum mit Käufen oder Verkäufen an den Markt kommt, um ihnen die Glattstellung ihrer Spekulationen zu ermöglichen. „Ohne Publikum ist eine Bewegung an der Börse unmöglich“, so lauten ständig die Klagen in den Börsenberichten, wenn die berufsmäßigen Spekulanten unter sich sind. Und nur allzu leicht findet sich das Publikum auch ein, getrieben von unsinniger Gewinnsucht und nicht ahnend, daß es als Gegenpartei meist einen mit allen Börsentricks wohl vertrauten Beruffsspekulanten finden wird.

Das Publikum versteht von allgemeinen Börsendingen schon nicht viel, jedoch erst recht sind ihm die internen Vorgänge bei der Preisbildung unbekannt. Es baut seine Spekulationen auf dem im Kurszettel veröffentlichten Kurs auf, verläßt sich zum Teil auf den Rat seiner Bankers und schöpft seine Informationen sogar aus den Zeitungsnachrichten. Nach den obigen Darlegungen wird es verständlich, daß in der Regel solche Spekulationen aber zu spät kommen, weil die berufsmäßigen und erfahrenen Spekulanten auf die Wirkung jener in der Öffentlichkeit bekannt werdenden Tatsachen ja nur warten, um ihre Geschäfte beenden zu können. Das Publikum wundert sich dann nicht wenig, wenn die erwartete Kursbewegung ausbleibt. Wenn aber die erhoffte Kurssteigerung wirklich einmal erfolgt, dann tritt jene Eigentümlichkeit des Publikums zutage, daß es sich nicht rechtzeitig zum Verkauf entschließen kann. In der Hoffnung, immer noch mehr zu gewinnen, findet es dann plötzlich, daß es auf den höchsten Kursen festsitzt, weil neue Käufer fehlen. Ein ferneres psychologisches Moment, das dem Publikum eigentlich ist und der Spekulation in unzähligen Fällen Gelegenheit geboten hat, ihre Operationen mit Erfolg zu Ende zu führen, ist die Tatsache, daß das Publikum nur bei steigenden Kursen kauft, so daß, wenn die Kurse am höchsten gestiegen sind, die Kauflust des Publikums am größten ist<sup>1</sup>. Umgekehrt wirken sinkende Kurse mit doppelter Gewalt auf die Verkaufslust des Publikums.

---

<sup>1</sup> O. Glagau, Der Börsen- und Gründungsschwindel in Deutschland, Leipzig 1877, S. 160, weist auch für den Spekulationstaumel 1873 auf diese bekannte Erscheinung hin.

Überhaupt übersieht das Publikum ein sehr wesentliches Moment bei der Preisbildung. Der Kurs eines Papiers ist der Preis, der an einem bestimmten Tage auf Grund ganz bestimmter, zahlenmäßig feststehender Umsätze zustande gekommen ist. Von wirklichem Gewinn und Verlust auf seine Aktien kann nur der sprechen, der an den zu dem Kurse erfolgten Umsätzen beteiligt war. Der Kurs sagt also nicht an, daß nun auch das ganze Aktienkapital der betreffenden Gesellschaft zu diesem Preis zu bewerten ist; würde man einen größeren Betrag desselben zum Verkauf stellen, so würde der Kurs bald sinken. In letzter Linie kommt es also immer darauf an, ob sich neue Käufer finden, die bereit sind, die Aktien auch wirklich zu übernehmen. Diesen Zusammenhang der Preisbildung macht sich das spekulierende Publikum nicht genügend klar. Es glaubt, daß sich der Kurs gewissermaßen automatisch dem wirklichen Wert des Papiers anpassen wird. Steigt dieser, so meint es, muß der Kurs nachfolgen. Deshalb kauft das Publikum Aktien, wenn eine Wert erhöhung der Aktien in Aussicht steht. Es bedenkt aber nicht, daß das Steigen des Kurses nach ihm nur durch neue Käufe stattfinden kann, und daß die Hauptsache doch die ist, wer zuletzt die Aktien zu dem hohen Kurse kauft.

Anders denkt die Spekulation. Ihre Hauptsorge ist, wer wird uns die Aktien abnehmen, und da es in letzter Linie niemand anderes sein kann als das Publikum, so benutzt sie eine sich bemerkbar machende Kauflust, ihre Aktien an das Publikum zu verkaufen. Eine Folge dieser Überlegung ist allerdings die, daß der Berufsspekulant häufig die Aktien viel zu früh abgibt, weil er nicht wissen kann, ob und wie lange sich noch Käufer für das Papier einstellen werden. Es kommt daher vor, daß der berufsmäßige Spekulant viele Male dasselbe Papier kauft und verkauft, wenn entsprechende Bewegungen im Kurse eintreten. Ein weiterer, für das Publikum fühlbarer Nachteil tritt aber dann ein, wenn die berufsmäßige Spekulation bei einer bestimmten Höhe des Kurses die Unmöglichkeit des Eintreffens einer neuen Käuferschicht deutlich sieht, wenn also das Publikum allgemein bei den Banken hoch engagiert ist, und sie daraufhin ihre Baisseengagements eingeht. Die Spekulation geht dabei von der richtigen Voraussetzung aus, daß das Publikum allmählich zum Verkauf seiner Papiere übergehen wird, weil die zu bezahlenden Zinsen oder etwa in Aussicht stehenden Kreditbeschränkungen es unlohnend machen, die Aktien weiter zu behalten. Da es in solchen Zeiten an Käufern fehlt, so benutzt die Baisse spekulation die an den Markt kommenden Verkäufe zu Deckungen, wobei sie es je nach

Umständen — der Konkurrenz aus ihrer Mitte — in der Hand hat, die Kurse zu diktieren; das sind naturgemäß die möglichst niedrigsten.

Sieht man von den wenigen Privatleuten ab, die über diese oder jene Gesellschaft, insbesondere über die zu erwartende Dividende, vorzeitig unterrichtet sind, so tritt die Überlegenheit des erfahrenen Börsenmannes gegenüber der großen Masse des Publikums, das immer wieder Zuzug von „ahnungslosen“ Anfängern erhält, deutlich zutage. Das kommt auch noch in anderer Beziehung zum Ausdruck. Der Börsenspekulant steht täglich im Markt, verfolgt die augenblicklichen Strömungen, erhält die zahlreichen Nachrichten, die von irgend welchem Einfluß auf das Börsengeschäft sein können, aus erster Hand, und ist in der Lage, durch sofortiges Handeln jeden Vorteil wahrzunehmen. Das Publikum sieht erst am nächsten Tage, frühestens am Abend nach Schluß der Börse die fertigen Kurse im Kurszettel, weiß nicht, wie jene Kurse zustande gekommen sind, ob infolge von Deckungs- oder Meinungskäufen oder Abgaben, kennt nicht die Umsätze, erfährt nicht, welche Personen den Kurs gemacht haben und erhält in der Regel alle Nachrichten um einen Tag zu spät<sup>1</sup>. Daher die häufige Beobachtung, daß Ereignisse, wenn sie in der Öffentlichkeit bekannt werden, bereits im Kurse eskomptiert sind. Den großen Vorsprung, den der im Markt stehende Spekulant vor dem Publikum hat, ersieht man auch daraus, daß er die aus der Provinz vorliegenden Kaufaufträge an solchen Börsentagen, an denen plötzlich beunruhigende Nachrichten auftauchen, noch schnell zu Verkäufen seinerseits benutzen kann.

Allerdings ist hierbei nicht zu übersehen, daß der dem aufregenden Börsentreiben Fernstehende viel ruhiger überlegen kann und nicht Gefahr läuft, sich von unkontrollierbaren Gerüchten zum Handeln verleiten zu lassen. Der Spekulant an der Börse bekommt die Mitteilungen meist in knappen Andeutungen, dürftigen Draht-

---

<sup>1</sup> Seit einiger Zeit gibt Bruno Buchwald eine Korrespondenz heraus, die freilich nur für Banken und Bankers bestimmt ist und nähere Angaben über den Markt der einzelnen Papiere enthält. Buchwald sucht für jedes Papier das zu sammeln, was für die Börsenbesucher wissenswert erscheint, um auch den nicht an der Börse anwesenden Personen ein besseres Bild von der Preisbildung zu geben, als es die einfachen Zahlen im Kurszettel tun. So werden neben der Kursbewegung die Höhe der Umsätze, sowie die Namen der hauptsächlichsten Käufer und Verkäufer und nach Möglichkeit auch sonst für die Beurteilung der Marktlage bemerkenswerte Tatsachen mitgeteilt. Daß die Stimmung der Börsenbesucher nicht für diese Berichterstattung ist, ist begreiflich, umso mehr ist es vom Standpunkt der Allgemeinheit zu begrüßen, wenn möglichst volle Offenheit über alle Börsangelegenheiten geschaffen wird.

meldungen, falschen oder entstellten Gerüchten, während später in der Presse den Nachrichten schon allerhand Kommentare beigegeben sind. Man beobachtet deshalb, daß die Nachrichten mit größerer Wucht auf den Geist des Spekulanten wirken, weil er nicht im Augenblick alle Kombinationen berücksichtigen, nicht das Für und Wider ihres Einflusses auf das Börsengeschäft genau abschätzen kann. Noch mehr machen sich diese psychologischen Übelstände bei seinem Handeln an der Börse bemerkbar. Der noch so kaltblütige Spekulant bleibt selten ruhig, wenn ein Papier, das er besitzt, im Kurse steigt. Der sich vor seinen Augen auftuende Gewinn reizt ihn leicht dazu, jetzt zu verkaufen, obwohl er vielleicht genau weiß, daß der Kurs noch weiter steigen wird. Die Aufregung hat ihn so erfaßt, daß er nur an die Sicherstellung der Gewinne denkt und mit einigen kurzen Abschlußworten seine großen Kombinationen und Spekulationen, die er vielleicht auf lange Zeit hinaus gemacht hat, plötzlich über den Haufen wirft. Das Publikum, das abends die toten Zahlen der Kurse sieht, ist dagegen in seinen Entschließungen viel schwerfälliger. Es stößt seinen Entschluß, falls es diesen überhaupt selbständig faßt, zehnmal wieder um, bis es am anderen Tag seinem Banker den Auftrag wirklich übermittelt.

Es ist genügend bekannt, daß diese „Unterlegenheit“ des Publikums von jeher Gegenstand lebhafter Auseinandersetzungen und auch gesetzgeberischer Maßnahmen gewesen ist. Die Fernhaltung des unerfahrenen Publikums, „Schutz der Schwachen“ ist das Lösungswort der Streiter im Kampfe um die Börse geworden. Das deutsche Börsengesetz von 1896 versucht dies bekanntlich durch das Verbot des Terminhandels gerade in den Aktien zu erreichen, die am lebhaftesten von der Spekulation bevorzugt werden, den Anteilen der Bergwerks- und Industriegesellschaften, und durch die Errichtung des Börsenregisters, von dessen Benutzung die Rechtsgültigkeit der abgeschlossenen Termingeschäfte abhängig gemacht wird. Die Erfahrung hat aber gelehrt, daß die gewünschte Wirkung nicht in vollem Umfange eingetreten ist und im wesentlichen nur eine Verschiebung in der Benutzung der Spekulationsformen stattgefunden hat. Die Börsengesetznovelle vom Jahre 1908 erkennt dies an, indem sie das Terminhandelsverbot in den oben bezeichneten Anteilen wieder aufhebt und auch die Termspekulationsfähigkeit nur noch von der Eintragung im Handelsregister und dem Beruf der Spekulanten abhängig macht.

Ein anderes Mittel, das Publikum vor leichtsinniger Beteiligung am Börsenspiel zu schützen, ist, seit langem und von vielen Seiten

**empfohlen: Aufklärung** über die Börsenverhältnisse. Auch hierzu hat es an Versuchen nicht gefehlt; sie sind jedoch überwiegend als durchaus unzulänglich zu bezeichnen. Das spekulierende Publikum will nicht wissen, wie die rechtliche oder wirtschaftliche Organisation der Börse ist, welches der Unterschied zwischen Termin- und Kassageschäft ist usw., sondern es will volle Klarheit über die gesamten Vorgänge an der Börse und bei der Preisbildung haben. Wie der „Plutus“-Herausgeber an einer Stelle mit Recht einmal hervorhob, eine ebenso dankenswerte wie ausgezeichnete Aufgabe des Zentralverbandes des deutschen Bank- und Bankiergewerbes! Es mag vielleicht merkwürdig klingen, wenn es dort heißt, daß dies nicht nur in Form von unzähligen Flugschriften, sondern auch durch von Ort zu Ort ziehende Wanderredner geschehen soll; aber es ist richtig, nur so darf eine Aufklärung beschaffen sein, die wirklich ihren Zweck erreichen soll. —

Die vielumstrittene **Frage** nach der Einwirkung der Beteiligung des Publikums auf die Preisbildung ist ebenfalls noch zurückzustellen, bis die übrigen Preisbildungsfaktoren zur Darstellung gelangt sind.

## 2. Die Kapitalisten.

Hierunter sind die Personen zu verstehen, die Aktien zur dauernden Anlage aufkaufen, um dadurch eine über den Durchschnitt der festverzinslichen Anlagen hinausgehende Verzinsung ihres Kapitals zu erzielen. An dem Hin und Her der Kurse haben sie kein Interesse. Im Gegenteil bilden fortwährende Kursschwankungen für sie nur eine Quelle dauernder Beunruhigungen. Sie haben deshalb eine Vorliebe für solche Papiere, deren Erträge möglichst stabil sind, und bei denen die Kursschwankungen begrenzt sind. Naturgemäß ziehen sie solche Anlagen vor, die ihnen neben der guten Verzinsung auch noch die Aussichten einer Kurssteigerung bieten. Dadurch nähern sie sich zwar schon den Spekulanten, obwohl sie immer noch den ungeheueren Vorzug vor den meisten von diesen besitzen, daß sie die Papiere mit eigenem Gelde gekauft haben. So schwer sie sich zum Ankauf von diesem oder jenem Papier entschließen, ebenso schwer sind sie auch zu einem Wechsel ihrer Anlagen zu bewegen. Doch läßt sich beobachten, daß in Zeiten hochgetriebener Kurse — als Folge einer guten allgemeinen Wirtschaftslage oder als Folge besonderer Umstände in den Verhältnissen einzelner Gesellschaften — auch Material aus diesen „festen Händen“ an den Markt kommt, um die Kursgewinne sicher zu stellen. Andererseits ist ebenso gewiß, daß in

ihren Händen die Aktien der Industriegesellschaften jahrelang verbleiben, obwohl deren Wert und Preis inzwischen beträchtliche Veränderungen durchgemacht haben können.

Darin liegt eben der große Vorteil, den diese Kapitalistenkreise für den Markt der einzelnen Papiere und ihre Preisbildung haben. Sie können an ihrem Besitz festhalten, wenn sie sehen, daß die kurmsäßige Entwertung nicht in den tatsächlichen Verhältnissen ihrer Papiere begründet liegt, sondern durch börsentechnische und kreditwirtschaftliche Gründe<sup>1</sup> hervorgerufen wird. An ihnen bricht sich zuletzt die Macht einer noch so starken Baisse spekulation; denn solange es dieser nicht gelingt, die Besitzer der wirklichen Stücke zur Veräußerung ihrer Aktien zu bewegen, muß die Baisse spekulation zuguterletzt ergebnislos verlaufen. Von dem Umfang der jeweils im festen Besitz befindlichen Aktien eines Unternehmens hängt daher zu einem wesentlichen Teil alle Preisbildung überhaupt ab.

Aber auch für die Banken sind diese Kreise am wertvollsten. So ist der Erfolg bei der Ausgabe der Aktien<sup>2</sup> ebenfalls davon abhängig, ob die Aktien sofort in festen Besitz übergehen, oder ob sie sich in den Händen von Spekulanten befinden, aus denen sie jeden Augenblick wieder an die Banken zurückgelangen können. Zur Heranziehung dieses Kapitalistenpublikums wenden die Banken alle möglichen Mittel an, u. a. auch das, auf wirkliche und als dauernd beabsichtigte Anlagen besondere Vergütungen zu gewähren, die an die Banken zurückzuzahlen sind, wenn die Papiere vor Ablauf einer bestimmten Frist wieder veräußert werden.

In dem großen Kreise dieses Aktionärapublikums lassen sich jedoch eine Menge Zwischenstufen feststellen, so daß die Scheidung in „feste Hände“ und Spekulation durchaus nicht immer rein durchzuführen ist. Es gibt zahlreiche Leute, die große Beträge an Aktien industrieller Unternehmungen fest besitzen, und daneben aber auch durch Spekulationen in ihren eigenen oder anderen Papieren die wechselnden Konjunkturen an der Börse ausnutzen wollen. Hierher gehört ein großer Teil der Aufsichtsräte, Bankers, Rentner, alles Personen, die als Großaktionäre häufig einen entscheidenden Einfluß auf die Kursbewegung einzelner Papiere auszuüben in der Lage sind. Auf diese spekulierenden Kapitalisten findet denn auch das oben über die nicht berufsmäßige Spekulation in ihrer Gliederung nach Industriellen und Privatpublikum Gesagte entsprechende Anwendung. Es sei hier nur noch hervorgehoben, daß sie es sind,

<sup>1</sup> Vergl. die folgenden Kapitel.

<sup>2</sup> Vergl. S. 40.

die durch ihre stets wachsende Zahl immer mehr den Schwerpunkt der Spekulation von den Berufsspekulanten nach dem im weitesten Sinne gefaßten „Publikum“ hinüberziehen.

Überhaupt ist die ständige Verbreiterung der Kapitalistenklasse, die sich als Folge der glänzenden Wirtschaftsentwicklung des Deutschen Reiches feststellen läßt, von nicht geringem Einfluß auf die Veränderungen im Börsengeschäft gewesen. Nicht nur, daß die Unterbringung von neuen Wertpapieren, Anleihen wie Aktien — trotz riesiger Zunahme in den letzten Jahren — verhältnismäßig leichter und glatter vonstatten ging und dadurch gleichzeitig eine Verbreiterung des gesamten Börsenverkehrs herbeigeführt wurde, sondern auch das Verhältnis zur Spekulation mußte durch die Ausdehnung und Stärkung des Kreises der Kapitalisten aufs nachhaltigste berührt werden. So stand im großen und ganzen früher einer ebenso zahlreichen wie unternehmungslustigen und kapital- bzw. kreditfähigen Berufsspekulation, die — wohl zu beachten — ein Interesse an möglichst großen Kursschwankungen hatte, ein immerhin nur beschränkter Kreis von Kapitalisten gegenüber, der für die ebenfalls nur in geringerem Maße vorhandenen Aktien als Käufer in Frage kam. Hieraus wird auch die früher häufig zu machende Wahrnehmung erklärlich, daß die Spekulation oder gewisse Börsenklüiken ohne Schwierigkeit die gesamte Börsenentwicklung für längere oder kürzere Zeit in ihren Bann zu schlagen vermochten, daß zeitweilig die riesigen Summen spekulativer Engagements den Markt erdrückten, und daß das Kapital in dem Kampfe um die Preisentwicklung meist den Kürzeren zog. Das ist alles heute nicht mehr in diesem Maße möglich, wobei freilich zu berücksichtigen ist, daß die Berufsspekulation auch noch aus anderen Gründen zusammengeschmolzen ist; das unberechenbare Eingreifen des Kapitals und die Ungewißheit, in welchem Umfang und in welcher Stärke es sich dem Börsengeschäft zuwendet, erschwert die Spekulation in hohem Maße.

Das sonst im allgemeinen mit Kapitalisten bezeichnete Publikum hat dagegen noch eine andere Bedeutung für die Preisbildung. Da ihnen meist die genaue Kenntnis der Lage des Kapitalmarktes und der Wirtschaftslage, sowie deren Entwicklung, noch mehr die Kenntnis der inneren Verhältnisse der einzelnen Gesellschaften fehlt, so sind sie fast ganz auf den Rat sachkundiger Personen angewiesen. Der raterteilende Banker hat daher weitgehenden Einfluß auf die Entschließungen des Publikums, besonders desjenigen Teils, dem es an wirtschaftlichen Kenntnissen überhaupt mangelt, wie beispielsweise Frauen, kleinen Leuten usw. Auf diese Weise können mit

Leichtigkeit solche Papiere im Publikum untergebracht werden, an denen der raterteilende Banker interessiert ist. Sei es, daß er sich seines Besitzes ohne Aufsehen entledigen will, oder daß er für den Verkauf der betreffenden Papiere von seiten anderer Interessenten Bonifikationen erhält. Daß hierbei dem kaufenden Publikum nicht immer Schaden zu erwachsen braucht, ist klar; aber es können so manche Werte abgestoßen werden, die an der Börse nur schwer gehen oder sogar nicht im Börsenhandel zugelassen sind. Andererseits lehrt auch die Geschichte der Aktienmissionen, daß das Publikum an solchen empfohlenen Papieren, die sich nachher als schlecht herausgestellt haben, beträchtliche Verluste erlitten hat.

In diese Verhältnisse hat — zweifellos mit gutem Erfolge — die Börsengesetzgebung eingegriffen, die Strafvorschriften über Verleitung zum Börsenspiel und wissentlich falsche Empfehlungen, sowie genaue Bestimmungen über die Einführung und Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel enthält. Aber auch hierüber hinaus läßt sich täglich die Beobachtung machen, daß sowohl das Kapitalisten- wie das spekulierende Publikum gegenüber den Börsenvorgängen im großen und ganzen kritischer geworden ist und auch der Preisbildung nicht mehr ganz so fremd wie früher gegenübersteht. Insofern haben doch die riesigen Verluste, die es aus den Börsenkrisen der früheren Jahre, sowie die Schädigungen, die es aus den Veruntreuungen einzelner Bankers erlitten hat, heilsam gewirkt. Zu einem nicht geringen Teil ist diese Aufklärung auch auf die Tätigkeit der Presse zurückzuführen, die in ihrem besseren Teil immer wieder auf die Gefahren einer blinden und unüberlegten Beteiligung des Publikums am Börsengeschäft hingewiesen und vor allem zutage getretene Mißstände in breitester Öffentlichkeit behandelt hat.

### 3. Die Banken und Bankers am Börsenplatz.

Unter den Geschäften, die die deutschen Banken und Bankers, vor allem die an einem Börsenplatz ansässigen, betreiben, nimmt das Wertpapiergeschäft einen breiten Raum ein. Die Banken befassen sich berufsmäßig mit der Schaffung und Ausgabe von Wertpapieren, beteiligen sich in umfangreichem Maße für eigene wie für fremde Rechnung an dem börsenmäßigen Handel mit ihnen und sind endlich die hauptsächlich in Betracht kommenden Geld- und Kreditgeber für die Spekulation in Wertpapieren. Aus dieser Vereinigung verschiedener Geschäftszweige in einer Hand ergeben sich ebenso zahlreiche wie wirkungsvolle Beziehungen zur Börse im allgemeinen und zur Preisbildung der Papiere im besonderen.

a) Was zunächst die Hervorbringung von Wertpapieren anlangt, so zeigen sich gleich bei der Ausgabe neuer Aktien<sup>1</sup> beachtenswerte Zusammenhänge zwischen den ausgebenden Banken und der Börse<sup>2</sup>. An dieser Stelle soll hierbei weniger der zu den Vorbereitungen gehörenden Beeinflussung der allgemeinen Börsenstimmung gedacht werden, als da ist: bereitwilliges Angebot von Geld zu Leihzwecken, Ermäßigung der Marktzinssätze für Darlehen, Unterdrückung etwa aufkommender Verkaufslust und Erzeugung neuer Käuflust durch ostentatives Aufkaufen bestimmter Wertpapiere von Seiten der die Emission beabsichtigenden Banken. Vielmehr sind im folgenden nur die Vorgänge selbst, wie sie sich bei der ersten Preisbildung neuer Aktien abspielen, darzulegen.

Bekanntlich ist die Ausgabe größerer Mengen von Wertpapieren, Anleihen wie Aktien, und ihre Unterbringung in weiteren Kreisen des Kapitalistenpublikums nur dadurch so verhältnismäßig leicht und glatt möglich, daß ihre Zulassung zum Handel an der Börse bewirkt wird. Das bedeutet für sie die Herstellung eines breiten Marktes, auf dem die Möglichkeit steten An- und Verkaufs in hohem Maße gegeben ist. Der Vorzug der jederzeitigen Realisierbarkeit veranlaßt das anlagesuchende Kapital, sich diesen Anlagen vorzugsweise zuzuwenden, zumal deren Güte bis zu einem gewissen Grade

---

<sup>1</sup> Das Emissionsgeschäft der Banken hat in der Literatur eingehende Bearbeitung gefunden; so bei E. Struck, Die Effektenbörse, 1881; R. Ehrenberg, Die Fondsspekulation und Gesetzgebung, 1883; W. Lotz, Die Technik des deutschen Emissionsgeschäfts, 1890; C. Sattler, Die Effektenbanken, 1890 u. a. m. Jedoch erscheint in allen diesen Schriften die Preisbildung neuer Papiere zumeist in anderem Zusammenhang, sowie an vielen Stellen verstreut, und ferner ist nunmehr seit dem Erscheinen dieser Werke eine stattliche Reihe von Jahren verstrichen, in welcher Zeit doch die Entwicklung des Bank- und Börsenwesens eine in vieler Beziehung recht bedeutsame gewesen ist. — Eine die neueren Verhältnisse berücksichtigende Abhandlung von E. Schmalenbach, Die Methoden der Emissionstechnik (Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, Jahrg. 1907/08, S. 81ff.) ist mir leider erst nach Fertigstellung des Satzes zu Gesicht gekommen. Sie konnte daher in den im Text gegebenen Ausführungen nicht mehr berücksichtigt werden, doch stimmen ihre Ergebnisse, soweit sie auf die vorliegende Frage Bezug haben, mit dem oben Gesagten im großen und ganzen überein.

<sup>2</sup> Über das Verhältnis des Übernahmekurses zum Ausgabekurs und damit über die Beziehungen der Banken zu den Industriegesellschaften, denen durch die Ausgabe neuer oder junger Aktien Kapital zugeführt wird, vergl. auch Georg Wermert, Über einige Mißbräuche bei Emissionen. (Annalen des Deutschen Reichs 1907, S. 401 ff.) Doch sind diese Ausführungen mit einer gewissen Vorsicht zu benutzen; insonderheit geht die dort über die Banken gefällte ungünstige Kritik weit über das berechtigte Maß hinaus.

auch von den Börsenkreisen fortlaufend kontrolliert zu werden pflegt. Die allgemeine Marktgängigkeit führt aber auch dazu, daß die Beteiligung an der Übernahme neuer Papiere nicht nur auf das wirklich eine dauernde Anlage suchende Kapital beschränkt bleibt, sondern auch solche Personen angelockt werden, die die an den Markt kommenden Papiere nur für kurze Zeit aufnehmen, um sie bald wieder mit Gewinn abzustößen<sup>1</sup>. Naturgemäß wird durch die letzteren Personen, die sog. Konzertzeichner, der Kreis der Interessenten für neue Papiere mit einem Schlag ganz bedeutend erweitert. Und wenn sich auch die Banken bei jeder neuen Ausgabe von Aktien nach Kräften bemühen, die wirklichen Kapitalisten zu den Zeichnungen heranzuziehen, so können sie doch niemals ganz die Beteiligung spekulativer Zeichner verhindern. Meistens wollen sie es auch gar nicht; denn in der Regel entscheidet die Beteiligung der Konzertzeichner über den äußeren Erfolg der Zeichnung, insfern nämlich durch sie „die zehn-, fünfzig- und hundertmalige“ Überzeichnung zustande kommt.

Welchen Wert man diesen starken Überzeichnungen hinsichtlich der sofortigen, wirklichen Unterbringung der Aktien beizumessen hat, ist hinlänglich bekannt. Wichtiger und für die Zwecke der vorliegenden Arbeit von größerem Interesse ist aber die Bedeutung, die der äußere Zeichnungserfolg für die später erfolgende Bildung des ersten Kurses bei der Einführung der Aktien in den Börsenhandel hat. Um dies zu erkennen, muß man sich kurz den Zeichnungsvorgang, wie er sich in Wirklichkeit bei Aktien abspielt, vergegenwärtigen.

---

<sup>1</sup> Früher und besonders in England war es üblich, die Gewinnchance dadurch zum Ausdruck kommen zu lassen, daß bereits vor der Zuteilung auf Betreiben der beteiligten Emissionsfirmen an der Börse ein Handel in den neuen Papieren stattfand und zwar zu einem Kurse, der den in Aussicht genommenen Zeichnungspreis um einiges überragte. Dieses Mittel, das spekulative Interesse für die neuen Papiere zu erhöhen, ist in der heutigen Emissionspraxis nicht mehr gebräuchlich. Wenn heute, was nicht selten vorkommt, kurz vor der Einführung neuer Papiere ein Handel in ihnen und zwar „per Erscheinen“ zu beobachten ist, so sind daran weniger die Emissionsfirmen schuld, als die berufsmäßigen Spekulanten, die ihre „Meinung“ darin zum Ausdruck bringen. Allerdings läßt sich hierbei ein Eingreifen der Emissionsfirmen nicht immer vermeiden; aber die Motive sind doch im ganzen andere als die der Emittenten früherer Zeiten, wo es sich in der Regel darum handelte, nicht ganz einwandfreie Papiere unterzubringen. Vergl. E. Struck a. a. O., Seite 64 ff., R. Ehrenberg a. a. O., Seite 186; auch C. Sattler a. a. O., Seite 62, stellt die Anwendung dieses Mittels von Seiten der Emittenten für die damalige Zeit (1889) noch fest.

Als Zeichner kommen zunächst in Betracht die der Gesellschaft nahestehenden Personen, wie die Vorbesitzer und deren Anhang, die Direktoren und Aufsichtsräte usw., jedenfalls solche Personen, die die finanzielle Lage des Unternehmens am genauesten beurteilen können. Sie wissen, wie die Bilanzierung der Vermögensstücke vorgenommen worden ist, ob die im Ausgabejahr ausgeschüttete Dividende, — nach der bekanntlich der Zeichnungspreis bemessen wird, — eine regelrechte ist oder ob sie durch außerordentliche Anspannung der Leistungsfähigkeit, durch besondere Ereignisse in dem betreffenden Jahr oder auch durch besondere Buchungsmethoden künstlich herausgearbeitet worden ist. Sie haben also in der Regel ein richtiges Urteil über die Weiterentwicklung des Unternehmens; kurzum sie können mit einer gewissen Sicherheit die Gewinnaussichten, die in der nächsten oder späteren Kursentwicklung der Aktien liegen, erkennen. In ähnlicher Lage befinden sich ferner die leitenden Personen der Banken, die die Ausgabe der Aktien betreiben. Jedenfalls ist diese Gruppe der Zeichner von vornherein in der Lage, sich genau darüber klar zu werden, ob sie die gezeichneten Aktien zur dauernden Anlage erwerben, oder ob sie sie mit einem zu erwartenden Gewinn sofort oder nach Ablauf einer gewissen Zeit wieder verkaufen will.

An einen baldigen Verkauf mit Gewinn denkt die große Masse der Konzertzeichner, die sich aus den Bankangestellten, einem großen Teil der in Beziehung zu den ausgebenden Banken stehenden Bankers, dem von diesen beeinflußten spekulativen Publikum, sowie endlich aus der berufsmäßigen Spekulation zusammensetzt. Obgleich auch sie im allgemeinen — mehr wohl vom Hörensagen — über die Verhältnisse der neuen Gesellschaft unterrichtet sind, so ist doch ihre Haltung in der Frage, ob sie sofort zum ersten Kurs oder später verkaufen sollen, mehr oder weniger schwankend. Von dem Bestreben geleitet, bei ihrem Verkaufe in möglichst kürzester Zeit den möglichst höchsten Kurs zu erzielen, warten sie vielfach die ersten Tage der offiziellen Kursnotierung an der Börse ab, um zunächst einmal zu sehen, wie der Hase läuft. Die letzte Gruppe der an der Zeichnung Beteiligten, das für sein Kapital ernstlich anlagessuchende Publikum, ist dagegen in der Regel „ahnungslos“ und verläßt sich in seinem Tun zumeist auf den Rat seines Bankers und — in neuester Zeit immer mehr — auf die Namen der die Zeichnung veranstaltenden Banken. Für die Feststellung des ersten Kurses der neuen Aktien ist aber von großer Bedeutung, ob diese Kreise auch nach erfolgter Zeichnung noch gewillt sind, Aktien an der Börse zu erstehen oder nicht.

Obwohl die Banken selbst das größte Interesse daran haben, das Anlagekapital bei der Zuteilung der neuen Aktien in erster Linie zu berücksichtigen, so bringt doch die Schwierigkeit, dieses immer genau aus den Zeichnungsanmeldungen herauszufinden, sowie die Bevorzugung gewisser Personen bei der Zuteilung, noch mehr aber die willkürliche Begrenzung des zur Verteilung kommenden Aktienmaterials es regelmäßig mit sich, daß — und zwar nach dem Grade der jeweiligen Überzeichnung — sowohl die „seriösen“ Zeichner wie auch besonders die Konzertzeichner nur wenige Prozente ihrer zur Zeichnung angemeldeten Summen zugeteilt erhalten. Je ungünstiger aber für sie die Zuteilung verläuft, um so mehr besteht bei den Kapitalisten die Neigung, für den ausgefallenen Betrag die Aktien hinterher an der Börse zu kaufen, zu welchem Zwecke sie Aufträge zum ersten Kurse zu geben pflegen. Gleichzeitig wirkt die Größe des Zeichnungserfolges, der sofort in alle Zeitungen übergeht und an der Börse lebhaft besprochen wird, anregend auch auf die ein, die vorher zur Zeichnung nicht den rechten Mut fanden und nun bei einer zwanzig- bis hundertmaligen Überzeichnung plötzlich von einer günstigen Weiterentwicklung sowohl des Unternehmens wie des Kurses seiner Aktien überzeugt sind. Ein günstiges Zeichnungsergebnis verfehlt aber auch nicht seine Wirkung auf die, die bei der Zeichnung einige Stücke erhalten haben und sich von vornherein mit der Absicht trugen, diese sofort wieder zu veräußern. Selbst ein Konzertzeichner vom reinsten Wasser wird dann im Augenblick unschlüssig, ob er sofort zum ersten Kurs verkaufen oder die Aktien noch einige Zeit behalten soll. Jedenfalls steht soviel fest, daß der äußere Zeichnungserfolg in hohem Maße auf die Entschlüsse der Zeichner einwirkt, und zwar in der Weise, daß, je größer die Überzeichnung ist, umso mehr eine Zurückhaltung der Verkäufer und eine Stärkung der Kauflust zu erwarten ist. Weniger sind dagegen die eingeweihten Personen den stimulierenden Einflüssen des Zeichnungsergebnisses ausgesetzt, da sie auch leicht den qualitativen Erfolg der Zeichnung zu beurteilen vermögen. Von ihnen stammt daher in der Regel das Angebot der neuen Aktien, wenn ein solches zum ersten Kurse vorliegt.

Wird auf diese Weise durch den Zeichnungserfolg die Nachfrage nach dem neuen Papieren — auf die naturgemäß auch die jeweilige allgemeine Börsenstimmung von Einfluß ist —, gesteigert, so bleibt es im großen und ganzen, abgesehen von den konsequenteren Konzertzeichnern, den Emissionsfirmen vorbehalten, das zum ersten Kurse verlangte Material zu geben. Mit den aus der Zeichnung

zurückgehaltenen Aktien haben die Firmen es dann mehr oder weniger in der Hand, den ersten Kurs nach ihrem Belieben festzustellen. Denn ob sie die verlangten 100 000 Mk. oder 500 000 Mk. zu 150 % oder 170 % abgeben wollen, hängt ganz von ihrem Willen ab, vorausgesetzt nur, daß nicht im Augenblick der Festsetzung des Kurses noch ein größeres Angebot herauskommt, — was jedoch höchst unwahrscheinlich ist —, und daß von seiten der Käufer keine limitierten Aufträge vorliegen. Gerade das letztere ist aber, trotz vielfacher Ermahnungen der Presse und manch übler Erfahrung, die das Publikum mit neuen Papieren selbst gemacht hat, merkwürdigweise bei den Aufträgen zum ersten Kurs fast niemals der Fall, was jeweils zu dem Eindruck verführt, als ob das Publikum auf neue Papiere geradezu versessen sei. Jedenfalls ist es unbestritten, daß die Emissionsfirmen den ersten Kurs „machen“ und nichts steht der Annahme im Wege, daß sie, wenn sie wollen, den ersten Kurs nicht wesentlich höher als den Zeichnungspreis festsetzen lassen können. In Wirklichkeit wird aber im Gegenteil darüber fortlaufend Klage geführt, daß die Emissionsfirmen die unsinnigsten Kurssteigerungen begünstigen, indem sie in der Hergabe von Material zurückhaltend sind.

In der Tat lehrt die Geschichte der Emissionen, daß in der überwiegenden Mehrzahl der Fälle der erste Kurs neuer Aktien nur unter beträchtlichen Erhöhungen zustande gekommen ist<sup>1</sup>. Nicht selten war sogar zu beobachten, daß eine Kursfeststellung an dem beabsichtigten Tage ganz unmöglich war bzw. vom Börsenvorstand infolge eines zu großen Mißverhältnisses zwischen Angebot und Nachfrage unterbunden worden war<sup>2</sup>. Unter Umständen schwächen

<sup>1</sup> Einige Beispiele aus der neueren Zeit sind:

Aktien der	Der Zeichnungspreis betrug: %	Der erste Kurs stellte sich auf: %	Der erste Kurs war also höher: %
Mathildenhütte . . .	128	165	37
Brauerei Müser & Co. .	195	225	30
Chem. Fabrik Concordia	202	235	33
A. G. Arthur Koppel .	168	185	17
Sarotti Akt.-Ges. . .	133	166	33
Brown, Boveri & Co. .	200	218	18
Schraubenfabrik Riehm	156	170	14

<sup>2</sup> Beispielsweise die Aktien der Elektrizitätsgesellschaft Union am 9. Januar 1899, des Eisenhüttenwerkes Rote Erde am 10. Januar 1899, der Brauerei Müser & Co. am 21. und 22. Juli 1899 und der Sarotti-Gesellschaft am 24. September 1905.

sich diese Übertreibungen ab, z. B. wenn die Zeichnung weniger Erfolg gehabt hat oder das Unternehmen noch nicht weiter bekannt geworden ist. Ja, es ist sogar auch schon der Fall eingetreten, daß der erste Kurs niedriger notiert wurde als der Zeichnungspreis<sup>1</sup>, jedoch gehört dies zu den seltenen Ausnahmen. Wie für jede Preisbildung ist endlich auch für die Gestaltung des ersten Kurses neuer Aktien die jeweilige Börsen- und Wirtschaftslage von erheblicher Bedeutung. Bei günstigen Aussichten der Industrie und steigenden Kursen ist das Publikum eher geneigt, sich an der Übernahme von Aktien zu beteiligen als in Zeiten der Stockung. Deshalb auch die Gepflogenheit der Banken, die Ausgabegeschäfte nach Möglichkeit in die Zeiten lebhaften Geschäftsverkehrs an der Börse zu verlegen.

Die nachträgliche Begebung der aus der Zeichnung zurück behaltenen Aktien zum ersten Kurs bedeutet für die Banken, — wenn der Kurs gegenüber dem Zeichnungspreis ein höherer ist, — naturgemäß beträchtlichen Gewinn. Es ist deshalb erklärlich, wenn die Banken auf diesem Wege weiter gehen und unter Umständen immer geringere Teile des in Frage kommenden Aktienkapitals an die Zeichner verteilen, mit der Absicht, den Rest zu höheren Kursen an der Börse zu veräußern. Diese Gepflogenheiten führen endlich dazu, auf den Zeichnungsmodus, der dadurch in vielen Fällen zur Farce wird, ganz zu verzichten und die Aktien unmittelbar in den Börsenhandel zu bringen. Zu diesem Zweck macht das Emissionshaus bekannt, daß es an einem bestimmten Tage die Aktien eines Unternehmens zu einem in Aussicht genommenen Kurse an der Börse „einzuführen“ beabsichtigt. Hierdurch hat es die Emissionsfirma in der Hand, eine „Überzeichnung“ der Aktien mit einer Erhöhung des ursprünglich in „Aussicht“ genommenen Einführungskurses zu beantworten, mit anderen Worten, den gesamten Erfolg der Emission zugunsten ihres Gewinnkontos zu verbuchen, was bei der Auflegung der Zeichnung zu einem im voraus fest bestimmten Preise nicht möglich ist. Die „Einführung“, wie dieser Modus der Begebung von neuen Papieren kurz genannt wird, hat denn auch heute die Zeichnung stark verdrängt, freilich nicht ohne den Emissionsfirmen den Vorwurf einzubringen, daß sie sich auf Kosten der von ihnen selbst entfachten Spekulationsleidenschaft des Publikums in verhältnismäßig hoher Weise bereichern. Ob das in allen Fällen zutrifft, mag dahingestellt bleiben; sicher aber ist, daß die Konzertzeichner, insonderheit die berufsmäßige Spekulation, bei diesem

<sup>1</sup> Beispielsweise die Aktien des Hasper Eisen- und Stahlwerkes, deren Zeichnungspreis 136% betrug, und deren „erster Kurs“ sich auf 125% stellte.

Verfahren ein viel größeres Risiko eingehen, weil keine unbedingte Veranlassung vorliegt, die Kurse nach der Einführung weiter steigen zu lassen. Wer aber die hohen Zwischengewinne einstreicht, die Banken oder die Spekulation, ist für die Allgemeinheit gleichgültig. Daß jedoch die Emissionshäuser nicht immer ihrem Gewinninteresse allein folgen, beweist ein Verhalten in allerjüngster Zeit, das durch folgende Bekanntmachung<sup>1</sup> illustriert wird:

„Wie bereits bekanntgegeben, war heute die Einführung von nom. 1 800 000 Mk. Aktien der Lüdenscheider Metallwerke vorm. Jul. Fischer u. Basse zu einem Kurse von ca. 125 % beabsichtigt. Die Aufträge liefen aber in einem derartigen Umfange ein, daß sie das gesamte Aktienkapital der Gesellschaft mehrfach überschritten und die Notierung nur unter Ausfall des größten Teils der limitierten Orders zu einem erheblich höheren Kurse als beabsichtigt hätte zustande kommen können. Da die Emissionshäuser dies vermieden sehen möchten, wird nunmehr der Betrag von nom. 1 000 000 Mk. zu einem Kurse von 125 % am 31. August zur Zeichnung aufgelegt.“

Auch die oben besprochenen Vorgänge bei der Festsetzung des ersten Kurses (nach erfolgter Zuteilung der Aktien) bilden seit langem Gegenstand abfälliger Kritik. Nicht ganz mit Unrecht wird, besonders von seiten der Banken und der Finanzpresse, das „zügellos“ spekulierende und darauflos kaufende Publikum für die Ausschreitungen verantwortlich gemacht. Hierbei wird jedoch vielfach übersehen, daß die Banken, unbekümmert um die Größe des zur Zeichnung bestimmten Betrages der Aktien im ganzen Lande Reklame machen und durch zahllose Zeichnungsstellen das Publikum zur Teilnahme an der Zeichnung zu gewinnen suchen. Unter heutigen Verhältnissen sind aber die Großkapitalisten einer einzigen Stadt meist in der Lage, die zwei oder drei Millionen Mark zu übernehmen, die bei den Zeichnungen neuer Aktien in Betracht kommen; deshalb kann es eigentlich gar nicht wunder nehmen, wenn die von zuständiger Seite empfohlenen Aktien stark überzeichnet werden und sich ferner auch nachher eine große Kauflust für die Aktien an der Börse bemerkbar macht. Man kann nicht umhin, den Banken einen weiteren Teil der Schuld auch deshalb zuzusprechen, weil sie dem Markte gewöhnlich nicht genügend Material zur Verfügung stellen, um eine bessere Regulierung des ersten Kurses zu ermöglichen. In richtiger Erkenntnis dieses

---

<sup>1</sup> „Berliner Tageblatt“ vom 25. August 1909.

letzteren Übelstandes hat der Börsenvorstand schon zu verschiedenen Malen eine Streichung des ersten Kurses veranlaßt, um den Interessenten Gelegenheit zur nochmaligen Überprüfung ihrer Entschlüsse zu geben. Es ist auch wiederholt der Vorschlag aufgetaucht, die offizielle Notierung des ersten Kurses neuer Aktien erst dann zulassen, wenn die Banken einen genau bestimmten, vom Börsenvorstand festgesetzten Teil des gesamten zur Zeichnung aufgelegten Aktienkapitals vorher den Maklern zur Verfügung stellen<sup>1</sup>. Eine solche Vorschrift, gleichgültig, wie hoch dieser Betrag zu bemessen ist, läßt sich in der Praxis nur schwer oder gar nicht durchführen, da die Banken je nach Lage des einzelnen Falles (ausnahmsweise große Beteiligung wirklicher Anlagezeichner) verschieden große Beträge der Aktien für sich zurückhalten und ferner, heute mehr als früher, der Börsenumsatz gegenüber den Verrechnungen innerhalb des zu einem Ausgabegeschäft gehörenden Bankkonsortiums stark zurücktritt<sup>2</sup>. Allerdings gewinnt auf der anderen Seite wegen der Geschäfte abseits der Börse die Beeinflussung der Kurse an Bedeutung; denn je weniger Effektenmaterial die Emissionshäuser den Maklern zur Festsetzung des Kurses überlassen, um so größer ist die Aussicht erheblicher Steigerungen derselben und um so mehr und um zu so höheren Kursen können die Banken außerhalb der Börse abgeben. Wie gesagt, läßt sich aber hiergegen mit Vorschriften nicht viel erreichen. Vielmehr müssen sich die Bankleiter selbst bewußt bleiben, wie weit sie die durch die gesamte Wirtschaftsentwicklung in ihre Hände gespielte Macht zur Auffüllung ihrer Gewinnfonds ausnutzen dürfen.

Ein paar Worte sind noch über die auch bei der Zeichnung von Aktien mehr und mehr zur Anwendung kommende Sperre zu sagen. Auf das Für und Wider dieser Einrichtung ist hier weniger einzugehen<sup>3</sup>, als auf ihre Bedeutung für die Preisbildung. Mit der Auferlegung einer Sperrverpflichtung beabsichtigen die Banken, das wirkliche Anlagekapital von den Konzertzeichnern zu sondern<sup>4</sup>. Durch die über den größten Teil der Aktien verhängte

<sup>1</sup> Der „Deutsche Ökonomist“, Jahrgang 1888, S. 562, wollte diesen Betrag auf drei Vierteile des Zeichnungsbetrages festgesetzt wissen.

<sup>2</sup> Vergl. unten S. 57.

<sup>3</sup> Vergl. dazu die interessante Auseinandersetzung zwischen N. Müller und O. Warschauer im Bankarchiv vom Juli 1903; „Konzert- und Sperrzeichnungen“ und „Die Emissionssperre“.

<sup>4</sup> Ein anderes Mittel ist die Hinterlegung des vollen Barbeitrages der gezeichneten Summe, wie es jetzt noch in der französischen Emissionspraxis gebräuchlich ist.

Sperre bleibt aber nur ein kleiner Teil sog. freier Stücke übrig, der zur Herstellung einer offiziellen Kursnotierung für den Börsenhandel benötigt wird. Es bedarf keiner großen Auseinandersetzung, daß mit diesem dem Handel zur Verfügung stehenden Teil der freien Stücke die oben hervorgehobenen Mißstände beim ersten Kurs nur noch vergrößert werden. Denn einer nach der Zeichnung auftretenden Nachfrage kann jeweils nur ein minimaler Betrag von Stücken gegenübergestellt werden, die noch dazu vorzugsweise in den Händen der den Banken oder der Gesellschaft nahestehenden Personen zu suchen sind. Die Kursfestsetzung und die Einheimsung eines mühelosen Gewinnes liegt deshalb bei einem kleinen Kreis interessierter Personen<sup>1</sup>.

Aber auch hinsichtlich der erwarteten dauernden und wirklichen Unterbringung der Aktien durch die Sperrmaßregel ist durchaus nicht immer der volle Erfolg erzielt worden. Freilich bleiben die gesperrten Aktien zunächst dem Markte entzogen, woran selbst dadurch nicht viel geändert wird, daß von Zeit zu Zeit auch ein Handel in Sperrstücken entsteht. Jedoch nicht immer denken alle Sperrzeichner daran, die erhaltenen Aktien als feste Kapitalanlage zu betrachten. Es gibt vielmehr auch solche, die aus spekulativen Gründen zeichnen. Sie gehen dabei von der Voraussetzung aus, daß der nach Ablauf der Sperrfrist — auf deren vorzeitige Aufhebung sie vielleicht auch hoffen — notierte Kurs ihnen immer noch einen über den Betrag der bis dahin aufgelaufenen Zinsen hinausgehenden Gewinn bringen wird. In der Tat läßt sich in der Kursentwicklung neuer Papiere häufig verfolgen, wie plötzlich mit dem Ablauf der Sperrfrist ein großes Angebot solcher bis dahin aufgeschobener Spekulationszeichnungen an den Markt kommt, dessen preisdrückende Wirkung aber um so größer sein kann, weil inzwischen ein allgemeines Interesse nicht mehr für das Papier vorhanden zu sein pflegt. Es bleibt dann den interessierten Banken nichts weiter übrig, als selbst einzugreifen, womit also ihre Interventionstätigkeit nur um einige Zeit, eben für die Dauer der Sperre, hinausgeschoben war.

Verhängnisvoll kann endlich die Sperre den Zeichnern werden, wenn sie einen Konjunkturwechsel überdauert, d. h. wenn sie, wie gewöhnlich der Fall, in Zeiten der Hochkonjunktur übernommen worden ist und inzwischen die gesamte Börsenbewegung im Hin-

---

<sup>1</sup> Von vielen Seiten wird ein Verbot der Sperre befürwortet. Die Sachverständigenkommission der Börsen-Enquête vom Jahre 1894 hat sich jedoch gegen dieses Verbot ausgesprochen.

blick auf eine zukünftige Verschlechterung der industriellen Lage nach unten gerichtet ist. In einem solchen Falle müssen die Besitzer von Sperrstücken die fortschreitende Entwertung ihrer Aktien ruhig mitansehen; ein Verkauf, um sich noch rechtzeitig vor Schaden zu bewahren, ist ihnen abgeschnitten<sup>1</sup>. Kommt aber endlich der letzte Tag der Sperre heran, dann bleibt ihnen vielfach nichts anderes übrig, als auf einen Verkauf überhaupt zu verzichten, weil inzwischen der Verlust, der auf den Aktien ruht, zu groß geworden ist. Andererseits genügt bei einer solchen Börsenverfassung schon ein geringes Angebot, um die rückläufige Bewegung des Kurses sofort zu verstärken. Da nun aber die meisten neuen Aktien in Zeiten der Hochkonjunktur zur Ausgabe gelangen und sich diese Geschäfte gerade im Höhepunkt der Entwicklung zu häufen pflegen, sind in Wirklichkeit die Verluste, die das Publikum an neuen Werten und solchen mit Sperrverpflichtung erlitten hat, von jeher besonders große gewesen.

Beispielsweise<sup>2</sup> sind im Jahre 1906 nicht weniger als 47 neue Aktien an der Berliner Börse zur Einführung gelangt. Von diesen hatten bis Mitte März 1907 39 — also über 80 % — recht beträchtliche Kurseinbußen gegen den ersten Kurs zu verzeichnen, wobei zu berücksichtigen ist, daß nach dem ersten Kurs zunächst noch erhebliche Kurssteigerungen eingetreten waren. Bei 23 Papieren betrug der Kursrückgang nicht weniger als 20 % bis 70 %<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Es ist deshalb der Ansicht Müllers in dem oben (S. 47) erwähnten Artikel (Bankarchiv Juli 1903) nicht beizupflichten, daß Sperrstücke dieselbe Bedeutung für den Markt haben, wie Stücke in Händen seriöser Besitzer. Im allgemeinen besitzen beide die Eigenschaft, die man in der Börsensprache als in festen Händen befindlich bezeichnet. Aber es ist doch ein Unterschied, ob die Stücke nach freiem Ermessen als feste Kapitalanlage betrachtet werden oder auf Grund einer übernommenen Sperrverpflichtung. Denn der seriöse Besitzer kann sich jeden Augenblick, wenn es die Kursbewegung des Papiers erfordert oder wünschenswert erscheinen läßt, von seinem Besitz trennen. Er tut dies auch des öfteren, in Zeiten hochgetriebener Kurse läßt sich beobachten, wie Material aus diesen Kreisen an den Markt kommt, um etwaige Gewinne sicherzustellen. Der Besitzer von Sperrstücken scheidet unter allen Umständen — so entspricht es wenigstens dem Wesen der Sperre — von der Preisbildung aus.

<sup>2</sup> Nach einer Zusammenstellung des „Berliner Tageblattes“ vom 26. Aug. 1907.

<sup>3</sup> Ein lehrreiches Beispiel für die Kursentwicklung neuer Papiere aus der Zeit der Hochkonjunktur ist die Aktie der Maschinenfabrik Kirchner & Co., Leipzig. Die Aktien wurden im Jahre 1899 zu 202½ % ausgegeben. Der erste Kurs an der Börse stellte sich auf 225 %. Im September 1899 erreichte er den Höchststand von 280 %. In dem Jahre, in dem die Aktien eingeführt wurden, betrug die Dividende 22 %, im Vorjahr dagegen nur

Im Zusammenhang mit der Preisbildung in neuen Aktien sind einige Bemerkungen über die berufsmäßige Spekulation, von der jetzt nur noch die kleine in Frage kommt, am Platze. Indirekt wirkt auch sie, wie alle Zeichner, durch die Beeinflussung des Zeichnungsergebnisses auf die Feststellung des ersten Kurses insofern ein, als, wie oben gezeigt, Rückwirkungen von der Größe des Zeichnungserfolges auf die Käufer und Verkäufer ausgehen. Hierüber hinaus lassen sich ihrer Tätigkeit kaum noch gute Seiten abgewinnen. Denn von einer Prüfung der Projekte, wie sie vielleicht in früherer Zeit bei der Unerfahrenheit des Publikums in Betracht kam, kann heute im Ernst nicht mehr die Rede sein, und noch viel weniger trifft für diese Spekulanten die der Spekulation im allgemeinen nachgerühmte „Verdauungstätigkeit“ zu, die sie für den Markt übernehmen soll, da einerseits ihre Kapitalkraft nur gering ist, und andererseits das spekulierende Publikum im Verein mit den Banken, die ein natürliches Reservoir für gefragte und augenblicklich nicht unterzubringende Aktien geworden sind, diese Rolle übernommen haben. Mit der geistigen Tätigkeit, die die Spekulation, die berufsmäßige sowie die nichtberufsmäßige, bei ihrer Beteiligung an den Emissionen entfaltet, ist es auch nicht weit her: die durch so und so viel Beispiele erhärtete Erfahrungstatsache, daß die Emissionsfirmen zur Wahrung ihres Emissionskredits es vermeiden, den ersten Kurs unter den Zeichnungspreis sinken zu lassen, bildet die einfache Überlegung dieser Spekulanten. Ein ebenso sicheres als lohnendes Geschäft — wenn nicht die Banken fortwährend über Maßnahmen<sup>1</sup> nachdächten, um es den Konzert-

---

14 %. Das Geschäftsjahr 1900 schloß mit einem Verlust von etwa 500000 Mk. ab. Daraufhin sank der Kurs bis auf 190 %. Inzwischen hatte sich der Vorbesitzer bereit erklärt (vergl. „Deutscher Ökonomist“ vom 26. Januar 1900), zur Deckung des Verlustes 500000 Mk. seiner Aktien vernichten zu wollen.

<sup>1</sup> Das außerordentliche Wachstum der Berliner Großbanken setzt diese in den Stand, bei der Ausgabe von neuen Papieren, in erster Linie wohl Anleihen und Obligationen, ganz auf den Börsenapparat zu verzichten und vor allem die Konzertzeichner abzuschrecken. Mittels Rundschreiben an die eigene zahlreiche, in den Depositenkassen, Filialen und Konzernbanken vorhandene Kundschaft wird das Erscheinen eines neuen Papiers angekündigt und Beträge davon zu einem bestimmten Kurse angeboten. Dadurch, daß eine Einführung an der Börse, wenn auch in der Regel erst für einen weit hinausliegenden Termin, zu einem etwas höheren als dem Überlassungspreis in Aussicht gestellt wird, wird dem anlagesuchenden Kapital eine kleine Prämie für die Erstehung der Papiere gewährt. Mit diesem Verfahren nähern sich die Berliner Großbanken den französischen Großbanken, die damit schon seit vielen Jahren gute Erfolge erzielt haben. Diesem Ausgabesystem kann man nur den einen

zeichnern zu verderben! Von ihrer Tätigkeit fällt daher in volkswirtschaftlicher Hinsicht nichts anderes ab, als daß sie den ernsthaften Kapitalisten Material bei der Zeichnung entziehen, es zum ersten Kurs verteuern und selbst infolge ihrer engen Fühlung mit dem Markte meist in der Lage sind, für ihren Verkauf den besten Kurs zu treffen.

Überblickt man die Preisbildung in neuen Aktien im ganzen, so läßt sich das Vorhandensein zahlreicher Erscheinungen, die man zum mindesten als ungünstig bezeichnen muß, nicht leugnen. Die hervorgehobenen Mängel werden sich auch wohl nie-mals ganz beseitigen lassen, so lange die Triebfeder der Beteiligung an der Ausgabe und Einführung von neuen Papieren hauptsächlich in dem Gewinninteresse zu suchen ist. Denn schließlich sind auch die Banken Unternehmungen, die nicht alle Erwerbsrücksichten zum Schaden ihrer Aktionäre zurückstellen, sondern ihre Geschäfte höchstens auf der Grundlage eines gesunden Kompromisses zwischen diesen und der Rücksichtnahme auf die Allgemeinheit betreiben können. Diese Mängel der Emissionspraxis erscheinen aber in ganz anderem Lichte, wenn man rückwärtsschauend sich der Vorgänge früherer Zeiten erinnert. Dabei braucht man nicht einmal auf die unsoliden Zustände der Spekulationsepoke in Eisenbahnpapieren in den 1840er und 1850er Jahren mit ihrem zu hoher Blüte gekommenen Promessenhandel<sup>1</sup>, d. h. dem Handel mit Bezugsscheinen von Aktien noch gar nicht gegründeter Gesellschaften, zurückzugehen, sondern die zahlreichen Schilderungen über den Gründungs- und Börsenschwindel zu Anfang der 1870er Jahre entrollen noch ein wüstes Bild von der Schaffung neuer Aktien, der unglaublichen Agiotage, die mit ihrer Einführung in den Börsenhandel betrieben wurde, und der schamlosen Ausbeutung des leichtsinnigen und unerfahrenen Publikums<sup>2</sup>. Selbst noch in den 1880er

---

Nachteil nachsagen, — der sich aber durch die dahinter stehenden Großbanken in Wirklichkeit abschwächen wird —, daß die öffentliche Kritik über die neu einzuführenden Werte stark behindert und das Publikum, geblendet durch die in Aussicht gestellte Kursprämie, ein kritikloser Abnehmer für alle möglichen Papiere wird.

<sup>1</sup> Vergl. R. Ehrenberg a. a. O., S. 70/71. S. Spangenthal, Geschichte der Berliner Börse, Berlin 1903, S. 53.

<sup>2</sup> M. Wirth, Geschichte der Handelskrisen, Frankfurt a. M. 1890, S. 450 ff. C. Gareis, Die Börse und die Gründungen, Berlin 1874, S. 7ff. O. Glagau, Börsen- und Gründungsschwindel in Deutschland, Leipzig 1877. Germanicus, Die Bank- und Bankiersdiebstähle, Frankfurt a. M., S. 8ff. (Die beiden letzten Publikationen mit dem üblichen Vorbehalt, vergl. Kritik von G. Schmoller in Schmollers Jahrbuch 1882, S. 1094.)

Jahren, insbesondere zur Zeit der 1890 zu Ende gehenden Hochkonjunktur wurden, wiederum begünstigt durch die Spekulationsleidenschaft des Publikums, zahlreiche Emissionen von der großen Menge der damals noch eine Rolle spielenden mittleren Aktienbanken und Bankhäuser in Berlin und der Provinz durchgeführt, die sich ebenfalls nach unsinnigen Kurstreibereien schließlich als wertlos herausstellten. Dank ausgiebiger börsen- und aktiengesetzlicher Bestimmungen, einer anzuerkennenden Aufklärungstätigkeit der deutschen unabhängigen Handelspresse und nicht zuletzt des gesteigerten Verantwortlichkeitsgefühls der mit großer Macht ausgestatteten Großbanken, an die mittlerweile auch das Emissionsgeschäft zum größten Teil übergegangen ist, dank aller dieser zusammenwirkenden Umstände ist heute die Handhabung der Emissionsgeschäfte zweifellos eine bessere geworden. Nicht mehr wie früher geht das Interesse der Banken allein dahin, möglichst viel Papiere mit möglichst großen Zwischengewinnen herauszubringen und sie dem Publikum aufzuhalsen<sup>1</sup>, sondern heute legt schon die Rücksichtnahme auf eine dauernde Kundschaft und die Befestigung ihres Emissionskredites<sup>2</sup> den Großbanken die Pflicht auf, in eine sorgfältige Prüfung der Projekte einzutreten und die Bemessung des Kurses und die Überwachung bzw. Regulierung desselben dem wirklichen Wert der Papiere anzupassen — eine Aufgabe freilich, deren Lösung, wie wir sahen, nicht immer ganz gelungen ist und auch wohl niemals vollkommen gelingen wird.

b) Bedeutungsvoller ist die Stellung, die die Banken und Bankers in dem täglichen Handel mit Wertpapieren an der Börse einnehmen. Als Folge ihrer Tätigkeit als Aktienausgeber oder ihres Aktienbesitzes oder endlich der engen geschäftlichen und persönlichen Beziehungen zu bestimmten Gesellschaften sind die Banken und Bankers an der Kursentwicklung der meisten im Börsenverkehr befindlichen Papiere ständig interessiert. Wie schon im vorhergehenden gesagt, sind die Aktien durchaus nicht immer mit ihrer öffentlichen Begebung auch fest „klassiert“. Gewöhnlich befindet sich noch ein Teil in solchen Händen, die bei Gelegenheit mit Gewinn verkaufen wollen. Andererseits dauert es eine geraume Weile, bis sich der Markt der einzelnen Papiere so erweitert und gekräftigt hat, daß die Papiere allein „laufen“ können, d. h. bis ständiges Kauf- und Verkaufsinteresse von Seiten des Kapitals und der Spekulation für sie besteht. Bis dahin gilt es für die Banken

---

<sup>1</sup> Auch R. Ehrenberg a. a. O. bestätigt dies auf S. 120.

<sup>2</sup> Vergl. dazu Fr. Thorwarth, Zum Börsengesetz, Berlin 1896, S. 17.

und Bankers, den Markt „ihrer“ Papiere zu überwachen und gegebenenfalls mit Käufen und Verkäufen einzugreifen, um unter steter Regulierung der Kurse für den Ausgleich von Angebot und Nachfrage zu sorgen. Daß dies nicht immer eine leichte Aufgabe ist, braucht kaum hervorgehoben zu werden. Auf der einen Seite sollen die Kurse nicht zu sehr schwanken, um die Aktionäre nicht zu beunruhigen, auf der anderen Seite ist die Hereinnahme von Aktien zu hohen Kursen unter Umständen mit einem nicht geringen Risiko verbunden.

Auf diese Weise hat fast jedes Papier an der Börse einen „Schutzzpatron“, in der Regel ein Bankhaus, dessen Vertreter sich täglich zur Kursfestsetzung bei den Maklern einfindet<sup>1</sup>. An der Maklerschranke hört der Vertreter die letzten Verhandlungen zwischen den beiden die Kursfestsetzung betreibenden Maklern mit an, um erforderlichenfalls, je nach der speziellen Lage und den eigenen Absichten den Kurs mit Käufen und Verkäufen zu beeinflussen. Auf den ersten Blick erscheint die kursregulierende Tätigkeit der Interessenten als durchaus notwendig und zweckmäßig. Bei der großen Zahl der an der Berliner Börse gehandelten, zum Teil nur wenig beachteten Papiere ist es ganz unmöglich, daß sich täglich Angebot und Nachfrage in gleichem Maße und dazu noch mit annähernd übereinstimmenden Limiten gegenübersteht. Dem Werte nicht entsprechenden, aus einseitigen Bestensaufrägen herrührenden Preisschwankungen von einem Tag zum anderen kann durch das Eingreifen des Bankers vorgebeugt werden, wenn auch nicht gerade immer diese Absicht seinem Handeln zugrunde zu liegen braucht, und er in vielen Fällen zunächst aus der Kursfestsetzung persönlichen Vorteil ziehen will. Jedenfalls ist aber hierdurch den Papieren eine stete Verkaufsmöglichkeit gesichert: der Banker nimmt das überschüssige Material auf, um es gelegentlich, naturgemäß zu höheren Kursen, wieder abzugeben.

Diese durchaus nützliche Tätigkeit kann aber auch zu einer willkürlichen Beeinflussung der Kursbildung und zu einer mißbräuchlichen Ausnutzung der Marktlage führen. Der Banker hat es dadurch, daß er die verlangten oder überschüssigen Summen nur zu einem bestimmten Preis abgibt oder nimmt, ganz in der

<sup>1</sup> Wie wenig diese Tatsachen, die natürlich jedermann an der Börse kennt, der weiteren Öffentlichkeit geläufig sind, beweist das Erstaunen, mit dem A. d. Wagner, Bankbrüche und Bankkontrollen 1901 (I. S. 80), die Regulierung der Kurse der Pfandbriefe durch die Pfandbriefbanken als Krebsschaden brandmarkt.

Hand, den Kurs so zu bestimmen, daß die übrigen Käufer und Verkäufer, die ihre festen Aufträge dem Makler vorher und ohne die Kenntnis der augenblicklichen Lage übermittelt haben, von dem betreffenden Banker abhängig sind. Ein Beispiel mag das erläutern. In den Büchern der Makler ergibt sich kurz vor der Kursfestsetzung folgendes Bild:

Verkauf:	Ankauf:
50 000 bestens	10 000 zu 100 %
	20 000 " 98 %
	10 000 " 96 %

Der Banker, der von diesem Stand erfährt, kann die fehlenden 10 000 Mk. zu 96 % aufnehmen, dann wird der Kurs 96 %, und alle An- und Verkäufe werden zu diesem Kurse ausgeführt. Er kann aber auch die 10 000 Mk. nur zu 90 % nehmen, alsdann muß der Kurs auf 90 % zurückgehen; die Käufer, selbst die, die noch 100 % anlegen wollten, erhalten die Aktien zu 90 %. Wäre aber der Verkaufsauftrag limitiert und in kleineren Posten an verschiedenen Tagen aufgegeben worden, dann wäre die Beeinflussung durch den Banker in der Weise, wie oben gezeigt, nicht möglich. Mit der Lebhaftigkeit des Geschäfts, der zunehmenden Zahl von Interessenten und der vorsichtigen Limitierung der An- und Verkäufe seitens des Publikums muß daher die Beeinflussung der Kurse durch den Banker abnehmen. Allerdings birgt die Limitierung des Preises den anderen Nachteil in sich, daß die Aufträge unausführbar bleiben können, wenn es dem Banker gelingt, die Kurse eine Kleinigkeit höher oder niedriger als das Limit zu machen<sup>1</sup>.

Gegen diese Willkür der Bankers führt man an, daß die Kursregulierung in aller Öffentlichkeit stattfindet, wodurch es Interessenten und Spekulanten möglich ist, die Maßnahmen der die Preisfeststellung beeinflussenden Personen zu durchkreuzen, wenn sie es für erforderlich halten. Theoretisch ist das richtig. In Wirklichkeit aber, wo jede Handlung Gewinn und Verlust bedeutet, lassen sich die Spekulanten auch noch von anderen Motiven leiten als von wirtschaftlichen Erwägungen oder sachlichen Wertberechnungen. Nimmt beispielsweise der beteiligte Banker von einem stark angebotenen Papier nur wenig Material auf, oder kauft er nur zu einem wesentlich ermäßigten Kurs, so wagen die sonst nach jedem

---

<sup>1</sup> Diese sog. Ausweichkurse sind neuerdings wieder Gegenstand langer Erörterungen gewesen. Vergl. dazu: A. Wermert, Jahrb. f. Nat. u. Stat. 1907, S. 631, sowie die Aufsätze in den Zeitschriften: „Bankarchiv“ vom 1. Okt. 1906, „Plutus“ vom 13. Juli 1907, „Die Bank“, Jahrgang 1908, S. 251.

Vorteil ausspähenden Spekulanten doch nicht immer einzugreifen, selbst wenn sie persönlich die Preisbildung nicht für richtig halten. Sie gehen dabei von der naheliegenden Vermutung aus, daß der betreffende Banker infolge seiner nahen Beziehungen zu dem Unternehmen über dessen Verhältnisse genau informiert ist und deshalb sein Verhalten in irgend welchen Vorgängen begründet sein muß, die vielleicht nur ihm und noch nicht der Öffentlichkeit bekannt sind. Die Umherstehenden neigen daher mehr dazu, das zu tun, was der Banker tut, nicht aber diesem etwa entgegenzutreten. Dazu kommt noch, daß sie nie wissen können, ob der Banker für eigene oder fremde Rechnung kauft, welche Kapitalkraft hinter ihm steckt, welche besonderen Zwecke er mit seinem Handeln verfolgt u. a. m.

Denn andererseits benutzt der intervenierende Banker alle diese Umstände wieder, um seine wahren Absichten durch Scheingeschäfte zu verdecken. Würde z. B. ein Banker, dessen Beziehungen zu einem Papier bekannt sind, offenkundig für jedermann diese Aktien in großen Summen kaufen, dann würde ihm das auf diese Weise vielleicht gar nicht oder nur zu wesentlich erhöhten Kursen möglich sein. Denn erstens würde sich ein großer Schwarm von Mitläufern zeigen, die irgend etwas wittern und nur kaufen, weil der betreffende Banker kauft. Ferner würden aber alle diejenigen, die jenes Papier besitzen, mit ihrem Verkauf zurückhalten oder nur zu teueren Preisen zum Verkauf geneigt sein. In solchen Fällen wird man es also vermeiden, die Absicht, große Posten kaufen zu wollen, laut werden zu lassen. Um die Umgebung über den wahren Sachverhalt im Unklaren zu lassen, bemüht sich deshalb der Banker, die gesuchten Aktien möglichst geräuschlos und in kleinen Posten von Tag zu Tag aus dem Markt zu nehmen. Aber selbst dieses Verfahren bleibt nicht immer unbeachtet; beliebter ist deshalb das folgende. Will der Banker Aktien kaufen, ohne daß dies bekannt werden soll, so stellt er sich in den Markt und tritt öffentlich als Verkäufer auf. Die herumstehenden oder aufmerksam gemachten Spekulanten glauben das Vorgehen des Bankers damit begründen zu müssen, daß irgend etwas in den Verhältnissen der Gesellschaft schlecht geworden ist, was vielleicht nur dem Banker bekannt ist. Sie verkaufen ihrerseits nun auch, um sich entweder ihres Besitzes zu entledigen, oder sie geben die Ware in blanko ab, um sich später nach eingetretenem Kursrückgang wieder einzudecken. Inzwischen läßt aber der interessierte Banker durch vorgeschoßene Personen oder an anderer Stelle (im freien Markte) die auf diese Weise an den Markt kommenden Aktien aufkaufen. Er kann auch dem Makler vorher in

unauffälliger Weise den Auftrag zum Kaufen gegeben haben, und zwar unter Erhöhung um die Summe, die er selbst nachher laut im Markte anbietet.

Naturgemäß gelingt dieses Manöver nicht immer, weil die Spekulanten Erfahrung genug besitzen, um alle Geschäfte mit kritischen Augen zu betrachten. Um so größer ist aber die Wirkung, wenn ein angesehenes Bankhaus oder eine Großbank selbst Käufe und Verkäufe in bestimmten Papieren vornimmt. Auch diese Wirkung wird wieder von großen Spekulanten<sup>1</sup> ausgenutzt. Sie geben den ersten Firmen Aufträge zum An- und Verkauf, die an der Börse einen Schwarm von Mitläufern erzeugen, während sie gleichzeitig durch andere Bankers die entgegengesetzten Geschäfte vornehmen lassen. Überhaupt werden die Maßnahmen solcher Bankers oder Banken, hinter denen man große Spekulanten oder einflußreiche Industrielle vermutet, genau verfolgt, damit man „nicht den Anschluß versäumt“.

Die dargelegten Beziehungen der Interessenten zu ihren Papieren machen es verständlich, wenn von Kursen gesprochen wird, die künstlich hoch gehalten werden. Auch die Kursentwicklung mancher Papiere, die im offensichtlichen Widerspruch mit der allgemeinen Wirtschaftslage oder den speziellen Verhältnissen der betreffenden Gesellschaften steht, findet hierin ihre Erklärung. Unbegrenzt ist die Macht des größten Teiles der diese Überwachung der Papiere ausübenden Bankers jedoch nicht. Zur Durchführung solcher extremen Kursbeeinflussung ist unter Umständen ein sehr erhebliches Kapital oder eine kapitalkräftige Kundschaft erforderlich, die gerade die in Frage kommenden Aktien in großen Posten erwirbt. Auch die dauernde Beschaffung von Geld an der Börse ist zu diesem Zweck nicht leicht, da die Geldgeber aus den verpfändeten Wertpapieren bald den Zusammenhang ersehen und in der Hereinnahme eines und desselben Papiers vorsichtig bzw. zurückhaltend werden. Weniger Schwierigkeiten stehen daher den kapitalkräftigen Großbanken in dieser Beziehung im Weg; ihr Einfluß auf die Preisbildung ist ein weitgehender, der auch durch andere, im folgenden darzulegende Momente gefördert wird.

Die gewaltige Ausdehnung des Geschäftsbereiches der Großbanken, hervorgerufen durch die Übernahme zahlreicher Privat-

---

<sup>1</sup> Kurz vor dem im Jahre 1901 erfolgten Zusammenbruch der Akt.-Ges. für Treber-Trocknung fiel es an der Berliner Börse noch auf, daß fortgesetzt ein erstes Berliner Bankhaus als Käufer für Treberaktien auftrat. Später stellte sich heraus, daß der Direktor der Trebergesellschaft durch verschiedene Banken die Aktien hatte selbst aufkaufen lassen, jedenfalls um das Publikum über die wahre Marktlage im Unklaren zu halten.

bankers, Gründung von Filialen und Eröffnung von Depositenkassen, sowie durch Angliederung vieler Provinzbanken, setzt die einzelne Bank mehr und mehr in den Stand, die einlaufenden Aufträge zum An- und Verkaufe von Wertpapieren unter Umgehung der Börse bis zu einem gewissen Grade selbst gegeneinander aufzurechnen. Auf diese Weise, so betont man häufig, bildet eine jede Großbankgruppe eine kleine Börse für sich, die nur die überschüssigen Summen (Spitzen) oder die, mittelst deren sie auf die Festsetzung der Kurse einwirken will, an die Börse zur Erledigung bringt. Unterstützt werden diese Verrechnungen noch dadurch, daß die Banken in gewissen Papieren eigene Bestände halten, die ihnen gestatten, unter Umständen als Selbstkäufer oder -verkäufer aufzutreten. Auch hierüber hinaus ist für die Erledigung der Geschäfte nicht immer der amtliche Makler an der Börse erforderlich; denn einmal können die verschiedenen Großbanken unter sich verhandeln, und ferner steht ihnen der sog. freie Verkehr mit einer großen Zahl sog. Pfuschmakler zur Verfügung, der ihnen noch den weiteren Vorteil bietet, die Aufträge in kleine Teile zu zerlegen, um deren Wirkung auf den Kurs der Papiere abzuschwächen. Andererseits wird die Möglichkeit der Kompensation wiederum dadurch gefördert, daß die von den Banken ausgegebenen Papiere zu einem großen Teil innerhalb ihrer eigenen Kundschaft untergebracht werden und somit für bestimmte Papiere fortgesetzt ein Interesse von dieser Seite her besteht.

Für die Preisbildung an der Börse äußert sich die Geschäftspraxis der Banken in folgender Weise. Zunächst kann die Bank die größten Summen im An- und Verkauf kompensieren, ohne daß der Kurs an der Börse dadurch berührt zu werden braucht. Die Bücher der Kursmakler, auf Grund deren die Kurse zustande kommen, ergeben dann also kein genaues Bild von den Umsätzen in den einzelnen Papieren. Die Bank kann aber auch mit verhältnismäßig geringen Summen den Kurs an der Börse höher oder tiefer notieren lassen, wenn sie außerhalb der Börse kaufen oder verkaufen will. Angenommen, sie will aus ihren Beständen abgeben, so versucht sie durch Nachfrage an der Börse den Kurs zu heben, um zu diesem erhöhten Kurse Material abfließen zu lassen. Umgekehrt wird sie den Kurs an der Börse niedriger notieren lassen, wenn sie Material aufnehmen will. Hieraus wird abgeleitet<sup>1</sup>, daß durch

<sup>1</sup> Wie kann die Börse mehr der Allgemeinheit dienstbar gemacht werden? Von einem Praktiker. Schmollers Jahrbuch 1907, S. 4. Ebenso Georg Wermert a. a. O., S. 643; L. Eschwege, „Die Bank“ Jahrg. 1908, S. 250.

diese Entwicklung des Wertpapiergeschäfts Angebot und Nachfrage umgekehrt auf die Preisbildung einwirken. Die eigentlichen Verkäufe der Banken würden an der Börse in der Nachfrage nach Ware und die eigentlichen Käufe in dem Angebot von Ware sichtbar. Das ist jedoch nicht ganz richtig. Denn bei einer Nachfrage an der Börse von seiten der Banken verkaufen doch die Banken außerhalb der Börse nicht in dem Sinne, daß sie die Ware anbieten. Ihr Verkauf besteht lediglich darin, daß sie die Ware auf Grund einer Nachfrage von seiten ihrer Kundschaft, für die sie der Kommissionär sind und bleiben, abgeben. Somit ist die Nachfrage der Banken an der Börse — ihrem Charakter als Kommissionär entsprechend — nichts anderes als die — unter Umständen allerdings verkleinerte oder vergrößerte — Nachfrage von seiten ihrer Kundschaft. Mit demselben Recht könnte man dann schließlich auch von jedem Kommissionsgeschäft sagen, daß die Banken, wenn sie einen Kaufauftrag des Kunden ohne Veränderung an die Börse geben, hier an der Börse kaufen, um an den Kunden zu verkaufen. Von einem „Auf-den-Kopf-stellen“ von Angebot und Nachfrage durch die Regulierung der Aufträge unter Zuhilfenahme der eigenen Bestände kann daher keine Rede sein.

Nur darin, daß nicht die gesamten Umsätze an der Börse zusammenlaufen, und daß die Banken in der Art, wie sie kompensieren, freie Hand haben, liegt die große Veränderung für die Preisbildung und zugleich die wachsende Bedeutung der Großbanken für dieselbe. Früher gelangten die Aufträge zum An- und Verkauf von seiten des Publikums durch die zahlreichen Einzelbankers an die Börse. Um die Kursfeststellung entbrannte ein hartnäckiger Kampf, der noch dadurch gefördert wurde, daß auf Grund der vom Publikum eingegangenen und an der Börse bekanntwerdenden Aufträge die berufsmäßige Spekulation eingriff, um durch gleichlautende oder Gegengeschäfte aus der jeweiligen Marktlage Gewinn zu schlagen<sup>1</sup>. Das ist heute zum Teil unmöglich, zum mindesten eine gefährliche

---

<sup>1</sup> Neander Müller, Ein Zerrbild der Börse, Bankarchiv Jahrg. 1903/4, S. 23, sagt gelegentlich der Richtigstellung falscher Vorstellungen über die Börse u. a. auch: „Ob bei dem Einlaufen zweier entgegengesetzter Aufträge an der Börse zur kommissionsweisen Ausführung zwei Banken mitwirken, die unter sich, direkt oder durch Vermittlung eines Maklers, Kauf und Verkauf kompensieren, oder ob beide Aufträge an einen und denselben Banker gelangen und dieser in sich kompensiert, ist für die Preisbildung völlig irrelevant.“ Dieser Bemerkung ist nach dem obigen nur der Wert einer theoretischen Schlußfolgerung beizulegen. Auch Mayer a. a. O., S. 40, weist auf diese für die Praxis nicht zutreffende Behauptung hin.

Sache geworden. Denn der Betrag, den die Großbanken zur Regulierung der Kurse an die Börse bringen, läßt auf die wirkliche Lage des Geschäftes keine sicheren Schlüsse zu. Zweifellos ist das für die Börsenspekulanten ein Nachteil, weil ihnen der Einblick in die Engagementsverhältnisse entzogen ist und sie bei ihren Spekulationen mit einer unbekannten Größe, nämlich dem unübersehbaren Eingreifen der Großbanken rechnen müssen.

Wie unschwer zu erkennen sein wird, enthält die im Vorstehenden dargelegte Beteiligung der Großbanken an der Preisbildung unstreitig eine Art Spekulation; denn wenn auch ihre Tätigkeit in weitgehendem Maße von den Rücksichten auf die beteiligte Gesellschaft oder auf ihr eigenes Emissionspapier und die jeweilige Kursgestaltung beherrscht wird, so ist doch die Möglichkeit von Gewinn und Verlust niemals ganz ausgeschlossen. Aber diese Spekulation ist himmelweit verschieden von einer solchen, wie sie oben (S. 8) für die zahlreichen Privatbankers der früheren Zeit, an deren Stelle die Großbanken in der Kreditorganisation getreten sind, nachgewiesen worden ist: Ausnutzung aller sich darbietenden Gewinnmöglichkeiten durch ausgiebige Teilnahme am Termingeschäft ohne Rücksicht auf das gehandelte Papier oder die dahinter stehende Gesellschaft und unbekümmert um die aus ihrem Handeln resultierende Wirkung für den Markt (berufsmäßige Spekulation). Zwar haben auch diese Bankers im Verein mit den in der damaligen Zeit noch unbedeutenderen Aktienbanken die zahlreichen Kurse der Papiere „reguliert“, aber gleichsam nur im Nebenamt, wobei leicht die Gefahr entstand, daß das im eigentlichen Hauptberufe, der Terminspekulation, geschärfe Gewinninteresse auch auf die Kursregulierung übersprang und die Agiotage in „ihren“ Papieren des Kassamarktes eine Fortsetzung erfuhr. Im ganzen genommen ist daher die Ersetzung der Privatbankers durch die Großbanken nicht als ein Nachteil für die Preisbildung an der Börse anzusehen, wie es von anderer Seite gern behauptet wird. Ob im einzelnen, bei diesem oder jenem Papier, der Kurs jetzt oder früher „richtiger“ war, ist dagegen eine Frage, die nur auf dem Wege exakter Einzeluntersuchung zu lösen ist<sup>1</sup>.

. Jedoch auch noch in anderer Beziehung hat sich ein bemerkenswerter Wandel in der Preisbildung durch die in den Vordergrund getretenen Großbanken vollzogen. Wenn früher in kritischen Augenblicken an der Börse eine Panik auszubrechen drohte, waren es die Berufsspekulanten, und unter ihnen vor allem die Privatbankers —

---

<sup>1</sup> Vergl. hierzu den zweiten Teil (B) dieser Arbeit.

hinter denen damals das Publikum als Kundschaft stand, — die durch Blankoabgaben diese Panik auslösten oder vielleicht sogar erst erzeugten und den Kursrückgang beschleunigten. Den hiernach folgenden Deckungskäufen lag die Erwartung zugrunde, daß das Publikum Angst bekommen und die Papiere kritiklos an den Markt werfen würde. Je mehr sich aber die Herrschaft der Großbanken durchsetzte, um so häufiger konnte man hingegen beobachten, daß die Banken in ähnlichen Fällen die Verabredung trafen, einer Entwertung der Papiere durch Aufnahme des Angebots entgegenzutreten. An Stelle der Blankoabgaben traten also sog. Interventionskäufe der Banken, mit gerade umgekehrter Wirkung auf die Haltung des Marktes: Wiederherstellung des Vertrauens, Zurückdämmung der Angstverkäufe und namentlich Verhinderung weiterer Baisse-Spekulation. Naturgemäß erfolgten auch diese Interventionskäufe nicht immer zu dem ausgesprochenen idealen Zweck, das Publikum und die Kapitalisten vor Verlusten zu schützen. Hinter ihnen lauerte gleichfalls stets ein Stückchen Selbstinteresse, sei es, daß die Banken eine Entwertung „ihrer“ Papiere oder der Papiere, von denen sie selbst oder ihre Kundschaft größere Posten besaßen, verhindern wollten, sei es, daß sie die Gründe, die zu den Kursrückgängen führten, als eine vorübergehende, nicht den Wert der Papiere berührende Erscheinung ansahen und deshalb kauften, um mit Gewinn später wieder zu verkaufen. Trotzdem unterliegt es keinem Zweifel, daß in kritischen Zeiten die Interventionskäufe der Großbanken den Blankoabgaben der früheren Privatbankers bei weitem vorzuziehen sind.

All den zahlreichen Unterschieden, die den Börsenverkehr von heute und früher kennzeichnen, wird die scharfe Kritik, die Georg Wermert<sup>1</sup> ganz allgemein an der Preisbildung in Verbindung mit der Frage des Selbsteintrittsrechtes übt, in keiner Weise gerecht. Neben der durchaus anfechtbaren Verallgemeinerung einiger übler, in Einzelfällen durchaus möglichen Praktiken, lassen seine Ausführungen an allen Stellen die Frage offen, ob sie sich nur auf früher oder auch auf den heutigen Verkehr beziehen, ob sie von kleinen Winkelbankers, Bankers-Spekulanten oder von ersten Bankhäusern und den Großbanken ausgeübt werden, von denen doch die letzteren eine wesentlich andere Stellung zur Spekulation einnehmen, wie die frühere Masse der Privatbankers. So ist „der Kommittent bei Ausübung des Selbsteintrittsrechtes in die Hand

---

<sup>1</sup> Georg Wernert, Über den Selbsteintritt im Kommissionsgeschäfte und seinen Einfluß auf die Kurszettelwahrheit der Börse, Annalen des deutschen Reichs, Jahrg. 1908, S. 1—37.

des Kommissionärs gegeben, der ihm die Papiere zu hohen Kursen verkauft und zu niedrigen Kursen wieder abnimmt. Die Steuer, die durch diese sinnreiche Einrichtung dem Volke zugunsten der Hochfinanz auferlegt ist, ist eine gewaltige. Sie vermag von Zeit zu Zeit durch Inszenierung einer kleinen oder großen Krise den Wohlstand der Menge abzuschöpfen und in die Kassen finanziell potenter Kräfte zu leiten“ (S. 11). Weiter lässt er sich die Emissionsfirma mit der Direktion des Werkes verbünden, um durch Ausstreuen ungünstiger Nachrichten über das Unternehmen eine künstliche Baisse in den Papieren hervorzurufen. Wenn das Publikum Angstverkäufe vornimmt, werden die Nachrichten dementiert und die Kurse wieder gesteigert: „Die ganze Kursdifferenz ist eine Beute der Faiseure“ (S. 24). Endlich erscheint auf dem Terminmarkt, wo solche kleineren Mittel nicht ziehen, „eine unbekannt mächtige Stelle“, die durch Aufdenmarktwerfen von beträchtlichen Mengen eines Papiers oder durch umfangreiche Blankoverkäufe (S. 31/32) Kursschwankungen herbeigeführt, um den Einschub der Kunden verfallen zu lassen. Wie gesagt, bleibt bei allem die Frage offen, in welchem Umfange kommen diese Dinge vor, und von wem werden sie ausgeführt. Da aber Wermert zur Abstellung diese Mängel weitgehendste Reformvorschläge, auf die am Schlusse dieses Buches einzugehen sein wird, macht, so ist anzunehmen, daß er den heutigen Börsenverkehr meint. Dann müssen seine Ausführungen mit dem Hinweis auf unsere Darstellung als viel zu allgemein gehalten und dadurch den wirklichen Tatsachen nicht entsprechend zurückgewiesen werden.

c) Endlich wirken die Großbanken und Bankers durch das Bereitstellen von Mitteln zur Wertpapierspekulation auf die Preisbildung ein<sup>1</sup>. Hierbei ist zu unterscheiden zwischen der Hingabe von Geld im Wege der Reportierung, also zu Zwecken der Prolongation, und der Gewährung von Kredit in laufender Rechnung gegen Unterlage von Wertpapieren. Diese Unterscheidung schließt sich an die beiden im Börsenverkehr üblichen Geschäftsformen, das Termin- und das Kassageschäft, an. Die Sonderheiten beider Geschäftsformen hinsichtlich der Stellung, die sie im Geld- und Kreditverkehr einnehmen, sind nicht immer richtig auseinander gehalten worden, weshalb mit ein paar Worten näher darauf eingegangen werden muß<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> In bezug auf die Geldgebereigenschaft ist in der Börsensprache die Bezeichnung: Hochfinanz üblich.

<sup>2</sup> Die nachfolgenden Erörterungen gehören eigentlich zum Kapitel II:

Beim Termingeschäft an der Berliner Börse wird die Erfüllung für beide Teile bis an das Ende<sup>1</sup> des laufenden oder des nächsten Monats hinausgeschoben, während beim Kassageschäft der Austausch der Ware und des Geldes Zug um Zug gedacht ist. Das Kriterium, worauf es also an der Börse ankommt, ist das Moment des Kredits. Der Terminhandel ist für beide Teile, Käufer wie Verkäufer, die höchste Form des Kreditgeschäfts<sup>2</sup>. Der Käufer braucht erst am Ende des Monats zu zahlen, und der Verkäufer an diesem Zeitpunkt erst zu liefern. Kassageschäft an der Börse bedeutet Barzahlung auf der einen und sofortige Wertpapierlieferung auf der anderen Seite<sup>3</sup>. Die außerordentlich vereinfachte Form des Termingeschäfts springt in die Augen: Die persönliche Kreditfähigkeit der Abschließenden vorausgesetzt, genügen ein paar kurze Worte der Abmachung, und das Geschäft ist erledigt. Die Kontrahenten können ungehindert die Marktlage weiter verfolgen, ohne an die sofortige, immerhin umständliche Besorgung von Geld oder Wertpapieren denken zu müssen, wie dies beim Kassageschäft der Fall ist.

Dieser für die Handhabung der Geschäfte und die Abwicklung des Verkehrs ohne Frage ungemein wichtige Unterschied besteht jedoch in dieser Schärfe nur für die an der Börse direkt verhandelnden Personen, insbesondere für den Banker, der kommissionsweise für das Publikum tätig ist. Er muß täglich im Kassageschäft die Mittel zur Begleichung der gekauften Papiere aufbringen, während das Termingeschäft die Regulierung bis zum Monatsende hinauszuschieben gestattet. Für die große Menge derjenigen, die nicht direkt an der Börse handeln, also in der Hauptsache für das spekulierende, zur Kundschaft eines Bankers oder einer Bankzählende Publikum ist dieser Unterschied durchaus nicht in der Weise fühlbar<sup>4</sup>. Er bedeutet mehr oder

---

Die börsentechnischen Faktoren der Preisbildung. Des besseren Verständnisses wegen mußten sie aber hier vorangestellt werden.

<sup>1</sup> Mit Rücksicht hierauf werden die Termingeschäfte an der Berliner Börse allgemein Ultimogeschäfte genannt.

<sup>2</sup> Ebenso Georg Bernhard a. a. O., S. 24, ferner Ernst Loeb, Die volkswirtschaftliche Schädigung Deutschlands durch das Börsengesetz, Berlin 1902, S. 25, v. Schulze-Gävernitz a. a. O., S. 515. Nur Georg Wermert, Börse, Börsengesetz und Börsengeschäfte, Leipzig 1904, S. 261, will — durchaus mit Unrecht — das Moment des Kredits nicht gelten lassen.

<sup>3</sup> Hieran ändert natürlich nichts, wenn die Zahlung und Lieferung auf dem Wege der Überweisung und der Verrechnung vor sich geht.

<sup>4</sup> Hinsichtlich der Stücke bleibt der Unterschied zwischen Kassa- und

weniger nur eine Kostenfrage. Denn in der großen Mehrzahl der Fälle werden die Aktien von Seiten des Publikums nicht gegen volle Barzahlung gekauft, sondern nur gegen Leistung eines bestimmten Einschusses, während der Banker für seine Kunden den Rest auslegt. Dieser räumt also seiner Kundschaft gegen Verpfändung der gekauften Wertpapiere einen Kredit ein. Das gilt sowohl für die gegen Kasse als auch für die auf Termin gekauften Papiere. Hier fällt also das im Börsenverkehr für die beiden Geschäftsformen so außerordentlich bedeutungsvolle Kriterium: Kredit oder Barzahlung weg. Deshalb ist auch die Erschwerung des Terminhandels oder seine gänzliche Unterdrückung für das in einem Kundschaftsverhältnis mit Banken stehende Publikum kaum fühlbar, wohingegen der Terminhandel für die meisten Börsenbesucher eine Lebensfrage ist. Es ist allerdings im Kreditverkehr üblich, den Einschuß im Kassageschäft etwas höher zu bemessen als für Termingeschäfte. Jedoch ist zu berücksichtigen, daß der Einschuß nicht immer in bar geleistet wird; sehr gebräuchlich ist die Hinterlegung von sonstigen Wertpapieren, auch Sparkassenbüchern u. dergl., also Unterlagen, die der Banker im Geschäftsbetriebe nicht weiter verwenden kann.

So ist für den Spekulanten, der mit einer Bank in Geschäftsverbindung steht, eigentlich nur die Zinsberechnung ausschlaggebend. Beim Kassageschäft wird ihm der Kaufpreis gleich vom Tage des Kaufes an belastet, und die Zinsberechnung erfolgt nach den Regeln des Kontokorrentverkehrs, d. h. für Schulden hat der Kunde mindestens 1 %, häufig auch 2 %, über dem Diskontsatz der Reichsbank, gewöhnlich aber nicht unter 5 %, zu zahlen. Beim Kauf per ultimo dagegen findet die Zinsberechnung erst zum Abwicklungstag, und dann auch nur zu den Prolongationssätzen der Börse (und etwas darüber) statt. In der Zwischenzeit, also vom Tage des Kaufes bis zum Abwicklungstage, kann aber bereits wieder ein Verkauf erfolgt sein, für den die Zinsberechnung ebenfalls bis zum Erfüllungstage läuft. In einem solchen Falle sind also keine Zinsen für den Ankaufspreis zu rechnen, selbst wenn zwischen An- und Verkauf fast ein ganzer Monat liegt. Diese Art der Zinsberechnung ermöglicht also auch die Ausnutzung geringer Kursunterschiede, die dagegen im Kassageschäft leicht von den sofort in Kraft tretenden höheren Kontokorrentzinsen aufgezehrt

---

Termingeschäft an und außerhalb der Börse mit geringen Abweichungen dagegen bestehen. Wie aber später gezeigt wird, beteiligt sich das Publikum an der Baissespekulation nur wenig.

werden. Die Zinszahlung beginnt für den Ultimospekulanten erst in dem Augenblick, da er bis zum Ende des Abschlußmonats die Papiere nicht weiter verkauft hat oder den Kaufpreis aus eigenen Mitteln nicht decken kann. Um seinen Verpflichtungen nachkommen zu können, prolongiert er sein Engagement, d. h. er sucht sich einen Geldgeber, der ihm — gegen Erstattung einer Leihgebühr, des Reports — Geld auf einen Monat lehnt und dafür die Wertpapiere als Pfand erhält. — So viel über die Unterschiede zwischen dem Termin- und Kassageschäft an der Börse und im Verkehr der Banken mit der Kundschaft. Es geht daraus hervor, daß bei einer Darstellung der mit der Spekulation verbundenen Geld- und Kreditgeschäfte, für die die Großbanken in hervorragendem Maße tätig sind, auf diese Sonderheiten Rücksicht zu nehmen ist, wenn man über sie volle Klarheit schaffen will.

Was zunächst die Prolongation der Termingeschäfte anlangt, so wird das hierin liegende Reportgeschäft<sup>1</sup> ausschließlich von den Großbanken und -bankers betrieben, wozu sie sowohl eigenes wie fremdes Kapital verwenden. Von der Art und Weise, wie sie dieses Geschäft handhaben, ist es abhängig, ob sich die jeweilige Prolongation leicht oder schwierig vollziehen wird. Das bezieht sich sowohl auf den Umfang der der Spekulation zur Verfügung zu stellenden Mittel und der Höhe der Zinsen, als auch auf die Anforderungen, die sie an die Güte und an die Kreditwürdigkeit der Spekulanten stellen.

Ganz allgemein bietet billiges und reichliches Prolongationsgeld immer einen Anreiz, Hausseengagements einzugehen, weil es die Möglichkeit gewährt, die Engagements mit geringen Kosten auf den nächsten Monat zu schieben, falls der Verkauf nicht ratsam erscheint. Daraus folgt, daß die Banken einen gewissen Einfluß auf Anregung und Ausdehnung der Spekulation haben; aber man darf nicht außer acht lassen, daß eine solche Absicht nicht immer vorliegen muß, wenn das Reportgeld billig ist. Denn einmal pflegen die Banken das Reportgeschäft um seiner selbst willen zu betreiben, um einen Teil ihrer Mittel in liquiden Anlagen vorrätig zu halten, und ferner spricht bei Festsetzung der Darlehnzinssätze die Konkurrenz der Banken und häufig noch mehr die des Auslandes mit, die gleichfalls Gelder in dieser Weise anlegen wollen. Der Vorwurf, daß die Banken durch billiges Reportgeld

<sup>1</sup> Näheres hierüber bei W. Prion: Das deutsche Wechseldiskontgeschäft, Leipzig 1907, S. 86.

die Spekulation unterstützen und deren Ausschreitungen mit veranlassen, ist zwar häufig zu hören, aber in dieser Fassung zu allgemein gehalten, um darauf näher eingehen zu können.

Dagegen wirkt die Aussicht auf teueres Prolongationsgeld einschränkend auf die Spekulationstätigkeit, weil die teureren Zinsen einen Teil der Kursvorteile aufzehren. In Zeiten teueren Prolongationsgeldes, also bei großer Ausdehnung der Spekulation oder bei allgemeiner Anspannung des Kapitalmarktes erhöht sich aber nicht nur der Zinssatz, sondern es schwindet dann auch leicht das Vertrauen der Geldgeber zu den hohen Kursen und möglicherweise auch zu der Person des Spekulanten, des Geldnehmers. In solchen Fällen ist es möglich, daß die Hochfinanz ganz mit der Hergabe von Geld zurückhält, sei es, um sich selbst liquide zu halten, sei es, um eine ausartende Haussespekulation nicht weiter zu unterstützen. Dadurch wird die Lage der Spekulation äußerst kritisch; da sie in der Regel die Papiere nicht aus eigenen Mitteln bezahlen kann, sieht sie sich zu Maßnahmen veranlaßt, die für den gesamten Markt und die Kursgestaltung von nachhaltigster Wirkung sein müssen. Zunächst wird vielleicht die Verlängerung der Engagements noch einmal dadurch versucht, daß die Papiere per Kasse verkauft und im nämlichen Augenblick per ultimo zurückgekauft werden. Die Folge hiervon können aber große Kurschwankungen sein, je nachdem die Käufer — an wirklichen fehlt es in solchen Momenten naturgemäß —, die gleichzeitig die Verkäufer im Ultimogeschäft sind, in der Kursdifferenz eine mehr oder weniger große Prämie für ihr Einspringen erblicken, oder auch heftige Kursstürze, wenn die Käufe nicht mehr ausgeführt werden können. Alsdann bleibt es in der Hauptsache der Interventionstätigkeit der Banken vorbehalten, den Kursen einen Halt zu geben. Für die Banken eine außerordentlich schwierige Aufgabe. Einerseits bringt das Sinken der Kurse auch aus ihrer Kundenschaft fortlaufend neue Verkaufsaufträge solcher Personen, die weiteren Verlusten vorbeugen wollen oder ihr Engagement aufgeben müssen, wodurch sich ständig das Angebot und der Druck auf die Kurse vergrößert. Intervenieren die Banken, dann gehen die Wertpapiere in ihren Besitz über, die sie vordem nicht mehr beleihten wollten. Ihr Risiko ist dadurch keineswegs vermindert, es sei denn, daß sie zu niedrigen Kursen das Material übernommen haben. Im kleinen wiederholen sich die Restriktionen der Geldgeber (in der Prolongation) häufiger, wenn sich die Spekulanten in dem einen oder anderen Papier zu weit vorgewagt haben. Größeres

Aufsehen hat seinerzeit eine Bekanntmachung<sup>1</sup> erregt, in der die Hochfinanz erklärte, daß „mit Rücksicht auf die unsolide Ausbreitung der Spekulation eine Beleihung der Industriepapiere zu Prolongationszwecken nicht weiter stattfinden würde“.

Naturgemäß werden aber von den Schwierigkeiten, die sich bei der Prolongation einstellen können, in erster Linie die an der Börse verkehrenden Spekulanten getroffen, die im eigenen Namen Geschäfte machen und sich bei der Schiebung selbst nach einem Geldgeber umsehen müssen, und zwar sind es hiervon wieder die „schwachen Hände“, die zuerst das Engagement zu lösen pflegen. Die in einem festen Kundschaftsverhältnis mit den Banken stehenden Spekulanten können dagegen in der Regel nicht so rigoros behandelt werden, daß ihnen einfach die Verlängerung der Engagements versagt wird. Ihre Kreditwürdigkeit steht durch das Kundschaftsverhältnis hinreichend fest. Sie werden daher zur Leistung von Nachschüssen aufgefordert, wenn ihnen nicht vorher mit dem Hinweis auf die durch die Schwierigkeit der Prolongation gekennzeichnete Börsenlage zur freiwilligen Aufgabe ihrer Spekulationen geraten worden ist. Bleiben jedoch die Nachschüsse aus, dann können die Banken durch zwangswise Verkauf die „Reinigung des Marktes“ mit schrecklicher Wirkung auf das Kursgebäude selbst vornehmen.

Im Wesen des Termingeschäfts, des ausgebildetsten Kreditgeschäfts, liegt es, daß der Verkäufer, der ja erst am Ende des laufenden oder des nächsten Monats liefern muß, Stücke verkauft, die er in dem Augenblick des Verkaufs noch nicht besitzt. Er hofft, durch einen Kursrückgang später in der Lage zu sein, die vorverkauften Papiere billiger wieder anzuschaffen, wodurch er seine Verpflichtungen glattstellen kann. Hat der Rückkauf im Laufe des Monats nicht stattgefunden, so muß sich der Verkäufer, der Baissier, die Stücke auf einen Monat leihen. Zu diesem Zweck kann er sich mit den Haussiers, den Käufern, in Verbindung setzen, die gegen Verpfändung der gekauften Stücke Geld suchen. Hierdurch können die Engagements auf beiden Seiten bis zu einem gewissen Grade ausgeglichen werden. Nur wenn im allgemeinen oder in besonderen Papieren die Baisseverpflichtungen überwiegen, entsteht ein sog. Stückemangel, d. h. es bleiben Stücke, die zur Lieferung gebraucht werden, gesucht. Wird die Beschaffung derselben unmöglich, und zwar dadurch, daß die Stückebesitzer die Stücke nicht hergeben, so sehen sich die Baissiers zu Deckungskäufen veranlaßt, die die

---

<sup>1</sup> Vergl. „Deutscher Ökonomist“, Jahrgang 1889, S. 584.

Kurse nach oben bringen. Wie im Reportgeschäft als Geldgeber spielen auch in der Verleihung von Stücken heute die Großbanken und -bankers als die hervorragendsten Stückebesitzer eine bedeutende Rolle.

Die Stellung der Großbanken und -bankers zur Ausleihe von Stücken zu Zwecken der Prolongation ist nach Zeit und Umständen verschieden. Sie richtet sich ganz nach der jeweiligen Börsenlage und dem Umfang, den die Spekulation angenommen hat, insbesondere aber auch nach dem Interesse, das die betreffende Bank an dem in Frage kommenden Wertpapier hat. Im allgemeinen wird zunächst eine jede Bank die Hause- und Baisseengagements, also auch Geld- und Stückebedarf, innerhalb ihrer Kundschaft auszugleichen versuchen, wobei ihr jetzt das große Filial- und Depositenkassennetz, das die verschiedensten Elemente der Kundschaft und damit auch zahlreiche Gegengeschäfte in Wertpapieren umfaßt, außerordentlich zustatten kommt. Überschließende Beträge werden, soweit es möglich ist und es mit Rücksicht auf das Prolongationsgeschäft an der Börse ratsam erscheint, aus eigenen Beständen reguliert, zu denen auch die Bestände der Kundschaft zu rechnen sind, soweit letztere auf die Nummeraufgabe verzichtet hat<sup>1</sup>. Darüber hinaus verständigen sich die einzelnen Großbankgruppen und die großen Bankers am Börsenplatze untereinander, um das jeweilige Bedürfnis nach Stücken zu befriedigen. Hierbei kommt schon in Betracht, daß die Banken es vermeiden, solche Aktien oder sonstige Papiere auszuleihen, an deren Kursentwicklung sie ein entgegengesetztes Interesse haben. Denn durch die Überlassung der Stücke unterstützen sie ja die Baisse-Spekulation, wohingegen sie durch Zurückhaltung der Stücke die Baissiers möglicherweise zu Deckungen zwingen, die zur Steigerung der Kurse führen können<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Gesetz, betr. die Pflichten der Kaufleute bei Aufbewahrung fremder Wertpapiere vom 5. Juli 1896, § 2.

<sup>2</sup> Welche Konsequenzen sich aus dieser Platzarbitrage für die beteiligten Banken ergeben können, dafür bietet der Versuch der Hiberniaverstaatlichung im Jahre 1904 ein sehr interessantes Beispiel. Am 25. Juli schloß die Dresdner Bank mit der Berliner Handelsgesellschaft und einigen anderen Firmen am Berliner Platze ein Kostgeschäft ab, demzufolge etwa 5 Millionen Mark Hibernia-Aktien für den Monat August in den Besitz dieser Firmen übergingen. Als am 27. August die denkwürdige Generalversammlung der Hiberniagesellschaft stattfand, in der die Verstaatlichung beschlossen werden sollte, stellte es sich heraus, daß die Berliner Handelsgesellschaft zu den Gegnern der Verstaatlichung gehörte und daher mit den 5 Millionen Mk. Hibernia-Aktien der Dresdner Bank gegen den Antrag der letzteren stimmte. Vergl. auch „Frankfurter Zeitung“ vom 31. August 1904.

Daneben spielt die mit dem Stückleihgeschäft zu verbindende Zinspolitik eine Rolle in den Entschließungen der Banken, Stücke aus ihrem Bestande auszuleihen. Ist z. B. infolge umfangreicher, im Laufe des Monats vorgenommener Leerverkäufe die Nachfrage nach Stücken in der Prolongation groß, so sehen sich die Baissiers — um die zur Lieferung benötigten Stücke zu bekommen — veranlaßt, den Stückebesitzern besondere Zugeständnisse in den Leihbedingungen zu machen. Sie tun dies dadurch, daß sie das ihnen aus dem Verkauf der Stücke zufließende Geld den Besitzern der betreffenden Papiere zu billigeren Zinssätzen anbieten, als sonst Geld im Darlehnsverkehr der Börse erhältlich ist. Die Banken, die im Besitze der verlangten Stücke sind und diese „unter Satz“ „hineingeben“, können dann das zu billigen Zinssätzen erhaltene Geld anderweitig zu höheren Sätzen wieder ausleihen. Auf diese Weise lassen sich unter Umständen erhebliche Zwischengewinne erzielen und gleichzeitig wird dadurch für den Ausgleich der Prolongationsbedürfnisse gesorgt<sup>1</sup>.

Die Konzentration im Bankwesen hat, wie in vielen andern Börsensachen, so auch in den Vorbedingungen der Baissespekulation tiefgreifende Veränderungen hervorgerufen. Solange es eine große Zahl von Bankers gab, die eigene wie fremde Wertpapiere zu Spekulationszwecken im Depot hatten, war die Möglichkeit für den Baissier, Stücke leihweise zu erhalten, bei weitem größer als heute, wo die Wertpapiere bei einigen Großbanken lagern. Eine Anordnung der Leitung der einzelnen Bank oder sogar eine Verständigung unter den wenigen Banken, grundsätzlich die Ausleibung zu beschränken oder in bestimmten Fällen ganz einzustellen, macht die Baisse-spekulation schwierig, ja zum Teil unmöglich. Naturgemäß ist auch hier wieder der Spekulant an der Börse in der Regel schlechter gestellt als etwa die Kunden einer Bank, soweit diese sich überhaupt mit der Baissespekulation befundenen können.

Die durch das Report- und Deportgeschäft ausgeübte Beeinflussung der Preisbildung erreichte zunächst ihren Höhepunkt bis zum Inkrafttreten des Verbots des Terminhandels in Anteilen der Bergwerks- und Industrieunternehmungen, das durch das Börsengesetz von 1896 ausgesprochen wurde. Wenn auch in der Folgezeit die oben dargelegten Beziehungen der Großbanken zum Prolongationsgeschäft nie ganz abgebrochen waren, weil der Terminhandel auch in diesen Aktien niemals vollständig geruht hatte<sup>2</sup>, so kommen sie

---

<sup>1</sup> Siehe Anmerkung <sup>2</sup> auf S. 67.

<sup>2</sup> Vergl. hierzu die ausführlicheren Bemerkungen unter Teil B: Kapitel II.

doch erst wieder voll zur Geltung seit dem 1. Juni 1908, an welchem Tage die Terminhandelsfreiheit wieder hergestellt wurde. Inzwischen gelangte aber das sog. Kassageschäft zu hoher Bedeutung, worauf im folgenden einzugehen sein wird.

Beim Kassageschäft ist wiederum zu unterscheiden, ob es sich um Abschlüsse an der Börse, also um Barzahlung oder um den kommissionsweisen Verkehr des Kunden mit der Bank, also vorzugsweise um Belastung im Kontokorrentverkehr handelt. Was zunächst den Börsenverkehr bis zum Jahre 1896 anlangt, so sahen sich die Spekulanten und auch die zahlreichen Bankers, wenn sie für sich oder ihre Kunden Wertpapiere per Kassa kauften, zur Beschaffung der zur Barzahlung erforderlichen Mittel gezwungen, die im Augenblick gekauften oder auch andere Wertpapiere im Lombardverkehr der Börse zu verpfänden. Auch hierbei kamen in erster Linie die als Geldgeber bekannten Großbanken und Bankers in Betracht, die den Spekulanten Lombarddarlehen in Gestalt des täglichen oder des Ultimogeldes zur Verfügung stellten. So waren auch im Kassageschäft die kleineren Bankers wieder in weitgehendem Maße von den Geldgebern abhängig und damit auch von diesen häufig die Gestaltung des ganzen Marktes. Waren beispielsweise die kleinen Bankers von ihrer Kundenschaft stark mit Kassakäufen in Anspruch genommen worden, zu deren Ausführung sie umfangreiche Vorschüsse an der Börse aufgenommen hatten, so mußte regelmäßig eine Zurückziehung dieser Gelder von Seiten der Großbanken die Geldnehmer in arge Bedrängnis bringen. War eine Beschaffung von Geld anderweitig nicht möglich, dann blieb den Bankers nichts anderes übrig, als ihrer Kundenschaft gegenüber Restriktionen vorzunehmen, sei es, daß diese zu Nachschüssen aufgefordert oder zum Verkauf der Wertpapiere gedrängt wurde. So sah sich das Publikum vielfach zur Abstoßung von sonst einwandfreien Wertpapieren gezwungen, auf denen vielleicht im Augenblick große Verluste ruhten, die den Verkäufern hätten erspart werden können, wenn sie oder ihre Kommissionäre über genügend eigene Mittel verfügt hätten.

Das Gefährliche dieser Verquickung von Spekulationen, Weiterverpfändung von Wertpapieren und Abhängigkeit sowohl der Bankers wie des spekulierenden Publikums von den Geldgebern auch für den gesamten Markt liegt auf der Hand: wenn sich in Zeiten der Hochkonjunktur Kredit auf Kredit gehäuft hatte, genügte irgend ein Ereignis, das die Geldgeber zur Zurückhaltung der Darlehen veranlaßte, um den Markt in Unordnung zu bringen und die Kurse

sprungweise sinken zu lassen. Diese Zustände haben denn auch mit zum Erlaß des Depotgesetzes vom 5. Juli 1896 geführt, das die Weiterverpfändung von hinterlegten Wertpapieren untersagt, falls nicht der Deponent seine ausdrückliche Einwilligung dazu gibt.

Bekanntlich waren aber auch diese Nachteile, die das Kassageschäft im Gefolge hatte, eine der wesentlichen Ursachen mit, daß sowohl die Spekulanten wie auch die immerhin mit beschränkten Mitteln arbeitenden Bankers das bequemere Termingeschäft bevorzugten. Infolgedessen trat während jener Zeit die Bedeutung des Kassageschäfts im Verhältnis zum gesamten Börsenverkehr sehr zurück, mit Ausnahme allerdings der Hauseperioden, in denen sich alles wie toll auf die nur per Kassa gehandelten Papiere stürzte und dadurch die oben hervorgehobenen Übelstände erst recht in die Erscheinung traten. Mit dem im Jahre 1897 erfolgten Verbot des Terminhandels in Anteilen der Bergwerk- und Fabrikunternehmen hat sich dies insofern geändert, als seit dieser Zeit das Kassageschäft in Industriepapieren durchaus in den Vordergrund gerückt ist und damit auch dem gesamten Börsenverkehr zweifellos sein Gepräge verliehen hat. Aber trotz dieser Vorherrschaft des Kassageschäfts ist doch heute seine Bedeutung für die Marktverhältnisse und die Preisbildung eine andere als früher. Wenn jetzt die Börsenbesucher zur Durchführung ihrer Kassageschäfte Darlehen — und zwar in großem Umfange — von den Großbanken aufnehmen, so handelt es sich in der Hauptsache um eigene Spekulationen und nicht mehr in dem Maße wie früher um den kommissionsweisen Ankauf von Wertpapieren für das große Publikum. Dieses gehört heute größtenteils zur Kundschaft der großen Aktienbanken, die der wachsenden Bedeutung des Kassageschäfts dadurch Rechnung tragen konnten, daß sie nach und nach ihr Betriebskapital erhöhten und unabhängiger von anderen Geldmächten wurden<sup>1</sup>.

Wie eingangs (S. 62) ausgeführt, braucht das Kassageschäft für den im Kundenschaftsverhältnis mit einer Bank stehenden Spekulanten nicht wie das des Börsenverkehrs den

<sup>1</sup> Auch diese Unterschiede läßt Wermert (a. a. O., S. 28) unberücksichtigt, wenn er von der Wirkung des Nummernverzichtes sagt: „Das Bankdepotgesetz erlaubt den Ausweg des unregelmäßigen Verwahrungsvertrages, es erleichtert sonach die Spekulation und liefert die große Masse noch immer in die Hände der kundigen Thebaner. Es bedarf bloß eines etwas vermehrten Schreibwerks, damit die Spekulation sich in früheren Bahnen vollziehen und das sog. Depotfixen im alten Umfange aufrecht erhalten werden kann.“ Vergl. hierzu auch die Kritik oben auf S. 61.

Charakter der sofortigen Barzahlung zu tragen, da der Banker oder die Bank für den Kunden in Vorschuß treten kann. Mit dem daraus entspringenden Vorteil tauscht jedoch der Kunde den Nachteil ein, daß er jederzeit durch die Kündigung des Kredits von seiten des Bankers überrascht werden kann. Dieser Nachteil ist naturgemäß auch mit dem Übergang des Kreditgeschäfts an die Großbanken bestehen geblieben, jedoch mit wesentlich anderer Bedeutung für die Praxis.

Wenn zur Zeit der Privatbankers Kreditbeschränkungen oder -kündigungen vorkamen, so geschah dies meist deshalb, weil einmal die Kapitalkraft des einzelnen Bankers erschöpft war oder sein Kredit an der Börse gelitten hatte, oder ferner weil eine allgemeine Zurückhaltung der Geldgeber die sämtlichen, mit dem Gelde der Banken arbeitenden Privatbankers einfach zur Einschränkung ihrer Kreditgeschäfte zwang. Diese Beweggründe treten bei den Großbanken ganz zurück; insofern hat sich auch das Risiko des Publikums, möglicherweise unter allen Umständen verkaufen zu müssen, weil seinem Kommissionär das Geld oder der Kredit ausgegangen war, ganz erheblich verringert. Dagegen ist die früher gebräuchliche Aufforderung zur Leistung von Nachschüssen, wenn ein Kursrückgang die Deckung verringert hat, auch heute noch in Übung, freilich mit dem nicht unerheblichen Unterschied, daß die aus der Aufforderung zu Nachschußleistungen resultierenden sog. freiwilligen Zwangsverkäufe früher auf einen kleinen Kreis von Spekulanten beschränkt bleiben konnten, wenn nur der eine oder andere Banker diese Maßregel für notwendig erachtete. Bei der ausgedehnten Kundenschaft der heutigen Großbanken ist hingegen die Wirkung eine große, auch für die gesamte Kursgestaltung, wenn sie daran gehen, die Konten der Spekulanten zu revidieren und die schwach gedeckten zu Zahlungen zu ermahnen. Und wenn es früher unliebsam auffiel, daß die Bankers gleich mit den an die Kundenschaft abgesandten Kündigungsbüchern Blankoverkäufe vornahmen, um die zu erwartenden Angst- und Zwangsverkäufe zu billigen Kursen aufnehmen zu können, so kann man dem hinzufügen, daß sich dies auch heute noch bis zu einem gewissen Grade beobachten läßt. Allerdings sind es nicht die Banken, die auf diese Weise jobbern, sondern hauptsächlich deren Angestellte.

Größere allgemeine Bedeutung kann jedoch die durch die Banken mögliche Beeinflussung des zu ihrer Kundenschaft zählenden großen Publikums erlangen, wenn letzteres bei irgend welchen Vorfällen kopflos zu werden droht. Regelmäßig läßt sich dies in Zeiten:

der Hochkonjunktur feststellen, in denen das Publikum im Kaufen keine Grenzen mehr zu finden weiß und die Kurse über Gebühr hoch getrieben werden. Die für die zahlreichen Schalter der einzelnen Banken ausgegebene Parole, das kauflustige Publikum zur Zurückhaltung zu ermahnen oder von ihm für fernere Aufträge höhere Einschüsse zu fordern, wird zweifellos von größerem Einfluß auf die Entschließungen der Spekulanten sein, als noch so viele Warnungen der Tagespresse.

Ebenso wenn sich Anzeichen eines allgemeinen Konjunkturumschwunges bemerkbar machen, können die Großbanken durch Beruhigung der ängstlich werdenden Spekulanten überstürzte Verkäufe vermeiden und dadurch eine langsame Abtragung der Kurse herbeiführen, während früher nicht nur die Massenverkäufe des Publikums, sondern auch die sich anschließenden Blankoabgaben der Spekulation und der Bankiers das Kursfeld in kürzester Zeit verwüsteten. Freilich ist eine Beeinflussung des Publikums in diesem Sinne immerhin eine heikle Sache, wenn der Konjunkturrückschlag tatsächlich erkannt ist und den Aktien eine wirkliche Wertverminderung in kürzerer oder längerer Zeit bevorsteht; es sei denn, daß die Bank es sich angelegen sein läßt, die betreffenden Kurse selbst in wirksamer Weise zu stützen. Anders dagegen, wenn plötzliche außerwirtschaftliche Ereignisse, die nur unmittelbar oder gar nicht die Verhältnisse der Industriegesellschaften berühren, Paniken auszulösen im Begriff sind; dann haben die Banken in der Aufhaltung der Angstverkäufe das beste Mittel in der Hand, unberechtigten Kursstürzen und unerwünschten Kursschwankungen vorzubeugen. Hierzu kommt noch, daß bei einer solchen Sachlage auch die Baissespekulation nicht mehr so kräftig einzusetzen wagt, da sie nicht mehr mit den an den Markt kommenden Verkäufen des Publikums sicher rechnen kann.

Es mag zugegeben sein, daß diese „Möglichkeiten“ in Wirklichkeit nicht immer in dem Maße funktionieren, wie es vom Standpunkt der Allgemeinheit vielleicht wünschenswert wäre. Zweifellos ist aber, daß, wenn die früheren Verhältnisse — ein spekulierendes Publikum als Kundschaft der selbst spekulierenden Bankiers — heute noch beständen, die Unregelmäßigkeiten in der Preisbildung jedenfalls bei weitem größer wären. Der Auffassung, daß der Übergang des Wertpapiergeschäfts an die Großbanken allgemein als ein volkswirtschaftlicher Nachteil anzusehen ist, ist nach dem Voraufgegangenen durchaus nicht beizustimmen.

Endlich kann man sich sogar von der Konzentration im

Bankgewerbe den Vorteil versprechen, daß es gelingen wird, einheitliche, mehr das Allgemeininteresse berücksichtigende Bedingungen für alle Banken festzulegen, nach denen sie ihre Mittel in den Dienst der Wertpapierspekulation stellen. Das betrifft vor allem die Frage des Einschusses.

Nicht genug kann betont werden, daß in der ausgedehnten Spekulation mit fremden, in keinem Verhältnis zu den eigenen stehenden Mitteln, zu der die berufsmäßigen Kreditorgane, Banken wie Bankiers, hilfreiche Hand bieten, die eigentliche Wurzel alles Übels liegt, das von der Börse ausgeht und von jeher von ihr ausgegangen ist. Solange der Spekulant die gekauften Aktien mit eigenem Gelde bar bezahlt, ist er nicht nur im allgemeinen vorsichtiger in seinen Geschäften, sondern auch vor allem in seinen Entschlüssen frei und selbständig. Er kann die Zeiten des Rückganges der Kurse und der Dividenden besser aushalten. Nimmt er aber in großem Maße den Kredit der Bank in Anspruch, so kann er, wie oben gezeigt worden ist, sehr leicht in die Lage kommen, die Wertpapiere unter allen Umständen verkaufen zu müssen, und zwar aus Gründen, die ganz außerhalb seines speziellen Spekulationsobjektes liegen. Sowohl die durch hohe Zinssätze angeschwollenen Schuldzinsen für den in Anspruch genommenen Kredit als auch eine Entziehung oder Kündigung des Kredits können ihn zu einem Verkauf seiner Aktien drängen, der ihm große Verluste bereitet.

Denn in dem System des Einschusses liegt es, daß die Banken, wenn Kursrückgänge die Papiere entwertet haben, ihre Kunden zu Nachzahlungen auffordern und für den Fall des Ausbleibens dieser mit dem Verkauf der hinterlegten Wertpapiere drohen. Vom Standpunkt der Bank, die sich gegen Verluste aus ihrem Kreditgeschäft schützen will, ist hiergegen nichts zu sagen<sup>1</sup>. Da aber in Zeiten allgemeiner Kursrückgänge derartige Zwangsverkäufe die rückläufige Bewegung nur noch verschärfen, so liegt darin eine Unruhigung des ganzen Marktes, abgesehen davon, daß die so in die Enge getriebenen Kunden vielleicht zu den ungünstigsten Kursen

---

<sup>1</sup> Wermert a. a. O., S. 29, stellt freilich auch diese Sache so dar, als ob die Kommissionäre die Spekulationskundschaft des Publikums lediglich in der Absicht suchen, um den Einschuß als „gute Beute“ einzuhimsen. Zu diesem Zwecke „lassen sie durch Scheingeschäfte, Strohmänner u. a. m. Kurschwankungen herbeiführen“, durch die das Publikum zum Verkauf gedrängt wird; „der Kommissionär hält aber seine Ernte, da er die Papiere zu niedrigen Kursen aufnimmt“. Zu diesen Verallgemeinerungen vergl. Kritik oben auf S. 61.

um jeden Preis verkaufen müssen. Und jeder weitere Kursrückgang macht wieder eine Reihe anderer Spekulanten zum „Abschlachten“ reif, da sich die Deckung durch die Entwertung der Papiere fortlaufend vermindert. Es ist deshalb durchaus zu verstehen, wenn über ein solches System die heftigsten Klagen geführt werden: auf der einen Seite Ermöglichung der Spekulation mit geringen Einschüssen, auf der andern Seite gewaltsames Drängen zum Verkauf . . .

Was nun die Stellung der Großbanken zu dieser Kreditspekulation anlangt, so ist dazu folgendes zu bemerken. Zweifellos haben die Aktienbanken, infolge der verhältnismäßig geringen Schwierigkeit, das eigene wie fremde Kapital zu erhöhen, in starkem Maße dazu beigetragen, den Umfang und die Ausdehnung der Kreditspekulation wie nie zuvor zu steigern. Ein recht beträchtlicher Teil der von den neun Berliner Großbanken am Schlusse des Jahres 1908 in ihren Bilanzen ausgewiesenen Debitorenbestände in Höhe von 2496 Mill. Mk.<sup>1</sup> ist sicherlich auf Rechnung der auf Spekulationspapiere erteilten Vorschüsse zu setzen. Hieraus ist aber an sich noch nicht die Berechtigung zu dem Vorwurf abzuleiten, daß die darin zum Ausdruck kommende Unterstützung der Spekulation eine über das volkswirtschaftlich zulässige Maß hinausgehende ist; denn auf der anderen Seite hat sich der Umfang der der Spekulation dienenden Wertpapiere und der Kreis der als Spekulanten in Betracht kommenden Personen in gleicher Weise stark vergrößert. Die Frage kann nur die sein, ob der in jedem einzelnen Falle gewährte Spekulationskredit in einem richtigen Verhältnis zu der ganzen Persönlichkeit des Kreditnehmers steht. Die vielleicht mit Mühe und Not zusammengebrachte Mindesteinzahlung tut es nicht allein; gerade auf diesen Konten werden die eingeforderten Zuzahlungen am ehesten ausbleiben und deshalb Zwangsverkäufe stattfinden. Wie bei einer jeden Kreditgewährung sollten vielmehr auch bei der Einräumung des Spekulationskredits die persönlichen Verhältnisse des Kunden, sein Beruf, seine Vermögenslage mitbestimmend sein, und danach die Höhe des Einschusses bemessen werden.

Obwohl die Großbanken die Bemessung des Einschusses in der Regel höher vornehmen, als es seinerzeit bei der Vorherrschaft der Privatbankiers der Fall war und es auch heute noch bei den zahlreichen Animier- und Anreißerbankers der Fall ist<sup>2</sup>, so sollte

<sup>1</sup> Zur Statistik der deutschen Aktienbanken, Anlageband zur Bankenquete 1908/09, S. 158 (Materialen zur Frage des Depositenwesens).

<sup>2</sup> Wie weit die Klagen berechtigt sind, daß auch einzelne Depositinkassen der Großbanken den Umfang der durch sie vermittelten Wertpapiergeschäfte

es trotzdem ein dringendes Gebot der mit großer Macht ausgestatteten Großbanken sein, die Ansprüche in dieser Beziehung noch höher zu schrauben. Solange man mit 15 000 bis 20 000 Mk. Anzahlung Wertpapiere im Betrage von 100 000 bis 200 000 Mk. kaufen kann, vielleicht dem Vielfachen seines wirklichen Vermögens, solange wird für die Börse stets die Gefahr ungerechtfertigter Paniken, in deren Verlauf das Publikum großen Schaden erleidet, bestehen bleiben. Eine allgemeine Vereinbarung der Großbanken, etwa auf der Grundlage der sog. Berliner Stempelvereinigung, bei Ankäufen mindestens 40 bis 50 % des Kurswertes und nicht wie bisher 10 bis 20 % des Nennwertes der Papiere als Einzahlung zu fordern, würde eine sehr bedeutende Gesundung des Wertpapiergeschäfts bedeuten und erheblich besser wirken als alle gesetzlichen Maßnahmen, die diesem Ziel nur indirekt beikommen wollen<sup>1</sup>. Wiederum eine dankenswerte Aufgabe für den Zentralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes, wenn er eine solche Vereinbarung der nur die Berliner Großbanken und Bankers umfassenden Stempelvereinigung für die Gesamtheit der Banken und Bankers im deutschen Reiche zustande bringen würde.

---

durch allzu leichte Einräumung von Spekulationskredit zu vergrößern bestrebt sind, ist im Einzelnen nicht nachzuprüfen.

<sup>1</sup> Nach der Börsengesetznovelle vom 8. Mai 1908 werden in Höhe der gestellten Sicherheiten auch für nichtterminhandelsfähige Personen Verbindlichkeiten aus Termingeschäften begründet. Hierzu heißt es in der Begründung zu dem Gesetzentwurf: „Die Unmöglichkeit, eine Verpflichtung zu nachträglicher Ergänzung der Sicherheit zu begründen, wird von selbst dahin führen, daß ausgiebige Sicherheiten beansprucht werden, eine übermäßige Kreditgewährung also nicht zu befürchten ist. Da mit der Erregung des Marktes die Sicherheiten wachsen müssen, so wird sich gerade in Zeiten der lebhaftesten Spekulation die Grenze derer, die zur Beteiligung am Terminhandel zugelassen werden, immer enger ziehen, die Gefahr, welche der Entwicklung des Marktes durch die Beteiligung Unberufener erwachsen kann, sich also selbsttätig abschwächen.“

Diesen Ausführungen stellt L. Eschwege (Das vergessene Kassageschäft in „Die Bank“, Januar 1908, S. 14) mit Recht die Frage gegenüber, warum man diese durchaus zutreffenden Grundsätze nicht auch auf das Kassageschäft auf Kredit übertrage, an dem sich doch das große Publikum, also gerade das schutzbedürftige Element, in erster Linie beteiligt.

---

## II. Die börsentechnischen Faktoren der Preisbildung.

### Im Termingeschäft<sup>1</sup>.

a) **Die Engagementsverhältnisse.** Neben den mannigfaltigen persönlichen Faktoren wirken auch solche auf die Preisbildung ein, die sich aus der jeweiligen Gestaltung der inneren Börsenzustände ergeben. Hierbei kommen in erster Linie die Positions- bzw. Engagementsverhältnisse in Betracht. Um ihre Bedeutung besser ermessen zu können, sind einige Worte über die Engagementsverhältnisse im allgemeinen voranzustellen.

Bei jedem Geschäftsabschluß stehen sich Käufer und Verkäufer gegenüber; „wo ein Käufer ist, muß auch ein Verkäufer sein, und umgekehrt“. Mit Rücksicht auf die Beweggründe, die die handelnden Personen in die Stellung eines Käufers oder Verkäufers bringen, sind jedoch für die Marktverhältnisse sehr wichtige Unterschiede vorhanden. Im reinen Kassageschäft, bei dem es sich um Barzahlung wie um wirkliche Lieferung und Abnahme der Stücke handelt, wird der Käufer Besitzer der Stücke; er hat also stets ein Interesse an einer Aufwärtsbewegung der Kurse. Der Verkäufer hat durch den Verkauf irgend ein Interesse an der Kursentwicklung nicht mehr, wenigstens nicht für die verkauften Stücke. In der Praxis können sich jedoch diese Unterschiede verwischen. Denn der Stückbesitzer kann seine Stücke auch in der Hoffnung verkaufen, sie später wieder billiger zurückzukaufen. Er hat die Absicht, sich der Stücke nicht endgültig zu entledigen, sondern nur eine von ihm erwartete Kursbewegung durch Ver- und Wiederankauf von Papieren auszunutzen. Aber für den Markt ist wichtig, daß er diese Absicht nicht ausführen muß; sie gehört nicht zum Bestandteil seines Engagements; dieses ist mit dem Verkauf der Stücke erledigt.

Auch beim Termingeschäft kann zunächst der Käufer ein Haussier sein, der wie der wirkliche Stückbesitzer — ein solcher kann er durch die Abnahme der Stücke am Lieferungstage werden — an einer Aufwärtsbewegung der Kurse interessiert ist. Der dem Termingeschäft eigentümliche Blankoverkäufer hat dagegen ein Interesse an fallenden Kursen, weil er die in Blanko verkauften

<sup>1</sup> Über die für die Preisbildung wichtigen Unterschiede zwischen dem Termin- und Kassageschäft vergl. Einleitungsworte zu dem Kapitel: Banken und Bankers als Geld- und Kreditgeber im Wertpapiergeschäft oben S. 62.

Papiere billiger zurückkaufen, „sich eindecken“ will. Dieser Rückkauf bildet aber einen notwendigen Teil seines Engagements, ohne diesen bleibt er mit der Erfüllung seiner Verbindlichkeiten im Verzug. Für die Preisbildung ist dieses Schweben der Erfüllung von erheblicher Bedeutung. In diesen beiden Fällen stehen sich also zwei Parteien gegenüber, die an der Kursentwicklung ein entgegengesetztes Interesse haben. Das wird vielfach als eine das Termingeschäft kennzeichnende, regelmäßig vorhandene Erscheinung angesehen und als vorteilhaft für die Preisbildung im Termingeschäft hervorgehoben.

In der Wirklichkeit komplizieren sich diese Verhältnisse durch das Ineinandergreifen von beendeten und neuen Engagements sowie durch das Hinzukommen der wirklichen Stückebesitzer, der Kapitalisten. Zunächst kann der Käufer im Termingeschäft ein sich deckender Leerverkäufer sein. Er beendet dadurch sein Geschäft, hat also kein Interesse mehr an der Kursgestaltung, zum mindesten keines an einer Steigerung der Kurse, obwohl er nach außen hin als Käufer auftritt. Allerdings glaubt er an eine Kursbewegung nach oben, denn sonst hätte er den Deckungskauf noch hinausgeschoben. Der Verkäufer im Termingeschäft kann außer dem eigentlichen Blankoverkäufer sowohl ein realisierender Haussier, der sich durch den Verkauf glatt stellt, als auch ein Besitzer wirklicher Stücke sein, der sich seiner Aktien durch einen Terminverkauf entledigt.

Hieraus folgt, daß sich auch im Termingeschäft zwar Käufer und Verkäufer, wie eingangs bemerkt, stets gegenüberstehen, daß sie aber nicht in allen Fällen Vertreter zweier sich bekämpfenden Gruppen darstellen müssen. Es können daher sowohl ausschließlich oder überwiegend Baisseengagements als auch Hauseengagements und natürlich auch Hause- und Baisseengagements zu gleicher Zeit bestehen. Wie jede diese Konstellation auf die Preisbildung wirkt, wird unten zu erörtern sein.

Eine zweite, nicht minder wichtige Frage ist die der Verteilung der Engagements auf die verschiedenen, an der Preisbildung beteiligten Personen. Ganz allgemein ist vorher zu bemerken, daß das große Publikum von dem Blankoverkauf nur selten Gebrauch macht. Überall kehrt die Behauptung wieder, die auch durch die Erfahrung allgemein bestätigt wird, daß das Publikum in ganz überwiegendem Maße nach oben spekuliert. Es scheint, als ob sich die große Menge nicht in dem Gedanken zurechtfinden kann, etwas zu verkaufen, was sie nicht besitzt, obwohl ein Rückkauf an der Börse stets möglich ist. Freilich ist die Baissepekulation

mit größeren Schwierigkeiten verknüpft als die Haussespekulation, — worauf unten näher einzugehen sein wird<sup>1</sup> — deshalb ist es vielleicht ganz gut, wenn sich das Publikum, das nicht selbst im Markte steht, von ihr fernhält. Das Publikum ist dagegen der eigentliche Träger der Haussespekulation. Das gleiche Interesse haben die Großbanken, die die Papiere schaffen und zum Teil noch besitzen. Sie stehen sogar der Baissepekulation im allgemeinen feindlich gegenüber, da ihnen mit einer Entwertung der Papiere durch Kursrückgänge nicht gedient sein kann.

Die Rolle der Baissepartei übernimmt in der Hauptsache die berufsmäßige Spekulation. Das ist aber nicht so zu verstehen, daß sie ausschließlich oder zu einem Teil nun immer als Baissier tätig ist. Die berufsmäßige Spekulation operiert vielmehr nach oben wie auch nach unten, ausschlaggebend für die Richtung ihres Handelns sind allein die besten sich jeweils darbietenden Gewinnaussichten. Sie ist deshalb die beweglichste Gruppe, die jederzeit nach der einen oder andern Seite hin Anregung zum Handeln sucht. Auch nach den Personen ist innerhalb der berufsmäßigen Spekulation keine dauernde Scheidung in Baissiers und Haussiers wahrzunehmen<sup>2</sup>. Wiederholt ist es aufgefallen, daß dieselben Personen, die an einem Tage als Haussiers auftraten, am nächsten Tage schon die mutigsten Baissiers waren. Allerdings gibt es an der Börse auch Personen, die grundsätzlich nicht fixen, und ebenso sind an der Börse einige wenige Spekulanten als „ewige“ Fixer bekannt. Diese gehen von der Voraussetzung aus, daß über kurz oder lang doch einmal ein Rückschlag eintreten wird, auf den sie auf alle Fälle vorbereitet sein wollen. Daß hierzu aber in reichlichem Maße Nerven, Geduld und Geld gehören, um die Kursentwicklungen auch längere Zeiträume hindurch aushalten zu können, braucht kaum gesagt zu werden. Sonst ist es auch einleuchtend, daß eine unbedingt günstige Nachricht im allgemeinen nur in einem Sinne zum Handeln anregen wird. Allerdings kann die Nachricht neben dem Kauf des Haussiers und dem Deckungskauf des Baissiers einen anderen Spekulanten zu Blankoabgaben veranlassen. Wenn dieser selbst auch an eine Kurssteigerung glaubt, so rechnet er schon mit den über kurz oder lang erfolgenden Realisierungen, mit denen sich Kursrückgänge einstellen können. Hier steht also der als kurzsichtig eingeschätzten Hausse-

<sup>1</sup> Vergl. S. 88.

<sup>2</sup> R. Ehrenberg a. a. O., S. 28, macht darauf aufmerksam, daß schon Mirabeau bemüht gewesen ist, die Ansicht von dem Bestehen einer ständigen Hausse- und Baissepartei zu berichtigen.

spekulation eine langfristig gedachte Baisse spekulation gegenüber, ein Fall, der in den mannigfältigsten Abstufungen an der Börse vorkommt.

Eine Folge dieser großen Beweglichkeit der berufsmäßigen Spekulation ist, daß sie unter Umständen plötzlich oder allmählich ins Lager der Gegenpartei übergeht, nämlich sobald sie merkt, daß sie die Kurse nicht mehr zu halten vermag und ihre Geschäfte allem Anscheine nach mit Verlust enden werden. Das wird nicht immer beachtet, obwohl dieses „Drehen“ gar keine seltene Erscheinung ist und für die Preisbildung eine erhebliche Rolle spielt. Beim Drehen deckt sich der Baissier und geht im nämlichen Augenblick ein Haussengagement ein; es findet also ein verstärkter Kaufandrang statt. Ebenso umgekehrt, wenn der Haussier dreht: er verkauft und engagiert sich weiter nach unten, mit der Wirkung, daß sich der Verkaufsandrang verdoppelt. Dieses Drehen ist jedoch nicht immer so einfach möglich; denn sobald die Gegenpartei von der Absicht Wind erhält, erschwert sie es, indem sie mit den erforderlichen Gegengeschäften zurückhält oder nur zu wesentlich veränderten Kursen dazu bereit ist.

Soviel über die Engagementsverhältnisse im allgemeinen. Folgende, dem typischen Börsenverlauf entnommene Gruppierung der Engagements ist als charakteristisch hervorzuheben:

1. Die berufsmäßige Spekulation ist nach oben engagiert: einseitige Haussengagements an der Börse.
2. Neben der berufsmäßigen Spekulation ist das Publikum nach oben engagiert, ein Teil der ersteren ist zur Baissepartei übergegangen: geteilte Engagements.
3. Die berufsmäßige Spekulation und das Publikum sind nach oben engagiert: einseitige Haussengagements.
4. Die berufsmäßige Spekulation tritt als Baissepartei dem Publikum, das nach oben engagiert ist, gegenüber: geteilte Engagements.
5. Die berufsmäßige Spekulation ist nach unten engagiert: einseitige Baisseengagements an der Börse.
6. Die Börse ist frei von nennenswerten Engagements.

Naturgemäß ist die Verteilung der Engagements auf die an der Spekulation beteiligten Personen und Gruppen, wie sie im vorstehenden abgerundet aufgestellt worden ist, in der Wirklichkeit kaum jemals so scharf durchgeführt und noch viel weniger in dieser Weise immer genau zu erkennen. Dazu sind die Engagementsverhältnisse, allerdings mehr im einzelnen, viel zu sehr Verände-

rungen unterworfen, Veränderungen, die sich von Tag zu Tag, ja von Stunde zu Stunde vollziehen können, die sich aber auch unter Umständen trotz aller darauf verwendeten Bemühungen erst in längerer Zeit durchzusetzen vermögen. Dazu kommt noch, daß die Engagements der verschiedenen Spekulationsmärkte, deren Papiere nicht genau denselben Preisbestimmungsgründen unterworfen zu sein brauchen (z. B. Bankaktien und Industrieaktien), vielfach ineinander übergreifen und so die Engagementsverhältnisse im ganzen weiter verwickelt machen. Trotzdem lassen sich die oben gegebenen Gruppierungen bei einiger Aufmerksamkeit aus den verschiedenen Stadien der Börsenentwicklung in großen Zügen herauslesen und beobachten, sodaß es möglich wird, ein klares Bild von diesen für die Preisbildung nicht minder wichtigen Faktoren zu entwerfen.

Um die Betrachtungen nicht gleichsam in der Luft<sup>1</sup> schweben zu lassen, werden die Börsenereignisse der Jahre 1888 bis 1896, die erst im nächsten Teil (B.) beschrieben werden, auch den folgenden Ausführungen bereits zugrunde gelegt.

**1. Einseitige Hauseengagements an der Börse.**  
 Nach einer Börsenkrisis ist das Publikum infolge der großen Verluste, die es durch die Kursrückgänge erlitten hat, und angesichts der mangelnden Aussichten auf eine Besserung der Börsenverhältnisse lange Zeit hindurch abgeneigt, sich am Börsengeschäft zu beteiligen. Diejenigen Privatspekulanten, die ihre stark entwerteten Papiere nicht verkaufen wollen oder während der Krise nicht zum Verkauf gedrängt worden sind, nehmen die Papiere ab, indem sie das hierzu erforderliche Kapital aus anderen Anlagen herausziehen oder ihre Ersparnisse zur Bezahlung der Aktien verwenden, um letztere dann bis zur nächsten „Börsenkampagne“ durchzuhalten.

<sup>1</sup> Mit den folgenden Ausführungen wird die vielumstrittene Frage nach der Einwirkung des Terminhandels auf die Preisbildung angeschnitten. Die unbefriedigende Lösung dieser Frage in der Literatur liegt, wie schon in der Einleitung betont, in dem weitverbreiteten Fehler, engbegrenzte Einzeltorgänge in ungerechtfertigter Weise einfach zu verallgemeinern. In besonderem Maße leiden auch hierunter die sonst so scharfsinnigen Ausführungen von Michaelis (Die wirtschaftliche Rolle des Spekulationshandels, Volkswirtschaftliche Schriften, Berlin 1873, II. Bd.), die bekanntlich geradezu auf eine Verherrlichung des Terminhandels hinauslaufen und nachhaltigsten Einfluß auf die Literatur gewonnen haben.

Das im Text angezogene Tatsachenmaterial, das der dort gegebenen Darstellung zugrunde liegt, bezieht sich dagegen auf eine sorgfältige, von Tag zu Tag vorgenommene Verfolgung der Börsenentwicklung über einen Zeitraum von mehr als fünfzehn Jahren. Vergl. unten Teil B.

Das Börsengeschäft „verödet“ auf diese Weise, und nur die berufsmäßige Spekulation ist tätig. Sie geht, nachdem die Kurse durch Blankoverkäufe weidlich gedrückt worden sind, und kein Material mehr aus dem Publikum an den Markt gelangt, allmählich wieder mit Käufen vor, um sich nach oben zu engagieren. Sie stützt sich dabei auf den alten Erfahrungssatz, daß, wie die Zeiten der Hochkonjunktur nicht ewig dauern, so auch eine Besserung der wirtschaftlichen Verhältnisse endlich einmal wieder eintreten muß, von der eine Rückwirkung auf die Börse nicht ausbleiben kann. Während in der neueren Zeit auch ein Teil des Publikums, und zwar vorzugsweise des oben<sup>1</sup> mit „Eingeweihten“ bezeichneten Teiles desselben, diese Gelegenheit benutzt, um die Aktien an sich guter Gesellschaften zu billigen Preisen aufzukaufen, war früher das unablässige und eifrige Bemühen der Berufsspekulation zu beobachten, wie sie die geringsten Anzeichen einer Besserung oder sogar eines Stillstandes der Abwärtsbewegung dazu benutzte, sich nach oben zu engagieren. Auf diese Weise sammeln sich zu Beginn eines kommenden Aufschwungs langsam große Hauseengagements in den Händen der berufsmäßigen Spekulation an. Die Verkäufer sind in der Hauptsache die großen Banken, die einen Teil des zur Zeit des Rückschlages an den Markt gelangenden Materials aufgenommen haben, oder die schon seit langer Zeit auf eine geringe Kursbesserung wartenden Privatspekulanten, die die erste Gelegenheit zu einem Verkaufe benutzen.

Eine solche Verteilung der Engagements bewirkt, daß Verkäufe ständig den Markt stark drücken — so lange sich das große Publikum dem Börsengeschäft noch fern hält. Eine weitere Aufwärtsbewegung ist unter solchen Umständen nicht leicht möglich, da es an neuen Käufern fehlt. Infolgedessen wirkt auch eine günstige Nachricht nur wenig auf die Kurse ein. Sollte beispielsweise durch eine günstige Nachricht einige Kauflust im Publikum entstehen, dann wird sie von der Spekulation eifrigst und ohne Aufsehen zu Verkäufen benutzt.

Andererseits wirken ungünstige Nachrichten heftiger auf die Kurse ein, weil sich die Spekulation immer noch wegen der Un gewißheit der Wirtschaftslage leicht geneigt zeigt, zu verkaufen. Diese Verfassung des Marktes wird denn auch von tatkräftigen Baissespekulanten benutzt, um die Hauseengagements zur Lösung zu bringen (Positionsspiel). Es tritt deshalb das Bestreben zu Tage,

---

<sup>1</sup> Vergl. S. 24.

ungünstige Nachrichten nicht aufkommen zu lassen, vielmehr durch starke Ausschmückung der in günstigem Sinne zu deutenden Meldungen das Publikum zum Eingreifen zu bewegen. Gegen plötzliche und unvorhergesehene Ereignisse ist naturgemäß eine mit einseitigen Haussengagements überladene Börse am wenigsten gesichert, da nur mit überstürzten Verkäufen zu rechnen ist. Das weiß auch die Berufsspekulation selbst sehr wohl, und sobald sie zur Erkenntnis ihrer Lage kommt<sup>1</sup>, verfällt sie in gedrückte Stimmung. Sie sucht deshalb nach einem Ausweg. Der beste ist die Heranziehung des Publikums, das die Engagements übernimmt und weiterträgt. Es ist aber eine alte Börsenweisheit, daß das Publikum nur dann zum Spekulieren Lust verspürt, wenn sich die Börse in einer günstigen Verfassung befindet. So lange das Publikum sinkende Kurse sieht, glaubt es an kein Ende des Rückgangs, fangen aber die Kurse an zu steigen, dann will niemand den Anschluß an den von der Börse ausgehenden Goldregen versäumen. Deshalb wird auch von der Spekulation immer und immer wieder das Lockmittel von der „Festigkeit der Kurse“ angewendet, um das Publikum zum Eingreifen zu bewegen. Unterstützt wird diese Absicht durch entsprechende Zeitungsnotizen und geeignete Ratschläge von Seiten der Bankers. Wagt sich endlich, nach langen Bemühungen, das Publikum mit Käufen heran, so ziehen die hierdurch hervorgerufenen Kurssteigerungen immer weitere Kreise an, währenddessen die berufsmäßige Spekulation sich zum ersten Male ihres Besitzes entledigt.

2. Mit dem Hinzutreten des Publikums beginnt dann an der Börse ein fortgesetzter von der Spekulation mit allen Mitteln herbeigeführter Szenenwechsel, der sich in den mehr oder minder großen Schwankungen der Kurse widerspiegelt. Die rastlos tätige und vorwärts tastende Spekulation ergreift alle sich darbietenden wirtschaftlichen und außerwirtschaftlichen Zeichen, um die Kursbewegung weiter in ihrem Sinne zu beeinflussen. Ein Teil der Spekulation geht aber schon bald, auf Grund der anwachsenden Haussengagements des Publikums zu Baisseengagements über, in der Erwartung, daß die jetzigen Haussiers aus irgend welchen Gründen zur Lösung ihrer Engagements schreiten werden, noch ehe sich eine neue Käuferschicht an der Börse einstellt. Besonders außerwirtschaftliche Vorgänge, die auf die Marktlage im

<sup>1</sup> Überhaupt ist das Streben der Spekulation ständig darauf gerichtet, sich genaue Kenntnis von der jeweiligen Verteilung der Engagements an der Börse zu verschaffen. Über die wachsende Schwierigkeit vergl. oben S. 59.

ganzen ungünstig einwirken können, wie vor allem politische Verwicklungen, sind in solchen Zeiten geeignet, die Baissepositionen zu fördern. Naturgemäß ist diese Spekulation eine recht gewagte Sache. Tritt das gefürchtete Ereignis nicht ein, oder kommen sogar weitere Käufe des Publikums heraus, dann sieht sich die in die Enge getriebene Baissepartei zu Deckungen veranlaßt und geht möglicherweise ganz oder zu einem Teil ins Lager der Gegenpartei über.

Bei einer solchen Verfassung der Börse steht die Preisentwicklung tatsächlich eine Zeitlang unter der Kontrolle zweier sich gegenüberstehenden Parteien. Gegen große Kursschwankungen, besonders nach unten, ist die Börse dann am besten geschützt. Denn das durch ungünstige Nachrichten an den Markt kommende Material wird leicht von den Baissiers aufgenommen, die sich untereinander durch entsprechende Deckungen zuvorkommen wollen. Ebenso sind die Haussiers geneigt, bei einer solchen im Augenblick ungewissen Marktlage, die auf Grund von günstigen Nachrichten einsetzende Kauflust ihrerseits zu Verkäufen zu benutzen. Hierdurch bestätigt sich die Ansicht derer, die behaupten, daß der Terminhandel durch die ihm innewohnende Möglichkeit, über den wirklichen Stückevorrat und -besitz hinaus zu kaufen und zu verkaufen, die Preisbildung verfeinere und ergiebiger mache. Aber diese Tatsache trifft nur unter den im vorstehenden umschriebenen Voraussetzungen zu, nämlich nur dann, wenn die Verteilung der Engagements auf die beiden Hauptgruppen, Spekulation als Baissiers und Publikum als Haussiers, eine ungefähr gleichmäßige ist. Und wichtig ist, daß diese Verfassung des Marktes durchaus nicht lange vorzuhalten braucht.

Droht nämlich die Baissespekulation aus den schon erwähnten Gründen unglücklich zu verlaufen, und findet deshalb ein „Drehen“ statt, so wird die Preisbildung in nachhaltiger Weise davon berührt. Zunächst tragen die von den Blankoverkäufen noch ausstehenden Deckungskäufe dazu bei, den ersten und mächtigsten Anstoß zur Steigerung der Kurse zu geben. Merkwürdigerweise machen nämlich diese Deckungskäufe gewöhnlich einen größeren Eindruck auf die Börse als einfache Käufe, die man auch zum Unterschied hiervon Meinungskäufe nennt. Eine Erklärung dürfte darin zu finden sein, daß die Hausepartei, sobald sie von der Absicht der anderen Partei erfährt, mit Verkäufen zurückhält, weil sie ganz genau weiß, daß die in die Enge getriebene Baissepartei zur Erledigung ihrer Verpflichtungen unbedingt kaufen muß, während die übrigen Käufer

nur kaufen wollen, mithin von der Verwirklichung dieser Absicht auch ablassen können. Ferner kommt hinzu, daß es in der Regel mit dem Deckungskauf nicht allein getan ist; der Baissier dreht sich, d. h. er kauft denselben oder einen anderen Betrag noch hinzu, um durch die erwartete Kurssteigerung den Verlust, der möglicherweise mit der Baissepekulation verbunden war, wieder einzubringen. In diesem Augenblick verwandelt sich also die ausgleichende Wirkung der Baissepekulation in ihr Gegenteil: plötzliche Aufwärtsbewegung der Kurse. Daher heißt eine alte Börsenregel: ohne Baissepositionen — keine Aufwärtsbewegung der Kurse.

Je größer die Beteiligung des Publikums wird und je höher die Kurse steigen, um so mehr ist die berufsmäßige Spekulation bestrebt, sich wieder zurückzuziehen. Sie fürchtet, daß bald ein Rückschlag kommen wird, dessen Anstoß nicht aus einem Umschwung in der industriellen Entwicklung hervorzugehen braucht, sondern auch von seiten der Börse bald bekannt werdenden übertriebenen Kreditspekulation kommen kann. Sie fädelt deshalb von neuem Baisseengagements ein, — ein Teil derselben von kapitalkräftigen Spekulanten auch langfristig gedacht, — um nunmehr bei einer Rückwärtsbewegung von neuem zu gewinnen. In den 1880 er Jahren kam der berufsmäßigen Spekulation dabei zustatten, daß sie zum größten Teil aus den Bankers bestand, die als Kreditgeber in die Engagements- und Kreditverhältnisse eines großen Teils des spekulierenden Publikums Einblick hatten und auf Grund dieser Kenntnis entsprechende Gegengeschäfte vornehmen konnten. Auf diese Weise entstanden bis zum eigentlichen Höhepunkt der Börsenkurse, anknüpfend an irgend welche Ereignisse, fortlaufend heftige Kämpfe um die weitere Preisentwicklung, die vielfach zu mehr oder minder schweren Krisen führten.

3. Es kann aber auch der Fall eintreten, daß die wirtschaftliche Entwicklung dem Publikum recht gibt, und die Aussicht auf glänzende Gewinnerträge die Käuflust weiterer Schichten des Publikums steigert. Die Kurse gehen sprungweise in die Höhe, die Baissepekulation hat erhebliche Verluste. Die Kreditspekulation ist aufs äußerste angespannt, aber die Wirtschaftslage ist gut. Einsichtsvolle Spekulanten sehen die Lage für kritisch an und ziehen sich zurück. Obwohl sie sicher sind, daß eine Baissepekulation einzig und allein am Platze ist, halten sie sich doch von dieser in der richtigen Erkenntnis zurück, daß ihr „kühl abwägender“ Verstand gegen die „brutale Macht des blindlings draufloskaufenden Publikums“ nichts auszurichten vermag. Wagemutige Spekulanten dagegen, denen

dies ebenfalls nicht unbekannt ist, schließen sich trotzdem den Käufen des Publikums an, um an den — nach ihrer Ansicht zwar ungerechtfertigten, aber doch sicherlich weiter eintretenden — Kurssteigerungen zu verdienen. Sie glauben, sich noch so rechtzeitig zurückziehen zu können, daß sie nicht zu den letzten gehören werden, die nachher auf den höchsten Kursen festsitzen. So kommt es, daß alles „an einem Strang zieht“, Berufsspekulation und Publikum sind einseitig nach oben engagiert. Eine sich dem Beobachter zunächst aufdrängende Frage ist: wer sind unter solchen Marktumständen die Verkäufer? In erster Linie kommen naturgemäß die Banken in Betracht, die vollkommen ausverkauft haben und damit manchen alten Ladenhüter losgeworden sind. Ferner pflegen aber auch viele Aktionäre, die sog. festen Hände, Material abzustoßen, um die ihnen durch die Kurssteigerungen zugetragenen Gewinne sicherzustellen. Vereinzelt werden endlich auch Baisseengagements eingegangen worden sein, die als Gegengeschäfte zu den starken Käufen gedient haben.

Für den Markt ist eine solche Verteilung der Engagements die denkbar ungünstigste<sup>1</sup>. Es genügt ein geringer Anstoß, um das künstliche, durch Prolongationskredit aufgetürmte Spekulationsgebäude ins Wanken zu bringen. Gelangen aus irgend welchen Gründen, z. B. Schwierigkeiten am Prolongationstermin, die umfangreichen Hausseengagements zur Lösung, so fehlen die Käufer, da alles mit Engagements überladen ist. Das Gefährliche dieser Marktverfassung besteht aber darin, daß zuerst die berufsmäßigen Spekulanten Angst bekommen und möglichst schnell nach Glattstellung ihrer Hausseengagements zur Baisse spekulation überzugehen versuchen. Können diesem verstärkten Angebot von Seiten der übrigbleibenden Haussiers, die zumeist im Publikum zu suchen sind, keine neuen Käufe gegenübergestellt werden, dann ist die Wirkung auf die Kurse eine fürchterliche. Der Kursrückgang kommt erst zum Stillstand, wenn die Baissiers an eine Übertreibung glauben und anfangen, sich einzudecken. Die Anhäufung und das schließliche Überwiegen der Hausseengagements hat von jeher als der Ausgangspunkt der meisten Börsenkrisen gegolten. Auch hier erfüllt also der Terminhandel seine Funktionen schlecht: der stark vergrößerte Markt bewirkt durch die Einseitigkeit der Käufe eine Übertreibung der Kursbewegung, und nachher fehlt die „fallschirmartig wirkende“

<sup>1</sup> Ihren sichtbaren Ausdruck findet diese Verteilung der Engagements in den hohen Reportsätzen, die für die Schiebung der Engagements am Monatsende von der Spekulation zu zahlen sind.

Kontremine, die die Kurse aufhalten soll. Vielmehr trägt die allzeit rührige Spekulation durch ihr Drehen dazu bei, die Börsenlage zu verschlimmern.

4. Der Fall, daß sich die Hausesengagements in Händen des Publikums befinden, und gleichzeitig die berufsmäßige Spekulation Trägerin der Baisseengagements ist, wurde oben (S. 82) schon gestreift. Die Erfahrung zeigt, daß sich die Ansichten der Börse und die des Publikums in Bezug auf die Weiterentwicklung der Kurse im Laufe einer Aufschwungsperiode wiederholt schroff gegenüberstehen. Hat während einer kürzeren oder längeren Zeit eine Steigerung der Kurse stattgefunden, so findet die Berufsspekulation bald wieder, daß der Höhepunkt der Entwicklung überschritten ist, oder daß die Kreditspekulation eine — nach ihrer Meinung — allzu starke Ausdehnung angenommen hat. Infolgedessen läßt sich auch die obige Verteilung der Engagements in verschiedener Ausdehnung und Stärke zu wiederholten Malen im Laufe der Börsenentwicklung feststellen. Scharf in die Erscheinung tritt sie endlich, wenn die Krise tatsächlich eingetreten ist und das Publikum freiwillig und unfreiwillig zum Verkauf seiner Papiere schreitet.

Diese Zeiten gehören regelmäßig zu den bewegtesten. Denn sobald es als einigermaßen sicher gilt, daß sich die wirtschaftliche Lage wirklich verschlechtert, und somit die Aktionäre auf längere Zeit hinaus mit schlechteren Erträgnissen der Industriegesellschaften rechnen müssen, kennt der Übereifer der Berufsspekulation in der Spekulation nach unten ebensowenig eine Grenze, wie zuzeiten des wirtschaftlichen Aufschwungs nach oben. Jede ungünstige Nachricht, die Verkäufe des Publikums an den Markt bringt, wird an der Börse mit neuen Blankoabgaben beantwortet, was zu weiteren Kursrückgängen führt. Andererseits rufen, wenn das Publikum mit der Lösung seiner Engagements, „den Verkäufen“, zurückhält, die dadurch veranlaßten Deckungskäufe der Spekulation leicht Kurserhöhungen hervor, so daß von Tag zu Tag große Kurschwankungen zu verzeichnen sind. Jedenfalls wird aber das Kursgebäude in kurzer Zeit so weit abgetragen, daß die in Aussicht stehenden finanziellen Mindererträgnisse der Aktien vielleicht auf Jahre hinaus vorweggenommen sind. Erst dann beginnen die den Blankoabgaben folgenden Deckungskäufe den sinkenden Kursen einen Halt zu geben, wenn sich die Kenntnis von der Größe des Umfangs, den die Baisse spekulation mittlerweile angenommen hat, an der Börse durchringt. Ist nämlich die Summe der vorverkauften

Aktien erheblich angewachsen, so muß der Blankoverkäufer mit den Schwierigkeiten rechnen, die sich in der nächsten Prolongation bei der leihweisen Beschaffung der Stücke einstellen können. Um diesen Schwierigkeiten zu entgehen, beeilt sich ein Teil der Spekulation, seine Verbindlichkeiten nach Möglichkeit vorher durch Kauf glattzustellen. Die Folge hiervon ist dann aber in der Regel eine Festigkeit der Kurse, die sich der Außenstehende nicht immer zu erklären vermag.

Die Tätigkeit des Baissiers, Stücke vorzuverkaufen, gründet sich auf die rechnerische Voraussetzung, daß das Publikum über kurz oder lang aus vorauszusehenden Gründen Wertpapiere zum Verkauf bringen wird. Der Baissier muß also die Papiere dann verkaufen, wenn noch Kauflust vorhanden ist, damit er einen möglichst hohen Kurs für seinen Verkauf erzielt. Er will natürlich nicht, daß sein Verkauf einen Kurssturz bewirkt. Sieht er, daß sein Verkauf nur zu weichenden Kursen möglich ist, dann wird er ihn nur ausführen, wenn er glaubt, daß der Rückgang des Kurses anhalten wird. Insofern ist es richtig, wenn behauptet wird, daß der Blankoverkauf nicht die Kurse stürze, weil der Baissier zunächst Interesse an dem höchstmöglichen Kurse habe. Es wird hieraus auch ersichtlich, daß es nicht leicht ist, den richtigen Zeitpunkt zum Eingehen der Baissespekulation zu treffen. Dieser muß schon dort liegen, wo noch Hausseengagements eingegangen werden, sonst fehlen leicht die Käufer. Dazu gehört langjährige Erfahrung, Überblick über die Engagementsverhältnisse an der Börse und nicht minder guter Einblick in die Kreditverhältnisse des Publikums. Mit dem zu möglichst hohen Kursen gedachten Verkauf, der im Augenblick eine Kurssteigerung aufhält, entsteht aber ein Interesse an zurückgehenden Kursen, weshalb die Blankoverkäufer von dem Zeitpunkt des ausgeführten Verkaufes an mit allen Mitteln „nach unten arbeiten“. Das wird bei der Beurteilung des Blankoverkaufes nicht genügend beachtet.

Auch die Annahme ist falsch, daß bei dem Eintreten eines Kursrückganges für die schon bestehenden Engagements stets sofort der Deckungskauf vorgenommen wird, der den Kursrückgang aufhält. Nach den Umständen ist dies sehr verschieden, insbesondere richtet es sich nach den Gründen, die für den Kursrückgang bestimmend gewesen sind. Beispielsweise ist gerade bei einem Kurssturz anlässlich einer durch den Niedergang der Industrie herbeigeführten Krise zu beobachten, daß die Baissiers, die schon Engagements laufen haben, im Gegenteil mit neuen Blankoabgaben vorgehen, um

die ersten lohnender zu machen. Diese nachfolgenden Verkäufe konkurrieren dazu noch mit den Abgaben solcher Baissiers, die das Engagement erst einleiten. Mithin verstärkt sich das Angebot, und der dadurch hervorgerufene Kursrückgang kommt erst zum Stillstand, wenn die ersteren Baissiers an die Deckung ihres alten Engagements zu den durch ihre zweiten Verkäufe stark ermäßigten Kursen denken.

Da sich die Baissespekulation darauf gründet, daß zuguterletzt, nachdem die Engagements in den Kreisen der Berufsspekulanten hin und her geschoben worden sind, das Publikum zum Verkauf seiner wirklichen Stücke schreitet, so kann sie, wenn die Verkäufe des Publikums ausbleiben, naturgemäß leicht verlustbringend sein. Überhaupt ist die Baissespekulation mit weit größeren Schwierigkeiten verknüpft als die Haussespekulation. Wenn der Haussier nicht zu einem günstigen Kurse verkaufen kann, dann ist er in der Lage, sein Engagement am Monatsende zu prolongieren, wozu er sich nur das Geld zu beschaffen braucht<sup>1</sup>. In einer ungleich schwierigeren Lage befindet sich jedoch der Baissier in dem Fall, wenn er den Rückkauf nicht für angängig hält. Er muß dann in der Prolongation die Stücke liefern, und zwar ganz bestimmte Stücke, die immerhin in einer nur beschränkten Anzahl vorhanden sind. Wenn die Hause- und Baisseengagements ungefähr gleich verteilt sind, ist ein einfacher Ausgleich unter den Spekulanten an der Börse möglich. Anders aber, wenn die Baisseengagements überwiegen und sich in der Prolongation ein Stückemangel<sup>2</sup> bemerkbar macht. In solchen Fällen versuchen die Baissiers, sich die Stücke leihweise von den wirklichen Besitzern zu verschaffen, wobei sie aber mit der Möglichkeit rechnen müssen, daß diese ihre Bemühungen ohne Erfolg bleiben können. Diese ungünstige Lage der Baissiers verschlechtert sich um so mehr, je mehr die Stücke in einigen wenigen Händen konzentriert sind und je größer die Zahl der Stücke begehrenden Baissiers ist.

5. Dieser Zustand, ein seitige Baisseengagements, ist in der auf die Krise folgenden Zeit der Stockung anzutreffen. Die nach dem schnellen Rückschlag an der Börse nur langsam folgende Verschlechterung der industriellen Lage gibt den in die Zukunft

<sup>1</sup> Über die Verschiedenheiten an der Börse und im Kundschaftsverhältnis mit einer Bank vergl. oben S. 62.

<sup>2</sup> Auf das Vorhandensein eines Stückemangels ist zu schließen, wenn der in dem Satz für Deport verrechnete Zinssatz — unter Berücksichtigung der Eigenart des betreffenden Papiers — niedriger ist als die jeweilig sonst üblichen Zinssätze des Geldmarktes.

spähenden Spekulanten Veranlassung, ihr Heil lediglich in der Baisse zu suchen. Die Käufer sind die großen Banken, sich eindeckende Baissiers und endlich Privatspekulanten, die immer wieder glauben, daß der Tiefpunkt erreicht ist. Eine starke Anhäufung von Baissepositionen und gleichzeitiges Festhalten der Stücke dadurch, daß das Publikum nicht mehr verkauft, ruft eigenartige Wirkungen auf die Preisbildung hervor. So üben ungünstige Nachrichten einen nur geringen Einfluß auf die Kursgestaltung aus, weil schon bei kleinen Rückgängen des Kurses immer einige der zahlreichen Baissiers zu Deckungskäufen bereit sind. Wirkliches Material, das an den Markt kommen sollte, wird deshalb ohne jeden Kursdruck aufgenommen. Sprichwörtlich ist, daß in solchen Zeiten die Kurse nicht mehr nach unten zu bewegen sind.

Um so empfindlicher zeigt sich die Börse dagegen bei einer solchen Verteilung der Engagements, wenn günstige Meldungen umlaufen, die die Kauflust des Publikums anregen könnten. Kommen gar Käufe an den Markt, so entstehen leicht Kurssprünge nach oben, da keine Verkäufer im Markte sind und die Baissiers möglicherweise auch an den Deckungskauf denken. So können verhältnismäßig geringe Summen genügen, um die Kurse solcher Papiere, die sonst bei größeren Umsätzen nur kleine Schwankungen aufweisen, erheblich zu steigern. Diese nur aus der inneren Verfassung der Börse heraus zu erklärende Erscheinung bleibt dem großen Publikum meist unverständlich, um so mehr wird sie von den erfahrenen Berufsspekulanten benutzt, um das schon mehrfach erwähnte Positionsspiel herbeizuführen. Ein kapitalkräftiger Haussespekulant, der schon Engagements zu billigeren Kursen laufen hat, geht mit umfangreichen Käufen unter Aussprengung bestimmter Nachrichten vor und führt auf diese Weise eine Steigerung der Kurse herbei. Zahlreiche Baissiers, die den Gerüchten Glauben schenken, oder in ihren Engagements übertreten sind, d. h. Verluste haben, oder endlich Neigung zum Mitlaufen verspüren, decken sich und kaufen möglicherweise den gleichen Betrag noch einmal mit, um nach oben zu verdienen. Dadurch wird natürgemäß die Steigerung der Kurse unterstützt, und die Börse kann das Schauspiel erleben, daß sich der Industrieaktienmarkt in schönster Haussestimmung befindet, obwohl die wirtschaftliche Lage eine Änderung noch nicht aufzuweisen hat, ja die Nachrichten sich möglicherweise nicht als zutreffend herausgestellt haben. Inzwischen können aber die treibenden Personen längst wieder an den Schwarm der Mitläufer verkauft haben, die nun einstweilen auf den hohen Kursen festsitzen.

Hier hat also die Baissespekulation unzweifelhaft die Wirkung, daß sie aus sich heraus der endlosen Kursherabsetzung einen Damm entgegengesetzt und damit gleichzeitig den Boden für eine Hausebewegung auf das beste vorbereitet. Es ist aber durchaus unzulässig, diese Wirkung der Baissespekulation zu verallgemeinern und sie als die Wirkung überhaupt zu bezeichnen, wie es gewöhnlich der Fall ist. Wiederum nur unter der ganz bestimmten Voraussetzung, daß bei allgemeiner Depression die im Markt schwebenden Baisseengagements überwiegen, trifft die Behauptung zu, daß die Entwertung der Papiere von selbst durch die Deckungskäufe der Baisseiers aufgehalten wird. Allerdings bleibt die Frage offen, ob nicht die Kurse durch die Tätigkeit der Baissepartei weit unter ihren Wert getrieben worden sind, ob also nach der anderen Seite hin nicht schon eine starke Übertreibung stattgefunden hat, ehe der „Entwertung“ ein Ziel gesetzt wird.

6. Endlich ist noch der Fall zu erwähnen, daß nennenswerte Engagements im Augenblick überhaupt nicht bestehen, oder wenigstens nicht auf Seiten der Berufsspekulation. In Wirklichkeit wird eine solche Marktlage weniger häufig vorkommen und auch dann nur für kurze Zeit zu beobachten sein, nämlich wenn eine abwartende Haltung geboten ist. Im allgemeinen verläuft die Preisbildung bei dieser Verfassung der Börse ziemlich unruhig, weil keine Kräfte vorhanden sind, die schon bei kleineren Veränderungen eingreifen. Treten die die abwartende Haltung begründenden Ereignisse, die meist politische zu sein pflegen, ein, und nimmt die Spekulation daraufhin Geschäfte vor, so können die Kursschwankungen groß sein, weil mit einem Male alles in derselben Richtung vorgeht und im Augenblick Gegenkontrahenten fehlen. Insbesondere wird sich das in dem Falle fühlbar machen, wenn es ungünstig wirkende Ereignisse sind, die die Spekulation zu Blankoabgaben veranlassen und gleichzeitig im Publikum bestehende Hauseengagements zur Lösung bringen. —

Im Anschluß an die Engagementsverhältnisse ist hier noch kurz das Prämien geschäft zu berühren, das sowohl auf die Bildung der Engagementsverhältnisse wie auf die Preisgestaltung von Einfluß ist. Um die im einzelnen nur schwer zu erkennenden und nachweisbaren Beziehungen zu erfassen, ist es erforderlich, sich die Technik der Prämien geschäfte<sup>1</sup> zu vergegenwärtigen.

---

<sup>1</sup> Eine anschauliche Darstellung der Technik der Prämien geschäfte gibt Max Fürst in seinem Buche: Prämien-, Stellage- und Nachgeschäfte, Berlin 1908.

Das Prämiengeschäft charakterisiert sich — im Gegensatz zu den bisher behandelten (fixen-festen) Termingeschäften — als ein Termingeschäft mit einem Rücktrittsrecht auf Seiten des einen Konsortienten. Der Käufer einer Vorprämie erwirbt das Recht, zu einem vereinbarten Termin eine bestimmte Summe Wertpapiere zu einem bestimmten Preise zu fordern oder gegen Erstattung eines Reugeldes, der Prämie, von dem beabsichtigten Kauf zurückzutreten. Ist der Kurs des betreffenden Wertpapiers bis zu dem Tage des Ablaufes der Prämie gestiegen, so wird der Prämienkäufer auf der Lieferung der Papiere bestehen, da er sie zu einem höheren Preise wieder verkaufen kann, — wenn er sich der Stücke nicht schon früher zu einem vorteilhafteren Kurse entledigt hat. Ist der Kurs aber bis zu dem Tage des Ablaufes der Prämie gesunken, so zahlt der Vorprämienkäufer die vereinbarte Prämie und wird damit von der Übernahme der mittlerweile im Preise zurückgegangenen Papiere befreit. Der Verkäufer der Vorprämie ist dann die Papiere — wenn er sie besaß — nicht losgeworden, hat dafür aber die Prämie eingenommen und damit den Anschaffungswert seiner Papiere verbilligt, oder er ist — wenn er die Papiere nicht besaß — von ihrer Beschaffung entbunden. In gleicher Weise verhält es sich umgekehrt mit den — im ganzen aber weniger vorkommenden — Rückprämiengeschäften. Die Prämiengeschäfte charakterisieren sich also als Geschäfte mit beschränktem Verlustrisiko; sie sind deshalb besonders für solche Personen geeignet, die zum Abschluß von fixen Geschäften nicht den rechten Mut finden, und tragen dadurch nicht wenig zur Ausdehnung der Spekulation bei.

Die hohe Bedeutung dieser Geschäftsform für den Markt liegt aber darin, daß sie sich leicht mit anderen Geschäften vereinigen läßt und in Verbindung mit festen Geschäften oder Stellageschäften eine unendliche Fülle gegenseitiger Beziehungen und schwelender Engagements schafft. Wird z. B. gegen einen Kauf von Wertpapieren mit Vorprämiens eine gleich große Summe fest verkauft, so sind beide Geschäfte gleichwertig einem Verkauf derselben Summe mit Rückprämie<sup>1</sup>. Ebenso vollzieht sich die Umwandlung der Rückprämiengeschäfte in Vorprämiengeschäfte. Führt man die Gegengeschäfte zur Hälfte des im Prämiengeschäfte abgeschlossenen Wertpapierbetrages aus, so ergibt sich für die andere

---

<sup>1</sup> Vergl. die eingehende Erklärung und Erläuterung bei Max Fürst, a. a. O., S. 21.

Hälften des Betrages eine Stellage usw.<sup>1</sup> Die praktische Folge dieser Umwandlungsfähigkeit der Prämiengeschäfte ist, daß die Spekulanten — diese sind in der Regel die Käufer der Prämien, während die Gegenkontrahenten, die Verkäufer der Prämien, Warenbesitzer oder Makler sind, die auf der einen Seite Geschäfte fest abgeschlossen haben und auf der anderen Seite diese in Prämien- und Stellagegeschäfte zerlegen — daß die Spekulanten bei den geringsten Preisveränderungen als Käufer und Verkäufer im Markt erscheinen. Wie schon Michaelis<sup>2</sup>, aber auch sonst alle sachverständigen Kritiker des Prämiengeschäftes, wenn sie das letztere auch an sich als Spiel bezeichnen, mit Recht bemerken, liegt darin die große volkswirtschaftliche Bedeutung der Prämiengeschäfte, daß sie den gesamten Marktverkehr auf eine breitere Grundlage stellen und dadurch eine erhöhte Kaufs- und Verkaufsgelegenheit schaffen.

Will man den Einfluß der Prämiengeschäfte auf die Preisbildung feststellen, so wird das im Anschluß an Michaelis<sup>3</sup> wie folgt möglich sein. Wenn der Spekulant eine günstige Meinung für ein Papier hat, also an eine Kurssteigerung glaubt, aber doch zu einem unbedingten festen Kauf, dem Abschluß eines entsprechenden Termingeschäftes, noch nicht den rechten Mut hat, so lenkt der Kauf einer Vorprämie, die seinen etwaigen Verlust begrenzt, zunächst die Nachfrage vom eigentlichen Markt der Papiere ab, wodurch der Tagespreis von der Kaufabsicht des Spekulanten unberührt bleibt. Einen unmittelbaren Einfluß übt der Kauf der Vorprämie nur auf die Höhe dieser selbst aus, insofern als die Verkäufer der Vorprämien höhere Preise zu fordern bestrebt sind. Aber mittelbar wirkt sowohl die Tatsache des Prämienkaufs — wenn dieser bekannt wird — wie auch die Höhe der vereinbarten Prämie auch auf den Markt der Papiere ein, insofern sich die im Prämienmarkt obwaltende feste Stimmung dem Markt der Papiere mitteilt, wo sie sich schließlich zu festen Käufen verdichten kann.

Soweit hat also das Prämiengeschäft eine durch den festen Kauf mögliche Kursschwankung vermieden. Denn auch der Verkäufer der Prämie ist zunächst nicht mit einem festen Angebot im Markt erschienen; er hat sich nur einen um die Prämie erhöhten Verkaufspreis gesichert. Im weiteren Verlauf und unter Hineinbeziehung der auf Grund der gekauften Prämien möglichen zahlreichen Spekulationsgeschäfte werden zweifellos die Kursschwankungen

<sup>1</sup> Max Fürst, a. a. O., S. 39.

<sup>2</sup> Otto Michaelis, a. a. O., S. 35.

<sup>3</sup> Otto Michaelis, a. a. O., S. 42 ff.

der wirklichen Papiere wenn auch nicht ganz vermieden, so doch wesentlich dadurch gemildert, daß ständig Spekulanten bereit sind, nach der einen oder anderen Seite Geschäfte einzugehen. Freilich kann die durch den Prämienkauf zunächst bewirkte Ablenkung des Angebotes oder der Nachfrage nur eine aufgeschobene sein, in dem Falle nämlich, wenn die Kursveränderung größer als der Betrag der Prämie ist, der Prämienkäufer also auf der Abnahme der wirklichen Stücke besteht und gleichzeitig der Verkäufer der Prämie die Stücke nicht besitzt, also die Prämie zum Teil oder ganz in blanko verkauft hat. In diesem Falle wird der Verkäufer der Prämie, um seiner Lieferungsfrist nachkommen zu können, entweder schon während der Ablaufszeit im Markte fest gekauft haben, — wodurch der tatsächliche Kurs des Papieres beeinflußt worden ist — oder er wird mit der Besorgung der Stücke bis zum Ablaufstag der Prämie, dem sog. Prämienerklärungstage<sup>1</sup> warten, sei es, daß er jetzt kauft oder aber sich die Stücke im Wege des Reportgeschäftes zu leihen sucht. Da an dem Prämienerklärungstag das Prämengeschäft definitiv zur Erledigung kommt — eine Prolongation, wie beim Fixgeschäft gibt es nicht — und je nach der Kursveränderung entweder die Stücke bezogen bzw. geliefert werden müssen oder die Prämie bezahlt werden muß, so ist leicht einzusehen, daß an diesem Tage die sich aus dem Prämengeschäft ergebenden Verpflichtungen unter Umständen von nicht geringer Bedeutung für die Preisbildung werden können.

Haben z. B. im Laufe des Monats starke Prämienkäufe stattgefunden, und ist der Kurs inzwischen beträchtlich gestiegen, so bestehen am Tage der Prämienerklärung große Lieferungsverpflichtungen, die — wenn sie nicht auf Warenbesitzer entfallen — zu einem sog. Stückmangel führen. Die Situation ist dann dieselbe, als ob Leer verkäufe im Termingeschäft stattgefunden hätten, die nun zu regeln sind. Sind die Stücke nicht oder nur schwer im Wege des Reportgeschäftes zu haben, so bleibt nur noch der Ankauf der Stücke übrig, der eine preissteigernde Wirkung auf die Kurse auszuüben vermag. Ebenso umgekehrt, wenn viele Rückprämien verkauft worden sind und der Kurs gefallen ist. Dann erhält der Verkäufer der Rückprämie die Stücke geliefert, die er unter Umständen sofort zum Verkauf stellt. Hieraus wird es verständlich, wenn — wie sich dies nicht selten beobachten läßt — kurz vor Monatsschluß

<sup>1</sup> Der Prämienerklärungstag ist an der Berliner Börse regelmäßig der drittletzte Börsentag im Monat; er liegt demnach noch vor dem Abwicklungstag der eigentlichen Termingeschäfte.

in bestimmten Papieren Kursveränderungen nach der einen oder anderen Seite eintreten, für die im Augenblick keine äußeren Gründe vorzuliegen scheinen. In außergewöhnlichen Fällen können die durch das Prämiengeschäft hervorgerufenen börsentechnischen Faktoren sogar von recht großem Einfluß sein, nämlich dann, wenn ein ungünstiges Ereignis, z. B. drohender Krieg, das zu umfangreichen Verkäufen auf Grund laufender Prämien und Stellagegeschäften Veranlassung gegeben hat, schließlich ausbleibt und dann Rückkäufe in doppelten Beträgen getätigten werden.

Der Einfluß des Prämiengeschäfts auf die Preisbildung läßt sich also wie folgt kurz zusammenfassen: Angebot und Nachfrage, die sonst direkt auf den Kurs einwirken würden, werden durch das Prämiengeschäft zunächst abgelenkt, um entweder ganz unterzugehen — bei gleichgebliebenen Kursen — oder später vereinzelt im Laufe des Monats oder stößweise am Prämienerklärungstage auf die Kurse einzuwirken. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, daß die Bedeutung der Prämiengeschäfte überhaupt in den letzten Jahren beträchtlich zurückgegangen ist<sup>1</sup>. Zu hoher Blüte waren sie gelangt zu der Zeit, als noch eine starke Berufsspekulation<sup>2</sup> bestand, deren Führer sich zur Durchführung ihrer großen Spekulationen mit Vorliebe des Prämiengeschäfts bedienten. Als Gegenkontrahenten kamen damals in der Hauptsache die Maklerbanken in Frage, die auf Grund der bei ihnen sich vollziehenden Abschlüsse leicht die vielfachen Umwandlungen der Prämien-, Stellage- und Nochgeschäfte anwenden konnten. Heute hat sich der Umfang der Prämien geschäfte im Verhältnis zum gesamten Börsenverkehr und damit

<sup>1</sup> In jüngster Zeit haben dagegen die Prämiengeschäfte nach einer anderen Richtung hin wieder mehr die allgemeine Aufmerksamkeit auf sich gelenkt. So will man beobachten, daß das Publikum in steigendem Maße von seiten kleinerer, meist selbst nicht zur Börse zugelassener Bankers mit Offerten überschüttet wird, in denen die Eingehung von Prämiengeschäften unter den verlockendsten Bedingungen empfohlen wird. Aus dem Umstand, daß die offerierten Prämiensätze meist niedriger als die an der Börse notierten sind, will man schließen, daß diese Bankers keine Gegengeschäfte an der Börse vornehmen, sondern die Geschäfte in sich machen (bucket-shops). Sie rechnen damit, daß sich die Kursentwicklung zu Ungunsten des Publikums gestalten wird, in welchem Falle ihnen die Prämie, die ihnen schon vorher als Betriebskapital diente, endgültig zufallen wird. Stellt sich dagegen eine dem Publikum günstige Kursentwicklung ein, die womöglich durch einen plötzlichen Umschwung in der Börsenlage herbeigeführt worden ist, dann verfallen die Bankers leicht in Zahlungsschwierigkeiten, weil ihnen meist ein eigenes Kapital fehlt. (Beispiel: das Berliner Bankhaus Siegmund Friedberg im Jahre 1907.)

<sup>2</sup> Vergl. oben S. 5.

auch ihr Einfluß auf die Preisbildung bedeutend verringert, wobei es natürlich nicht ausgeschlossen ist, daß sich unter besonderen Umständen in diesem oder jenem Papier auch heute noch ein lebhaftes Prämiengeschäft entwickeln kann. Fürst führt den Rückgang des Prämiengeschäfts auf zwei Hauptursachen zurück:

1. geringere Kursschwankungen in der Gegenwart, die nicht mehr so zur Eingehung von Prämiengeschäften reizen wie die starken Kursschwankungen früherer Jahre, die durch eine größere Kopflosigkeit des Publikums bedingt waren;
2. die hohe Steuer, die auf dem Abschluß von Prämiengeschäften ruht.

Eine weitere Ursache für die Verringerung der Prämiengeschäfte wird aber auch in der Veränderung zu suchen sein, die der gesamte Börsenverkehr durch die Entwicklung der Großbanken und die Zurückdrängung der großen Berufsspekulation im Laufe der letzten zwanzig Jahre erfahren hat, und vermöge der einzelne Spekulanten den großen Einfluß, den sie früher auf den Marktverkehr und damit sowohl auf die Preisgestaltung wie auf den Prämienmarkt ausübten, vollständig verloren haben.

Als Ergebnis der vorstehenden Erörterungen über die Engagementsverhältnisse ist kurz festzustellen, daß diese einen sehr wichtigen, aber nicht immer genügend beachteten Faktor der Preisbildung bedeuten, und daß von ihrer jeweiligen Gestaltung in hohem Maße die Wirkung des Terminhandels auf die Preisbildung abhängig ist. Muß hierdurch die von gewisser Seite mit größtem Nachdruck vertretene Meinung von der kursausgleichenden Wirkung des Terminhandels notwendigerweise eine Korrektur erfahren, — was im zweiten Teil (B) durch Tatsachenmaterial noch zu belegen sein wird — so wird bei Besprechung der wirtschaftlichen Faktoren<sup>1</sup> noch einmal auf diese Frage zurückzukommen sein.

b) Die Kapitalkraft der Spekulanten. Eng mit den Engagementsverhältnissen zusammenhängend, ist ferner die Kapitalkraft der Spekulanten und der Spekulationsgruppen für die Preisbildung von erheblicher Bedeutung.

Vergegenwärtigt man sich den — im ersten Kapitel näher beschriebenen — buntgewürfelten Kreis der an der Spekulation beteiligten Personen, so wird man auch leicht die zahlreichen Abstufungen hinsichtlich ihrer Kapitalkraft gewahren. Von den mit großem Kapital arbeitenden Großbanken und -bankers ganz ab-

<sup>1</sup> Vergl. unten S. 118.

gesehen, befinden sich darunter — an Zahl nach Zeit und Umständen verschieden — Personen, die über ein erhebliches Vermögen verfügen und dieses ganz oder zum Teil in Spekulationspapieren angelegt haben, ferner weniger vermögende Personen, die schon bei Spekulationen mäßigen Umfanges die Grenze ihrer wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit erreichen, und endlich auch solche Personen, bei denen von Anfang an die verfügbaren Mittel in einem Mißverhältnis zu den von ihnen eingegangenen Verbindlichkeiten stehen.

Auf die Nachteile, die aus einer Beteiligung dieser letzten Personen, der sog. „schwachen Hände“, an der Spekulation für die Preisbildung erwachsen können, ist wiederholt zu allen Zeiten und von verschiedenen Seiten hingewiesen worden. Es ist genügend bekannt, welche Gefahr für den ganzen Markt entsteht, wenn — wie das regelmäßig zu beobachten ist — in leidenschaftlich bewegten Hausezeiten diese schwachen Hände als letzte Käuferschicht erscheinen und das Spekulationsmaterial zu hochgetriebenen Kursen aufkaufen. Haben in einem solchen Falle die Käufer eine Zeitlang vergebens auf weitere Käuferschichten gewartet, oder ringt sich allmählich die Erkenntnis durch, daß vorderhand eine Kurssteigerung ausgeschlossen ist, dann sind es die schwachen Hände, die bei den geringsten Anlässen zu freiwilligen und unfreiwilligen Verkäufen schreiten und ihre Aktien kritiklos an den Markt werfen. Da dem Massenangebot in solchen Momenten eine entsprechende Nachfrage zu fehlen pflegt, ist eine Katastrophe unausbleiblich. Demgegenüber sind ebenso die Vorteile bekannt, die eine potente Käuferschicht dem Markte bietet. Nicht nur, daß ein vermögender Mann, der mit eigenem Gelde und eigenem Urteil gekauft hat, nicht bei jedem unkontrollierbaren Gerücht die Flinte ins Korn zu werfen braucht, sondern er kann sich auch einer vorübergehenden ungünstigen Kursentwicklung mit Erfolg entgegenstemmen, indem er — eventuell unter Benutzung eines ihm leicht zur Verfügung stehenden Kredits<sup>1</sup> — das an den Markt kommende Material aufkauft.

Weniger wird indessen die Kapitalkraft sowohl des einzelnen Berufsspekulanten wie der sich bei der Preisbildung gegenüberstehenden, eine entgegengesetzte Meinung vertretenden Spekulationsgruppen beachtet. Hierauf ist im folgenden näher einzugehen.

Das Termingeschäft ist ein Kreditgeschäft<sup>2</sup>. Der Gegen-

<sup>1</sup> Vergl. auch v. Schulze-Gävernitz a. a. O., S. 513.

<sup>2</sup> Vergl. oben S. 62.

kontrahent des Spekulanten schließt das Geschäft in der festen Voraussetzung ab, daß der Spekulant am Monatsende die Stücke liefert oder den Kaufpreis zahlt. Da es aber Geschäftsgewohnheit ist, das zur Bezahlung des Kaufpreises erforderliche Geld oder die zur Lieferung erforderlichen Stücke durch Weiterverpfändung der Papiere oder Weiterverleihung des Geldes zu beschaffen, so ist nicht die Kreditfähigkeit des Spekulanten im Verhältnis zu dem Umfang der von ihm eingegangenen Verpflichtungen allein oder vorzugsweise ausschlaggebend, sondern nur das Moment kommt für den Gegenkontrahenten in Betracht, ob der Spekulant auch wirklich in Höhe seiner Verpflichtungen Geld oder Stücke anderweitig — in dem zu diesem Zwecke herausgebildeten Darlehnsverkehr an der Börse — erhalten wird. Hierbei spielt erstens die Kursentwicklung eine Rolle. Je nach der Art des Papiers ist es möglich, daß vom Tage des Abschlusses bis zum Tage der Weiterverpfändung der Effekten mehr oder minder große Kursrückgänge eintreten können. Im Falle eines größeren Kursrückgangs erhält der Spekulant am Monatsende ein entsprechend geringeres Darlehen auf die hingebenen Papiere, da sich deren Beleihung nach dem jeweiligen Kurswert richtet. Der Spekulant hat dann für die Beschaffung des fehlenden Betrages, der Differenz zwischen dem Ankaufswert und dem Betrag des Darlehns, anderweitig Sorge zu tragen. Zweitens ist die Höhe des Einschusses maßgebend. Der Gegenkontrahent wird in Berücksichtigung ziehen, ob auch der Spekulant bei der Darlehnsaufnahme am Monatsende den Einschuß bezahlen kann, der üblicherweise im Lombardverkehr gefordert wird. Da jedoch beim reinen Reportverfahren, das freilich immer mehr nur noch bei besonders kreditfähigen Spekulanten in Anwendung kommt, ein Einschuß nicht verlangt wird<sup>1</sup>, so spielen im reinen Termingeschäft eigentlich nur die „Differenzen“ bei der Beurteilung der Kreditfähigkeit eine Rolle. Ein Beispiel wird das erläutern. Beträgt bei einem Papier die Differenzmöglichkeit 10% (etwaiger Kursrückgang bis zum Abwicklungstag), so kann ein Spekulant, der auf etwa 150 bis 200 000 Mk. Vermögen eingeschätzt wird, Terminverbindlichkeiten in Höhe bis zu 1 Million Mk. eingehen. Hierdurch wird zugleich ersichtlich, welche Bedeutung das Termingeschäft für den Berufsspekulanten hat, und in welchen Summen der einzelne Spekulant im Termingeschäft spekulieren kann.

Nun wird zwar der vorsichtige Spekulant von selbst bestrebt bleiben, seine Verbindlichkeiten in einem richtigen Verhältnis zu

<sup>1</sup> Näheres bei W. Prion: Das deutsche Wechseldiskontgeschäft, S. 87 ff.  
Prion, Preisbildung.

seinem Vermögen zu halten. Auch der Gegenkontrahent wird in der Kreditgewährung, also in dem Abschluß von Geschäften mit solchen Spekulanten zurückhaltender sein, von denen er oder der Markt<sup>1</sup> weiß, daß sie schon hohe Verpflichtungen laufen haben; es sei denn, daß die betreffenden Spekulanten in bestimmten Fällen Sondersicherheiten stellen. Trotzdem zeigen die von Zeit zu Zeit vorkommenden Insolvenzen kleiner und großer Spekulanten, daß sie leicht bei unglücklich verlaufender Spekulation jede Überlegung verlieren und die ungünstige Kursentwicklung durch eine größere Anhäufung von Engagements, die schließlich ihren Vermögensverhältnissen nicht mehr entspricht, aufzuhalten bestrebt sind. Gelingt ihnen dies nicht, dann ist eben die Katastrophe da, die, wenn nicht andere starke Hände eingreifen, den ganzen Markt in Mitleidenschaft ziehen kann.

Jedenfalls — und das ist das Ergebnis dieser kurzen Abschweifung — steht fest, daß auch dem Handeln des Spekulanten in seiner Kapitalkraft bzw. in dem ihm zur Verfügung stehenden Kredit Grenzen gezogen sind, sei es, daß er selbst innehält, wenn er glaubt, seine Leistungsfähigkeit zu überschreiten, sei es, daß er keinen Spekulationskredit weiter findet<sup>2</sup>.

Für den Markt im allgemeinen ergibt sich daraus, daß die Kursbewegung leicht zum Stillstand kommen kann, wenn die Speku-

---

<sup>1</sup> Die an der Berliner Börse übliche Abwicklung von Monat zu Monat bietet dem Spekulanten die Möglichkeit, im Laufe des Monats mit zahlreichen Kontrahenten Geschäfte abzuschließen und Engagements auf Engagements zu häufen, ohne daß der gesamte Umfang seiner Verbindlichkeiten bekannt zu werden braucht. Um einer etwaigen schwierigen Prolongation zu entgehen oder seine Verpflichtungen in voller Höhe nicht bekannt werden zu lassen, bemüht er sich um Abstoßung der Engagements bis zum Abwicklungsstage. Hierauf gründet sich auch die Beobachtung, daß insbesondere die kleine Spekulation regelmäßig am Anfang des Monats einen größeren Tatendrang verspürt, als gegen Schluß des Monats, wo sie mehr mit der Abwicklung der Engagements beschäftigt ist. Für den Markt ist die monatliche Abwicklung zweifellos von Nachteil, da niemand weiß, ob die Differenzen auch am Monatsende bezahlt werden können. Das ist praktisch in den Fällen von Bedeutung, wenn infolge besonderer Ereignisse heftige Kurssprünge nach der einen oder anderen Richtung stattgefunden haben.

Demgegenüber hat die tägliche Abwicklung, wie sie in New-York üblich ist, entschieden Vorteile. So ist schon am Schlusse eines jeden Börsentages bekannt, ob Insolvenzen der Spekulanten eingetreten sind oder nicht.

<sup>2</sup> Wir hatten schon gesehen, daß zahlreiche Spekulanten in den Dienst einer Maklerbank oder -firma treten, um den Mangel der nicht genügenden Kreditfähigkeit zu beseitigen, bzw. um sich ihre Kreditfähigkeit bescheinigen zu lassen. Vergl. oben S. 15.

lation mit Engagements „überladen“ ist. Wenn in solchen Fällen das Publikum nicht mit Käufen eingreift, nutzen die besten Nachrichten nichts, um die Kurse von der Stelle zu bringen. Auch die Käufe des Publikums sind von ganz anderer Wirkung auf die Preisbildung, wenn die Beruffsspekulation nicht nur bereit, sondern auch noch fähig ist, Mitläuf er zu spielen. Andererseits ist eine mit Engagements nach oben überladene Börse dem tatkräftigen Eingreifen potenter Baissespekulant en gegenüber machtlos, da sie den Verkäufern keine neuen Käufe entgegenstellen kann. Tritt die hierdurch bewirkte Kursherabsetzung kurz vor dem Liquidationstermin ein, so ist es möglich, daß sich selbst überzeugte Haussiers rasch drehen, um durch sofortige Spekulation nach unten ihre sonst notwendigen Differenzzahlungen zu verringern oder ganz zu sparen. Naturgemäß geht dies nicht ohne Kursschwankungen vonstatten.

Da aber in der Regel die Baissepartei die weniger kapitalkräftige Partei ist, läßt sich in der Praxis der umgekehrte Fall weit häufiger beobachten. Für den überwiegenden Teil der — meist kleinen — Baissiers ist die Gefahr des „Überrittenwerdens“ stets eine große. Ein Großspekulant, eine Bank oder sonst eine kapitalkräftige Persönlichkeit braucht bloß mit starken Käufen am Markt vorzugehen und dadurch die Kurse ein wenig zu steigern, dann findet sich bald eine Zahl von Baissiers, die es im Hinblick auf die ihr drohenden Verluste für richtiger hält, sich der Kapitalkraft anzuschließen, als etwa ihr neue Verkäufe entgegenzusetzen.

Die Abhängigkeit der Preisbildung von der Kapitalkraft der Spekulanten wie der durch sie gebildeten Parteien tritt am offensichtlichsten in den letzten Phasen des Aufschwungs, kurz vor der Krise zutage, wie dies schon oben<sup>1</sup> gestreift wurde. In der Regel übernimmt in solchen Zeiten das Publikum die „Führung“, d. h. die durch die Gewinne einer zunächst berechtigten Kurssteigerung entfesselte Spielleidenschaft greift in alle Schichten der Bevölkerung über und bringt Kaufaufträge über Kaufaufträge an die Börse. Das Publikum denkt gar nicht daran, daß seine Käufe es sind, die fortgesetzt den Kurs steigern und diesen endlich von seinem wirklichen Wert entfernen. Dazu kommt, daß sich die spekulativen Besitzer der Aktien, noch mehr die Kapitalisten, angesichts der anhaltenden Kurssteigerungen nur schwer zum Verkauf entschließen können, weil auch sie den „höchsten“ Kurs erzielen wollen. Die Folge hiervon ist, daß die

---

<sup>1</sup> Vergl. S. 86.

Kurse bald eine solche Höhe erreichen, von der es ausgeschlossen erscheint, daß sie dauernd so bleiben wird. Denn das anlagesuchende Kapital wird sich nur langsam den hochbewerteten Papieren zuwenden, zumal die hohen Dividenden erfahrungsgemäß nicht ewig andauern. Um so mehr hat dagegen der Spekulationskredit, sowohl im Termin- wie im Kassageschäft, einen Umfang angenommen, der jedem einsichtigen Börsenmann die Nähe einer Krisis deutlich vor Augen führt. Nur der Zeitpunkt ihres Eintritts ist noch unbestimmt. Vermutlich liegt er in der nächsten Prolongation, vielleicht wird er auch noch einmal durch eine entgegenkommende Kreditgewährung von Seiten der Banken um einige Zeit hinausgeschoben. Und solange ferner die Kaufkraft des Publikums anhält, halten sich auch die Kurse, selbst wenn sich Gewinnrealisationen bemerkbar machen.

Obgleich die berufsmäßige Spekulation angesichts einer solchen Börsenlage die Baissepekulation für das allein Richtige hält, hütet sie sich doch, ihre Meinung einfach in die Tat umzusetzen und Blankoverkäufe vorzunehmen. Sie weiß nämlich ebenso genau, daß sie — je nach den besonderen Umständen — gegen das blindlings kaufende Publikum einfach machtlos ist. Die Beobachtung lehrt von dem Verhalten der Spekulation in solch kritischer Zeit folgendes:

1. Nur wenige, sehr kapitalkräftige Spekulanten gehen lang-sichtige Baisseengagements in der allgemein als richtig erkannten Voraussetzung ein, daß in absehbarer Zeit ein Rückschlag kommen wird. Sie halten ihre Engagements trotz einer weiteren, durch die ungestüme Käuflust des Publikums hervorgerufene Steigerung der Kurse durch, was mit erheblichen Kosten verknüpft sein kann, wenn sich die Krise wider Erwarten lange hinzieht.

2. Andere Spekulanten gehen ebenfalls zur Baisse über, aber ihnen fehlt der Mut, die Engagements auch konsequent durchzuhalten oder sogar dem Kaufandrang des Publikums mit neuen Verkäufen zu begegnen. Sie decken sich vorzeitig ein und gehen häufig ins Gegenlager über, um die schweren Verluste, die auf ihren Engagements ruhen, nach oben wieder herauszuholen. Diese zu früh eingegangenen und nicht durchgehaltenen, wirtschaftlich aber durchaus berechtigten Baisseengagements spielen in der Zeit kurz vor dem Ausbruch einer Krise, bei den letzten Kämpfen um die Preisentwicklung, eine sehr bedeutende Rolle. Auf sie sind in der Regel die letzten großen Kurssprünge nach oben zurückzuführen.

3. Der größte Teil der Spekulation vermeidet es aber von Anfang an, sich der Kapitalkraft des Publikums entgegenzustemmen. Er schließt sich vielmehr der allgemeinen Bewegung an und spekuliert

ebenfalls nach oben, obwohl er die Baissespekulation wirtschaftlich für richtiger hält und stets an den kommenden Rückschlag denkt. Diese Spekulanten wissen andererseits auch, daß die Käufe des Publikums eine Zeitlang noch die Kurse steigern werden, weshalb sie an diesem rein äußerlichen Vorgang der Kurssteigerung mit verdienen wollen. Sie hoffen natürlich, sich noch vor Eintritt einer Krise zurückziehen zu können, um dann von neuem, nun aber nach unten zu spekulieren. —

Jedenfalls geht hieraus hervor, daß sich die Tätigkeit der Spekulation nicht nur auf wirtschaftliche oder börsentechnische Erwägungen gründet, sondern daß ihre Entschlüsse in erheblichem Maße von ihrer eigenen wie der Kapitalkraft der Gegenpartei beeinflußt werden. Irrig ist deshalb auch die weit verbreitete Annahme, daß einer unberechtigten Kursentwicklung unter allen Umständen ein Halt durch entsprechende Gegengeschäfte der Spekulation geboten wird.

## 2. Im Kassageschäft.

Die durch die jeweilige Verteilung der Engagements in die Preisbildung hineingetragenen börsentechnischen Faktoren sind natürlich nur dort von unmittelbarer Bedeutung, wo das Handeln der Parteien in der Geschäftsform stattfindet, die zweiseitige Engagements zuläßt: d. i. im Termingeschäft. Die oben gemachten Ausführungen finden also keine Anwendung auf das reine Kassageschäft<sup>1</sup>. Denn wenn man auch den Käufer als Haussier gelten lassen will, so fehlt doch regelmäßig der Blankoverkäufer<sup>2</sup>, dessen schwebender Deckungskauf als wesentliches Merkmal der doppelseitigen Engagementsverhältnisse anzusehen ist. Mittelbar wirken jedoch die Engagementsverhältnisse im Termingeschäft zuweilen auch auf den gesamten

<sup>1</sup> In vollem Umfange treffen die Ausführungen über die Engagementsverhältnisse für die Zeit des Bestehens der Terminhandelsfreiheit auf dem Industrieaktienmarkt, also bis zum Jahre 1897, zu. Infolge der mit dem Verbot des Terminhandels in Industrieaktien aufgekommenen Umgehungsformen haben jedoch die Ausführungen, allerdings entsprechend der oben bewirkten Einschränkung des Terminhandels in verminderterem Maße, auch für die Zeit bis zum Jahre 1908 Geltung.

<sup>2</sup> Anders in dem sog. New-Yorker Kassageschäft. Infolge des an der New-Yorker Börse hochentwickelten Stückleihverkehrs kann sich der Spekulant dort genau ebenso die Stücke leihen, also Blankoverkäufe vornehmen, wie der Berliner Kassespekulant das sich zur Bezahlung erforderliche Geld leiht. Deshalb gibt es in New-York gleichfalls „Positionsverhältnisse“ mit all den Beziehungen, die oben dargelegt wurden.

Börsenverkehr ein, weil sich die Marktgebiete des Kassageschäfts und Termingeschäfts sowohl durch dieselben Aktien und Aktien verwandter Gesellschaften, als auch durch die persönlichen Beziehungen der Spekulanten eng berühren, und sich die Stimmungen von einem Gebiet zum anderen leicht fortpflanzen.

Der Preisbildung im Kassageschäft sind dagegen noch andere börsentechnische Momente eigentümlich. Zwischen den an der Berliner Börse auf Termin oder per Kasse gehandelten Aktien der industriellen Gesellschaften besteht kein anderer Unterschied als der, daß nur die Aktien solcher Gesellschaften auch auf Termine gehandelt werden, die zu den ersten des Landes zählen und vor allem über ein Aktienkapital verfügen, dessen Höhe die Möglichkeit eines ausgedehnten Verkehrs gewährleistet. In letzter Linie ist die Größe des Aktienkapitals allein für die Zulassung zum Terminhandel entscheidend<sup>1</sup>. Mit dem Augenblick der Überführung eines Papiers in den Terminhandel vergrößert sich mit einem Schlage der Abstand zwischen diesen und dem ersten noch vom Terminhandel ausgeschlossenen Kassapapier. Denn die Hinausschiebung der Erfüllung bis zum Monatsschluß und der sich hieran anschließende Stücke- und Gelddarlehnsverkehr zieht dem Kreis der Käufer und Verkäufer theoretisch kaum noch Grenzen; diese große marktildende Kraft des Terminhandels ist unbestritten.

Aus dem verhältnismäßig kleinen Markt der Kassapapiere ergibt sich eine Reihe für die Preisbildung bemerkenswerter Tatsachen. Ist schon in Zeiten eines sonst regen Börsengeschäftes der Verkehr in zahlreichen Kassapapierein geringer, so stockt der Handel hier fast vollständig, wenn stille Zeiten für die Börse kommen. Angebot und Nachfrage treten dann nur sporadisch auf und rufen stoßweise Veränderungen des Preises hervor, wenn nicht die Kursfeststellung von den Interessenten überwacht und reguliert wird<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Während früher die Börsenbesucher beim Börsenvorstand die Zulassung eines Papiers zum Terminhandel beantragen konnten, wenn ein lebhafter Verkehr in den betreffenden Aktien entstanden war und das Aktienkapital der Gesellschaft eine bestimmte Höhe aufwies, ist nach der Börsengesetznovelle vom Jahre 1908 hierzu die Genehmigung des Bundesrats erforderlich.

<sup>2</sup> Zu dem Kapitel über die Mißstände, die sich aus einer zeitweiligen Geringfügigkeit des Geschäfts in weniger beachteten Kassapapiere ergeben können, liefert das in der Öffentlichkeit bekannt gewordene Eingreifen des Staatskommissars an der Berliner Börse aus jüngster Zeit einen Beitrag. Als am 11. Juli 1907 der Kurs von Schimmel-Maschinenfabrik-Aktien um 4 $\frac{1}{4}$ % höher, von 122 $\frac{3}{4}$  auf 127%, festgesetzt werden sollte und das nur wegen eines unlimitierten Kaufauftrages von 1000 Mk., glaubte der der Kursfestsetzung bei-

Die Kurse vieler Papiere bekommen dadurch einen künstlichen Anstrich, der zu vielen Mißbräuchen führen kann.

Die Beeinflussung des Preises ist um so leichter möglich, je kleiner das Aktienkapital einer Gesellschaft ist, und je mehr sich die Aktien in festen Händen befinden. Dabei ist es ein Unterschied, ob in Händen der Banken, die das Material zu entsprechenden Preisen gern abgeben, oder in Händen vieler Aktionäre, von denen ebenfalls immerhin einige bereit sind, zu steigenden Kursen zu verkaufen, oder ob endlich in Händen von anderen Gesellschaften oder einigen Großaktionären, die die Aktien einsperren. Im letzteren Falle ist die Preisbildung ganz in die Hände dieser Besitzer gelegt, besonders aber, wenn das Aktienkapital an sich schon gering ist und nur ein kleiner Teil für den Börsenhandel frei bleibt. Diese Marktlage einzelner Papiere wird gern und viel zu Bilanzzwecken ausgenutzt. Hat eine Bank oder eine Gesellschaft einen großen Posten Aktien einer bestimmten Gesellschaft in Besitz, so genügt die Nachfrage nach wenigen Aktien,

---

wohnende Staatskommissar den betreffenden Maklern dieserhalb einen Vorwurf machen zu müssen. Da aber der Auftraggeber auf der Ausführung seiner Bestensorde bestand, mußte der Kurs in dieser Höhe festgesetzt werden, weil die Kulisse nur zu diesem Kurse Material abgab. Am anderen Tage notierte der Kurs wieder 122½ %, ein Beweis dafür, daß die Kulisse diese Gelegenheit für sich ausgenutzt hatte. Das Einschreiten gegen die Makler rief an der Börse lebhaften Widerspruch hervor. Und mit Recht. Der Makler kann nur auf Grund der vorliegenden Aufträge den Kurs festsetzen. Ebenso kann man es dem Kommissionär nicht verdenken, wenn er auf der Ausführung des Auftrages bestand. Er setzte sich sonst der Gefahr aus, von seinem Auftraggeber möglicherweise in Anspruch genommen zu werden, wenn die Kurssteigerung angehalten hätte und die Aktie nicht gekauft worden wäre. Diese ungerechtfertigte Kurssteigerung hätte sich aber dadurch vermeiden lassen, daß der an der Gesellschaft interessierte Banker interveniert und das verlangte Stück für einen Tag verauslagt hätte.

Dieser Fall zeigt, wie selbst geringe Umsätze große Kursschwankungen hervorrufen können, wenn es an einem lebhaften Geschäft mangelt. Im Hinblick hierauf ist wiederholt angeregt worden, neben den Kursen auch die Umsätze in den einzelnen Papieren täglich zu veröffentlichen. Hiermit wird jedoch nicht viel erreicht. Denn einmal gelangt nur ein bestimmter Rest an die Makler, da die Banken nach Möglichkeit in sich kompensieren. Und selbst eine lückenlose Angabe der Umsätze hat für den Außenstehenden keinen großen Wert, so lange er nicht auch die Käufer und Verkäufer und deren Motive kennt. So kann z. B. die Veröffentlichung eines großen Verkaufsauftrages, der aus einer Zwangs- oder Erbesregulierung stammt und von einer interessierten Bank übernommen wird, leicht zu einer Beunruhigung des Publikums führen, obwohl der Verkauf mit den Verhältnissen der Gesellschaft nichts zu tun hat. Vergl. auch die Buchwald'sche Korrespondenz oben S. 34.

um eine ansehnliche Steigerung des Kurses an der Börse herbeizuführen. Dadurch erhöht sich der Wert der gesamten, in dem Besitz der betreffenden Bank befindlichen Aktien um die an der Börse mit wenigen Aktien bewirkte Steigerung des Kurses. Der gestalt zustande gekommene Kurse haben naturgemäß keinen großen Wert; sie sind Scheinkurse, die sich vielfach von dem wirklichen Wert der Aktien entfernen. Das Bild wäre in vielen Fällen ein anderes, wenn der gesamte Betrag der Aktien auch wirklich dem freien Verkehr zur Verfügung stände. Für die gutgläubigen Kapitalisten bilden sie insofern eine Gefahr, als diese meist geneigt sind, von der Höhe der Kurse die Güte des Unternehmens und somit die Güte der Kapitalanlage abzuleiten. Mehrfach ist deshalb die Frage aufgeworfen worden, ob nicht in solchen Fällen der Börsenvorstand einfach die Einstellung der Kursnotierung verfügen soll. In der Praxis läßt sich jedoch ein solcher Vorschlag schwer verwirklichen, weil man die Verteilung der Aktien in einzelne oder viele Hände nicht immer genau erkennen kann. Anders jedoch in den Fällen, wenn in aller Öffentlichkeit eine Angliederung oder Fusionierung zweier Gesellschaften stattgefunden hat und die eine Gesellschaft einen großen oder den größten Teil der Aktien der anderen Gesellschaft als dauernde Beteiligung auch in ihrer Bilanz ausweist. In diesen Fällen steht dem Einschreiten des Börsenvorstandes kaum etwas im Weg; es könnte erfolgen, wenn ein bestimmter, nach der Höhe des gesamten Aktienkapitals der betreffenden Gesellschaft bemessener Betrag aus dem Verkehr gezogen ist.

In gleicher Richtung bewegt sich auch der Vorschlag Wermerts<sup>1</sup>, das zur Zulassung in den Börsenhandel vorgeschriebene Mindestkapital von 1 Mill. Mk. auf 10 Mill. Mk. zu erhöhen. Die damit erzielte Nebenwirkung, daß die kleinen Gesellschaften für ihre Aktien die Provinzialbörsen ihrer Bezirke aufsuchen, wo ein mit den lokalen Verhältnissen vertrauter Interessentenkreis sich mehr um das Papier kümmert, kann nur erwünscht sein. Freilich ist damit nicht gesagt, daß nun an der Provinzialbörse auch die Mängel in der Preisbildung ausbleiben, wegen derer die kleinen Papiere von der Zentralbörse entfernt werden sollen. Immerhin erscheint dieser Vorschlag eingehender Beachtung wert.

Es wurde immer als ein besonderes Merkmal des reinen Kassageschäfts hervorgehoben, daß infolge der Zug-um-Zug-Ab-

---

<sup>1</sup> A. a. O., Annalen 1907, S. 26.

wicklung Leerverkäufe unmöglich sind. An der Berliner Börse besteht jedoch die Einrichtung, daß der Verkäufer die Stücke erst am vierten Tag nach dem Verkaufsabschluß zu liefern braucht. Diese Frist ist deshalb angesetzt, weil der Kommissionär häufig für seine Auftraggeber in der Provinz telegraphische Aufträge auszuführen hat und erst später die Stücke zugeschickt erhält. Diese Lieferungsfrist, die nur für Ausnahmefälle gedacht ist, wird aber in mehr oder minder starkem Maße von der Beruffsspekulation geschäftlich ausgenutzt, um gegebenenfalls Leerverkäufe im Kassageschäft vorzunehmen, die sie dann bis zum vierten oder fünften Tag wieder zu decken sucht. Auf diese Weise wird auch die Geschäftsform, die dem Namen nach ein Kassageschäft sein soll, zu einem Termingeschäft gestempelt und zwar zu einem kurzfristigen. Damit ist der Wesensunterschied zwischen dem eigentlichen Kassageschäft und dem Termingeschäft beseitigt. Beide gestatten bis zu dem um einiges hinausgeschobenen Tage der Abwicklung die Vornahme entgegengesetzter Geschäfte, durch die sich die wirkliche Lieferung der Stücke umgehen läßt.

Naturgemäß wirkt die kurze Frist von nur einigen Tagen einschränkend auf den Umfang solcher Geschäfte ein<sup>1</sup>. Sie kommt aber besonders der oben schon gekennzeichneten Kulisse zugute, die bei der Kursfeststellung der Kassapapiere häufig in die Lage kommt, Ware für kurze Zeit vorzuverkaufen. Ihre Deckungskäufe rufen bisweilen Kurssteigerungen hervor, besonders wenn das erwartete Material von seiten des Publikums ausgeblieben ist, und der regulierende Banker die Zwangslage der Fixer ausnutzt.

Größere Bedeutung für die Kursentwicklung erlangt das Herausfixen der Kassapapiere an kritischen Tagen. Da der verhältnismäßig kleine Markt der Kassapapiere an sich schon leicht Kursrückgänge zuläßt, so wirkt das um die Blankoabgaben verstärkte Angebot um so mehr preisdrückend. Das Publikum erzielt dann für seine Verkäufe einen äußerst niedrigen Preis, nachdem vielleicht die Spekulation die Blankoverkäufe im Augenblick vorher noch zu höheren Kursen an das Publikum bewerkstelligt hat. Bis

---

<sup>1</sup> Die Börsenberichte der jüngsten Zeit sprechen immer geläufiger von der Blankospekulation in Kassapapieren, den notwendigen Deckungskäufen und der starken Beeinflussung der Preisbildung hierdurch. Ja, es wird sogar auch die Verleihung von Kassapapieren gebräuchlich, durch die einer regelrechten Termspekulation, nach New-Yorker Muster, nichts mehr im Wege steht. In einem im „Plutus“ (12. April 1907) veröffentlichten Brief erbietet sich denn auch ein Mann, für das Publikum Blankoverkäufe in Kassapapieren durch die Vermittlung eines Berliner Bankhauses auszuführen.

zu einem gewissen Grade spielen deshalb an kritischen Tagen auch im Kassageschäft die jeweiligen Positionsverhältnisse eine Rolle, und nicht zum wenigsten erklärt sich hieraus die am zweiten oder dritten Tag nach einem starken Kursrückgang häufig zu beobachtende plötzliche Kurssteigerung am Kassamarkt.

Dieses Kassafixen trägt zweifellos dazu bei, die Beunruhigung des Marktes zu erhöhen; denn der Kreis der Käufer ist im Kassageschäft immerhin beschränkt und wächst nicht in dem Maße, wie plötzlich der Kreis der Blankoverkäufer zunimmt. Mit Recht wird daher von der Presse diese Unsitte des Kassafixens verurteilt und der Börsenbehörde empfohlen, gegen die gewohnheitsmäßigen Fixer mit der Strafe des Ausschlusses von der Börse vorzugehen. Nicht scharf genug kann jedoch das Verfahren gerügt werden, wenn von eingeweihter Seite (im weitesten Sinne) umfangreiche Blankoverkäufe auch in Kassapapieren erfolgen, die im Zusammenhang mit den Kündigungsbriefen an die Kundschaft stehen.

### III. Die wirtschaftlichen Faktoren der Preisbildung.

#### 1. Der Wert der Aktien im allgemeinen.

Der Kurs der Industrieaktien an der Berliner Börse ist der in Prozenten ausgedrückte Preis, der auf Grund der jeweils vorliegenden Aufträge zum An- und Verkauf in Aktien der betreffenden Gesellschaft durch die amtlichen Makler festgestellt worden ist<sup>1</sup>. Im Verlauf der bisherigen Darstellung ist gezeigt worden, daß nicht allein das Handelsobjekt an sich, die Aktie, in der Preisbildung bewertet wird, sondern daß auch eine Reihe anderer Faktoren die Triebfedern von Käufen und Verkäufen sind, die die Umsätze herbeiführen und dadurch Einfluß auf die Preisgestaltung erlangen. Trotzdem bleibt als wichtigste Grundlage der jeweilige Wert der Aktien, oder wie ihn die Börse nennt, der „innere Wert“<sup>2</sup> der Aktien bestehen. Dieser ist, da die Aktie einmal

<sup>1</sup> Vergl. hierzu die schon in anderem Zusammenhang erfolgten Bemerkungen auf S. 33 u. S. 103.

<sup>2</sup> Die wissenschaftliche Terminologie über Wert kennt diese Bezeichnung nicht. Sie ist aber in der Börsensprache und auch in der Literatur über Börsenwesen so geläufig, daß im folgenden gleichfalls davon Gebrauch gemacht wird, um das, worauf es ankommt, deutlicher werden zu lassen. Es soll damit eine Wertberechnung gemeint sein, deren Grundlage in den inneren Verhältnissen (Vermögen und Rentabilität) der betreffenden Gesellschaften zu suchen ist.

einen Anteil am Vermögen der Gesellschaft darstellt und ferner einen verhältnismäßigen Anspruch an die Gewinnerträge gewährt, auf zwei völlig verschiedene Ursachen zurückzuführen, die seine exakte Bestimmung in außerordentlichem Maße erschweren.

Schon bei der Erfassung des Gesellschaftsvermögens stößt man auf erhebliche Schwierigkeiten. Zwar gibt die am Schluß des Geschäftsjahres aufzustellende Bilanz eine Nachweisung des Vermögens; ihr haften aber in der Regel so viele Mängel an, daß sie nur mit großer Vorsicht zu gebrauchen ist. Die einzelnen Vermögensstücke sind teilweise eingeschätzt, teilweise zu Preisen berechnet, die nur unter gewissen Voraussetzungen zu erzielen sind; das Vorhandensein sog. stiller Reserven kann das buchmäßig ausgeworfene Vermögen erheblich erhöhen; Patente können überwertet sein; bei Kohlengesellschaften werden bisher nicht in Rechnung gezogene Kohlenflöze entdeckt; hoch zu Buch stehende Einrichtungen sind veraltet, oder neue Einrichtungen gänzlich abgeschrieben worden usw. Über all diese Punkte ein richtiges Urteil zu gewinnen, ist ganz unmöglich, selbst die Zurückverfolgung der Entwicklung, die die betreffende Gesellschaft im Laufe einer Reihe von Jahren genommen hat, läßt manche Fehlerquelle offen. Dazu kommt noch der verschiedene Gesichtspunkt, von dem der Schätzende ausgeht: ob er das Verhältnis des Gesamtvermögens zum Aktienkapital, wie es in vollem Betrieb erscheint, im Auge hat, oder ob er an die Quote denkt, die im Falle einer Auflösung der Gesellschaft aus dem vorhandenen Vermögen in bar zu erzielen ist.

Entsteht hierdurch eine Menge abweichender Ansichten und Meinungen über die zahlenmäßige Bewertung des Anteils einer Aktie am Vermögen einer Gesellschaft, so erweitert der an der Aktie haftende Anspruch auf Gewinnbeteiligung die Irrtumsgrenze noch mehr. Der Aktionär will nicht nur am Gesellschaftsvermögen beteiligt sein, sondern auch für sein hingegebenes Kapital eine Rente beziehen, die er in Form der Dividende auf den Nennwert seiner Aktie erhält. Je höher diese ausfällt, um so wertvoller wird ihm sein Anteil. Da aber die Dividende erst nach Schluß des Geschäftsjahres in ihrer endgültigen Höhe festgestellt wird, so liegt darin ein weiterer ungenauer Faktor, mit dem die Wertbemessung im Laufe des Geschäftsjahres zu rechnen hat. Allerdings sind hierbei meistens annähernde Schätzungen möglich, wenn man die vorjährige Dividende, das Schwanken der Erträge seit Bestehen der Gesellschaft, etwaige Betriebsausweise im laufenden Geschäftsjahr sowie die allgemeine wirtschaftliche Lage berücksichtigt.

Der Kapitalist muß also beide Wertreihen: Bewertung seines Anteils am Vermögen der Gesellschaft und Kapitalisierung seines Rentenbezuges vereinigen, um auf den inneren Wert seiner Aktie zu kommen. Da er die Sonderheiten beider in der Höhe des Zinssatzes, mit dem er die Dividende kapitalisiert, zu berücksichtigen pflegt, so ist es erklärlich, wenn im Hinblick auf diesen äußerlichen Vorgang vielfach die Rentabilität allein als Bemessungsgrundlage des Wertes der Aktie angesehen wird. Die neue Schwierigkeit liegt dann eben in der Festsetzung des Kapitalisierungszinssatzes, insbesondere in dem Ab- oder Zuschlag, der für den Wert des Anteils am Vermögen der Gesellschaft zu machen ist. Diese Berechnung ist aber äußerst roh, weshalb in der Praxis allerhand Modifikationen hinzutreten. Ein Beispiel mag das erläutern: Die mit 1000 Mk. Nennwert bezeichnete Aktie A hat einen Wert von 1500 Mk. als Anteil am Gesellschaftsvermögen, Aktie B desgleichen nur von 1000 Mk. Infolgedessen wird die Rente von A mit 5½ % (höherer Vermögenswert), die von B mit 6 % (geringer Vermögenswert) kapitalisiert. Dementsprechend hat Aktie A bei einer Dividende von 9 % einen Kurs von 163 %, also nur 13 % Agio auf ihren Anteil am Vermögenswert von 150 %. Dagegen hat Aktie B bei gleicher Dividende einen Kurs von 150 %, was einem Agio von 50 % über dem Vermögenswert gleichkommt. Dieses höhere Agio soll durch den höheren Zinssatz (in obigem Beispiel 6 % gegen 5½ %) in einer Reihe von Jahren amortisiert werden. Sinkt nun die Dividende auf 6 % bzw. 5½ %, so müßten beide Papiere etwa pari stehen, wenn die Dividende mit 6 % bzw. 5½ % kapitalisiert würde. Damit würde aber die Aktie A weit unter den Wert sinken, den sie in ihrem Anteil an dem Vermögen hat. In Wirklichkeit wird daher jeweils ein verlangsamtes Tempo in dem Herabgehen der Kurse eintreten, wenn der Vermögenswert erreicht oder unterschritten wird. In welchem Maße dies — bei dem ebenfalls nie genau feststellbaren Vermögenswert — im einzelnen zu erfolgen hat, ist eine Frage, die wiederum die abweichendsten Meinungen zuläßt.

So erklärt es sich auch, daß der Kurs vieler Aktien ungefähr 100 %, häufig sogar über 100 % steht, obwohl die betreffenden Gesellschaften keine oder nur geringe Dividenden zahlen. Entweder hält in solchen Fällen der Aktionär die dividendenlose Zeit für eine vorübergehende Erscheinung oder das Vermögen der Gesellschaft für so wertvoll, daß er oder andere Interessenten die Aktien nicht unter einem bestimmten Preis abgeben wollen.

Andererseits weist der Kurszettel eine Anzahl von Papieren auf, deren Kurs trotz angemessener Dividende unter pari steht. Das kann daran liegen, daß die Gesellschaft als solche nicht viel Vertrauen genießt oder ihre Vermögensbestandteile mit der Zeit wertlos geworden sind und infolgedessen ihre Aktien nicht sehr begehrtsind. Es können hierbei aber auch andere Ursachen mitwirken, die außerhalb der Verhältnisse der Gesellschaft liegen, was weiter unten zu erörtern sein wird.

Je höher die Gewinnerträge einer Gesellschaft werden, um so mehr entfernt sich der kapitalisierte Wert der Aktie von dem eigentlichen Vermögenswert. Der Kapitalist, der das durch die hohe Dividende hervorgerufene Agio bezahlt, steht vor der Gefahr, daß dieses verschwinden kann, sobald geringere Dividenden verteilt werden. Er wird deshalb allgemein mit steigenden Dividenden einen höheren Zinssatz fordern müssen, mit dem er die Dividende kapitalisiert, um in einer Reihe von Jahren den Mehrwert zu amortisieren. Denn wenn eines Tages die Gesellschaft liquidiert, so kann je nach dem Stande des Vermögens der für die höhere Rente bezahlte Wert, das Agio, verloren gehen<sup>1</sup>. Daraus entspringt die weitere Forderung, daß es nicht angängig ist, die jedesmalige Dividende eines Geschäftsjahres zu kapitalisieren, sondern die Durchschnittsdividende einer längeren Reihe von Jahren. Ist die Dividende in einem Jahre einmal außergewöhnlich hoch, so ist es unsinnig, diese wie gewöhnlich zu kapitalisieren und in dem Preis

<sup>1</sup> Eine statistische Untersuchung darüber, wie sich die Kurse tatsächlich im Verhältnis zur Dividende gestaltet haben, liegt leider nur in einer älteren, aber sehr verdienstvollen Arbeit von Fr. Gärtner, Beiträge zur Lehre von der Preisbildung auf Grund einer statistischen Betrachtung von Aktienkursen, Annalen des Deutschen Reiches, Jahrgang 1886, S. 285 ff., vor. Gärtner stellt für eine Reihe von Kursen in den Jahren 1872—1884 fest, daß mit der Höhe der Dividende auch der Kapitalisierungszinssatz stieg. Interessant ist dabei vor allem das Ergebnis, daß dieser Satz bei Bankaktien mit mittleren Dividenden niedriger war als bei Bergwerksaktien mit gleichen Dividenden und zwar aus dem richtig angegebenen Grunde, weil der Kapitalwert der Bankaktien bis zu einer gewissen Höhe als ziemlich feststehend durch das Kapital der Banken und ihre Reserven gegeben ist, während der Kapitalwert bei Bergwerksaktien schon problematischer ist. Bei höheren Dividenden trat dagegen das umgekehrte Verhältnis zu Tage: der Zinssatz, zu dem die Dividende kapitalisiert wurde, war bei den Bergwerksaktien niedriger als bei den Bankaktien. Auch die hierfür gegebene Erklärung, daß bei den Bankpapieren über den sichtbaren Kapitalwert (Aktienkapital und Reserven) hinaus ein ungedecktes Agio entsteht, während andauernd hohe Dividenden bei den Bergwerkspapieren auf einen hohen Kapitalwert des Unternehmens schließen lassen, ist einleuchtend.

ein hohes Agio für die Aktien zu bezahlen, das im nächsten Jahre wieder verschwindet. Das ist aber bei der Preisbildung an der Börse in sehr ausgeprägtem Maße üblich, und besonders in Zeiten aufsteigender Konjunktur und lebhaften Börsengeschäfts werden die Kurse aus solchen Anlässen über Gebühr hoch getrieben, um nach Niedergang der Konjunktur wieder um so stärker nach unten zu gehen. Freilich läßt sich dagegen einwenden, daß nicht immer feststeht, ob es sich im einzelnen Falle nur um eine einmalige außerordentlich hohe Dividende handelt. Es kann sich auch die Annahme als richtig erweisen, daß die Erhöhung der Dividende von Dauer sein wird. Zwar gibt in den meisten Fällen die Vergangenheit des Unternehmens auf diese Frage eine befriedigende Antwort, doch auch Ausnahmefälle, die jeden Zweifel ausschließen, werden durch starke Kurssteigerungen ausgenutzt. Ein sehr bezeichnendes und viel besprochenes Beispiel sind hierfür die Aktien des Hasper Eisen- und Stahlwerkes. Die Aktien dieses in Händen des Vorbesitzers mehrfach sanierten Unternehmens wurden im Jahre 1897 zu 136 % emittiert, nachdem im Jahre 1896/97 eine Dividende von 10 % ausgeschüttet worden war. Infolge der in den folgenden Jahren einsetzenden beträchtlichen Steigerung der Eisenpreise hatte das Werk allein Millionengewinne aus seinen Verträgen über Eisenlieferungen, die zu billigen Preisen und für viele Jahre laufend mit einer Luxemburgischen Hütte abgeschlossen waren. Es konnte daher im Jahre 1898/99 22½ % und im Jahre 1899/1900 30 % Dividende verteilen, obwohl die eigentlichen Produktionsergebnisse verhältnismäßig gering waren. Diese Gewinne konnten also nur eine vorübergehende Erscheinung sein, die entweder mit dem Ende der hohen Preise oder mit dem Ablauf der Verträge aufhören mußten. Trotzdem stieg der Kurs der Aktien im Jahre 1898 bis 400 % und im Jahre 1900 bis 455,90 %. Nach dem Konjunkturrückgang betrug denn auch die Dividende 0 %, und der niedrigste Kurs im Jahre 1901 war wieder 102,20 %.

## 2. Der Einfluß des Geld- und Kapitalmarktes auf die Preisbildung in Aktien.

Der Zinssatz, mit dem der Kapitalist die Dividende kapitalisiert, um auf den Wert seiner Aktien zu kommen, richtet sich im allgemeinen nach dem landesüblichen Zinssatz, zu dem ein nach der Wertpapiergattung (Bank-, Schiffahrt-, Industrie-, Eisen- oder Kohlenaktien) und innerhalb dieser wieder nach den besonderen Verhältnissen der einzelnen Gesellschaften verschieden hoher Zuschlag

als Risikoprämie tritt. So ist es bei einer Verzinsung der ersten einheimischen Staatsanleihen von  $3\frac{1}{2}\%$ , der erststelligen Hypotheken von 4% und bei einem offiziellen Diskontsatz der Reichsbank von 4% bis  $4\frac{1}{2}\%$  üblich, für erste Bankaktien eine Verzinsung von mindestens 5% bis  $5\frac{1}{2}\%$ , für erste Bergwerks- und Hüttenpapiere dagegen eine solche von mindestens  $5\frac{1}{2}\%$  bis 6% anzusetzen. Dabei verdient hier schon die Tatsache hervorgehoben zu werden, daß die auf Termin gehandelten Aktien höher bewertet werden, als im Range gleichstehende Kassapapiere. Die Erklärung liegt darin, daß die Terminpapiere einen großen Markt haben, der in jedem Augenblick eine Verkaufsmöglichkeit bietet, was naturgemäß den Wert einer Ware erhöht. Man könnte geneigt sein, diesen Spekulationswert auch darauf zurückzuführen, daß die Terminpapiere die Papiere der ersten und führenden Gesellschaften überhaupt sind, die eine geringere Risikoprämie in der Verzinsung erheischen und infolgedessen einen höheren inneren Wert besitzen. Bis zu einem gewissen Grade mag das auch zutreffen, in der Hauptsache beruht jedoch der Mehrwert auf dem lebhaften Geschäft, das durch die unbeschränkte Ausdehnung der Käufer und Verkäufer im Terminhandel entsteht. Denn diese abweichende Bewertung ist bezeichnenderweise nicht nur nach oben zu finden, sondern sie besteht auch nach unten, wenn in Zeiten der Depression die Baissespekulation die Oberhand gewinnt. Dann ist der Kurs zeitweilig so gedrückt, daß er gegen den inneren Wert der Aktien, verglichen mit dem gleichartiger Kassapapiere, nicht unerheblich zurückbleibt. (Hiervon wird im zweiten Teil zurückzukommen sein.)

Da die als Grundlage angenommenen Zinssätze, sowohl der landesübliche Zinssatz und wie auch der offizielle Banksatz, durchaus nicht für alle Zeiten feststehen, so ist auch der Maßstab, den der Kapitalist an die Verzinsung der in Aktien angelegten Kapitalien stellt, gleichfalls veränderlich und damit auch der Wert der Aktien unter Umständen beträchtlichen Schwankungen unterworfen. Diese mit den Verzinsungsansprüchen zusammenhängenden Wertveränderungen sind naturgemäß zunächst nur rechnerische Überlegungen, die sich nicht immer und unmittelbar auf den Preis, den Kurs der Aktien übertragen müssen. Dies vollzieht sich meist in umständlicherer Weise.

Der empfindlichste Gradmesser für die Veränderungen auf dem Geldmarkt ist der Privatdiskontsatz an der Börse<sup>1</sup>. Seine Gestaltung und Bewegung wird von der berufsmäßigen Spekulation

---

<sup>1</sup> Näheres bei W. Prion, Das deutsche Wechseldiskontgeschäft, S. 71.

genau verfolgt, um den Wirkungen, die eine mutmaßlich größere Veränderung der Geldmarktverhältnisse auf das Kredit- und Börsengeschäft ausüben wird, durch rechtzeitige Vorkäufe und Vorverkäufe zuvorzukommen. In ruhigeren Zeiten, in denen der Privatdiskontsatz nur wenig hin- und herschwankt, tritt deshalb seine Bedeutung für die Preisbildung der Aktien zurück; um so mehr wird er in kritischen Zeiten zur Richtschnur der gesamten Börsentätigkeit.

Obwohl nun der Spekulant kein unmittelbares Interesse an der Rentabilität der Aktien hat, — er spekuliert auf Kursgewinne, — so bildet doch auch diese unter Umständen die Grundlage seiner Spekulation. Er weiß eben, daß der Kapitalist bei einer Veränderung des Standardzinssatzes mit einer entsprechend anderen Verzinsung seiner Anlagen rechnet, und daß das anlagesuchende Kapital gleichfalls die der jeweiligen Geldmarktlage angepaßten Zinssätze zum Ausgangspunkt seiner Überlegungen macht. Bei kleineren Veränderungen des Privatdiskonts beeilt sich zunächst und zumeist die mit geringem Nutzen arbeitende Tagesspekulation, entsprechende Geschäfte vorzunehmen in der Annahme, daß immerhin etliche Spekulanten aus dem Publikum die gleichen Konsequenzen aus der Bewegung des Privatdiskonts ziehen und gleichfalls entsprechende Geschäfte tätigen werden. Wird der Privatdiskont z. B. erhöht, so geht die Spekulation Baisseengagements ein, weil die damit angekündigte Verteuerung auch des Prolongationsgeldes auf die Verminderung der bestehenden Hausseengagements einwirkt und deren Lösung einen Kursrückgang herbeiführen kann. Hält die steigende Bewegung des Privatdiskonts an, so mehren sich die Vorverkäufe, als deren Folge sofort der Kurs unter Druck gehalten wird. Tritt dann später tatsächlich ein Anziehen des Prolongationsgeldes ein, so benutzen die Baissiers das dadurch kurz vor dem Prolongationstermin an den Markt kommende Material zur Deckung, wodurch ein stärkerer oder plötzlicher Kursrückgang vermieden wird. In der Kursentwicklung läßt sich daher die Wirkung des sich verändernden Geldstandes nicht immer rein erkennen.

Von größerer Wirkung auf die Preisbildung ist eine Erhöhung des offiziellen Wechseldiskontsatzes, der in der Regel jene Veränderungen des Privatdiskonts vorangegangen sind. Diese nach außen hin mehr sichtbare und auch die gesamte Kreditorganisation berührende Bankdiskonterhöhung hat zur Folge, daß für die große Masse der Spekulanten eine fühlbare Verteuerung ihrer Spekulation eintritt. Die hohen Zinsen, sowohl die im Prolongationsgeschäft, wie die im Kontokorrent dämmen die Speku-

lation ein und drängen zum Verkauf der mit fremden Gelde gekauften Wertpapiere. Dazu kommt, daß ein für längere Zeit in Geltung bleibender hoher Diskont eine allmähliche Umwandlung aller Rentabilitätsberechnungen hervorruft und Käufer nur zu diesen neuen Wertberechnungen kaufen wollen. Hierdurch wird notwendigerweise ein Kursrückgang hervorgerufen, und das obwohl sich in den Verhältnissen der Gesellschaften oder der Wirtschaftslage nichts geändert zu haben braucht.

Dieser vom Geldmarkt ausgehenden Beeinflussung der Kurse kann ferner eine solche vom Kapitalmarkt parallel gehen. Der anziehende Diskontsatz ist ein Zeichen dafür, daß das verfügbare Kapital stark gefragt wird. Große Ansprüche einer stark beschäftigten Industrie oder lebhafter Börsenspekulation haben die Mittel der Banken aufgezehrt und ihre Kapitalanlagen in Wechseln, im Lombard- und Kontokorrentkredit beträchtlich gesteigert. Nimmt die Nachfrage nach Kapital zu und hält die Steigerung der Zinssätze an, so führt die das Angebot übersteigende Nachfrage dazu, andere Kapitalanlagen zu realisieren, um die dringenderen Bedürfnisse zu befriedigen. Wertpapiere, zunächst die festverzinslichen, dann auch Aktien, werden verkauft, um flüssige Mittel zu schaffen. Naturgemäß wird dadurch ein Kursrückgang hervorgerufen, weil es allgemein in solchen Zeiten an Käufern fehlt. Das Mißverhältnis zwischen Kapitalvorrat und -nachfrage kann ein derartig großes werden, daß sich ein offener Gegensatz zwischen der Kursbewegung, die durch anhaltende Verkäufe nach unten neigt, und dem Wert der Aktie als solcher, soweit er in den speziellen Verhältnissen der Gesellschaften wurzelt, herausbilden kann. Die Börsenentwicklung ist dann vollständig abhängig von der Gestaltung des Kapitalmarktes, und ein Stillstand dieser Bewegung wird erst möglich, wenn auf dem gesamten Kapitalmarkt wieder ein harmonisches Verhältnis zwischen Kapitalangebot und -nachfrage eintritt.

Die umgekehrte Erscheinung ist bei einer großen Kapitalfülle, die sich in Zeiten wirtschaftlicher Depression einzustellen pflegt, zu beobachten. In diesem Falle drängt einmal das unbeschäftigte Kapital, nachdem es den Zinssatz für Geldmarktanlagen weidlich gedrückt hat und hier kaum noch unterkommt, von selbst wieder zur vermehrten Anlage in Wertpapieren, von denen zuerst festverzinsliche, dann allmählich auch Aktien gekauft werden. Hierdurch werden die meist in der Depression bestehenden Baisseengagements zur Deckung gebracht und die Kurse, unterstützt

durch mitlaufende Käufer der Spekulation, gesteigert. Denn andererseits rechnet ferner die Spekulation damit, daß, entsprechend den allgemein gesunkenen Zinssätzen, das anlagesuchende Kapital auch geringere Ansprüche an die Verzinsung der in Aktien angelegten Summen stellt und demgemäß höhere Kurse für die Aktien bewilligen wird. Besonders auffallend tritt die Veränderung der Rentabilitätsansprüche bei Konversionen zutage. Wird beispielsweise plötzlich der Zinsfuß für erste Staatsanleihen, die als Standardpapiere gelten, herabgesetzt, so wird mit einem Schlag auch der Maßstab für die Verzinsung der übrigen Kapitalanlagen ein anderer. Bei gleichbleibender Dividende bedeutet dies aber für die Aktien eine Wertsteigerung, und damit ist der Anreiz zu umfangreichen Spekulationen gegeben.

Außer diesen vom Geld- und Kapitalmarkt im allgemeinen ausgehenden Rückwirkungen auf die Preisbildung ist endlich noch die spezielle, aus der Spekulation selbst hervorgehende Beeinflussung durch den Geldmarkt zu erwähnen.

Die Beobachtung hat gelehrt, daß sich die Spekulation bis zum Jahre 1897 vorzugsweise im Termingeschäft abspielte, an dem die Aktien der Industriegesellschaften wegen ihrer großen Kurschancen erheblichen Anteil hatten. Infolgedessen kam der am Monatsende stattfindenden Liquidation erhöhte Bedeutung zu. An diesem Termin mußte es sich entscheiden, ob der Spekulant inzwischen die Wertpapiere verkauft bzw. seine Blankoverkäufe durch entsprechende Rückkäufe gedeckt hatte, oder ob er eine ihm zusagende Gelegenheit fand, das zur Bezahlung notwendige Geld oder die zur Lieferung notwendigen Stücke von einem Dritten leihweise zu erhalten. Die Geldgeber in dem hiermit im Zusammenhang stehenden Reportgeschäft hatten dadurch, daß sie für ihre Gelddarlehen die Höhe des Zinssatzes festsetzen, oder die Hergabe von Geld überhaupt erleichterten oder erschwerten, einen nicht zu unterschätzenden Einfluß auf die Kursgestaltung<sup>1</sup>. Sie unterstützten die Kursbewegung nach oben, wenn sie leicht und billig prolongierten. Dadurch fand der Spekulant Mut, große Engagements einzugehen, zumal er annehmen konnte, daß in solchen Fällen die allgemeine Börsenlage von den Geldgebern nicht ungünstig beurteilt wurde. Dagegen wurde der Spekulant zur Beschränkung seiner Engagements gedrängt, wenn sich Anzeichen eines teureren Prolongationsgeldes oder einer größeren Zurück-

---

<sup>1</sup> Vergl. oben S. 64.

haltung der Geldgeber bemerkbar machten. Die Folge hiervon konnte sogar eine Lösung bestehender Verpflichtungen sein, die nicht unerheblich auf die Kurse zurückwirkte. Andererseits spiegelte sich das jeweilige in der Prolongation zu Tage tretende Verhältnis von Angebot und Nachfrage nach Geld und Stücken in der Höhe der Prolongationszinssätze wider, die dadurch zu einem ziemlich sicheren Maßstab zur Beurteilung des gesamten Börsengeschäfts wurden.

Dieser Zusammenhang zwischen dem Termingeschäft und dem Reportgeschäft hatte den Nachteil, daß in dem Markt der Wertpapiere Beunruhigungen, ja sogar Krisen entstehen konnten, die nicht in den Verhältnissen der einzelnen Papiere begründet zu sein brauchten. Waren beispielsweise am Ende eines Monats die Ansprüche infolge umfangreicher Haussespekulationen groß, die dem Reportgeschäft zur Verfügung stehenden Geldmittel aus irgend welchen Gründen aber knapp, so blieb für eine Reihe von Spekulanten nur die Lösung ihrer Verpflichtungen übrig, was zu heftigen Kursrückgängen führen konnte. Diese Preisveränderung konnte sich dann sowohl im Widerspruch mit dem inneren Wert der Papiere als auch mit dem Verhältnis von Angebot und Nachfrage nach wirklichem Material befinden. Es ist deshalb erklärlich, daß allgemein die Börsenkrisen der früheren Jahre stets vom Geldmarkt ausgegangen sind. Regelmäßig läßt sich beobachten, daß ein Teil der schwebenden Engagements nicht prolongiert werden konnte, wobei die „schwächsten Elemente abgeschlachtet“ wurden, die ihrerseits wieder ihre Kunden zum Verkauf drängen mußten. Durch diese Verquickung des Kredits mit der Schwierigkeit des Verkaufs am Monatsende bekam das ganze Börsengetriebe, insbesondere in den letzten Phasen eines Aufschwungs, den Anstrich von etwas Gefährlichem, Vulkanartigem. Es war schwer vorauszusehen, wie die nächste Monatsabwicklung verlaufen würde, und ein paar Kundige, die zugleich eine Kapitalmacht hinter sich hatten, konnten das Kursgebäude zu Fall bringen.

Mit dem Verbote des Terminhandels und der hieraus entstehenden Zurückdrängung eines großen Teiles der Börsengeschäfte in die Kassaform mußten sich naturgemäß diese Zustände vollkommen ändern. Die Bedeutung der Liquidation für die Preisbildung trat immer mehr zurück und längst hat der Prolongationszinssatz aufgehört, den Stand der Spekulation zu registrieren. Diese vollzieht sich jetzt in starkem Maße im Kassageschäft, das aber vollständig an die Großbanken übergegangen

ist, in deren Kreditgewährung nunmehr der Schwerpunkt der Kursgestaltung liegt<sup>1</sup>.

### 3. Die eigentlichen wirtschaftlichen Faktoren der Preisbildung auf dem Industriekapitalmarkt: a) die Lage und Entwicklung der Industrie.

Die Bewertung der Aktien nach dem jeweiligen Ertragnis ihrer Gesellschaften, der Höhe der gezahlten Dividenden, bringt es mit sich, daß die Spekulation eifrigst alles verfolgt, was jetzt oder in Zukunft von irgend welchem Einfluß auf die wirtschaftlichen Verhältnisse der betreffenden Gesellschaften sein könnte.

Die viel hervorgehobene Tatsache, daß die Börse gleichsam der „Brennpunkt alles kommerziellen Denkens“ ist, insofern als hier die Nachrichten aus aller Welt zusammenlaufen, die Berichte über die verschiedenen Erwerbszweige besprochen werden, die politischen Geschehnisse verfolgt, wirtschaftliche Strömungen beachtet, die Verhältnisse der einzelnen Gesellschaften kontrolliert werden usw.: diese Tatsache, die Herausbildung der sog. Börsenmeinung, läßt sich nicht leugnen.. Aber auch diese höchste Leistung bedarf hinsichtlich der dabei in Betracht kommenden Personen eines kleinen Kommentars. Zweifellos verleiht das jahrelange Beobachten und Miterleben, wie bestimmte Nachrichten auf den Gang der Börsengeschäfte einwirken, und wie sie dementsprechend zu Spekulationen zu verwerten sind, der berufsmäßigen Spekulation die Fähigkeit, die jeweilige Börsenlage rasch zu erfassen und richtig zu beurteilen; hierin zeigt sich eben ihre Überlegenheit gegenüber der großen Masse des Privatpublikums<sup>2</sup>. Jedoch konzentriert sich diese „geistige Tätigkeit“ mehr auf die Erforschung der inneren Börsenzustände, Verteilung der Engagementsverhältnisse, Beteiligung des Publikums, Geldmarktverhältnisse und nicht zuletzt auf die Erlangung sog. Tips, die am einfachsten und sichersten die Einheimsung von Kursgewinnen ermöglichen. Den großen wirtschaftlichen und politischen Fragen steht dagegen die Masse der Spekulation durchaus fern. Die allgemeine Richtung der Börsenbewegung<sup>3</sup> geht doch im großen und ganzen nur von einigen

<sup>1</sup> Mit der im Jahre 1908 erfolgten Aufhebung des Terminhandelsverbots treten naturgemäß die früheren Verhältnisse wieder in die Erscheinung. Angesichts der inzwischen sehr veränderten Marktfaktoren ist es jedoch noch fraglich, in welchem Maße dies der Fall sein wird. Ein Urteil hierüber wird erst nach längerer Beobachtungszeit möglich sein.

<sup>2</sup> Vergl. oben S. 33.

<sup>3</sup> Bei der Bedeutung, die die Industriepapiere an der Berliner Börse ein-

wenigen Personen aus, die unter den Großspekulanten, den Großindustriellen oder Bankdirektoren zu suchen sind. Nicht geringen Anteil an der Klarstellung und Aufdeckung der jeweiligen Zusammenhänge zwischen Börsen- und Wirtschaftsentwicklung hat endlich auch die Finanzpresse, die die Fülle von Nachrichten und Gerüchten, Empfindungen und Meinungen der Börse, erst in eine für jedermann brauchbare Form gießt.

Wie die Nachrichten auf das Handeln der Spekulation, der berufsmäßigen wie der Privatspekulation, einwirken und dadurch in der Preisbildung verarbeitet werden, ist oben<sup>1</sup> ausgeführt worden. Daraus geht hervor, daß die Anpassung der Börsenbewegung an die Wirtschaftsentwicklung bzw. die Anpassung der Kurse an den inneren Wert der Aktien, der wieder die finanzielle Entwicklung der einzelnen Gesellschaft zur Grundlage hat, durch eine Reihe von psychologischen, börsen- und geldmarkttechnischen Faktoren je nach Umständen gehemmt, gefördert oder durchkreuzt werden kann. Dadurch entstehen zuweilen recht eigenartige Widersprüche zwischen der tatsächlichen Preisbildung und dem durch die wirtschaftlichen Faktoren bedingten Wert, die um so bemerkenswerter sind, als doch die letzteren den Ausschlag in der Preisbildung dividendentragender Industriepapiere geben sollten<sup>2</sup>.

---

nehmen, ist die Wirtschaftsentwicklung auch jeweils ausschlaggebend für die gesamte Börsenbewegung.

<sup>1</sup> Vergl. Kapitel I.

<sup>2</sup> Den nachfolgenden, auf die Lage des gesamten Bergwerks- und Industrieaktienmarktes bezüglichen Erscheinungen geht eine fortlaufende Beschäftigung der Spekulanten mit den einzelnen Papieren des Marktes parallel. Da die zahlenmäßige Höhe des Kurses der Papiere im wesentlichen von der Dividende, die die betreffende Gesellschaft verteilen wird, abhängig ist, so konzentriert sich das Interesse der Spekulanten für das einzelne Papier darauf, die Höhe der zu erwartenden Dividende zu erforschen. Anhaltspunkte bieten Betriebsausweise, Mitteilungen der Verwaltung, Vergleiche mit verwandten Unternehmungen usw., so daß schon vor Schluß des Geschäftsjahres brauchbare Schätzungen umlaufen. Welchen Vorsprung in dieser Beziehung die dem Unternehmen nahestehenden Personen haben, braucht nicht erst gesagt zu werden. Wenn sich auch im allgemeinen die Verwaltungen, insbesondere die der größeren Unternehmungen, rechtzeitig und eingehend über die wirtschaftliche Lage und die Aussichten auf die finanziellen Ergebnisse äußern, um unberechtigten spekulativen Treibereien in den Kursen ihrer Gesellschaften vorzubeugen, so wird doch von jeher über andere Gesellschaften Klage geführt, die gar keine oder nur ungenaue Angaben machen und dadurch die Herausholung von Kursgewinnen durch einzelne Personen begünstigen. Es wäre zu erwägen, ob die Zulassung der Aktien industrieller Gesellschaften in den Börsenhandel nicht auch davon abhängig zu machen wäre, daß die

a) Das „Eskomptieren“ durch den Terminhandel. Man rühmt dem Terminhandel im allgemeinen nach, daß er die kommenden Ereignisse schon frühzeitig in den Kursen zu berücksichtigen ermöglicht, und aus diesem „Eskomptieren späterer Ereignisse“ leitet man eine gleichmäßige Kursbewegung der auf Termin gehandelten Papiere ab. In der schwerfälligeren Form des Kassageschäfts müßten dagegen die Ereignisse unvermittelt auf die Kurse wirken und demgemäß hier größere Kursschwankungen hervorrufen. Theoretisch betrachtet hat diese Behauptung etwas Bestechendes. Die aufs höchste vereinfachte Form des Terminabschlusses, der weitgehende Kredit im Termingeschäft, die Möglichkeit des Blankoverkaufes, die relativ billigsten Kosten der Prolongation, sowie der große Kreis der Käufer und Verkäufer, die bedeutende Summen „schwebender Engagements“ unterhalten, alles dieses fördert den Abschluß von Geschäften, die sich auf vorläufig geringwertige und noch in weiter Zukunft liegende Ursachen gründen. In der Tat läßt sich dieses „Vorausfühlen“ im Terminhandel auch beobachten; aber die hieraus gezogenen Schlüsse auf die Kursbewegung der Kassa- und Terminpapiere erweisen sich, soweit man den tatsächlichen Verlauf der Preisbildung auf dem Industrieaktienmarkt ins Auge faßt, als nicht zutreffend. Im Gegenteil lassen sich hier sogar recht beträchtliche Übelstände feststellen, die weit mehr dem Terminhandel als dem Kassahandel zur Last fallen. Im folgenden soll dies wiederum unter Zugrundelegung der Börsenentwicklung der Jahre 1888 bis 1896 dargelegt werden.

1. Aufschwung. Wenn nach einem Börsen- und Wirtschaftsaufschwung ein panikartiger Rückschlag eingetreten ist, und der Kursrückgang dem größten Teil der an dem Wertpapiergeschäft beteiligten Personen schwere Verluste am Vermögen gebracht hat, dann dauert es eine geraume Weile, bis neues Leben auf den Trümmern erblüht. Nur die berufsmäßige Spekulation, die ihr Augenmerk einzigt und allein auf die Kursbewegung zu richten hat, späht geschäftig nach Zeichen aus, die sie nach der einen oder anderen Richtung hin zur Beeinflussung der Kurse verwerten kann. Daß sie dabei je nach ihren besonderen Interessen bestimmte Nachrichten aufbauscht oder über Gebühr würdigt, andere Nach-

---

Gesellschaften zur rechtzeitigen Berichterstattung über die Lage ihres Unternehmens verpflichtet würden. In New-York (vergl. „Berl. Tageblatt“, Nr. 389 vom 3. Aug. 1909) sind neuerdings die Aktien solcher Gesellschaften, die diese Angaben nicht machen wollten, von der offiziellen Kursnotierung ausgeschlossen worden.

richten zu unterdrücken versucht oder abschwächt und endlich auch mit gefälschten oder falschen Nachrichten, unkontrollierbaren Gerüchten arbeitet, ist hinlänglich bekannt.

An anderer Stelle war schon darauf hingewiesen worden<sup>1</sup>, daß nach andauernder und intensiver Baissespekulation, bei der endlich die Baisseengagements das Übergewicht erlangen, von selbst der Zeitpunkt kommt, in dem die von Prolongation zu Prolongation hinausgeschobenen, unerledigten Deckungskäufe oft unvermittelt den Übergang zu einer Aufwärtsbewegung der Kurse schaffen. Fällt dieser Vorgang, der auch durch „Spekulation auf Positionsverhältnisse“ gewaltsam herbeigeführt werden kann, daneben noch mit sich leise bemerkbar machenden Zeichen einer Besserung der allgemeinen wirtschaftlichen Lage zusammen, so ist der Anfang der Börsenkonjunktur gelegt. Als solche Zeichen sind in erster Linie die Käufe von „gut unterrichteter“ Seite anzusehen, die dann mit Gerüchten über angeblich große Bestellungen, in Aussicht stehende Veränderung der Eisen- und Kohlenpreise, umgeben werden.

Die greifbarsten Anhaltspunkte für die Lage und Entwicklung der Industrie sind, früher noch mehr als heute, wo eine ausgedehnte Syndikatstätigkeit regulierend einzugreifen sucht, die Marktgestaltung und im späteren Verlaufe die Preise für Kohle und Eisen. Erhöhung der Kohlenpreise läßt auf eine verstärkte Nachfrage schließen, die für die Bergwerke erhöhte und lohnende Beschäftigung bedeutet. Sie bedeutet aber zugleich auch eine entsprechende Belastung aller industriellen Betriebe, die ihrerseits mit der Erhöhung der Eisen- und Fabrikatspreise vorzugehen bestrebt sind. Die Durchsetzung der letzteren ist endlich, wenn sie auch anfänglich mehr spekulativer Natur ist, ein Zeichen allgemein sich bessernder Geschäftsverhältnisse, was nicht ohne Einfluß auf die finanziellen Erträge der einzelnen Gesellschaften bleiben wird. So kommt es, daß die Spekulation die ersten sichtbaren Anregungen vom Eisen- und Kohlenmarkt empfängt, und daß später der äußere Vorgang des Steigens der Kohlen- und Eisenpreise sie mit immer größer werdenden Hoffnungen auf steigende Dividenden erfüllt, als deren Folge Käufe über Käufe in Industriepapieren vorgenommen werden.

Auf diese Weise gelangt jede Erhöhung der Eisen- und Kohlenpreise in den Kursen der Bergwerks- und Hüttenpapiere sofort zum Ausdruck, obwohl den Gesellschaften selbst die Preissteigerung

---

<sup>1</sup> Vergl. oben S. 89.

vielleicht erst über Jahr und Tag zugute kommt. In ein paar Tagen nimmt daher die Spekulation eine wirtschaftliche Entwicklung von langer Dauer vorweg. Hält die Steigerung für Eisen und Kohle an, so hat die dadurch entfachte Hausebewegung in ein paar Monaten bald ein Mehrerträgnis der Gesellschaften von mehreren Prozenten, das aber frühestens nach einem Jahre erst zur Auszahlung reif wird, in den Börsenkursen eskomptiert. Die günstigen Börsenberichte regen nämlich mit der Zeit die Kauflust des Publikums an, das angesichts der Kurssteigerung die bösen Tage, die es noch vor kurzem erlebt hat, vergißt und die Engagements der Spekulation zu weiter steigenden Kursen übernimmt. Dabei überträgt sich dann auch die Kauflust auf die per Kasse gehandelten Papiere, die seinerzeit von den Banken aufgekauft worden sind und nunmehr ebenfalls zu steigenden Kursen ans Publikum weitergegeben werden. Der letzten Käuferschicht, in der Regel dem Publikum, bleibt es vorbehalten, geduldig auf das Nachhinken der wirtschaftlichen Entwicklung zu warten.

Tatsächlich zeigen also die Papiere, die auf Termin gehandelt und deshalb von der Spekulation bevorzugt werden, zuerst eine Bewegung nach oben, während in den Kassapapieren erst nach längerer Zeit eine Aufwärtsbewegung zustande kommt. Aber die so frühzeitig eingetretene, an sich durchaus berechtigte Hausebewegung birgt die große Gefahr in sich, daß die damit verbundene Kurssteigerung eine zu hastige, ihrer Zeit zu weit vorausseilende gewesen ist, und daß die Kreditspekulation mit einem Male stark angespannt wird. Denn die Käufe des Publikums, die die Kurse in die Höhe treiben, kommen nicht nach und nach, etwa der langsam fortschreitenden wirtschaftlichen Entwicklung angepaßt, sondern plötzlich und in großen Summen. Die schnelle Steigerung der Kurse würde auch noch nicht als ein Nachteil anzusehen sein, wenn der Terminhandel aus sich heraus die Fähigkeit hätte, die Kurse auch auf der einmal eingenommenen Höhe zu halten, bis die wirtschaftliche Entwicklung einigermaßen herangekommen ist. Hier versagt aber der Terminhandel. Die ruhelose, stets neue Geschäfte suchende Berufsspekulation setzt nämlich auf Grund der veränderten Börsenlage ihre Tätigkeit fort. Das heißt aber, sie berücksichtigt die durch die verschobenen Engagementsverhältnisse geschaffene börsentechnische Lage und nimmt daraufhin Baissestellung ein.

Dieser Vorgang spielt sich in folgender Weise ab. Je nach der Stärke und der Dauer der sich bemerkbar machenden Kauflust des Publikums gibt ein Teil der Spekulation seine Hauseengagements

auf, ein Teil engagiert sich von neuem mit dem Publikum nach oben, während andere Spekulanten mit Verkaufen vorgehen, in der Annahme, daß die Kurse bereits eine Übertreibung enthalten. Allmählich tritt ein Stillstand in der Bewegung der Kurse ein, und das Geschäft wird ruhiger. Wenigstens erscheint dies nach außen hin so. In Wirklichkeit geht aber die Spekulation, sobald sie merkt, daß die Kauflust des Publikums erlahmt oder sogar die ersten Käufer anfangen, ihre Gewinne sicherzustellen, möglichst ohne Aufsehen dazu über, ihre Engagements zu lösen, und die noch eintreffenden Kaufaufträge des Publikums zu Verkäufen ihrerseits zu benutzen. Teilweise finden sogar Blankoabgaben statt, in der Voraussetzung, daß sich über kurz oder lang ein allgemeines Realisationsbedürfnis des Publikums herausstellen wird. So vollzieht sich unbemerkt an der Börse ein vollkommener „Szenenwechsel“, eine Verschiebung der Engagements, die nicht ohne Wirkung auf die weitere Preisbildung bleiben kann.

Tritt nun während solcher Börsenlage tatsächlich ein Ereignis ein, das sich in einer für die Preisbildung ungünstigen Weise ausschlachten läßt — es braucht mit den Verhältnissen der Gesellschaften oder der allgemeinen wirtschaftlichen Lage in keinem engeren Zusammenhang zu stehen: womöglich ist es ein politisches oder geldmarkttechnisches —, und das das Haussengagements unterhaltende Publikum ängstlich macht, dann ist der Rückschlag unabdinglich, wenn Verkäufe herauskommen, oder die berufsmäßige Spekulation in blanko verkauft. Die Heftigkeit eines solchen Rückschlages richtet sich ganz nach der Art und dem Umfang der voraufgegangenen Haussbewegungen, den Gründen des Verkaufsandranges, der Stärke der Baissepartei usw. Hat sich während dieser für die Börse mehr oder minder kritischen Zeit in der allgemeinen Wirtschaftslage nichts geändert, so dauert es nicht lange, bis die Spekulation wiederum ein günstiges Moment herausgreift, um daraufhin eine neue Haussbewegung ins Leben zu rufen, — wenn nicht angesichts der ungerechtfertigten Kursherabsetzung die Anregung aus den der Industrie nahestehenden Kreisen selbst kommt. Hierbei wiederholt sich dasselbe Spiel von neuem, und man kann mit Recht sagen, daß jede durch den Terminhandel hervorgerufene stärkere Haussbewegung schon den Keim zum Rückschlag in sich birgt. Endlich können sich diese Verhältnisse so zuspitzen, daß sich der Rückschlag zu einer reinen Börsenkrisis auswächst (1895), während welcher das Wirtschaftsleben seinen Gang ruhig weiter geht. Zutreffend sagt der „Deutsche Ökonomist“ an vielen Stellen, wenn er

die Tätigkeit der Spekulation bespricht, daß die Börse den Weg der Entwicklung, der in seinen großen Richtungslinien von ihr immer richtig erkannt wird, stets mehrere Male geht. Dieser alte Erfahrungssatz ist aber der berufsmäßigen Spekulation so sehr bekannt, daß sie sich in allen Epochen der Börsenbewegung bestrebt zeigt, seine Richtigkeit von neuem darzutun!

Naturgemäß werden von diesen Bewegungen die Terminpapiere in erster Linie betroffen. Denn nur bei ihnen sind die verschiedenartigen Engagementsverhältnisse möglich, die sich nach der einen oder anderen Seite Luft schaffen wollen und dadurch leicht Übertreibungen verursachen. Zwar können sich auch die Kassapapiere infolge ihrer engen Beziehungen zu den Terminpapieren nicht ganz von diesen Strömungen fernhalten, aber ihre Kurse weisen im Verlaufe eines sich auf wirtschaftliche Tatsachen gründenden Börsenaufschwungs nicht in dem Maße Schwankungen nach oben und unten auf wie die der Terminpapiere. Bei den Kassapapieren sind die Kursrückgänge anläßlich der oben geschilderten Vorgänge davon abhängig, ob und in welchem Maße sich die wirklichen Besitzer von Stücken tatsächlich zum Verkauf entschließen. Nach den Gründen, die den Rückschlag herbeiführen, wird das verschieden sein. Solange die wirtschaftliche Entwicklung an sich gut ist, brauchen sie nichts von den Schwierigkeiten zu merken, die sich den Termingespekulant en in der Prolongation oder in politischen oder börsentechnischen Ursachen entgegenstellen — falls nicht auch ihnen eine ausgedehnte Kreditspekulation zum Verderben wird. —

2. Krise und Niedergang. Die Produktions- und Absatzverhältnisse der industriellen Gesellschaften sowie die Kohlen- und Eisenpreise geben auch für den weiteren Verlauf der Börsenentwicklung, speziell der Montanpapiere, die allgemeinen Richtungslinien an. Bei der von einem großen Interessentenkreis ausgehenden genauen Verfolgung aller auf die Eisen- und Kohlenpreise bezüglichen Strömungen und Ereignisse ist es nicht überraschend, wenn die Börse anfängt, enttäuscht zu werden, sobald sich Zeichen einstellen, die auf ein Nachlassen der Steigerung oder sogar auf einen Stillstand der Preise hindeuten. In solchen Augenblicken kalkuliert der Spekulant, daß die zu erwartende „Unveränderlichkeit“ der Preise den Höhepunkt der industriellen Entwicklung darstellt, und damit der erste Schritt zur Abwärtsbewegung eingesetzt hat. Er trachtet deshalb danach, die — nach seiner Meinung letzten — Käufe des von der Spielleidenschaft erfaßten Publikums noch dazu zu benutzen, um Baisseengagements einzuleiten.

Da die im Augenblick notierten — hohen — Preise für Kohle und Eisen infolge der üblichen langen Dauer der Lieferungsverträge erst nach Monaten und auch Jahren auf die finanziellen Erträge der Gesellschaften zurückwirken können, entsteht die eigentümliche Lage, daß die Börse bereits die allgemeine Richtung nach unten eingeschlagen hat, wenn die Rohstoffpreise noch hoch, die Aussichten der Werke noch gut sind, und die finanziellen Ergebnisse noch steigen. Es bildet sich dann jener regelmäßig zu beobachtende Gegensatz der Ansichten zwischen Börse und Industrie heraus, wobei die Vertreter der letzteren irgend ein Nachlassen der industriellen Konjunktur nicht zugeben wollen und zum Beweise dessen auf die lebhafte Beschäftigung ihrer Betriebe hinweisen. Und in der Tat pflegen die Dividenden dann am höchsten zu sein, wenn die Börse bereits wieder nach unten spekuliert oder vielleicht auch schon unten angekommen ist.

Der Widerspruch erklärt sich daraus, daß der Spekulant — der richtige — viel zu weit in die Zukunft schaut. Er fragt sich in diesem Falle, wie wird die Entwicklung überhaupt sein, und nicht, wie wird sie in der nächsten Zeit sein. Dieses Weiterhinausschauen wird ihm einmal recht geben. Er weiß, je nach Art des vorangegangenen Aufschwungs in der Industrie, daß in absehbarer Zeit ein mehr oder weniger heftiger Rückschlag unbedingt kommen wird, das lehrt ihn die einfache Beobachtung der hinter ihm liegenden Börsengeschichte. Die Schwarzseher mehren sich, in Berichten, in den Zeitungen, an der Börse wird diese Frage erörtert und so ein öffentlicher Zwiespalt in den Ansichten über die Weiterentwicklung herbeigeführt. Trotzdem kann der Baissespekulant, der nach seinen Überlegungen gehandelt hat, noch böse Tage erleben. Das an ein endloses Steigen der Kurse denkende Publikum, geblendet durch die noch in Aussicht stehenden hohen Dividenden, kann noch lange Zeit mit Käufen eingreifen und dadurch die Kurse immer höher treiben. Mancher Baissespekulant wird hierdurch überrannt; aber die Gefahr eines folgenschweren Rückschlages wird mit jedem Tag größer, weil es später, wenn alle Kräfte in umfangreichem Maße nach oben engagiert sind, an geeigneten Käufern fehlt.

Dieser Gegensatz zwischen der Spekulation und dem Publikum kann sich derartig verschärfen, daß die einzelnen Märkte, auf denen sich die beiden Gruppen vorzugsweise betätigen, eine völlig voneinander abweichende Tendenz zeigen. Der Terminmarkt, durch die allmählich eingefädelten Baisseeengagements unter Druck gehalten, zeigt weniger starke Preisveränderungen als der Kassamarkt, in

dessen einzelnen Werten der Rest der Hochkonjunktur herausgeholt wird. Damit soll aber etwa nicht gesagt sein, daß die Terminpapiere im Verhältnis zu ihrem inneren Wert weniger gestiegen sind; im Gegenteil, sie sind nur frühzeitiger auf einer Höhe angelangt, bei der es beim besten Willen nicht mehr weiter geht. Schwäche auf dem Terminmarkt und Festigkeit auf dem Kassamarkt sind die Kennzeichen dieser Entwicklungsstufe.

Allerdings wirkt auf die verschiedene Haltung der beiden, denselben Papiergattungen angehörenden Märkte noch ein anderer Umstand ein. Private Großspekulanten und Bankers pflegen bei hohen Kursen sich des Terminmarktes zu bedienen, um sich gegen Rückschläge, die ihren Wertpapierbesitz treffen könnten, zu sichern. Zu diesem Zwecke fixen sie in einem Papier derselben Gattung und gleichen damit den Verlust aus, der bei einem Kursrückgang auf ihrem Wertpapierbestand entsteht. Es finden also Verkäufe in irgend einem Termingeschäft statt, die gar nichts mit der Wertbemessung dieses Papiers zu tun haben, sondern nur deswegen vorgenommen werden, weil dieses Papier auf Termin gehandelt wird und deshalb Blankoverkäufe zuläßt. Während in ruhigen Zeiten solche Versicherungsgeschäfte<sup>1</sup> vorzugsweise auf dem Bankaktienmarkt getätigten werden, werden in unruhigen Zeiten Bergwerks- und Hüttenpapiere vorgezogen, weil sie größere Vorteile durch die Kursschwankungen bieten. Es ist klar, daß solche in keiner Be-

---

<sup>1</sup> Überhaupt werden die Strömungen, Gerüchte, Ereignisse, die nicht eine spezielle Gesellschaft betreffen, sondern die allgemeine Haltung der Börse bedingen, wie politische, geldmarktpolitische, handelspolitische, unterschiedslos auf die Terminpapiere übertragen, indem man hier kauft oder verkauft. Unter den Terminpapieren zeichnet sich wiederum eins als Führerpapier aus, das gewissermaßen das Spekulationsobjekt an sich verkörpert und weniger die Verhältnisse der betreffenden Gesellschaft als vielmehr die allgemeine wirtschaftliche oder politische Lage widerspiegelt. In früheren Jahren war lange Zeit hindurch die Österreichische Credit-Aktie das führende Papier der Berliner und Wiener Börse. Ging irgend etwas in der Welt vor, so fanden daraufhin große Umsätze in Credit-Aktien statt, die dadurch zum ersten internationalen Spielpapier wurden. An der Berliner Börse traten in den 1890er Jahren Diskontokommandit-Anteile an ihre Stelle, deren Kursgestaltung für die ganze Börsenbewegung vorbildlich wurde. Allmählich schoben sich die Aktien der Deutschen Bank in den Vordergrund. Sie haben aber nicht jene Bedeutung für die Spekulation erlangt, wie die Führerpapiere der früheren Jahre. Eine Zeitlang waren auch Canada-Aktien sehr beliebt, und in neuester Zeit (1908) scheint es, als ob sich die Phönix-Aktien zum ersten Spekulationspapier entwickeln wollten. Der Phönix-Markt ist augenblicklich der Tummelplatz der großen und kleinen Spekulation, wobei die Abschlüsse bis auf die kleinsten Beträge heruntergehen sollen.

ziehung zu dem einzelnen Papier stehende Geschäfte, die sich nur aus der Gesamtlage rechtfertigen lassen, die Preisbildung unregelmäßig machen und den Preis des Papiers von seinem inneren Wert und den diesem zugrunde liegenden Verhältnissen des Unternehmens häufig unnötig entfernen können.

b) Neuere Entwicklungstendenzen. Wie vorausgeschickt, fußen die im vorstehenden dargelegten Beziehungen des Terminhandels zur Preisbildung unter gleichzeitiger Berücksichtigung der wirtschaftlichen Faktoren auf den tatsächlichen Börsenereignissen der Jahre 1886—1896, also der Zeit, in der der Terminhandel auf dem Industrieaktienmarkt in hoher Blüte stand. Mit dem im Jahre 1897 erfolgten Verbot des Terminhandels tritt auf diesem Marktgebiete das Kassageschäft in den Vordergrund, dessen Einfluß sich auf die Preisbildung wesentlich einfacher gestaltet, weil es nicht die Möglichkeit bietet, über den wirklichen Stückevorrat hinaus zu kaufen und zu verkaufen. Die tatsächlichen Ergebnisse, zu denen die Preisbildung unter Anwendung dieser Geschäftsform gekommen ist, werden im zweiten Teil vorgeführt werden.

Dagegen ist hier auf Seiten der für die Preisbildung maßgebenden wirtschaftlichen Faktoren nachzutragen, daß allgemein das Verhältnis der Börse zum Wirtschaftsleben, der Kursentwicklung zur Wirtschaftsentwicklung im Laufe der letzten zwei Jahrzehnte bedeutsame Veränderungen durchgemacht hat. Wie gesagt, die Jahre 1880—1896 sind typisch für die gegebene Darstellung: sie lassen noch die zahlreichen Beziehungen der verschiedenen Faktoren der Preisbildung rein erkennen, insofern als die — damals noch mächtige — Spekulation auf die einfacheren wirtschaftlichen Ereignisse reagiert und sich die Geschehnisse ungeschwächt in der Preisbildung widerspiegeln. Das lag vor allem daran, daß die wirtschaftlichen Kräfte, dem freien Wettbewerb huldigend, ungebundener und frischer erscheinen, die Preisentwicklung der Waren für jedermann sich offensichtlicher vollzieht, und die Rückwirkung der letzteren auf die finanziellen Erträge der Unternehmungen, die selbst wieder, was Kapital und Produktion anlangt, von mäßigem Umfang waren, leichter zu erkennen oder zu schätzen war. Inzwischen hat es der Industrielle am eigenen Leibe erfahren, was es heißt, seine Produktion mit allen Kräften anzuspannen und auf Grund vorübergehend stärkerer Nachfrage die Produktionsanlagen zu vergrößern, zu verdoppeln, um nachher jahrelang unter der Überproduktion und den tief gesunkenen Preisen zu leiden. Die Unternehmungen, die aus dem fessellosen

Konkurrenzkampf als lebensfähig hervorgegangen sind, konsolidieren sich, und an die Stelle unerhörter Preistreibereien treten allmählich Verabredungen der Produzenten, anfänglich allerdings nur in loser Form, um die gröbsten Mißstände zu beseitigen. Vor allem sucht man den Betrieb gleichmäßiger zu gestalten, und zwar dadurch, daß man den Preisschwankungen die Schärfe nach oben und unten nimmt. Durch diese Vereinbarungen und Zusammenschlüsse, die dazu noch von technischen Fortschritten aller Art begleitet sind, um die Betriebe auch rationeller zu machen, wird die Wirtschaftsverfassung verwickelter, unübersichtlicher, die Beurteilung der jeweiligen Wirtschaftslage ungemein erschwert. Insbesondere lassen sich die Wirkungen einzelner Vorgänge auf wirtschaftlichem Gebiet nicht mehr so leicht erkennen, vor allem nicht mehr so genau bis zu den von ihnen betroffenen Gesellschaften zurückverfolgen wie früher. In jüngster Zeit treten zu diesen Erscheinungen weit verzweigte, ganze Industriezweige umfassende Kartelle und Syndikate, die die Marktgestaltung der wichtigsten Rohprodukte und Waren zu beeinflussen suchen. Neue Wirtschaftsgebilde entstehen, indem sich verschiedene Industriezweige, die früher einzeln für sich arbeitend, nur inlosem Geschäftsverhältnis zueinander standen, zu großen Betriebs- und Interessengemeinschaften zusammenschließen. Fertigindustrien suchen engeren Anschluß an die Rohstoffproduzenten, um sich von den Preisen der Produkte unabhängiger zu machen, und insbesondere in der Kohlen- und Eisenindustrie schälen sich die charakteristischsten Formen der „gemischten“ Werke, Hüttenzechen, Walzwerke usw. heraus.

Wenn durch alles dieses auf der einen Seite der berufsmäßigen Spekulation die Ausübung ihrer Tätigkeit immer mehr erschwert wird, und der Einfluß der Leitung dieser neuen Unternehmungsformen nahestehenden Personen auf den Börsenverkehr ständig wächst<sup>1</sup>, so bleibt auf der anderen Seite als weit wichtiger noch hervorzuheben, daß auch die Spekulation selbst auf eine andere Grundlage gestellt wird. Der Zweck aller vorerwähnten Bestrebungen und Verständigungen läuft in letzter Linie auf die Herbeiführung einer gleichmäßigen und lohnenden Beschäftigung der Betriebe und, als deren Voraussetzung, auf die Herbeiführung möglichst gleichmäßiger Preise hinaus. Als eine Folge hiervon steht auch eine größere Stabilität der Gewinnerträge der einzelnen Gesellschaften zu erwarten, an die Stelle zeitweilig übermäßig hoher

---

<sup>1</sup> Vergl. oben S. 26.

und zeitweiligen Ausfallen jeglicher Dividende tritt eine sich dem Durchschnitt früherer Jahre nähernde regelmäßige Dividendenhöhe<sup>1</sup>. Das bedeutet aber für die Preisbildung in Aktien industrieller Gesellschaften, daß eine der wesentlichsten Ursachen für die großen Kursschwankungen und damit auch der zügellosen Agiotage in Fortfall kommt. Theoretisch ist deshalb in der richtigen Weiterbildung des Syndikats- bzw. Kartellgedankens zugleich die Grundlage zu einem soliden Börsengeschäft<sup>2</sup> enthalten.

Trotz all dieser Wandlungen, die sich in der Industrie wie in ihrem Verhältnis zur Börse haben feststellen lassen, bleibt jedoch nach wie vor die Marktgestaltung der beiden wichtigsten industriellen Rohprodukte, Kohlen und Eisen, als wesentliches Moment für die frühzeitige Beurteilung der zukünftigen finanziellen Erträge der Gesellschaften, nach denen man den Wert der Aktien zu bemessen pflegt, bestehen. Infolgedessen

---

<sup>1</sup> Naturgemäß haben es die Gesellschaften bis zu einem gewissen Grad selbst in der Hand, durch eine entsprechende Dividendenpolitik übermäßig großen Kursschwankungen in ihren Aktien vorzubeugen. Sie brauchen bloß in fetten Jahren nicht den gesamten Gewinn auszuschütten, sondern ihn zu einem Teil zu Reserven und sonstigen stillen oder offenen Rücklagen zu verwenden, um daraus in mageren Jahren zu Dividendenzwecken zu schöpfen. Leider läßt sich aber die Befolgung einer solchen Dividendenpolitik, die sowohl im Interesse des Börsenverkehrs wie in dem der Aktionäre liegt, bisher bei nur wenigen Gesellschaften feststellen. Ein besonders krasses Beispiel von Dividendschwankungen und Kurssprüngen bieten die Aktien der Aktiengesellschaft für Rhein. Westfäl. Industrie, einer Gesellschaft allerdings, die nicht selbst ein Industrieunternehmen ist, sondern sich mit der Gründung von Tochtergesellschaften befaßt, deren Aktien sie in den Handel bringt. Es stellte sich

im Jahre	die Dividende auf	der Kurs der Aktien auf niedrigst %	höchst %
1899	21 Proz.	251.—	328.50
1900	60 "	225.—	300.—
1901	0 "	108.—	234.—
1902	0 "	99.80	145.—
1903	5 "	110.50	132.10
1904	8 "	125.25	173.50
1905	19 "	163.—	238.60
1906	40 "	218.50	305.—
1907	6 "	141.50	284.50
1908	4 "	121.—	172.—

<sup>2</sup> Vergl. auch Jean Lescures, *Le marché à terme de bourse en Allemagne*, Paris 1908, S. 26.

haben auch die sich hieraus ergebenden, für die Zeit bis 1896 im speziellen dargelegten Beziehungen zu dem Handeln der Spekulation, zur Preisbildung und die durch sie hervorgerufenen wechselnden Ansichten über Industrieentwicklung und Börsenentwicklung heute noch volle Geltung. Sie lassen sich in den nach 1896 zu beobachtenden Zeiten des Aufschwungs, der Krise und der Depression in derselben Weise verfolgen. Nur ist hierzu wiederum zu bemerken, daß infolge der immer enger werdenden Verflechtung der Länder in die Weltwirtschaft nicht mehr der nationale Markt dieser Produkte so allein ausschlaggebend ist, sondern die Spekulation auch aus den Märkten der übrigen Länder, in neuester Zeit vorzugsweise der Vereinigten Staaten von Amerika, Anhaltspunkte für die auch immer mehr einen internationalen Charakter annehmenden Konjunkturbewegungen zu gewinnen bestrebt ist.

## B.

# Der tatsächliche Verlauf der Preisbildung an der Berliner Börse.

---

## I. Darstellung des Verlaufes der Preisbildung auf dem Industrieaktienmarkt.

Nach den voraufgegangenen allgemeinen Betrachtungen über die innere Verfassung der Börse soll nunmehr an Hand der tatsächlichen Kursbewegung gezeigt werden, wie jene Faktoren in Wirklichkeit auf die Preisbildung eingewirkt haben. Dazu ist eine Darstellung der jeweiligen gesamten Börsenlage erforderlich, weil nur sie all die zahlreichen auf die Preisbildung einwirkenden Momente richtig erkennen läßt. In den einzelnen Papieren, selbst denjenigen desselben Marktes, können sich nämlich zur gleichen Zeit Bewegungen vollziehen, die durchaus nicht mit den allgemeinen Strömungen übereinzustimmen brauchen und ihre Ursache in den besonderen Verhältnissen der einzelnen Gesellschaft haben.

Wie im Verlaufe der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung sind auch in der Preisbildung an der Wertpapierbörsen, speziell auf dem Industrie- und Bergwerksaktienmarkt, die charakteristischen Abschnitte zu unterscheiden: 1. Aufschwung, 2. Krise und 3. Stockung.

Eine sich über einen Zeitraum von mehr als zwanzig Jahren erstreckende Beobachtung der Preisbildung ergibt nun, daß zu einer Darstellung, die die Preisbildung in diesen charakteristischen Zeiten klar und deutlich darstellen soll, die Zeit vor dem Börsengesetz, also bis zum Jahre 1896, am geeignetsten ist. Zahlreiche Gründe lassen sich dafür anführen. Zuerst ist hinsichtlich der Börse zu bemerken, daß sie noch keinerlei Einschränkung durch die Gesetzgebung kennt; daß die an ihr tätigen Berufspersonen in großer Zahl vertreten, dazu mannigfach gegliedert und trotzdem untereinander ihrer Kapitalkraft nach nicht allzusehr verschieden sind, und daß die „Hochfinanz“ aus einem verhältnismäßig kleinen Kreis erster Banken und Bankers besteht, der wiederum von der Speku-

lation nicht durch eine allzuweite Kluft getrennt ist. Ferner ist die große Zahl der Bankers, die zum Teil die berufsmäßige Spekulation darstellt, wieder mit einem großen Anhang von Kunden ausgestattet, so daß die Aufträge aus den verschiedenen Teilen des Reiches durch viele Kanäle an die Börse gelangen, sich also eine weitgehende Dezentralisation des Wertpapiergeschäfts bemerkbar macht. Hieraus folgt, daß die Bankers, da sie selbst auch spekulieren, eine Macht an der Börse bilden, die als Einheit, — bei gleicher Auffassung der Börsenlage — mit oder gegen das Publikum gehend, von großer Tragweite für die Preisbildung ist und überhaupt zu allen Zeiten Leben und Bewegung schafft. Dazu kommt, daß die Börse die Krisenjahre von 1873 und 1882 längst wieder vergessen hatte. Unter diesen Umständen lassen sich die Beweggründe der handelnden Personen noch genau erkennen und ihre Wirkungen auf die Kursbewegung leichter zurückverfolgen.

Auf der anderen Seite befindet sich die Industrie, wie schon hervorgehoben, noch in einem ungebundenen Zustand. Es besteht weitgehendste Konkurrenz auf allen Gebieten: Abkommen über Preise, Kartell- und Syndikatsbildungen sind gar nicht oder nur in ihren Anfängen vorhanden. So kommt es, daß die Preise der Rohstoffe und auch der Halbfabrikate großen Schwankungen unterliegen, daß die hochgetriebenen Preise viele Neugründungen erstehen lassen, dadurch bald Überproduktion eintritt, und daraufhin die Preise plötzlich und stark sinken, und daß durch alles dieses die Erträge der Gesellschaften von Jahr zu Jahr ganz beträchtlich schwanken. Auch in dem Verlauf der industriellen Entwicklung treten die Ursachen und Wirkungen offener und deutlicher zutage, während heute die Wirtschaftsgebilde viel komplizierter und — auf Grund der früheren Erfahrungen — nach größerer Ordnung der Produktions- und Absatzverhältnisse ökonomischer eingerichtet sind. —

### 1. Der Börsenaufschwung von 1888/89<sup>1</sup>.

Die Börse steht zu Anfang des Jahres 1888 unter dem Druck politischer Unruhen und der Krankheit des Kaisers. Demzufolge bestehen in Diskonto-Anteilen und Russen-Anleihen starke Baisseengagements, während auf den anderen Gebieten mit Rücksicht auf

---

<sup>1</sup> Der nachfolgenden Darstellung liegen die fortlaufenden Börsenberichte des „Deutschen Ökonomen“, der „Vossischen Zeitung“ und teilweise auch die der „Nationalzeitung“ und der „Frankfurter Zeitung“ der damaligen Zeit zugrunde.

die sich günstig entwickelnde Wirtschaftslage Hausepositionen vorherrschen. Bismarcks Friedensrede, die die politische Lage etwas klärt, hat eine Ermattung der Börse zur Folge, was der Kreuzzeitung Veranlassung gibt, die Börse dieserhalb anzugreifen. Von der Finanzpresse wird das Verhalten der Börse damit erklärt, daß die hochengagierte Spekulation nach dem Bekanntwerden der Rede vergeblich auf neue Käufer wartete und infolgedessen ihre Realisationen auf die Kurse drückten. Mitte März geht die kleine Spekulation mit Käufen auf dem Industrieaktienmarkt vor und sucht durch ihre Kundschaftsbeziehungen auch das spekulierende Publikum für die Aktien zu interessieren. Letzteres greift zum Teil mit Käufen ein, während gleichzeitig die kleine Spekulation unter Überlassung ihrer Aktien an die neuen Käufer sich anderen Papieren zuwendet. Die hierdurch hervorgerufene Bewegung steigert die Kauflust weiterer Kreise des Publikums, so daß sich die Kontremine zu Deckungen entschließt. Diese Deckungskäufe, vereint mit den Käufen des Publikums, denen sich auch weitere Meinungskäufe der berufsmäßigen Spekulation anschließen, lassen plötzlich die Kurse prozentweise in die Höhe schnellen. Die Aufwärtsbewegung wird jedoch bald durch Verkäufe der Spekulation gehemmt, die die gestiegenen Kurse zur Sicherstellung ihrer Gewinne benutzt. Da aber das Publikum weiter kauft, so drücken diese Realisationen nicht auf den Kurs, sondern sie bringen nur die Kurssteigerung vorläufig zum Stillstand.

Die Ursachen der sich durchringenden Kauflust sind in den günstigen Berichten zu suchen, die aus den Industriegebieten kommen und insbesondere die lebhafte Nachfrage nach Kohle hervorheben. Daneben haben sich die politischen Aussichten wesentlich gebessert, und auch die Geldverhältnisse sind derart, daß der Spekulation Kredit in hinreichender Weise zugänglich ist. Es dauert daher nicht lange, bis erneut eine Hausestimmung zum Durchbruch kommt, an der wesentlich die sog. Wechselstubenspekulation beteiligt ist. Daß überhaupt die ganze Bewegung größtenteils auf die Tätigkeit der Spekulation zurückzuführen ist, geht auch daraus hervor, daß der Terminmarkt allein Kurserhöhungen zu verzeichnen hat, während der Kassamarkt, auf dem das wirkliche Kapital Anlage sucht, von diesen Ereignissen noch unberührt bleibt. Weiter geht aus dieser Börsenlage hervor, daß eigentliche Baisseengagements nicht bestehen, mithin Realisationen stets mit Kursrückgängen verknüpft sind. Die Berichte der damaligen Zeit heben hierbei hervor, daß einsichtsvolle Spekulanten das Eingehen von Baisseengagements unter diesen Umständen für allein richtig halten, daß sie sich aber

scheuen, diese ihre Meinung durch Verkäufe in die Tat umzusetzen, weil sie fürchten, von der unabsehbaren Kauflust des Publikums überrannt zu werden. Sie schwimmen daher zum größten Teil mit dem Strom.

Die Hausestimmung wird gefördert durch die Anfang Juni sich verstärkende Kapitalflüssigkeit und durch Berichte über den sich bessernenden Gesundheitszustand des Kaisers. Mit den wachsenden Hauseengagements müssen aber auch Baisseengagements entstanden sein; denn nur dadurch läßt sich wiederum die merkwürdige Tatsache erklären, daß die Börse auf den Tod des Kaisers „fest“ war. Anscheinend waren die erwarteten Verkäufe ausgeblieben bzw. von starken Interventionskäufen absorbiert, so daß die Baissiers zu Deckungskäufen schritten. Die Berichte weisen nämlich auf große Käufe von kapitalkräftigen und gut unterrichteten Spekulanten hin, die von diesen ganz offensichtlich an der Börse getätigten wurden, während gleichzeitig in der Presse günstige Mitteilungen über die Beschäftigung und die Aussichten der Industrie erscheinen. Jedenfalls ist die Wirkung die, daß sich eine große Zahl von Mitläufern einfindet, die durch ihre Käufe die Kurse in die Höhe treibt. Dabei wird, so heißt es, die Kontremine kräftig abgeschlachtet und gleichzeitig auch das Publikum weiter angelockt. In welchem Maße das letztere zugreift, geht daraus hervor, daß trotz steter „Realisationen“ die Kurse weiter steigen. Allem Anschein nach röhren die Realisationen von der großen Masse der kleinen und mittleren Spekulanten her, während die Großspekulanten an ihren Engagements festhalten. Darauf weisen die in der Ultimoliquidation Ende Juni zu zahlenden hohen Reportsätze hin (4—5 % gegen 1½ % im Mai). Die Versteuerung des Ultimogeldes bewirkte ihrerseits wieder, daß kleinere Spekulanten ihre Hauseengagements aufgaben, wodurch die Kurse abbröckelten. Die hierdurch bekannt gewordene einseitige Hause-Spekulation hält die Kursbewegung unter Druck, da Kaufaufträge des Publikums zu Glattstellungen benutzt werden.

Inzwischen findet auf dem Kassaindustrieaktienmarkt seitens bestimmter Bankers ein Treiben in einzelnen Papieren statt. Der Banker kauft ein Papier und empfiehlt es dann seinen Kunden, denen er es zu erhöhtem Kurse verkauft. So kommt es, daß hier nicht eine den gesamten Markt erfassende Aufwärtsbewegung eintritt, sondern daß diese von einem Papier zum andern springt.

Der Anfang des Monats August steht unter dem Zeichen des Schlagwortes: Beginn einer Hauseperiode! Starke Käufe steigern die Kurse auch, aber schon Mitte August tritt eine rückläufige

Bewegung ein, weil die enormen Hausspositionen, die sich in den Händen der Spekulation angehäuft haben, nicht abgestoßen werden können. Nach Beendigung der Liquidation, in der die Ware bis zum nächsten Monat weiter geschoben worden ist, stellen sich auf Grund günstig lautender Nachrichten aus der Industrie umfangreiche Käufe des Publikums ein, die eine erhebliche Erhöhung der Kurse zur Folge haben. Der „Deutsche Ökonomist“ hält jetzt (29. 9. 88) den Zeitpunkt für gekommen, um in einem Artikel auf die Gefahren der bestehenden Überspekulation hinzuweisen. Es wird darin gesagt, daß die Kursbewegung nicht mit der Lage der wirtschaftlichen Verhältnisse der Unternehmungen im Einklang stehe, und daß die Kurssteigerung des letzten Jahres Überleitung des Vermögens von vielen Dummen in die Taschen von wenigen Reichen bedeute. Tatsächlich erreichen die Reportsätze die ungeheure Höhe von 13% und, wie der „Deutsche Ökonomist“ weiter berichtet, haben einzelne Bankers ein Engagement von 10 bis 20 Millionen Mk. laufen. Im Hinblick auf diese Sachlage erläßt die Deutsche Bank ein Rundschreiben, in dem sie hervorhebt, daß die Wertpapiere aus den Händen der wirklichen Besitzer in die der Spekulation gelangt sind. Sie erachte es dennoch für notwendig, die Bewegung einzudämmen und von nun an nur noch Papiere gegen Erstattung des vollen Kurswertes zu kaufen. Diese Mitteilung bewirkt, daß ein Teil der Haussiers verkauft und ins Gegenlager übergeht in der Erwägung, daß das Publikum ebenfalls zu Verkäufen schreiten wird. Die erwarteten Verkäufe aus der Provinz bleiben jedoch aus, und da auch die Hochfinanz einer Baissebewegung entgegentritt, so tritt bald wieder eine Erholung der Kurse ein.

Inzwischen wird die Frage erörtert, ob die industrielle Konjunktur ihren Höhepunkt überschritten hat. Die Börse neigt der Auffassung zu, daß dies der Fall ist, während das Publikum seinen Optimismus durch fortgesetztes Kaufen bezeugt. Infolge des großen Umfangs der schwelenden Engagements wird die Liquidation schwierig; die schwachen Hände werden „hinausgewimmelt“, während das Publikum die hohen Zinsen trägt. Unter diesen Umständen hat sich auf dem Bergwerksaktienmarkt eine starke Kontremine entwickelt, was in der Novemberliquidation bestätigt wird. Die Lage ist nunmehr die, daß das Publikum nach oben und die Börse nach unten engagiert ist. Die Kurse aber stagnieren deshalb, weil neue Käuferschichten fehlen, die die Kurse nach oben treiben, und andererseits das Publikum am Besitz festhält, wodurch die Bewegung nach unten gehemmt wird.

Nach dem lebhaften Börsengeschäft des Jahres 1888 tritt zu Anfang des Jahres 1889 Ruhe in der Kursbewegung ein, weil die folgende Käuferschicht ausbleibt, die die hohen Engagements weiter trägt. Die Glattstellungen der Spekulation drücken daher mehr oder weniger auf die Kurse, die aber trotz fortwährender Schwankungen ihre Höhe in den ersten Monaten nicht wesentlich verändern.

Bis jetzt war der Börsenaufschwung fast ausschließlich auf die im Terminhandel befindlichen Papiere beschränkt geblieben. Die unermüdliche Spekulation findet nunmehr, daß die Kassapapiere vernachlässigt worden sind. Es wiederholt sich von nun an das Spiel, bestimmte Kassapapiere an der Börse zu kaufen, deren Kurse zu steigern und dann das Publikum darauf aufmerksam zu machen. Die Folge davon ist, daß, wie die Berichte melden, „bei den Banken Kaufordres für den ganzen Kurszettel vorliegen“, die naturgemäß die Kurse mächtig steigern müssen, und daß endlich das Publikum sich mit Kassapapieren „bis oben hin vollgekauft“ hat. Im Hinblick auf diese Sachlage ist dann die Spekulation, die mehr an die Realisierung durch die jetzige Käuferschicht denkt, geneigt, Baisseengagements einzugehen, um bei irgend welchen Zwischenfällen das Material des verkaufenden Publikums aufnehmen zu können. Treten aber solche Zwischenfälle nicht ein und gibt die wirtschaftliche Entwicklung dem à la hausse gestimmten Publikum endlich Recht, dann erfolgen jene Deckungskäufe, die in der Regel die „Stufenleiter zu weiteren Kurssteigerungen“ sind. So sind denn auch die Monate März, April und Mai mit dem Hin und Her zwischen Spekulanten und Privatpublikum ausgefüllt, wobei das letztere in seiner optimistischen Auffassung der Kursentwicklung standhaft verharrt.

Selbst die infolge der Arbeitseinstellungen im Ruhrkohlenbezirk vorgenommenen Blankoabgaben von seiten der Spekulation werden vom Publikum schlankweg aufgenommen, so daß sich die Kontreminen schließlich mit Verlust decken muß. Das Umsichgreifen der Arbeiterunruhen wird zwar auch fernerhin nach Kräften benutzt, eine pessimistische Stimmung zu erzeugen, jedoch nur mit geringem Erfolge. Gleichzeitig wird im Zusammenhang hiermit von neuem der Konjunkturrückschlag gepredigt, trotzdem hält das Publikum an seinem Besitz fest, und nach Beendigung des Streikes stellen sich neue Käufe ein. Der Kampf der Spekulation gegen das Publikum scheint sich Anfang Juni noch einmal zugunsten der ersteren zu entscheiden. Denn umfangreiche Blankoverkäufe bewirken ein Zurückgehen der Kurse, und in den Berichten wird die Vermutung

laut, daß vielerorts das Publikum zum Verkauf gedrängt worden sei. Die Ultimoliquidation zeigt jedoch, daß immerhin noch umfangreiche Hausepositionen beim Publikum bzw. bei den Kommissionsfirmen bestehen.

Ende Juli machen sich von neuem große Käufe aus dem Publikum bemerkbar, anscheinend von wohlunterrichteter Seite; denn trotz des hohen Kursstandes schließt sich die Spekulation den Käufen an. Die noch bestehenden Baisseengagements werden gedeckt und dadurch die Kurssteigerungen verstärkt. Man berücksichtigt auch die einzelnen Papiere des Kassamarktes, nachdem vorher das Geschäft am lebhaftesten in den wenigen Terminpapieren gewesen war. Jetzt werden die Erträge der führenden Gesellschaften und die Aussichten für die Zukunft bekannt, und es zeigt sich, daß jene Großspekulanten, die seinerzeit die Veranlassung zur Aufwärtsbewegung gaben, trotz der gegenteiligen Bemühungen der Börse schließlich recht behalten haben. Sie und auch die Mitläufer erzielen erhebliche Kursgewinne. Auf Grund der bekannt gewordenen günstigen Wirtschaftslage bekommt auch die berufsmäßige Spekulation neuen Mut, zu kaufen. Den letzten Anstoß zu der nun folgenden wilden Hauseperiode bildet der Anfang August veröffentlichte günstige Abschluß der Laurahütte. Von diesem Zeitpunkt an ist das Interesse der Börse nur noch auf die Preisentwicklung von Kohle und Eisen gerichtet. Da die Preise dieser beiden wichtigsten Rohstoffe sprunghafte Erhöhungen aufweisen, nehmen im Hinblick auf die dadurch zu erwartenden Mehrerträge die Käufe in Bergwerks- und Hüttenaktien gewaltigen Umfang an. Die Folge davon sind enorme Kurssteigerungen, besonders in Kohlenaktien, von denen z. B. Gelsenkirchener von Mitte August bis Ende September eine Steigerung von nicht weniger als 45 % aufzuweisen haben.

Die Bewegung wird so stark, daß die Börsenberichte der damaligen Zeit die „Auswüchse“ scharf kritisieren und so weit gehen, die Geschäfte an der Börse als reines Spiel zu bezeichnen, wobei auf der einen Seite die „Unterrichteten“ und auf der anderen Seite die „Spieler“ ständen. An der Börse will man bemerken, daß sich regelrechte Hausekonsortien bilden, die unter lautem Geschrei die Kurse steigern und dann in aller Stille die Papiere an die Mitläufer verkaufen. Alsdann nehmen sie Blankoabgaben vor, um sich auf den „kommenden Krach“ vorzubereiten. Auf diese Weise treten zeitweilig Kursrückgänge ein, die jedoch meist von kurzer Dauer sind, da die Börsenberichte: „fest auf Käufe von rheinischen Groß-

industriellen“ immer wieder zum Kauf anregen. Gegenüber dieser Kaufkraft ist die Börse machtlos, obwohl sie auf Grund ihrer Erfahrungen stets betont, daß die Kurssteigerungen doch endlich einmal aufhören müssen, schon deshalb, weil die erhebliche Anspannung des Geldmarktes dieser Bewegung ein Ziel setzen muß. Diejenigen, die den Mut gehabt haben, ihre Meinung in die Tat umzusetzen und den Käufen mit Verkäufen entgegenzutreten, haben mit Verlust ihre Engagements lösen müssen. In der Oktoberliquidation kommt die Ausdehnung der Spekulation und die Anspannung des Geldmarktes in den Reportsätzen von 13 % treffend zum Ausdruck.

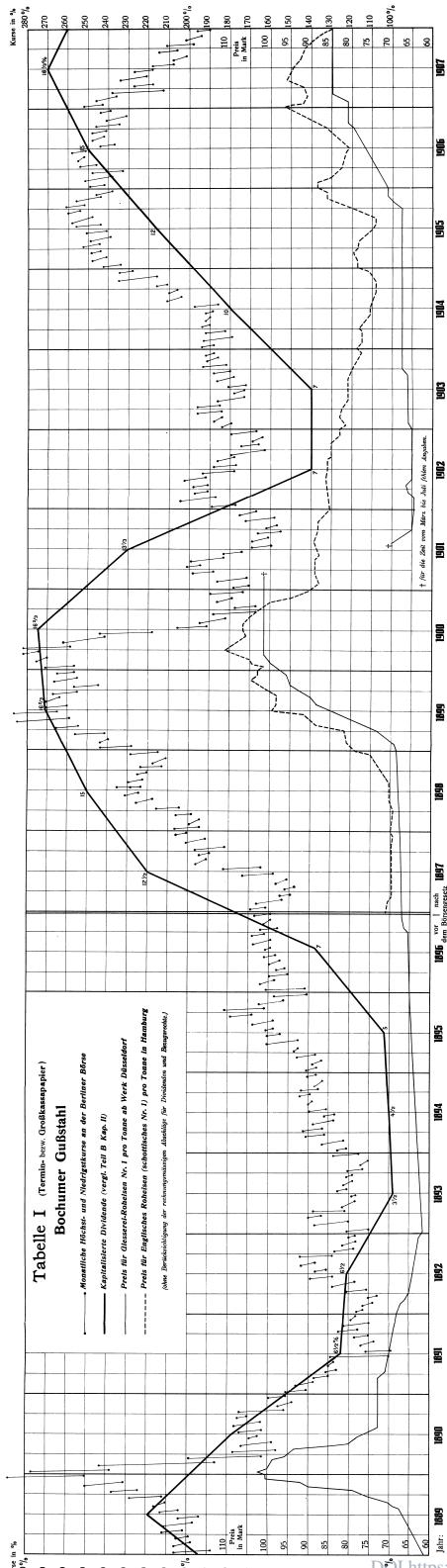
Die Börsenlage zu Anfang November ist die, daß bei ungünstiger Geldmarktlage und hohen Kursen eine ausgedehnte Spekulation, hauptsächlich außerhalb der Börse, besteht, daß ferner sich die Industrie in einer glänzenden Verfassung befindet, und daß endlich in der Politik „märchenhafter Friede“ herrscht. Unter solchen Umständen wird es der berufsmäßigen Spekulation nicht leicht, die Zeit des Rückschlages auch nur einigermaßen zu bestimmen. Bezeichnend ist der Gegensatz, der zwischen den Börsenkreisen und dem Publikum obwaltet: hier Hoffnung auf weiteres Steigen der Kurse, dort der Blick auf den kommenden Rückschlag gerichtet. Dieser Zwiespalt der Meinungen hält auch während des Monates November an, aber trotzdem versucht die berufsmäßige Spekulation aus der tatsächlichen Kursentwicklung Gewinn zu ziehen, indem sie sich den Käufen des Publikums anschließt. Infolge dieses neuen Eingreifens findet Mitte November eine Hause in Kohlenaktien statt, die alles bisher Dagewesene in den Schatten stellt. Ein Papier wie Gelsenkirchener, das im Termingeschäft einen ausgedehnten Markt besitzt, muß an einem Tage um 7 % im Anfangskurs gesteigert werden, weil nicht weniger als 2½ Millionen Mk. Kaufaufträge zum ersten Kurse vorliegen. Am nächsten Tage sind Gelsenkirchener nochmals 6 % höher.

Die Reaktion auf solche Ausschreitungen konnte nicht ausbleiben. Die ungeheuren Engagements lasten schwer über der Börse, weil allmählich die Kapitalkraft und der Kredit der Spekulation zu Ende geht. Am 3. Dezember kommt denn auch ein Angebot heraus, das die Kurse gewaltig stürzen läßt. Da vorher die gesamte Spekulation gekauft hatte, also alles an einem Strang nach oben zog, war jetzt kein Dekouvert (ungedeckte Zeitverkäufe) vorhanden, das den Kursrückgang aufhalten konnte. So zeigen beispielsweise Gelsenkirchener an einem Tage einen Kursrückgang von über 10 Proz.

**Tabelle I** (Terme bzw. Großkassenscheine)

**Bochumer Gußstahl**

• *Montierte Häuser und Nebengebäude an der Berliner-Börse*  
 — *Kapitalisierte Bruttodarlehen vgl. Teil B Kap. II*  
 - - - - - *Preis für dauernde Ressourcen No. 1 pro Tonne als Werk Düsseldorf*  
 — *Preis für Englisches Rohrblech (Schmiede No. 1) pro Tonne in Hamburg*  
 (Alle Berechnungen der vorherigen Abbildung für Zinssätze und -zinsprozesse)



Die Bewegung war jedoch keine nachhaltige. Beruhigende Nachrichten, die auf die glänzende Lage der Industrie hinweisen, ermutigen zu neuen Käufen. Eine allgemeine Aufwärtsbewegung der Kurse setzt ein, die bis zum Jahresschluß anhält. Mit einiger Besorgnis sieht man in Börsenkreisen der Dezemberliquidation entgegen. Die Prolongation verlief jedoch verhältnismäßig glatt, weil die Banken ein Interesse daran hatten, „an ihrem Bilanztag Zwischenfälle zu vermeiden“. Erste Firmen mußten zwar bis 9 % Zinsen bezahlen, auch wurden Industriepapiere zum Teil nicht prolongiert. Trotzdem hielten sich die Kurse, weil die Spekulation zu dem Verfahren griff, die per Kasse Dezember verkauften Papiere sofort per Ultimo Januar wieder zurückzukaufen.

---

## 2. Die Krise von 1890 und die Depression von 1890 bis 1894.

Mit dem Eintritt in das Jahr 1890 erhebt sich die bange Frage, ob sich das Kapital bereit finden wird, die in den Händen der Spekulation angesammelten Engagements zu übernehmen. Da aber das Publikum hierzu keine Lust zeigt, und auch die Hochfinanz die Marktverhältnisse ungünstig beurteilt, verliert die Spekulation den Mut, die Engagements, die sie Ende Januar zu regulieren hat, zu höheren Kursen per Ende Februar wieder zu übernehmen. Dieser Ausblick veranlaßt sie schon frühzeitig zur Erledigung ihrer Verpflichtungen, indem sie Mitte Januar einfach zum Verkauf schreitet. Da dieser Lösung von umfangreichen Hausspositionen<sup>1</sup> keine Käufer gegenüberstehen, beginnt jener fürchterliche Kurssturz, der der Börse so verhängnisvoll werden sollte.

Übereinstimmend wissen die Börsenberichte der damaligen Zeit zu melden, daß, als die Prolongationssorgen und demzufolge die Unhaltbarkeit der Kurse offenbar wurden, Blankoabgaben der Spekulation den Kursen einen weiteren Stoß nach unten gaben. Überhaupt zeichnen sich die berüchtigten Börsentage der zweiten Hälfte des Januar 1890 dadurch aus, daß sich auf dem Terminmarkt ein ungeheuerer Kampf zwischen den beiden Parteien abspielt, der in gewaltigen Kurssprüngen nach oben und unten zum Ausdruck kommt. Sobald nämlich die Baissiers zu Deckungen schreiten wollen, halten die bedrängten Haussiers zurück und ebenso umgekehrt. Dadurch entsteht ein wildes Spiel, wobei die

---

<sup>1</sup> Der „Deutsche Ökonomist“ berichtet, daß ein einziger Kölner Großspekulant nicht weniger als 50 Millionen Mk. in der „Hausse“ hatte.

ersten Ultimopapiere um 10 bis 15% von Tag zu Tag schwanken. So beispielsweise Bochumer, während Gelsenkirchener am ersten Tag 8%, am zweiten Tag 15% fallen. Viel ruhiger wickelt sich das Kassageschäft ab. Nicht etwa, weil hier Kauflust vorhanden gewesen wäre, sondern weil die Besitzer nicht kritiklos ihre Papiere an den Markt warfen und von anderer Seite die Kurse nicht gestürzt werden konnten.

Zu Anfang und Ende des Monats Februar wiederholen sich die starken Kursschwankungen, weil von neuem Haussepositionen zur Lösung kommen. Auch in dieser Zeit zeichnen sich wiederum Bochumer durch Kursrückgänge von 10 Proz. und mehr an einem Tage aus. Aus dem Verlauf der Februar-Liquidation glaubt man zu entnehmen, daß hauptsächlich die „schwachen Elemente“ aus ihren Engagements geworfen worden sind, während die potenten Privatspekulanter an ihren Engagements noch festhalten. Tatsächlich wird in den diesen Kreisen nahe stehenden Zeitungen der gewaltige Kurssturz lediglich auf Börsenmache zurückgeführt und als im Widerspruch mit der wirklichen Lage der Industrie stehend erklärt. Das hindert aber nicht, daß die Baissepartei Anfang März nochmals mit Blankoverkäufen vorgeht, nachdem eine weitere Erhöhung der Kohlen- und Eisenpreise ausgeblieben ist und sich herausstellt, daß die hohen Preise nur mühsam von den Industriellen gehalten werden. Starke Interventionskäufe der Deutschen Bank bewirken zwar, daß vorübergehend eine Aufwärtsbewegung der Kurse eintritt, doch wird jede weitere Kauflust durch die von der Baissepartei ausgestreuten ungünstigen Gerüchte bald erstickt.

Es ist naturgemäß, daß nach der gewaltsamen und starken Herabsetzung der Börsenkurse die Tätigkeit der Börse auf einem Punkt ankommen mußte, wo jede Bewegung in der einen oder anderen Richtung für eine Zeit lang aufhören mußte. Denn die sich trotz der Vertuschungsversuche der Industriellen bemerkbar machende rückgängige Konjunktur — wofür übrigens der Rückgang aller Preise ein beredtes Zeugnis war — schließt jede Hoffnung auf ein Steigen der Kurse, jedenfalls für die nächste Zukunft aus. Andererseits halten die Aktionäre, solange sie nur eben vermögen, die Aktien fest, um nicht die schweren Verluste, die nach den starken Kursrückgängen auf ihren Papieren ruhen, endgültig einzubüßen. Ermuntert hierzu werden die Stückebesitzer durch die allmählich bekannten hohen Dividenden der Bergwerks- und Hütten-gesellschaften für das zu Ende gehende Geschäftsjahr 1889/90.

Diese Zurückhaltung zieht auch der Baissespekulation eine Grenze; denn diese kann nur dann Erfolg haben, wenn die Aussicht besteht, daß in absehbarer Zeit die Besitzer der wirklichen Stücke ihr Material an den Markt bringen. So beginnt auch als Folge hiervon an der Börse das monatelange Hin und Her der Tagesspekulation, die bei der geringsten Beunruhigung nach unten vorgeht, um sich sofort wieder zu decken, wenn sich irgendwo eine stärkere Kauflust zeigt. Diese Zeiten sind reich an Gerüchten, um das Publikum fortgesetzt zu Geschäften anzuregen.

Anfang August machen sich auf dem Gebiet der Montanpapiere starke Deckungskäufe, vermutlich auch von langzeitigen Baisseengagements bemerkbar, die auf Zusammenschlußbestrebungen in der Industrie zurückgeführt werden. Hierdurch befestigen sich die Kurse und es scheint, daß auch Hausekäufe getätigten werden. Als Grund wird denn auch bald das Zustandekommen des Kohlensyndikats angegeben. Trotz der erhöhten Kurse, durch die viele Baissiers große Verluste erleiden, stellt sich das Publikum aber nicht ein, das die Engagements weiter trägt. So bleibt die Bewegung auf die Kreise der Spekulanten beschränkt. Unter nicht unbeträchtlichen Schwankungen halten sich dann die Kurse in ungefähr gleicher Höhe bis zum Jahresschluß.

Die Wirkung der nunmehr zum Durchbruch kommenden Stockung des Wirtschaftslebens drückt sich fortan an der Börse in einer großen Geschäftsstille und in dem langsamen Abbröckeln der Kurse aus.

Auf dieses an Börsenereignissen so reiche Jahr folgt als ein Jahr der tiefsten Depression, das Jahr 1891, das deshalb charakteristisch ist, weil das Publikum sich ganz von dem Börsengeschäft zurückgezogen hat, und die Berufsspekulanten unter sich bleiben. Die Folge dieser Sachlage ist, daß die übereinstimmende Meinung der Börsenkreise zu einseitigen Baisseengagements führt, die von eigentümlicher Wirkung auf die Preisbildung sind. Die durch den Leerverkauf nötig werdenden späteren Rück- bzw. Deckungskäufe bilden nämlich von jetzt ab den Hauptfaktor der Kursveränderungen. Da der Markt nur von solchen Personen dargestellt wird, die — zur Deckung ihrer Verpflichtungen — kaufen wollen, so genügt schon ein kleiner Kursrückgang, um Käufer anzulocken. Neue Blankoverkäufe üben infolgedessen nur geringen Druck auf die Kurse aus, die dadurch für lange Zeit unbeweglich sind oder nur langsam zurückgehen. Zeigt sich aber bei dieser Lage der Engagementsverhältnisse ein günstiger Ausblick, der zu wirklichen Käufen

Veranlassung gibt, dann schreitet leicht die Kontremine zu Deckungen, die die Nachfrage verstärken und die Kurse steigern. Eine solche Kurssteigerung ist Ende März zu beobachten. Doch ist sie nicht von langer Dauer, da die Käufer fehlen, die die „Bewegung weitertragen“.

Gegenüber dieser nie rastenden Bewegung im Termingeschäft ist das Kassageschäft vollkommen still, weil jegliche Beteiligung des Publikums fehlt. An der Börse ist auch wenig Hoffnung vorhanden, daß sich das Geschäft hier sobald beleben wird, da nur eine Besserung der Wirtschaftslage wirkliche Käufer bringt. Die Kurse sind daher meist nominell, d. h. es kommen kaum Geschäfte zu stande, und bei dem geringsten Angebot bröckeln die Kurse ab.

Bei der unverändert schlechten Lage der Industrie wird es der Spekulation einigermaßen schwer, neue Anregungspunkte zu holen, um damit Geschäfte nach oben oder unten zu rechtfertigen. Es tritt daher eine Zeit ein, in der sich die Börsenbesucher gegenseitig mit allerhand wahren und falschen Gerüchten, meist außewirtschaftlicher Natur, zu Deckungen oder Verkäufen zu bewegen suchen. Zu diesem Zweck gehen einzelne Spekulanten unter gleichzeitiger Verbreitung von Gerüchten mit Abgaben oder Käufen vor, die weniger vorsichtigen kleinen und mittleren Spekulanten folgen, und nicht selten benutzen die Führer den mitlaufenden Schwarm, um ihre Engagements glatt zu stellen. Von diesen täglich sich wiederholenden Machenschaften erlangt Anfang Juli eine Bewegung größere Bedeutung. Einem Hausskonsortium unter der Führung eines als sehr wagemutig bekannten Großspekulanten gelingt es, die Kurse erheblich zu steigern. Es hofft dadurch das Publikum zur Beteiligung anzuregen, was aber nicht gelingt. Die Börsenberichte bemerken dazu, daß die Börse über die Zurückhaltung des Publikums sehr „verstimmt“ sei. Nunmehr fehlt es nämlich an Käufern; die Haussengagements lasten über dem Markt und drücken die Kurse, weil die Spekulation jede Gelegenheit benutzt, die Haussengagements aufzugeben, um Baisseengagements an deren Stelle treten zu lassen. Die Liquidation Ende September ergibt denn auch, daß trotz der zu beobachtenden Kapitalflüssigkeit überwiegend hohe Deportsätze gezahlt werden.

Mit den zunehmenden Baisseengagements beginnt die Beschaffung der in blanko verkauften Stücke schwierig zu werden. Da das Material sich zum größten Teil nur noch in festen Händen befindet, so muß die Spekulation fortan mit dem Stückemangel rechnen. Von den Stückebesitzern ist daher die Kursbewegung in

der Hauptsache abhängig. Diese für die Baissiers nicht günstige Lage verändert sich mit einem Schlage, als die Ausweise von Bochumer und Laura bekannt werden, die jede Hoffnung auf eine absehbare Besserung der Wirtschaftslage ausschließen. Daraufhin kommt ein Teil der noch im Publikum befindlichen Haussengagements zur Lösung, und auch auf dem Kassamarkt nehmen die Verkäufe zu. Während aber der Terminmarkt im allgemeinen Widerstand zeigt, indem hier die Kurse nur langsam zurückgehen, rufen die Verkäufe auf dem Kassamarkt größere Kursrückgänge hervor. Am 7. November geben große Blankoverkäufe und Realisationen in ersten Bankaktien erneut Anlaß zu erheblichen Kursstürzen. Bei Schluß der Börse wird unter panikartiger Bewegung bekannt, daß sich der Inhaber der berüchtigten Getreidefirma Gebr. Sommerfeld erschossen hat. Die Verkaufsabgaben waren so stark gewesen und so einseitig von der gesamten Börse erfolgt, daß einige Großspekulanten diese Lage der Engagements benutzen wollten, um durch starke Käufe die Baissiers zu Deckungen zu zwingen. Die mit großem Lärm in Szene gesetzten Versuche schlugen jedoch infolge der allseitig gedrückten Stimmung der Börse fehl.

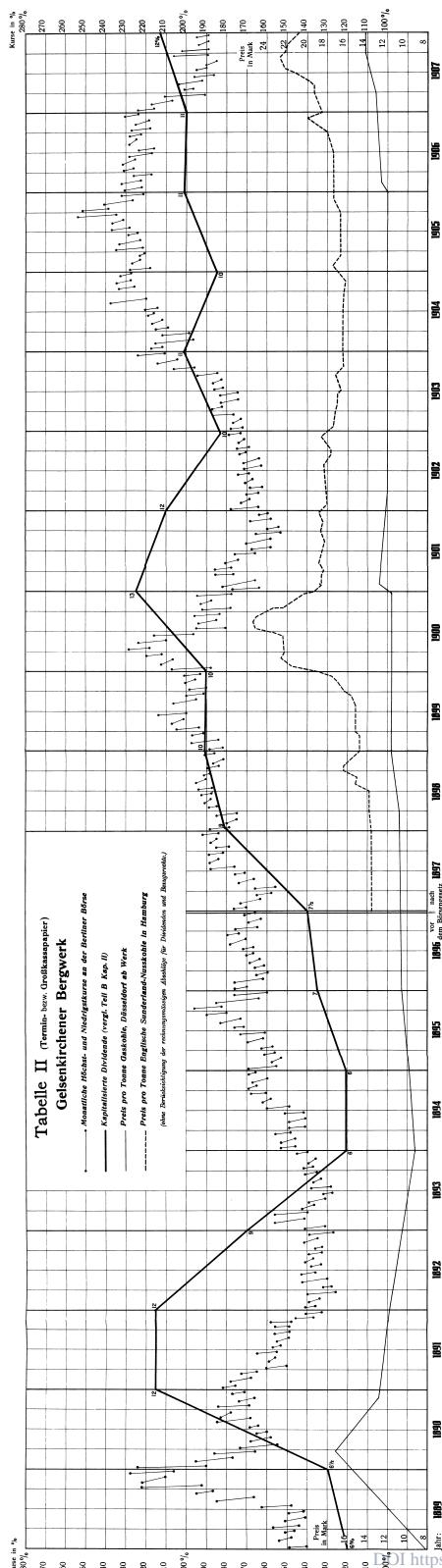
Gänzlicher Mangel an Beteiligung des Publikums und der leistungsfähigen Spekulation drückt dem Börsenverkehr auch während der ersten Monate des Jahres 1892 den Stempel auf. Krampfhafte Versuche, die Kurse nach der einen oder anderen Richtung hin zu bewegen, bilden die ganze Tätigkeit der kleinen Spekulanten. Anfang April tritt plötzlich ein Umschwung an der Börse ein. Von kapitalkräftiger Seite erfolgen starke Meinungskäufe, zu denen sich die Deckungskäufe einer bestürzten Kontremine gesellen, die den Kursen eine steigende Richtung geben. Auch vom Kassamarkt wird feste Tendenz gemeldet. Die ehemaligen Baissiers sind ins Lager der Haussiers übergegangen, nachdem sie bemerkt haben, daß die Bewegung von einer bekannten Persönlichkeit ausgegangen ist. Als Motiv galt allgemein, daß endlich das Publikum eingreifen würde, was angesichts der steigenden Kurse und der Anfang April zur Auszahlung gelangenden Zinsen und Dividenden als nicht unwahrscheinlich galt. Die Bewegung baute sich also auf börsentechnischen und psychologischen Gründen auf, wirtschaftliche Bedingungen fehlten dagegen ganz. Dazu kam, daß die Kapitalflüssigkeit zur Anlage drängte und schließlich auch zu Käufen in Aktien führte. Aber auch die Positionsverhältnisse wirkten in dieser Richtung; denn sobald das Kapital zusammensteht, fehlen am Monatsende die Stücke zur Ausgleichung der

Baisseengagements, wodurch die Niederlage der Baissepartei besiegt ist. Unabhängig von wirtschaftlichen Erwägungen muß sie zu Deckungen schreiten, und sie bildet auf diese Weise die Leiter zu weiteren Kurssteigerungen.

Für die inszenierte Hausebewegung müssen Motive gefunden werden. Darum heißt es in den Börsenberichten, daß die Börse den Tiefpunkt der Stockung für gekommen hält und die Aussichten auf eine Besserung in den Kursen zum Ausdruck bringt. Diese Stimmungsmache hat endlich Erfolg. Wenn auch zögernd, entkräftigt durch die großen Verluste in den Vorjahren, greift das Publikum ein und trägt die Hausebewegung weiter. Nach kurzer Zeit, am 26. Juni, tritt jedoch schon wieder ein plötzlicher Kursfall ein, hervorgerufen durch das Vorgehen der Spekulation, die bei der Ultimoabwicklung an den steigenden Reportsätzen und dem Stücküberfluß eine nicht unbedeutliche Belastung des Publikums mit Baisseengagements gewahrte. Die Börsenberichte knüpfen hieran die Bemerkung, einstweilen habe das Publikum, das sich zur Beteiligung am Börsengeschäft verlocken ließ, wieder einmal eine derbe Lektion erhalten. Nach dieser künstlichen Bewegung verfällt die Börse wieder in „Geschäftslosigkeit“. Und wenige Tage später wird berichtet, daß die Kräfte, die vor kurzem noch für die Hause arbeiteten, heute ebenso emsig für die Baisse tätig sind.

Infolge der Zurückhaltung des Publikums ist auch das Jahr 1893 eine Zeit völligen Darniederliegens aller Börsentätigkeit. Die Spekulation hat zwar wiederholt versucht, eine Bewegung nach oben oder unten hervorzurufen, doch ohne nachhaltige Wirkung, da jegliche Anregung von seiten der wirtschaftlichen Lage des Landes fehlt. Daher bleibt das Jahr 1893 ein internes Spiel unter den Berufsspekulanten, die sich bemühen, allerhand außerwirtschaftliche Ereignisse für die Kursbewegung zu verwerten.

So beginnt das Jahr 1894 mit dem tiefsten Stand der Kurse, die durchschnittlich weit unter den wirklichen Wert der Aktien gedrückt sind. Die Kassapapiere sind geradezu unverkäuflich geworden, weil es ganz an Käufern fehlt. Immer noch wiederholen sich die Versuche, auf Grund der stark gesunkenen Kurse eine Aufwärtsbewegung herbeizuführen. Es ist aber auch jetzt nur die Phantasie der Spekulation, die die Zukunft rosig malt, greifbare wirtschaftliche Anzeichen einer Besserung sind nicht vorhanden. Deshalb kommt auch keine einheitliche Stimmung zum Durchbruch, fortwährendes Hin und Her der Kurse ist das Kennzeichen der Börsentätigkeit bis zur Mitte des Jahres.



Im Monat September macht sich endlich eine Umwandlung an der Börse bemerkbar. Die durch die große Kapitalfülle stark gesunkenen Zinssätze führen dem Wertpapiergeschäft Käufer zu, denen sich andere aus dem Publikum anschließen, so daß eine kräftige Aufwärtsbewegung der Kurse einsetzt. Das Geschäft wird so lebhaft, daß teilweise sogar wieder kleine Rückschläge erfolgen. Die Kauflust und die Kapitalkraft des Publikums erscheint jedoch so groß, daß schließlich die Kurse trotz der Blankoabgaben der Spekulation weiter steigen. Die dadurch bald zur Deckung gezwungenen Baissiers verstärken die Bewegung nach oben, „ihre scharfsinnigen Berechnungen brechen sich an der brutalen Macht des Kapitals“. Allmählich taucht denn auch das Schlagwort von der Konjunktur der Eisen- und Kohlenindustrie auf, obwohl es schwer fällt, zahlenmäßige oder handgreifliche Beweise dafür zu erbringen. In der Hauptsache sind es die Bankaktien, die von der Bewegung profitieren, während die Industriepapiere nur zum Teil mit einem höheren Kurs das Jahr verlassen, als er zu Anfang des Jahres war.

### 3. Der beginnende Aufschwung und die reine Börsenkrisis im Jahre 1895.

Das Jahr 1895 ist ein Aufschwungsjahr. Die Spekulation hat in richtiger Vorausahnung einer kommenden Besserung der wirtschaftlichen Lage große Hausseengagements in Montan- und Bankaktien übernommen, um sie, natürlich zu erhöhten Kursen, zu geeigneter Zeit wieder abzugeben. Teilweise hat das Publikum schon kräftig eingegriffen, immerhin ist auch die Börse noch allgemein nach oben engagiert. So kommt es, daß der Zusammenbruch der Wiener Haussespekulation ungeheure Verwirrungen in Berlin anrichtet, weil hier ebenfalls alles an einem Strang zog. Das sog. De-kouvert<sup>1</sup> fehlte, und ohne Widerstand stürzten die Kurse aller Spekulationspapiere, was der Spekulation nicht geringe Verluste eintrug. Bezeichnend ist, daß in den Klageliedern, die ob der unvernünftigen Wiener Spekulation angestimmt werden, jedoch auch hervorgehoben wird, daß die Berliner Spekulation „stets auf der schiefen Seite liegt, wenn irgendwo in der Welt ein Krach losgeht“.

Die Erholung von diesem Schrage ist bald eingetreten; Ende Juni sind, so heißt es, die Industriepapiere zu stark gestiegenen

---

<sup>1</sup> Vergl. §. 136.

Kursen an das Publikum verkauft. Mitte Juli tritt ein Stillstand der Kurse ein, weil der Haussespekulation der „Atem“ ausgegangen ist. Die Erklärung hierfür ist unschwer zu finden. Alles operiert in derselben Richtung; das Publikum hat sich vollgekauft, so daß vor der Hand eine zweite Käuferschicht fehlt, die zu erhöhten Kursen die Papiere abnimmt.

Die Hause ist bis jetzt möglich gewesen, weil absolute politische Ruhe herrschte. Die nunmehr auftauchenden Nachrichten über Gärungen auf dem Balkan machen die Haussiers unruhig. Man wirft der Hochfinanz vor, daß sie durch billiges Geld und weitgehenden Kredit die Haussespekulation des Publikums in großem Umfang ermöglicht und gleichzeitig die Baissespekulation dadurch unterdrückt habe. Das Vorhandensein einseitiger Hauseengagements und der nicht „wolkenfreie politische Horizont“ veranlassen daher die Spekulation, die sich inzwischen wieder einstellenden Käufe des Publikums als Verkäufe zu benutzen, um sich frei von Engagements zu machen, bzw. Baisseengagements an ihre Stelle treten zu lassen. Einsichtsvolle Börsenberichterstatter, die hierauf aufmerksam machen, warnen das Publikum und ermahnen es zur Vorsicht und Zurückhaltung, um nicht blindlings die Absichten der Spekulation zu fördern.

Die Übertragung der Engagements scheint der Spekulation doch gelungen zu sein; denn Anfang August werden von ihr mit großem Aufwand die politischen Ereignisse in den Vordergrund der Betrachtungen gezogen und als Grund für umfangreiche Blankoabgaben angegeben. Es zeigt sich jedoch schon, daß die Umwandlung des Kursniveaus nicht mehr so einfach möglich ist, nachdem die Konzentration des Kapitals mächtige Kräfte an der Börse groß gezogen hat. „An den Zentralpunkten des großen Verkehrs übersieht man jetzt den Gang der Baissebewegung besser“, und man ist eher imstande, dieser einen Riegel vorzuschieben. Die großen Banken und Bankers bringen durch Interventionskäufe den Rückgang der Kurse bald zum Stillstand, und da auch das Publikum nicht an die Veräußerung seines Besitzes denkt, sieht sich die Baissepartei zu verlustbringenden Deckungen gezwungen. Der Monat August bringt daher eine neue Hause in Montanpapieren, die die Entwicklung der wirtschaftlichen Lage der betreffenden Gesellschaften für viele Monate vorwegnimmt. In Anbetracht der sich überall bemerkbar machenden Besserung im Wirtschaftsleben hält diese Hausesbestimmung bis Oktober an. Während dieser Zeit tritt das Publikum in die Bewegung ein, um endlich, wie es heißt, die Börse ganz beiseite zu schieben und selbst die Führung zu

übernehmen. Es „verdoppelte“ bei jeder Kurssteigerung seine Käufe, so daß die „Flut“ immer „höher schwoll“.

Die Börse glaubt in dieser Entwicklung bereits eine starke Übertriebung zu sehen und hat ihre Engagements mit den Käufen des Publikums glattgestellt. Äußerlich tritt hierdurch ein Stillstand der Kurse ein. Am 13. Oktober greift sogar die Baissepartei aktiv ein, die Gewinnrealisationen mit Blankoverkäufen verstärkend. Ein starker Kursrückgang ist die Folge, der sich dadurch auszeichnet, daß er lediglich in den Verhältnissen der Börse begründet ist. In der Wirtschaftslage ist keine Veränderung eingetreten. Immerhin sind die Hausesengagements noch derartig umfangreich — und zwar an allen Börsen der Welt —, daß Ende Oktober der Reportzinsfuß eine außergewöhnliche Höhe erreicht. (Berlin 9 %.) Am 3. November bricht in Wien eine übertriebene Haussespekulation zusammen, wodurch in Berlin große Engagements in Bankaktien zur Lösung kommen. Die Kurse der ersten Bankpapiere stürzen bis zu 15 %, und auch der Markt für Industriepapiere wird heftig in Mitleidenschaft gezogen. Es wird berichtet, daß nunmehr auch die Baissepartei ihre Tätigkeit entwickelt, indem sie besonders auf dem Industrieaktienmarkt mit Blankoabgaben vorgeht, so daß am 9. November ein vollständiger Zusammenbruch erfolgt. Die Panik wird dadurch vergrößert, daß jegliche Kontremine fehlt und die Banken anfänglich keine Lust zum Intervenieren zeigen. Seit Februar 1890 sind solche Kursherabsetzungen nicht zu verzeichnen gewesen. In den ersten Börsenstunden stürzten

Bankaktien	8—12 %
Kohlenaktien	10—12 %
Eisenwerte	5—8 %
und Eisenbahnen	10 %;

allerdings wurden diese Rückgänge nachher durch Deckungskäufe und Interventionskäufe wieder etwas eingeholt. Auf dem Kassamarkt waren dagegen die Kursveränderungen weit geringer, „weil das Publikum nicht ans Verkaufen denkt“ (Frankf. Ztg.). An anderen Börsen sind die Kursverheerungen ähnliche. Von Paris wird berichtet, daß die Regierung sich bemüht, Mittel zu Prolongationszwecken zu schaffen, „um das Vertrauen wieder herzustellen“.

Am 21. Dezember entledigt sich die Spekulation nochmals ihrer Engagements und wirft kritiklos alles Material an den Markt. Da diesem Verkaufsandrang Banken und Publikum nicht entgegentreten, gehen die Kurse prozentweise zurück. Blankoabgaben verschärfen

die Lage noch mehr. Wiederum meldet die „Frankfurter Zeitung“, daß eine Kontremine fehlt, die den Kursrückgang aufhalten könne, während demgegenüber sich der Kassamarkt gut behauptet habe. Am Ende des Jahres aber wird an der Börse allgemein die Bemerkung laut, daß bereits eine gleiche Übertreibung in der Bewertung nach unten vorhanden sei wie damals in der Hausezeit nach oben. Und bezeichnenderweise werden diejenigen Personen, die jetzt wieder die „Heißsporne der Baissebewegung“ sind, als diejenigen bezeichnet, die vor wenigen Monaten noch nicht genug à la hausse spekulieren konnten. („Deutscher Ökonomist“.)

Die „Frankfurter Zeitung“ beschließt ihren Rückblick für das Börsenjahr 1895 mit den vielsagenden Worten: Im Jahre 1895 war die Spekulation Trägerin der Bewegung . . . damit erklärt sich, daß im Vorjahr die Kassawerte, im laufenden Jahre aber die Spekulationspapiere im Mittelpunkt des Interesses standen . . .

\* \* \*

Die Wiedergabe des wesentlichen Inhaltes aus den die damalige Börsenlage erläuternden Zeitungsberichten bestätigt das im ersten Teil dargelegte Zusammenwirken der an der Preisbildung beteiligten Faktoren in allen Punkten. Insbesondere tritt darin das geschäftsgewandte Verhalten der berufsmäßigen Spekulation einem meist unerfahrenen Publikum gegenüber mit großer Deutlichkeit zu Tage. Die weitgehendste Ausnutzung der durch die — mit allen möglichen Mitteln herbeigeführte — Beteiligung eines zahlreichen Publikums bedingten Unregelmäßigkeiten in der Preisbildung kennzeichnet die privatwirtschaftliche Tätigkeit der Berufsspekulation. Wohl zu verstehen ist es deshalb, wenn eine solche Tätigkeit zum Ausgangspunkt der heftigsten Angriffe gegen die Börse überhaupt wurde, nachdem der gewaltige Kursrückgang zu Anfang des Jahres 1890 und die darauf folgende Stockung dem Publikum ungeheuere Verluste am Vermögen gebracht hatte. Der vorurteilsfreie Beobachter des Börsengeschäfts und der Preisbildung während jener Zeit kann den lauten Klagen eine gewisse Berechtigung nicht absprechen; denn das dem Einzelspekulant an sich selbstverständlich zustehende Recht, seinen privatwirtschaftlichen Vorteil beim Handeln nach Kräften wahrzunehmen, findet doch schließlich eine Grenze, die sich vor der Unwissenheit und Unerfahrenheit eines gutgläubigen Publikums erhebt. Ebenso gewiß ist es auch, daß das spekulierende Publikum

den Tadel verdient, den ihm die Börsenkreise zulegen, nämlich den, daß es im Spekulieren nicht Maß zu halten wußte und ferner, daß sich vielfach die Eingeweihten auf Kosten der Außenseiter unverhältnismäßig bereichert haben. Aber es verdient doch hervorgehoben zu werden, daß letzteren Kreisen trotz ihrer Sucht nach Spekulationsgewinnen in der Regel die Absicht fehlte, diesen Gewinn aus dem falschen, voreiligen oder leichtsinnigen Handeln anderer Spekulationsgruppen zu ziehen. Dagegen ist diese Absicht bei der Berufsspekulation unverkennbar; weil sie erfahrungsgemäß wußte, daß das Publikum unter gewissen Voraussetzungen der „Dumme“ ist, richtete sie ihre Geschäfte so und nicht anders ein.

---

## II. Kritik der Preisbildung vor und nach dem Börsengesetz vom Jahre 1896.

Man mag über die oben gekennzeichnete privatwirtschaftliche Tätigkeit der Spekulation (im weitesten Sinne) denken wie man will; ausschlaggebend für ihre Beurteilung können jedoch nur die allgemeinen wirtschaftlichen Wirkungen sein, die sich aus der Unsumme der nach privatwirtschaftlichen Gesichtspunkten eingerichteten Einzelhandlungen der an der Spekulation beteiligten Personen ergeben. Vom volkswirtschaftlichen Standpunkt ist aber die Frage zu prüfen, ob die auf Grund der oben dargelegten Motive zustande gekommene Preisbildung eine richtige gewesen ist. Von einer solchen verlangt man, daß sie sich dem wirklichen Wert der Aktien anpaßt und die Veränderungen desselben in allmählicher Weise andeutet und mitmacht. Um dies festzustellen, ist es erforderlich, die bisher behandelte allgemeine Lage des gesamten Industrieaktienmarktes zu verlassen und sich bestimmten Wertpapieren dieses Marktes zuzuwenden, um in einzelnen Kursbewegungen und Wertschwankungen miteinander zu vergleichen.

Auf den beifolgenden Tabellen I—V sind die Kursbewegungen von Aktien der nachbezeichneten sechs Gesellschaften der Eisen- und Kohlenindustrie graphisch wiedergegeben worden (s. Übersicht S. 148).

Bezüglich dieser Papiere ist kurz zu bemerken, daß Bochumer Gußstahl, Laurahütte, Rheinstahl und Oberschlesische Eisenindustrie als Eisenpapiere, und Gelsenkirchener und Eschweiler als Kohlenpapiere gelten, und daß Bochumer Gußstahl, Laurahütte

und Gelsenkirchener per Termin und per Kasse, und Rheinstahl, Oberschlesische Eisenindustrie und Eschweiler nur per Kasse gehandelt werden.

Name der Gesellschaft.	Sitz.	Gründungs-jahr.	Gegenstand des Unternehmens.	Höhe des Aktienkapitals in Mill. Mk.
1. Bochumer Verein für Bergbau und Gußstahlfabrikation Börsenname: Bochumer Gußstahl	Bochum	1854	Gußstahl-fabrikation (in neuester Zeit auch Kohlen)	1889: 15,— 1891: 21,— 1902: 25,2 1907: 25,2
2. <sup>1</sup> Vereinigte Königs- und Laurahütte Börsenname: Laurahütte.	Berlin-Königshütte	1871	Desgl.	1889: 27,— 1907: 27,--
3. Oberschlesische Eisen-Industrie, Akt.-Ges. für Bergbau und Hüttenbetrieb	Gleiwitz	1888	Eisenhütte (in neuester Zeit auch Kohlen)	1889: 17,3 1898: 21,— 1902: 25,2 1907: 28,—
4. <sup>1</sup> Rheinische Stahlwerke Börsenname: Rheinstahl	D.-Meiderich	1870	Gußstahl-fabrikation (in neuester Zeit auch Kohlen)	1889: 6,5 1892: 9,7 1902: 27,— 1907: 30,—
5. Gelsenkirchener Bergwerks-Akt.-Ges. Börsenname: Gelsenkirchener	Neckendorf bei Gelsenkirchen	1873	Kohlen	1889: 30,— 1892: 45,— 1895: 40,— 1898: 44,— 1900: 54,— 1902: 60,— 1905: 119,— 1907: 130,—
6. Eschweiler Bergwerksverein	Eschweiler Pumpe	1834	Kohlen	1889: 12,— 1898: 15,— 1907: 32,—

Die Auswahl der Papiere ist nach den Gesichtspunkten erfolgt, daß sie zu den ersten des Kassa- wie Terminmarktes zählen, nach Möglichkeit denselben Konjunkturen unterworfen sind und endlich diese Eigenschaften auch während eines Zeitraumes von 20 Jahren (1888 bis 1907) beibehalten haben. Naturgemäß kann bei den einzelnen Gesellschaften in bezug auf die finanzielle Ausnutzung der Konjunkturen, die sich in der Höhe der gezahlten

<sup>1</sup> Nachdem schon für die Zwecke der Drucklegung die graphischen Tabellen auf ein Mindestmaß beschränkt worden sind, erschien es — nach Fertigstellung des Satzes — ratsam, auch noch die Kursbewegung von Laurahütte und Rheinstahl ausfallen zu lassen. Ihre Besprechung im Text ist dagegen beibehalten worden.

Dividenden äußert, eine Übereinstimmung kaum bestehen, da hierbei eine große Zahl individueller Umstände, wie Produktions-technik, Absatzverhältnisse, finanzielle Fundierung des einzelnen Unternehmens, Bilanzierungs- und Dividendenpolitik und anderes mehr eine große Rolle spielen. Auf diese Ungenauigkeit in der Bedeutung der Konjunkturen für die einzelnen Gesellschaften ist aber kein großes Gewicht zu legen, da für eine nachträgliche Vergleichung von Kurs und Wert andere Anhaltspunkte vorhanden sind.

Im ersten Teil<sup>1</sup> ist eingehend auseinandergesetzt worden, daß die Kapitalisierung der Dividende, die die Gesellschaft für ein Geschäftsjahr verteilt, der hauptsächlich in Betracht kommende Maßstab für die Bewertung ihrer Aktien ist. Es wurde auch hervorgehoben, daß die Börse fälschlicherweise die jeweilige Dividende eines Geschäftsjahres und nicht — wie dies wohl richtiger, allerdings nicht leicht durchzuführen ist — eine Durchschnittsdividende mehrerer Jahre kapitalisiert. Sieht man von diesem Kardinalfehler ab, so muß nach der Börsenpraxis der sich aus der kapitalisierten Dividende ergebende Wert mit dem jeweiligen Kurs übereinstimmen, wenn man von einer — zunächst im Sinne der Börse — richtigen Preisbildung sprechen will. Begegnet dieser prinzipiellen Auffassung kaum Widerspruch, so müssen naturgemäß die Meinungen darüber auseinander gehen, welcher Zinssatz der Kapitalisierung zu Grunde zu legen ist. Es ist zwar selbstverständlich, daß dieser Satz entsprechend höher zu bemessen ist als bei ersten Staatsanleihen, aber um wieviel ist eine offene Frage. Selbst eine allgemeine Festsetzung eines höheren Zinssatzes für alle Papiere ist nicht angängig, da hierbei die individuellen Verhältnisse der verschiedenen Gattungen von Papieren und endlich die der einzelnen Papiere selbst zu berücksichtigen sind. Ferner kommt hinzu, daß der Zinsfuß, auch für erste Sicherheiten, bekanntlich während längerer Zeiträume nicht unerheblich schwankt und damit sich auch die Verzinsungsansprüche von Zeit zu Zeit ändern. Für eine exakte Wiedergabe des jeweiligen inneren Wertes der Aktien bestehen also unendlich viele Schwierigkeiten.

Wenn in den graphischen Tabellen, um den Vergleich von Wert und Preis zu ermöglichen, die Einzeichnung des inneren Wertes in der Weise erfolgt ist, daß für die gesamten 20 Jahre ein fester, nach der Höhe der Dividende abgestufter, der Börsen-

---

<sup>1</sup> Vergl. S. 108.

praxis angepaßter Kapitalisierungszinssatz gewählt worden ist<sup>1</sup>, so ist damit zugegeben, daß dieser so gefundene Wert keinen Anspruch darauf machen kann, in jedem Augenblick für ein jedes Papier auch wirklich der wahre Wert zu sein. Obwohl es zweifellos wünschenswert wäre, diesen zu erfassen, so ist doch der Mangel, der in der obigen Methode liegt, kein so großer, wie er im ersten Augenblick zu sein scheint. Denn dadurch, daß die mit der Veränderlichkeit des Standardzinssatzes und der Verzinsungsansprüche gegebenen Fluktuationen bei allen sechs Papieren in gleicher Weise als Fehlerquelle erscheinen, wird die Vergleichbarkeit dieser Papiere untereinander nicht beeinträchtigt. Auch der Umstand, daß jedes Papier einen individuellen Kapitalisierungszinssatz hat, verliert an Bedeutung, wenn es sich darum handelt, Vergleiche über längere Zeiträume bei einem und demselben Papier anzustellen.

Gehen wir nach diesen Vorbemerkungen zur Betrachtung der graphischen Tabellen über, so ergibt sich folgendes:

### 1. Die Preisbildung vor dem Börsengesetz von 1896.

a) Betrachtet man zunächst die Tabellen I—III, auf denen die monatlichen Höchst- und Niedrigstkurse<sup>2</sup> und der

<sup>1</sup> Nach folgendem Schema:

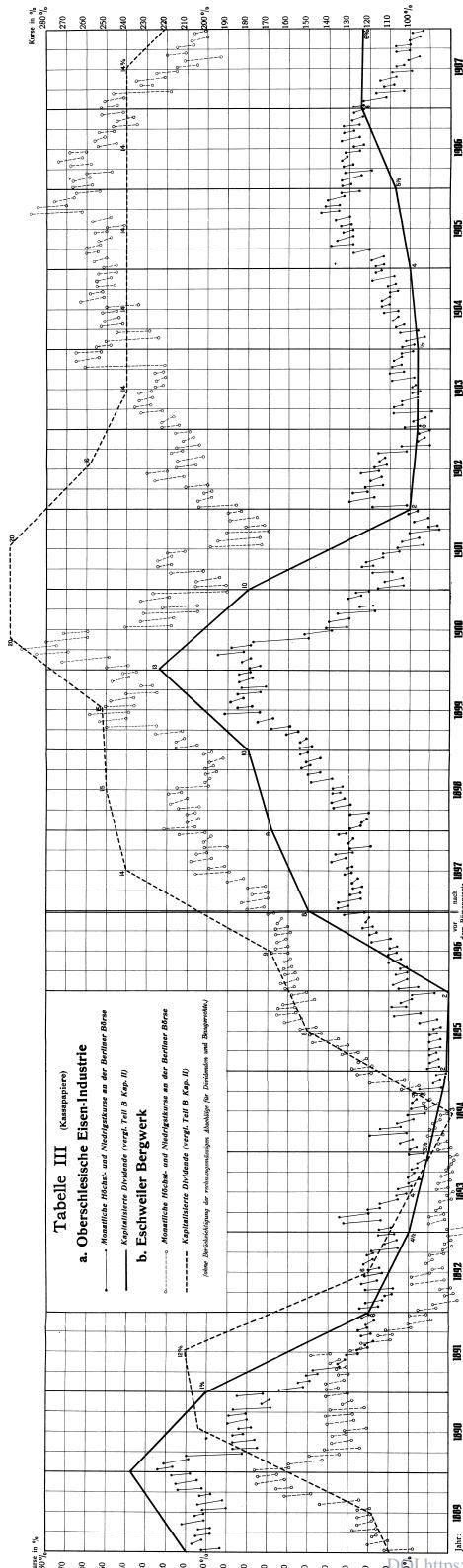
Bei einer Dividende von %	und einer Verzinsung von %	ist der kursmäßige innere Wert in %
5	5 bis 5½	100
6		116
7		133
8		150
9		167
10		180
11	5½ bis 6	200
12		212
13		225
14		237
15		250
16		262
17		275
18	bis 6¼	290

<sup>2</sup> Die Kurse sind den Kurstabellen der Berliner Fondsbörsen, herausgegeben von Alfred Neumann, Berlin, entnommen.

**Tabelle III** (Kapitalentwicklungen)

a. Oberschlesische Eisen-Industrie  
 • Monatliche Rendite und Dividende an der Berliner Börse  
 — Kapitalistische Dividende (vergl. Teil B Kap. II)

b. Eschweiler Bergwerk  
 o Monatliche Rendite und Dividende an der Berliner Börse  
 - - - Kapitalistische Dividende (vergl. Teil B Kap. II)  
 (nach Beschleunigung der geschäftsgünstigsten Abschöpfung für Dossiers und Bergwerke)



innere Wert der in Frage kommenden Papiere eingezeichnet sind, so ergibt sich folgendes:

Das Terminpapier Bochumer Gußstahl zeigt in der Aufschwungsperiode 1896 eine Abweichung des Kurses von der inneren Wertlinie, die mit 80 % recht beträchtlich genannt werden muß und auf eine große Ausschreitung der Spekulation (im weitesten Sinne) schließen läßt. Bezeichnend ist dabei, daß der Kurs noch in die Höhe getrieben wurde, während die Dividende bereits im Rückgang begriffen war, der Höhepunkt also schon ein halbes Jahr vorher lag. Zum Teil dürfte diese unsinnige Preisbildung auch dadurch zu erklären sein, daß die Verwaltung die ursprünglich vielleicht höher gedachte Dividende im Hinblick auf die kommenden Ereignisse, Abflauen der Konjunktur, Prozeß Fußangel usw., in letzter Stunde noch ermäßigt hat. Bei dem zu Anfang des Jahres 1890 eintretenden Rückschlag ist der Kurssturz ein dementsprechend gewaltiger: in der Zeit vom 1. Januar bis 1. März büßte das Papier nicht weniger als 115 % ein. Allerdings ist hierbei schon der Kurs vorübergehend unter seinen Wert gesunken. In der nun folgenden Zeit der Stockung schließt sich die Kursbewegung ziemlich genau dem inneren Wert an, um gegen Juli 1891 seinen tiefsten Stand, aber weit unter dem inneren Wert, zu erreichen. Die äußeren Gründe hierfür sind in den durch den Prozeß Fußangel hervorgerufenen ungünstigen Gerüchten zu suchen, die den Ruf des Unternehmens stark erschütterten.

Als weiter bemerkenswert erscheinen die nunmehr einsetzenden, im Widerspruch mit der Wirtschaftslage und den Erträgnissen der Gesellschaft stehenden starken Schwankungen des Kurses nach oben und unten bis zur Mitte des Jahres 1894, von welcher Zeit an endlich Ruhe eintritt. Die sich im Jahre 1895 bemerkbar machende Besserung im Wirtschaftsleben wird im Kurs der Bochumer Aktien mit raschen Schritten vorweggenommen, so daß die Krisis im Oktober und Dezember 1895 einen starken Rückschlag bringt.

Das Terminpapier Gelsenkirchener Bergwerk zeichnet sich durch ein dauerndes Mißverhältnis zwischen Kurs und innerem Wert aus. In den Aufschwungsjahren 1888 und 1889 bewegt sich der Kurs ständig über dem inneren Wert, um zu Ende 1889 in großen Sprüngen die nach einem Jahre erst eintretende Dividendenerhöhung vorwegzunehmen. Umgekehrt bleibt der Kurs in den Stockungsjahren in großen Abständen hinter dem durch die hohen Dividenden bedingten Wert der Aktien zurück. Als dann 1893/94

der tiefste Stand des Wertes erreicht ist, ist bereits vorher wieder eine Steigerung des Kurses erfolgt, durch die der letztere sich mehr und mehr vom inneren Wert entfernt. Auch bei Gelsenkirchener ist die Vorwegnahme der Wirtschaftsentwicklung daher zu sprunghaft erfolgt, so daß die Krise 1895 ebenfalls einen starken Rückschlag bringt und eine Erhöhung erst später einsetzt.

In ähnlicher Weise ist die Preisbildung bei dem dritten Terminpapier, den Aktien der Laurahütte, verlaufen. Der Kurs steht während der Aufschwungszeit über dem inneren Wert der Aktien, um nach der Krise beträchtlich darunter zu sinken. Nach einer in der zweiten Hälfte des Jahres 1890 erfolgten Erhöhung schließt sich die Kursbewegung der Wertschätzung ziemlich genau an. In den Jahren der Stockung sind mehr oder weniger große Schwankungen des Kurses zu bemerken, obwohl die Dividende eine Veränderung nicht aufweist. Bei dem im Jahre 1894 eintretenden Aufschwung bewegt sich der Kurs wieder oberhalb der inneren Wertlinie.

Die Kursbewegung des ersten Kassapapiers, der Aktien der Rheinischen Stahlwerke, fällt dadurch auf, daß sie dieselbe Richtung nimmt wie die Linie des inneren Wertes, gleichzeitig aber ständig hinter dieser zurückbleibt. Nur einmal steigt der Kurs ein wenig über den Wert hinaus, was jedoch nicht lange andauert.

Noch genauer paßt sich der Kurs des zweiten Kassapapiers, der Aktien der Oberschlesischen Eisenindustrie, in seiner Bewegung der des Wertes der Aktien an. Insbesondere fehlen hier ganz die Ausschreitungen zur Zeit des Aufschwungs und ebenso die Abweichungen während des Rückschlages. Auch bei diesem Papier ist der Kurs während der Hochkonjunktur stets hinter dem Wert zurückgeblieben, um sich in der Zeit der Stockung über demselben zu behaupten, wenn auch mit einigen Schwankungen.

Ähnlich verläuft die Kurslinie des dritten Kassapapiers, der Aktien des Eschweiler Bergwerks. Nur daß hier das Zurückbleiben des Kurses gegen den Wert noch schärfer zum Ausdruck kommt. Besonders genau erscheint dagegen die Übereinstimmung beider Linien vom Jahre 1893 an bis Ende 1896.

Als Ergebnis dieser Betrachtung ist also folgendes festzustellen:

1. Eine vollkommene Übereinstimmung des Kurses mit dem jeweiligen Wert der Aktien ist naturgemäß nicht zu verlangen, auch schon deshalb nicht, weil der wirkliche Wert der Aktien niemals genau zu ermitteln, und noch viel weniger genau graphisch

darzustellen ist. Da die jeweilige Rente, die das Papier abwirft, zur Zeit des Zustandekommens der Kurse in der Regel unbekannt ist, so ist es nur ein ungefähres Tasten und Fühlen, das die Käufer und Verkäufer bei der Preisfeststellung bewegt. Infolgedessen können auch kleine Schwankungen des Kurses, die sich um den inneren Wert der Aktien herum bewegen, nicht als Fehler angesehen werden.

Unter Berücksichtigung dieser Gesichtspunkte springt die Unregelmäßigkeit der Preisbildung bei den Terminpapieren sofort in die Augen. Nicht nur, daß die Abweichungen vom inneren Wert zeitweilig oder immer groß sind, sondern auch in den Abweichungen selbst läßt sich kein Prinzip sehen; es herrscht anscheinend größte Regellosigkeit. Nur die Aktien der Laurahütte zeigen eine verhältnismäßig richtige Kursbewegung, obwohl auch sie im Terminhandel sind. Die Erklärung hierfür dürfte aber darin liegen, — aus der graphischen Darstellung geht das nicht hervor, — daß gerade die Aktien der Laurahütte in festen Händen waren und wenig von der Spekulation ergriffen wurden. Dagegen bildeten Bochumer und Gelsenkirchener die Hauptspekulationspapiere des Industriemarktes, zu denen sich nur noch Harpener und Hibernia gesellten, die aber ähnliche, zum Teil noch heftigere Kursschwankungen durchgemacht haben.

Einen größeren Anspruch auf Richtigkeit der Preisbildung können dagegen die hier dargestellten Kassapapiere erheben. Bei ihnen ist die Übereinstimmung zwischen Kurs und Wert eine bei weitem bessere, d. h. in ihren Richtungslinien decken sich beide Kurven dauernd. (Übrigens ein indirekter Beweis für die Tauglichkeit der in der graphischen Darstellung befolgten Methode). Der Umstand, daß die Kurse der Kassapapiere hinter der eingezeichneten (für alle Papiere gleich genommenen) Wertlinie zurückbleiben, beweist, daß die Kassapapiere mit einer höheren Verzinsung gehandelt werden oder vielmehr, da die Terminpapiere diese Linie mehr streifen, daß diese mit einer geringeren Verzinsung gehandelt werden, also einen höheren Wert haben. Dieser wurde oben (S.111) schon als Spekulationswert erklärt.

Vergleicht man endlich die Preisbildung der Terminpapiere mit der der Kassapapiere, so kann die — besonders in der Zeit der Börsengesetzgebung von 1896 laut gewordene — Behauptung, daß die Preisbildung im Terminhandel eine richtigere gewesen sei als im Kassageschäft, nicht vor den Tatsachen standhalten. Das Gegenteil ist der Fall: in der Zeit von 1888 bis 1896 ist die Preisbildung

der Kassapapiere eine bessere gewesen als die der Termin-, der Spekulationspapiere.

2. Ferner gewährt die graphische Darstellung einen interessanten Einblick in das Verhältnis zwischen Börsen- und Konjunkturbewegung. Aus umfangreichen Käufen von industrieller Seite wurde zu Anfang des Jahres 1888 geschlossen, daß die industrielle Lage vor einer Besserung stehe. In der Tat lehrte die Beobachtung, daß sich eine gesteigerte Nachfrage nach Eisen bemerkbar machte und sich die Haltung des Eisenmarktes zusehends befestigte. Im Zusammenhang hiermit trat eine beträchtliche Kursaufsetzung an der Börse ein, in deren Verlauf gleichzeitig ein Teil der Berufsspekulation aus den Engagements herausging. Die Börse hielt damals schon (1888) den Höhepunkt der Börsenentwicklung für gekommen und versuchte deshalb, die Kurse zu drücken. Es gelang ihr dies auch, obwohl die Preise für Kohlen und Eisen eine — wenn auch langsam — steigende Richtung einschlugen. Diese Preissteigerung glaubte jedoch die Börse schon in den Kursen der Industrieaktien eskomptiert zu haben. Wie sehr diese Auffassung falsch war, bewies die bald darauf einsetzende sprunghafte Erhöhung der Eisen- und Kohlenpreise, die bis Ende 1889 im ganzen bis 50 % umfaßte. Die graphische Darstellung (Tab. I u. II) zeigt sehr deutlich die Übereinstimmung, in welcher sich während dieser Zeit die Kurse der Wertpapiere und die Preise für Eisen und Kohle nach oben bewegen.

Ebenso geht aus der Tabelle hervor, daß Anfang 1890, als die Preissteigerung für Kohle und Eisen nicht mehr in demselben Tempo weiter ging, auch der Höhepunkt der Kurse erreicht wurde, und daß bald darauf der gewaltige Rückgang der Kurse eintrat — trotz der lauten Versicherung von seiten der Industriellen, daß der Eisenmarkt noch keinerlei Veränderung erfahren habe. Tatsächlich fand aber schon Anfang Februar ein Rückgang der Eisenpreise statt, der naturgemäß dem schon begonnenen Kursrückgang neue Kraft verlieh. Die Tabelle zeigt weiter, in welch schnellerem Tempo die Kursherabsetzung vor sich ging und wie diese erst zum Stillstand kommt, als der Rückgang der Eisenpreise nachläßt bzw. diese wieder ihre normale Höhe erreichen. Der Stillstand der Eisenpreise auf 75 Mk. — nach 105 Mk. (Ende 1889) — ließ die Börse zur Überlegung kommen, daß der Kursrückgang ein übereilter, ein nicht in den Verhältnissen der Gesellschaften begründeter gewesen war, weshalb sie auf Grund für kurze Zeit unverändert bleibender Eisenpreise die Kurse bis Ende 1890 wieder steigerte.

3. Da den einzelnen Gesellschaften die hohen Preise für Kohle und Eisen infolge der üblichen langfristigen Verträge erst später zugute kommen und sich in ihren Gewinnerträgnissen äußern, so tritt in den Tabellen die interessante Erscheinung zutage, daß sich die Börse schon lange Zeit wieder in der Abwärtsbewegung befindet, als die höchsten Dividenden zur Auszahlung gelangen. Die Folge dieser Erscheinung ist, daß sich zeitweilig ein scharfer Gegensatz zwischen Börse und Industrie herausbildet. Letztere ist vor der Hand noch gut beschäftigt, die Gesellschaften zahlen glänzende Dividenden und beurteilen, beeinflußt hierdurch, auch meist die Aussichten als günstig, während die Kurse schon sehr gefallen sind und weitere Neigung zum Fallen zeigen. An der Börse sieht man aber weiter: nicht mehr die laufende Dividende, sondern die nächstfolgenden gelten schon als Bemessungsgrundlage für den Wert der Aktien. Wie die Tabellen zeigen, hat die Börse damals in der Andeutung der allgemeinen Richtungslinien der Konjunkturenentwicklung Recht gehabt.

b) Mit der Anpassung der Kurse an den inneren Wert der Aktien und in weiterer Folge an die Wirtschaftslage ist die viel erörterte Frage nach der gleichmäßigen und allmählichen Kursentwicklung verknüpft. Vollziehen sich die Übergänge unvermittelt, plötzlich und schnell oder allmählich und langsam?

Zur Beantwortung dieser Frage reichen die Darstellungen der monatlichen Höchst- und Niedrigskurse (Tab. I—III) nicht aus. Auf der Tabelle IV sind daher die täglichen (Kassa-) Kurse<sup>1</sup> der Aktien der sechs Gesellschaften graphisch wiedergegeben. Gleichzeitig ist auch der innere Wert der Aktien eingezeichnet, so daß die Erscheinungen der Tabellen I—III, auf denen die Kursbewegungen auf einen engen Raum zusammengepreßt sind, hier viel deutlicher und genauer zum Ausdruck kommen. Die graphische Darstellung bezieht sich auf den letzten Abschnitt des Aufschwunges vom Jahre 1889, den Rückschlag zu Anfang des Jahres 1890 und auf eine kurze Zeit der nachfolgenden Stockung<sup>2</sup>.

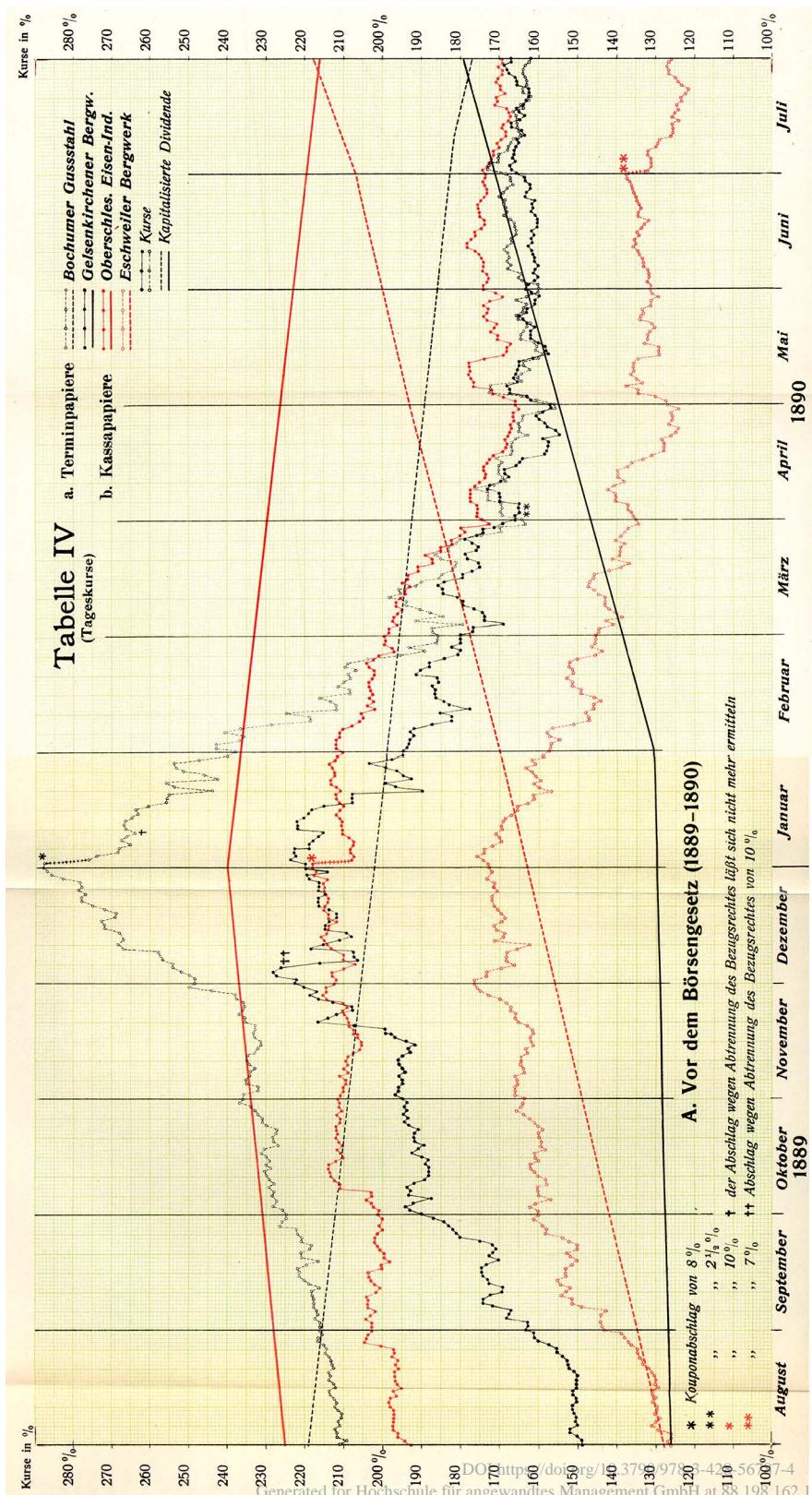
Sie zeigt zunächst, daß sich während der Aufschwungszeit die Kurse der Terminpapiere weit über den inneren Wert der Aktien erheben und die Kurse der Kassapapiere hinter ihrem Wert zurückbleiben. Bei der Aufwärtsbewegung der Kurse ist ein Unterschied bei den einzelnen Papieren bis Mitte November nicht zu bemerken,

<sup>1</sup> Nach dem Hertelschen Kurszettel für die Berliner Börse.

<sup>2</sup> Die Tabelle ist der erheblichen Druckkosten wegen nur in Bruchstücken wiedergegeben worden.

selbst das an Stelle der „großen Kurssprünge im Kassageschäft“ tretende „Wellengekräusel der Terminkurse“ erweist sich als eine unhaltbare Behauptung. Die Darstellung liefert geradezu den Beweis des Gegenteils. Zur Zeit des Höhepunktes der Börsenentwicklung steigen Gelsenkirchener an einem Tage um 7 %, am nächsten Tage nochmals um 9 %; einige Zeit später verlieren sie 10 %, um zwei Tage später 11 % zurückzugewinnen. Bochumer steigen an einem Tage über 9 %, nachdem sie früher an zwei Tagen nacheinander um je 5 % gestiegen waren. Derartige Kurssprünge weist keines der zum Vergleich herangezogenen Kassapapiere während der ganzen Zeit des Börsenaufschwungs auf.

Allen Zweifel aber nimmt die Kursbewegung in der nunmehr folgenden Zeit der Krise und des Rückschlages. Hierzu ist einiges vorauszuschicken. Bei einem allgemeinen Verkaufsandrang ist es ganz naturgemäß, daß wirkliche Käufer fehlen, wenn es offenbar wird, daß eine entsprechende Wertänderung der Aktie über kurz oder lang zu erwarten steht. Die Verkäufer der Aktien sind entweder solche, die mit fremdem Gelde spekuliert haben und mehr oder weniger sich zum Verkauf genötigt sehen, oder eingeweihte Aktionäre, die von den Vorgängen in der Gesellschaft unterrichtet sind. Der eigentliche Stamm der Aktionäre ist äußerst schwerfällig in seinen Verkaufsentschließungen, zumal wenn er nur Börsengerüchte hört. Im Kassageschäft kommt es deshalb sehr darauf an, ob bei allgemeinen Unruhen die Aktien der Gesellschaft in festen Händen sind oder nicht. Im ersten Falle haben dann die Aktionäre die Kursbewegung — man kann sagen — selbst in ihren Händen. Auf der anderen Seite kommen in solchen Zeiten rückgängiger Börsenbewegung nur als Käufer interessierte Bankers oder Großaktionäre, die ihren Besitz durch Zukauf verbilligen wollen, in Frage. Aus dieser Lage der Dinge ergibt sich die Tatsache, daß die Kassapapiere bei großer Verkaufslust sehr tief stürzen, ja sogar unverkäuflich werden können, wenn die vorbenannten Käufergruppen nicht eingreifen. Und hieraus folgert man allgemein die größeren Kursschwankungen im Kassageschäft. In Wirklichkeit müssen also die Schwankungen in dem Maße abnehmen, wie erstens die kursregulierende Tätigkeit der Bankers zunimmt, oder zweitens die Aktien in festen Händen sind. Zu diesen Punkten kann jedoch noch eine dritte Möglichkeit treten, nämlich die, daß der Markt des Papiers trotz seines Charakters als Kassamarkt ein verhältnismäßig großer ist, also demzufolge hinreichend Käufer und Verkäufer auch mit Spekulationsabsichten vorhanden sind.



## Tabelle IV (Tageskurse)

## A. Vor dem Börsengesetz (1889–1890)

Dieser letzte Fall trifft bei den Kassapapieren der graphischen Tabelle zu. Es sind eben solche Papiere gewählt worden, die sich in bezug auf ihre Bedeutung möglichst den Terminpapieren nähern. Sie zählen zu den ersten Papieren des Kassageschäfts und verfügen als solche über einen relativ bedeutenden Markt. Verfolgt man die Kursbewegung dieser Papiere während der Zeit, in der die Börse den heftigsten Erschütterungen (Januar bis März 1890) ausgesetzt war, so ist eine überstürzte Kursherabsetzung nirgends wahrzunehmen. Selbst die kritischen Tage vom 20. Januar, 11. Februar und 3. März 1890 kommen in den Kursen nicht anders zur Geltung wie in den anderen Tagen des allgemeinen Rückgangs. Ebenso ist das Tempo des Kursrückgangs kein wesentlich anderes als vorher zur Zeit des Aufschwunges. Jedenfalls ist die Anpassung des Kurses an den sich ändernden Wert in verhältnismäßig richtiger und guter Weise erfolgt.

Als einen den Terminhandel auszeichnenden Vorteil führt man die Tatsache an, daß er bei großem Verkaufsandrang aus sich selbst heraus die Käufer schafft, die den weichenden Kursen Halt bieten. Es wird darauf hingewiesen, daß die in blanko erfolgten Abgaben der Baissiers gedeckt werden müssen, und daß diese Deckungen einen natürlichen Fallschirm gegen ein übermäßiges Stürzen der Kurse bilden. Ein Blick auf die graphische Darstellung lehrt, daß in der Krise 1890 diese Funktion des Terminhandels vollkommen versagt hat. Nachdem schon bei Gelsenkirchener früher Kursstürze von einem Tage zum anderen in einem Umfang von 10 % und mehr stattgefunden hatten, tritt bei der Panik am 20. Januar 1890 bei Gelsenkirchener ein Rückgang von 18 % im Kurse ein, bei Bochumer von 11 % und bei Laura von 8 %. Damit noch nicht genug. Die Kursherabsetzung der Bochumer Aktien erfolgt in wilden Sprüngen und erstreckt sich — immer wieder unterbrochen von vorübergehenden Steigerungen — über sechs Wochen hin, und auch bei Gelsenkirchener wiederholen sich die Sprünge. Der hierin liegende Widerspruch mit den theoretischen Ansichten ist leicht zu erklären. In unruhigen Zeiten denken die Baissiers gar nicht daran, sich am Tage einer ausbrechenden Panik zu decken, um etwa die Panik im Keime zu ersticken, sondern sie benutzen die leisesten Anzeichen einer solchen, um mit erneuten Blankoabgaben die Bewegung zu verschärfen. Dann erst erfolgen vereinzelte Deckungen auf Grund der Angstverkäufe des Publikums.

Diese Erscheinungen werden in der im November und Dezember

des Jahres 1895 einsetzenden Spekulationskrise vollauf bestätigt. Die Lösung von großen Hauseengagements wird nicht etwa von der Spekulation durch Käufe oder Deckungskäufe aufgehalten, sondern durch Blankoabgaben wird die Panik vergrößert und die Kurse im ersten Augenblick noch mehr geworfen. Bochumer verlieren am 9. November 1895 7,5 %, Gelsenkirchener 15 %, Laura 9,40 %, am 21. Dezember betragen die Kursrückgänge 7 %, bzw. 9 %, bzw. 6 %.

In der auf die Krise im ersten Viertel des Jahres 1890 folgenden Zeit der Stockung zeigen die Kurse äußerlich ein Bild ruhiger Entwicklung. Zu beachten bleibt jedoch, daß die Kurse vieler Kassapapiere häufig nur nominell sind und Geschäfte kaum abgeschlossen werden. Dagegen hört in den Terminpapieren das Geschäft nie ganz auf, und fortwährende Schwankungen von Tag zu Tag, jetzt naturgemäß höchst minimale, kennzeichnen das Hin und Her der Spekulation. Die Haltung der ganzen Börse geht nunmehr von der Tätigkeit auf dem Spekulationsmarkt aus, dessen Stimmung sich auf die übrigen Märkte überträgt. Infolgedessen schließt sich die Kursbewegung der Kassapapiere, wenn nicht individuelle Umstände der einzelnen Papiere dem widerstreben, der der Terminpapiere im großen und ganzen an. Bei den in der graphischen Darstellung aufgenommenen Papieren ist dies sogar in ziemlich genauer Weise der Fall.

Es verdient noch hervorgehoben zu werden, daß selbst in dieser geschäftslosen Zeit die dem Kassageschäft nachgesagten großen Kursprünge während der ganzen Zeit der Stockung in den zum Vergleich herangezogenen Papieren nicht festzustellen sind. Die Kursbewegung ist durchaus keine andere als bei den Terminpapieren. Es mag vielleicht mancher Verkäufer seine Kassapapiere nicht rechtzeitig losgeworden sein, weil er einen Kurssturz befürchtete und deshalb Tag für Tag Teilsummen verkauft hat; aber äußerlich, in der Kursentwicklung, wird diese Behauptung, die auch in der Börsen-Enquete eine große Rolle spielte, nicht bestätigt.

## 2. Kritik der Preisbildung nach dem Börsengesetz vom Jahre 1896.

Da die große Masse des Kapitalistenpublikums, das die Wertpapiere zu Anlagezwecken erwirbt, wie die des spekulierenden Publikums, in dessen Kreisen die Baissespekulation weniger zu Hause ist, ein Interesse an steigenden Kursen hat, so muß die Kursentwicklung der Jahre 1889 bis 1892 diesen Kreisen große

Verluste gebracht haben. Die Klagen hierüber, die durch ähnliche Vorkommnisse an der Produktenbörse verstärkt wurden, sowie gleichzeitige Zahlungseinstellungen einzelner, Börsengeschäfte vermittelnder Privatbankers und endlich der Staatsbankerott einiger Überseeländer, deren Anleihen im deutschen Publikum Unterkunft gefunden hatten, lenkten denn auch bald die Öffentlichkeit dermaßen auf die Börsenzustände, daß es 1891 zu einer Interpellation dieserhalb im Reichstag kam. In der daraufhin durchgeführten Börsenquete der Jahre 1892—1893 gelangte die Kommission zu der Erkenntnis, daß es unbedingt geboten sei, das in Börsendingen unerfahrene Publikum gegenüber der geschäftsgewandten Berufsspekulation zu schützen.

Neben der strafrechtlichen Verfolgung der Verleitung zum Börsenspiel sah die Kommission in der Erschwerung der Spekulationsmöglichkeit für die Außenseiter ein Mittel, diesen offensären Mißständen abzuhelfen. In dem dem Reichstag vorgelegten Gesetzentwurf wurde das für die Produktenbörse vorgesehene Börsenregister auch für die Wertpapierbörse eingebroacht, obwohl dessen Zweckmäßigkeit gerade für das Wertpapiergeschäft, an dem die verschiedenen Kreise der Bevölkerung beteiligt sind, am meisten angezweifelt wurde. Der Gedanke des Börsenregisters war an sich kein schlechter: nur diejenigen Termingeschäfte sollten rechtsverbindliche Kraft haben, die von solchen Personen abgeschlossen werden, die im Börsenregister eingetragen sind. Man hoffte, daß die Personen, bei denen sich das Spekulieren nicht mit ihrem Beruf, ihrer gesellschaftlichen Stellung usw. verträgt, von der öffentlichen Eintragung Abstand nehmen und damit nur schwerer Gegenkontrahenten für trotzdem eingegangene Termingeschäfte finden würden. Von der Berufsspekulation nahm man dagegen als selbstverständlich an, daß sie in der Eintragung ihrer Namen in das Register nichts finden würde. Auf das Fiasko dieses Börsenregisters, die dadurch hervorgerufene Unsicherheit der abgeschlossenen Geschäfte, denen ständig der Registereinwand drohte, ist hier nicht näher einzugehen. Der Reichstag ging jedoch in der Erschwerung der Spekulation noch weiter. Trotz Widerspruchs der Regierung gelangte ein Antrag zur Annahme, nach dem der Terminhandel in Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen gänzlich verboten werden sollte.

Es liegt außerhalb des Rahmens dieser Arbeit, die Vorteile und Nachteile des Terminhandels in Industriepapieren nach ihrer privat- und volkswirtschaftlichen Seite hin abzuwägen, und daraus

die Zweckmäßigkeit oder Unzweckmäßigkeit dieser Einrichtung darzutun. Im Nachfolgenden soll es vielmehr nur darauf ankommen, die Preisbildung unter den durch das Börsengesetz hervorgerufenen Veränderungen zu betrachten.

Mit dem am 1. Januar 1897 in Kraft tretenden Börsengesetz sollte also der Terminhandel in Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen ganz aufhören und in Aktien anderer Gesellschaften nur dann gestattet sein, wenn das Aktienkapital mindestens 20 Millionen Mk. beträgt. Für die Rechtsgültigkeit dieser letzteren Geschäfte bedarf es aber der Eintragung beider Parteien in das Börsenregister. Anstatt nun sich diesen Vorschriften zu fügen, griff der Börsenverkehr neue Geschäftsformen<sup>1</sup> für den verbotenen Terminhandel auf, die sich ihrem ganzen Wesen und ihrer wirtschaftlichen Wirkung nach als glatte Umgehungsformen darstellen. Als für die Preisbildung wichtig ist deshalb festzustellen, daß nach 1896 eine grundsätzliche Änderung gegen früher nicht eingetreten ist. Allerdings haben diese Formen von Anfang an den früheren Terminhandel in Industrieaktien niemals ganzersetzen können, weil ihnen die Leichtigkeit und Bequemlichkeit des einstigen Terminabschlusses fehlte. So hat z. B. der Kassakontokorrentverkehr<sup>2</sup>, der hauptsächlich von den Börsenbesuchern benutzt wird, zur Voraussetzung, daß Geld, Einschüsse usw. in Bewegung gesetzt werden, und daß eine Zinsberechnung mit wechselnden Zinssätzen für Guthaben und Schulden auch im Laufe des Monats stattfindet, was früher alles fortfiel. Zweifellos ist daher, daß der Umfang der Terminabschlüsse durch diese Erschwerungen und dadurch, daß das Publikum in starkem Maße zum Kassageschäft überging, bedeutend abgenommen hat. Zwar konnte im Verkehr der Banken mit dem außerhalb der Börse spekulierenden Publikum auch das dem Wesen nach ein Termingeschäft darstellende handelsrechtliche Lieferungsgeschäft Platz greifen, doch war die Anwendung nicht allgemein und nicht zuletzt von der Bonität des Kunden abhängig. Am 20. März 1900 erst erklärten jedoch die der Stempelvereinigung in Berlin angehörenden Banken und Bankers in einer Bekanntmachung, daß sie fortan nur noch Geschäfte

<sup>1</sup> Diese sind:

- a) Das Kassakontokorrentgeschäft der Maklerbanken,
- b) Das handelsrechtliche Lieferungsgeschäft des Art. 354—357 H. G. B.

Vergl. Chr. Knipper, *Der Berliner Effektenhandel*, Leipzig 1902.

<sup>2</sup> Über die Technik der neuen Formen vergl. die eingehenden Erörterungen bei Knipper, S. 25 f.

machen würden, die in keiner Weise mehr dem Sinne des Börsengesetzes widersprächen. Damit waren in den Aktien der Bergwerks- und Fabrikunternehmungen nur noch reine Kassageschäfte möglich. Zu der Stempelvereinigung gehörten aber nicht die Maklerbanken, die nach wie vor für ihre Kunden, das sind die an der Börse tätigen Spekulanten, das Kassakontokorrentgeschäft weiter führten. Diese Maklerbanken fanden denn auch nach der Erklärung der Stempelvereinigung starken Zulauf von seiten der kleinen Bankers und Spekulanten, die nicht auf die Zeitform verzichten wollten und konnten. Die Feststellung dieser tatsächlichen Verhältnisse ist zur Beurteilung der Frage der Preisbildung nach 1896 von nicht geringer Bedeutung.

a) Jahre 1897—1902<sup>1</sup>. Zunächst ist es interessant zu verfolgen, wie die vom 1. Januar 1897 in Kraft tretenden Bestimmungen bereits während des Jahres 1896 ihre Schatten vorauswerfen und in der Preisbildung zum Ausdruck kommen. Nach der Spekulationskrise vom November und Dezember 1895, die nochmals die ungünstigen Wirkungen des unbegrenzten Terminhandels offenbarte, setzte an der Börse eine geschäftslose Zeit ein, die etwa bis zum April 1896 anhielt. Um diese Zeit machte sich ein Eingreifen des Publikums bemerkbar und zwar solcher Kreise, denen man gute Beziehungen zur Industrie nachsagte. Schon jetzt zeigte es sich, daß das Kassageschäft bzw. die Kassapapiere sehr bevorzugt

---

<sup>1</sup> Von der Darstellung des tatsächlichen Verlaufes der Preisbildung auf dem Industriekundenmarkt nach dem Jahre 1896, wie sie oben für die Jahre 1888 bis 1895 einschl. gegeben worden ist, mußte aus mehreren Gründen Abstand genommen werden. Einmal hat die Zunahme des Börsenverkehrs durch die Einführung neuer Aktien in den Börsenhandel und die Verbreiterung der an ihm beteiligten Kreise, sowie die Konzentrationserscheinung im Industrie und Bankwelt die Erlangung des zur genauen Erklärung der Preisbildung erforderlichen Materials bedeutend erschwert. Die Dinge liegen nicht mehr so einfach wie früher. Ferner sind gerade für den Industriekundenmarkt — trotz dieser mehr äußeren Veränderungen — auch heute noch die für die Jahre 1888 bis 1896 nachgewiesenen Bestimmungsgründe, wie die Preisgestaltung von Kohle und Eisen, die Industrieeentwicklung und endlich die speziellen Gewinnergebnisse der einzelnen Gesellschaften, im Prinzip maßgebend, so daß die Darstellung der charakteristischen Abschnitte der Börsenentwicklung nach 1896, des Aufschwungs von 1897 bis 1901, der Krise von 1901, der Stockung von 1901 bis 1903, des Aufschwungs von 1903 bis 1906 und endlich der Krise von 1907 unzählige Wiederholungen zur Folge gehabt hätte. Da das hauptsächliche Merkmal der Preisbildung nach 1896, die Veränderung der Geschäftsformen durch das Terminhandelsverbot, im Text behandelt worden ist, dürfte hier lediglich das Ergebnis der Preisbildung, wie es in den graphischen Darstellungen zum Ausdruck kommt, von Interesse sein.

wurden, während die Terminpapiere ob der Ungewißheit, was aus dem Termingeschäft nach dem 1. Januar 1897 werden würde, stark vernachlässigt wurden. Die allmählich mit größerer Bestimmtheit auftretenden Gerüchte über eine sich durchringende Besserung der wirtschaftlichen Lage führten dem Börsengeschäfte neue Käufer zu, die die Kurse der Kassapapiere sprungweise steigerten.

Am Schlusse des Jahres 1896 stellt der „Deutsche Ökonomist“ fest, daß alle wichtigen Kassapapiere mit namhaften Kurssteigerungen das Jahr verlassen, die Terminpapiere dagegen durchweg Einbußen aufzuweisen haben<sup>1</sup>. An sich würde jedoch diese Erscheinung noch nichts besagen, erst die Vergleichung der Kurschwankungen mit den Wertveränderungen (vergl. Tabelle I—III) zeigt, daß hier grundsätzliche Verschiebungen eingetreten sind. Danach haben die Terminpapiere ihr Mehrwert, den sie gegenüber gleichartigen Kassapapieren bis 1896 aufwiesen, im Jahre 1897 verloren; ihre Wertbemessung erfolgte nunmehr nach gleichem Maßstabe wie bei den Kassapapieren. Auch der weitere Verlauf der Preisbildung in den folgenden Jahren hat dem „Deutschen Ökonomen“ recht gegeben, wenn er schon 1896 voraussagte, daß der bisherige Spekulationswert der Terminpapiere für immer in Fortfall kommen würde.

---

<sup>1</sup> Vergl. „Deutscher Ökonomist“ vom 12. Dezember 1896. Es wurden notiert am:

Kassapapiere:	19. Oktober 1895.	3. Dezember 1896.	Differenz.
Arenberg . . . . .	665 %	772 %	+ 107
Bonifacius . . . . .	114 %	133 %	+ 19
Concordia . . . . .	140 %	216 %	+ 76
Consolidation . . . . .	227 %	249 %	+ 22
Dannenbaum . . . . .	115 %	118 %	+ 3
Cölner Bergwerk . . . . .	175 %	218 %	+ 43
König Wilhelm . . . . .	145 %	184 %	+ 39
Luise Tiefbau . . . . .	68 %	100 %	+ 32
Nordstern . . . . .	166 %	221 %	+ 55
Pluto . . . . .	166 %	190 %	+ 24
Hochdahl . . . . .	101 %	134 %	+ 33
Hörder . . . . .	107 %	131 %	+ 24
Lauchhammer . . . . .	140 %	174 %	+ 34
 Terminpapiere:			
Gelsenkirchener . . . . .	191 %	168 %	— 23
Harpener . . . . .	187 %	168 %	— 19
Hibernia . . . . .	185 %	181 %	— 4
Bochumer . . . . .	175 %	161 %	— 14
Laura . . . . .	156 %	159 %	+ 3

Zur Beantwortung der Frage, wie sich die Preisbildung unter der Einwirkung des Börsengesetzes — vorerst bis zum Jahre 1902 — vollzogen hat, sind zunächst wiederum die Tabellen I—III zu betrachten.

a) Das Großkassapapier Bochumer Gußstahl zeigt 1896 deutlich den Übergang vom Terminpapier zum Kassapapier. Der sonst höher als der innere Wert stehende Kurs, der im Jahre 1895 ein gut Teil der erst ein Jahr später einsetzenden Besserung vorweggenommen hatte, bleibt trotz der inzwischen erfolgten Wertbesserung bis Mitte 1897 in ungefähr gleicher Höhe stehen, um dann in enger Anpassung an den inneren Wert, aber unterhalb desselben zu steigen. Die Aufwärtsbewegung ist eine ziemlich gradlinige zu nennen; nur zweimal läßt sich eine größere Abweichung feststellen, und zwar jeweils in der zweiten Hälfte der Jahre 1898 und 1899. Die Gründe hierfür liegen in den kriegerischen Verwicklungen der damaligen Zeit (spanisch-amerikanischer Krieg, Faschodaangelegenheit, Transvaalkrieg). Hervorzuheben ist aber, daß eine erwähnenswerte Übertreibung nach oben während der Aufschwungszeit 1896 bis 1900 nicht stattgefunden hat. Auch die im April 1900 ausbrechende scharfe rückläufige Bewegung befindet sich in Übereinstimmung mit der ebenfalls abwärts gehenden inneren Wertlinie. Eine Vergrößerung der Spannung zwischen beiden Kurven tritt zwar vorübergehend bis zum Oktober ein, sie wird aber durch eine Erhöhung des Kurses bald wieder ausgeglichen.

Auch bei dem Großkassapapier Gelsenkirchener läßt sich die Wirkung des Terminhandelsverbots in der Kursentwicklung erkennen. So bleibt der Kurs bis zum Jahre 1899 auf der ungefähren Höhe, die er schon Mitte 1897 eingenommen hatte, wodurch es gelingt, Kurslinie und Wertlinie fast vollständig in Übereinstimmung zu bringen. Verglichen mit Bochumer Gußstahl hält sich aber der Kurs von Gelsenkirchener im Verhältnis zu der Wertlinie etwas höher, ein Zeichen dafür, daß Gelsenkirchener allgemein mit einer etwas niedrigeren Verzinsung gehandelt zu werden pflegen. Die im Zusammenhang mit den kriegerischen Verwicklungen stehenden Rückgänge in der zweiten Hälfte des Jahres 1898 wie in der des Jahres 1899 sind, verglichen mit früheren Kursschwankungen, für die nichtigere Gründe maßgebend waren, bei Gelsenkirchener als sehr mäßig zu bezeichnen. Endlich findet der 1900 eintretende Rückgang der Kurse seine Berechtigung in der abnehmenden Rentabilität der Aktien. Auch hierbei ist eine

verhältnismäßig gute Übereinstimmung der beiden Linien zu beobachten.

Die Kursbewegung des Großkassapapiers Laura zeigt ebenfalls die Vorauswirkungen des Terminhandelsverbots in deutlichster Weise. Vom Jahre 1897 an bis zum Jahre 1899 bleibt der Kurs ständig hinter der Kurve des inneren Wertes zurück. Ebenso ist die Aufwärtsbewegung als eine geradlinige, der Werteschwankung sehr genau angepaßte zu bezeichnen. Nur findet am Ende des Börsenaufschwungs eine leichte Ausschreitung statt, die ihre Erklärung in der überaus großen Anlehnung der Laura-Aktien an die Aktien des Bochumer Gußstahls findet. Wie denn auch die Abwärtsbewegung der Laura-Aktien genau mit der von Bochumer Gußstahl übereinstimmt.

Das Kassapapier Rheinstahl weist bei der Aufwärtsbewegung nicht die genaue Übereinstimmung mit dem inneren Wert auf, wie sie bei den bisherigen Papieren festzustellen war. Verhältnismäßig spät erst findet ein starkes Steigen des Kurses statt, nachdem die hohen Dividenden bereits bekannt waren. Dagegen sind die Kursschwankungen anlässlich der Beunruhigung im Jahre 1898 in demselben Maße auch hier zu finden. Der Kursrückgang im Jahre 1900 ist ebenfalls der Ausdruck des wechselnden inneren Wertes und bietet in seiner Anpassung an den letzteren kein ungewöhnliches Bild.

Das Kassapapier Oberschlesische Eisenindustrie zeigt einen Verlauf der Preisbildung, der der Veränderung des inneren Wertes in allen Punkten entspricht. Würde in der Tabelle die Dividende mit einem etwas höheren Zinssatz kapitalisiert eingezeichnet worden sein, so würden sich sogar beide Kurven fast vollständig decken.

Im ganzen unregelmäßiger ist die Kursbewegung des Kassapapiers Eschweiler Bergwerk verlaufen. Die Aufwärtsbewegung schloß sich zwar zunächst der gleichfalls stark steigenden Wertlinie an, entfernte sich aber infolge der allgemeinen Börsenverflauung in der zweiten Hälfte des Jahres 1898 von dieser Linie, um im Höhepunkt der Börsenentwicklung wieder ganz mit ihr zusammenzufallen. Dagegen nahm die Spannung zwischen den Linien während des im Jahre 1900 einsetzenden Rückganges unter mehrmaligen Schwankungen bisweilen eine bemerkenswerte Größe an.

Das Ergebnis dieser Tabellen, das die Preisbildung nach 1896 darstellt, läßt sich wie folgt zusammenfassen:

1. Die ehemaligen Termin- bzw. jetzigen Großkassapapiere haben den einstigen Spekulations (mehr)- wert eingebüßt, und ihre Preisbildung ist eine im Vergleich mit dem auf Grund der kapitalisierten Dividende gefundenen inneren Wert verhältnismäßig richtige gewesen. Verglichen mit der oben für die Zeit der Terminhandelsfreiheit, also vor 1896, nachgewiesenen Preisbildung ist die nach 1896 zweifellos also als eine vollkommenere zu bezeichnen. Dagegen kann die Preisbildung der reinen Kassapapiere zum Teil nicht mehr den Anspruch auf Genauigkeit erheben. Sowohl im Vergleich mit der gleichzeitigen Preisbildung der Großkassapapiere als auch im Vergleich mit der der Kassapapiere vor 1896 muß die jetzige Preisbildung mit Ausnahme der Oberschlesischen Eisenindustrie-Aktien, die nach wie vor als eine einwandfreie zu bezeichnen ist, zurückstehen. Vergl. auch S. 153.

2. Dagegen kommen die vor dem Jahre 1896 zutage getretenen Beziehungen der Kursentwicklung zur Preisgestaltung von Kohle und Eisen in gleicher Weise auch nach dem Jahre 1896 in der graphischen Tabelle zum Ausdruck. Um die betreffenden Zusammenhänge deutlicher in die Erscheinung treten zu lassen, sind vom Jahre 1897 an neben den — von den Kartellen stark beeinflußten — deutschen Eisen- und Kohlenpreisen auch noch die Preise für englisches Roheisen und für englische Kohle eingezeichnet worden, die ein genaueres Bild von der jeweiligen Marktlage geben. Aus Tab. I wird ersichtlich, daß zwar die Aufwärtsbewegung der Kurse ein volles Jahr früher (1897) (mit den steigenden Dividenden) als die Erhöhung der Eisenpreise (1898) einsetzt, daß aber vom Jahre 1898 an die weitere Kursbewegung mit der Entwicklung der Eisenpreise vollkommen übereinstimmt. So schließt sich sowohl die Steigerung des Kurses bis zum Jahre 1899 der Eisenpreise an, wie auch der vorübergehende Rückgang und die erneute Erhöhung der letzteren im Jahre 1899 ein genaues Gegenstück in der Kursentwicklung finden. Am offensichtlichsten treten die Beziehungen der Kursentwicklung zur Preisgestaltung von Eisen in dem kritischen Augenblick des Börsenumschwungs (von der Hause zur Depression) zutage. Die Tabelle zeigt, daß der Rückgang der Kurse und damit der allgemeine Börsenumschwung auf den Tag mit dem Aufhören der Preissteigerung, bzw. mit dem ersten Nachlassen des englischen Roheisenpreises zusammenfällt, und daß der Rückgang der Kurse zum Stillstand kommt, als auch die Herabsetzung der Eisenpreise unterbrochen wird. Bemerkenswert ist hierbei, daß der deutsche Roheisenpreis — trotz des inzwischen eingetretenen

Rückganges des englischen und des zur Tatsache gewordenen Niederganges der Börsenjunktur — noch länger als ein Jahr auf seinem Höchststande verharrt, um dann allerdings um so schneller ermäßigt zu werden.

Nicht ganz in derselben genauen Weise hat sich die Kursbewegung mit der Entwicklung des Kohlenpreises immer in Übereinstimmung befunden (Tab. II). Bei der Aufwärtsbewegung bis zum Jahre 1899 decken sich auch hier beide Linien vollkommen. Dagegen wurden die Aktien der Gelsenkirchener Bergwerksgesellschaft (wie alle Kohlenaktien) im Jahre 1899 von der allgemeinen, mit dem vorübergehenden Rückgang der Eisenpreise zusammenfallenden Börsenverflauung erfaßt, obwohl die Kohlenpreise unverändert blieben. Auch in der Folgezeit hinkt die Steigerung der Kohlenpreise der Kursheraufsetzung etwas nach, was auch darauf zurückzuführen ist, daß sich die Spekulation in erster Linie von der Steigerung der Eisenpreise beeinflussen ließ, die jener voraufging. Noch deutlicher zeigt sich dies bei Eintritt der Krise. Mit dem Rückgang der Eisenpreise, der Kurse der Hüttenaktien, überhaupt der ganzen Börsenentwicklung gehen auch gleichzeitig die Kurse der Kohlenaktien zurück, obwohl der Preis für Kohlen noch etwas steigt und erst einige Zeit später eine Herabsetzung erfährt. Bemerkenswert ist auch hier, daß der deutsche Kohlenpreis, der während der ganzen Aufschwungszeit nur wenig verändert worden war, erst nach Eintritt der Börsenverflauung erhöht wurde; freilich wurde er bald darauf wieder um etwas ermäßigt.

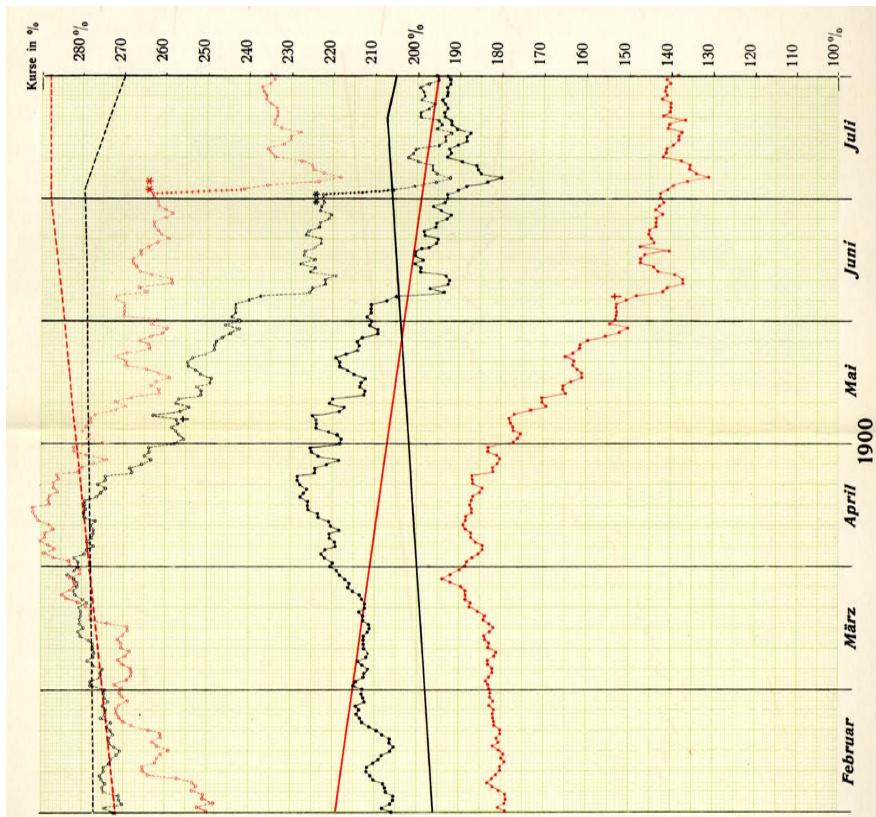
3. Wie vor 1896 gelangten auch nach 1896 die höchsten Dividenden zur Auszahlung, nachdem die Kurse bereits wieder stark ermäßigt worden waren.

b) Ehe wir jedoch zu einem abschließenden Urteil kommen, ist die Preisbildung in bezug auf ihre Gleichmäßigkeit und Stetigkeit sowie auf die tägliche Anpassung des Kurses an die Wertschwankung zu prüfen.

Tabelle V gibt die tägliche Kursbewegung für alle Papiere während der Zeit des Aufschwungs 1899/1900 und der Krise 1900 wieder<sup>1</sup>. Hierin kommt die bereits hervorgehobene Anpassung des Kurses der Großkassapapiere an ihren Wert auch in der vielfach mit Überspekulation bezeichneten Zeit der Hochkonjunktur deutlich zum Ausdruck. Insbesondere auch der übereinstimmende

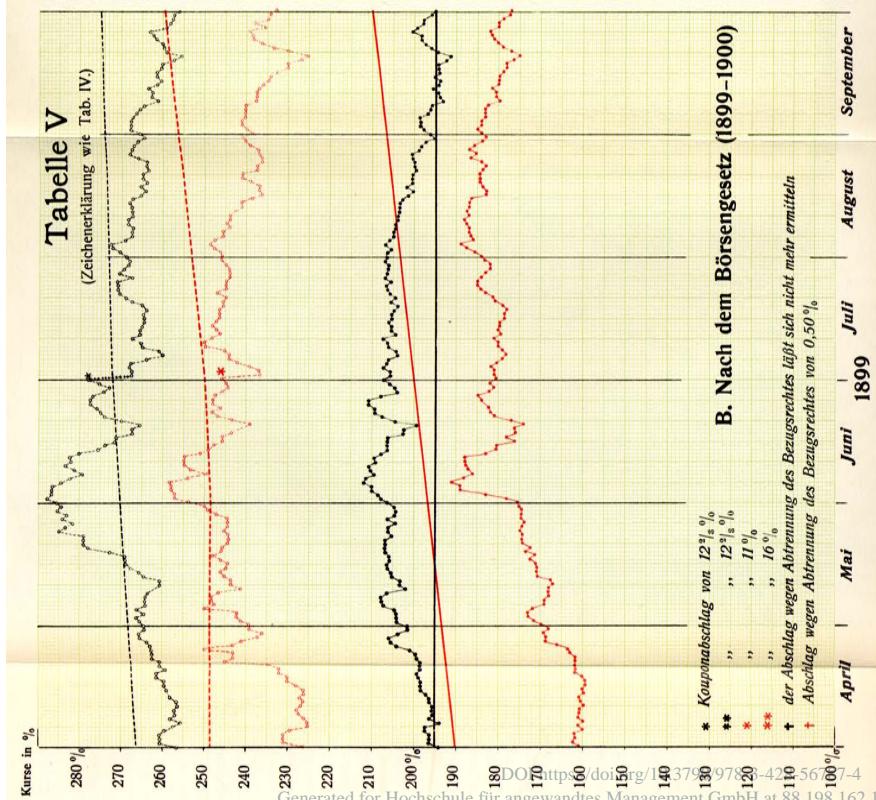
---

<sup>1</sup> Auch diese Tabelle ist der hohen Druckkosten wegen nur in Bruchstücken — den charakteristischen Perioden — wiedergegeben worden.



**Tabelle V**

(Zeichenerklärung wie Tab. IV)



**B. Nach dem Börsengesetz (1899–1900)**

	April	Mai	Juni	1899	Juli	August	September
* Kuponabschlag von 12½%							
** " " 12½%							
*** " " 11%							
" " 10%							
† der Abschlag wegen Abrennung des Bezugsrechtes läßt sich nicht mehr ermitteln							
‡ Abschlag wegen Abrennung des Bezugsrechtes von 0,50%							

Verlauf der Kurse von Laura und Bochumer, die als völlig gleichwerte Papiere gehandelt wurden. Die Darstellung zeigt ferner, daß die drei Großkassapapiere in den periodischen Schwankungen, Januar bis Mai 1899, Juni bis Oktober 1899 und Januar bis April 1900, die sie um ihren inneren Wert herum vollführen, nach Umfang und Art übereinstimmen. Jetzt ist auch das „leichte Wellengekräusel“ festzustellen, das man den Terminpapieren der früheren Zeit — damals wenigstens so allgemein, mit Unrecht — nachgesagt hat. In der Tat beträgt bei allen Großkassapapieren und für die volle Dauer der Hochkonjunktur die Kursveränderung von Tag zu Tag nur bis zu wenigen Prozenten. Auch bei dem vorübergehenden Rückgang im Juni 1899 läßt sich nichts anderes feststellen. Das ist sehr bemerkenswert, wenn man sich die enormen Kurssprünge vergegenwärtigt, die bei ähnlicher Situation im Jahre 1889 vorgekommen sind.

Aber selbst die in der Presse und Öffentlichkeit viel besprochenen „Kursverheerungen“, die infolge der Zurückdrängung der Spekulation in die Kassaform anlässlich des Konjunkturumschwunges eingetreten sein sollen, verdienen in das rechte Licht gerückt zu werden. Abgesehen davon, daß meistens der Kursrückgang an sich betrachtet wird, ohne Rücksicht auf die durch den Rückgang der Dividende verminderte Rentabilität der Aktien, kann von einem außergewöhnlichen Kurssturz bei den Großkassapapieren im Jahre 1900 gar nicht die Rede sein. Nicht nur, daß nicht eine plötzliche und geradlinige Entwertung, oder — was noch schlimmer ist — ein sprungweises Auf und Ab der Kurse eingetreten ist, sondern auch die Schwankungen von Tag zu Tag erreichen niemals eine Höhe, die besonders auffallend wäre. Nur am 7. Juni ist bei allen Großkassapapieren ein Rückgang von etwa 10 % zu verzeichnen. Ein gleicher Kursfall wird auch nicht ein einziges Mal während der Abwärtsbewegung wieder erreicht.

Vergleicht man diese Kursbewegung mit der von 1889/90, so fallen die Unterschiede sofort auf. Damals große Abweichungen vom inneren Wert, über den Wert getriebene Kurse, große Schwankungen von Tag zu Tag und jetzt bessere Anpassung an den inneren Wert und kleinere tägliche Schwankungen. Die Behauptung, daß der Terminhandel, wie er vor 1897 bestand, eine richtigere Preisbildung herbeigeführt habe, als diese nach 1897 möglich gewesen ist, muß daher auf Grund des Tatsachenmaterials als nicht zutreffend zurückgewiesen werden. Das Umgekehrte ist der Fall. In

den Aktien der großen Industrie- und Bergwerksgesellschaften, die vor 1897 als Termin- und nach 1899 als Großkassapapiere gehandelt wurden, ist die Preisbildung gegen früher eine vollkommenere geworden, an der vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus billigerweise nicht viel mehr auszusetzen ist.

In bezug auf die Kassapapiere zeigt die graphische Darstellung 1899/1900 (Tabelle V) dagegen, daß die Preisbildung eine nicht immer einwandfreie zu nennen ist. Wie wohl unverkennbar aus der Darstellung hervorgeht, vollziehen sich zwar die periodischen Schwankungen in Anlehnung an die der Großkassapapiere, in ihrem Ausmaß jedoch sind die der Kassapapiere vielfach größer. Auch die Schwankungen von Tag zu Tag sind beispielsweise bei Eschweiler dauernd nicht unerheblich, zeitweilig, besonders beim allgemeinen Rückgang, sogar recht beträchtlich gewesen. Allerdings ist der hohe Kurswert von 300 % zu berücksichtigen, der prozentual die Kursunterschiede verringert. Vereinzelt ist auch ein verhältnismäßig großer Kurssturz vorgekommen, so bei Rheinstahl. Dagegen weist die Kursbewegung der Oberschlesischen Eisenindustrie-Aktien eine nennenswerte Unregelmäßigkeit nicht auf. Immerhin ist festzustellen, daß doch die Preisbildung der Kassapapiere gegen die der Großkassapapiere eine weniger dem inneren Werte entsprechende ist und, verglichen mit der der Kassapapiere von 1890, zweifellos ungenauer geworden ist. Dagegen hält sie auch heute noch einen Vergleich mit der Preisbildung der Terminpapiere vor 1896 aus.

Da nun trotz des Börsengesetzes ständig ein beschränkter Terminhandel auch nach 1897 in den Aktien von Bochumer Gußstahl, Gelsenkirchener Bergwerk und Laurahütte stattgefunden hat, so geht hieraus hervor, daß der Terminhandel nur dann eine Milderung der Kursschwankungen herbeiführt, wenn sich nicht zügellos die große Menge des unerfahrenen Publikums beteiligt. Der Zustand, wie ihn die Börse unter Umgehung des Gesetzes geschaffen hat, hat die gröbsten Schäden des früheren Terminhandels beseitigt und ist frei von den Nachteilen des heutigen Kassahandels. Es ist deshalb, soweit die Preisbildung in Betracht kommt, empfehlenswert, diesen Zustand gesetzlich festzulegen, d. h. den Terminhandel in den Aktien der Industriegesellschaften freizugeben, aber den Teilnehmerkreis auf die berufsmäßigen und potenteren Spekulanten zu beschränken<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Inzwischen hat die Börsengesetznovelle vom Jahre 1908 diese Änderung gebracht. Danach wird das Börsenregister für Wertpapiere fallen

Die unbeschränkte Freigabe des Terminhandels, wie sie von vielen Seiten gefordert wird, ist dagegen abzulehnen.

Die Gründe für die in den beiden Gattungen von Papieren zutage getretene, verschieden zu bewertende Preisbildung sind nicht schwer zu finden. Die infolge des Terminhandelsverbotes ins Leben gerufenen Umgehungsformen wurden in erster Linie von der berufsmäßigen Spekulation benutzt. Auch die im Verkehr der Banken mit dem Publikum eingerichteten, als Ersatz für den Terminhandel dienenden Geschäftsformen kamen in der Regel nur potenteren Spekulanten zugute, die hinreichend Erfahrung, Geld und Kenntnis besaßen. Das große Publikum aber, das früher in die Schlingen der erfahrenen Börsenmänner ging, spekulierte in der Hauptsache im Kassageschäft. So standen sich bei der Preisbildung der Großkassa- resp. Terminpapiere im großen und ganzen vollwertige Spekulanten gegenüber, die sich gegenseitig nur kleine Zugeständnisse machten. Nicht zu vergessen bleibt aber auch, daß durch die Konzentrierung des Kassa- bzw. Wertpapiergeschäfts überhaupt bei den Großbanken der Zusammenhang zwischen Publikum und berufsmäßiger Spekulation, wie er früher bestanden hatte, gestört worden ist. Der Einblick in die Engagementsverhältnisse hat zum größten Teil aufgehört, und deshalb sind die mit dem Wertpapierdepot der Kundschaft in Verbindung stehenden Gegengeschäfte seltener geworden. Vor allem offenbarte sich die günstige Wirkung der starken Einengung des Terminhandels auch darin, daß der Markt nicht mehr wie früher mit „Unsummen spekulativer Engagements“ überladen war, die in kritischen Momenten plötzlich zusammenbrechen konnten. So blieb auch bei der diesmaligen Überschreitung des Höhepunktes der Börsenentwicklung die Panik der früheren Jahre aus, d. h. der Tag, an dem die Kurse der Spekulations-

---

gelassen und das Terminhandelsverbot für Industriewerte beseitigt. Dagegen wird der Kreis derjenigen Personen, die Termingeschäfte rechtsgültig abschließen können, durch das Gesetz genau bezeichnet. Es sind dies Kaufleute, soweit sie im Handelsregister eingetragen sind, eingetragene Genossenschaften und ferner derzeitige oder frühere Bankers und Börsenbesucher. Hiernach wären also nur noch die wirtschaftlich schwachen und unerfahrenen Personen vom Terminhandel ausgeschlossen. Durch die weitere Bestimmung jedoch, daß von seiten derjenigen, die nicht zu dem obigen Kreise gehören, eine für Termingeschäfte gestellte Sicherheit nicht zurückverlangt werden kann, sobald die Gegenpartei vollwertig im Sinne des Gesetzes ist, wird der Teilnehmerkreis ganz bedeutend über die obige Abgrenzung hinaus erweitert, und es fragt sich sehr, ob damit nicht wieder der frühere Zustand hergestellt ist.

papiere durch eine allgemeine Lösung des Engagements mit einem Schlag in die Tiefe stürzten.

Dem in dieser Periode von der Spekulation bevorzugten Kassageschäft fehlt die dem Terminhandel eigentümliche große marktbildende Kraft. Dafür ist allerdings bei den Kassapapieren die kursregulierende Tätigkeit interessierter Großspekulanten, Banken und Bankers zu größerer Bedeutung gelangt. Wenn das Zusammenwirken dieser Faktoren mit der Spekulation im Kassageschäft hinsichtlich der Preisbildung nicht die gleich guten Erfolge in volkswirtschaftlicher Beziehung aufzuweisen hat wie der von der Berufsspekulation gehandhabte Terminhandel, so kann man dies auch nicht ganz der Form des Kassageschäfts als solcher zur Last schreiben. Denn durch die gewohnheitsmäßige Ausnutzung der im Kassageschäft üblichen Lieferungsfrist hat sich auch in dieser Geschäftsform eine Baisse spekulation eingeschlichen, die aber gerade in kritischen Zeiten von größter Wirkung auf die Preisgestaltung sein muß.

b) *Jahre 1903—1907.* Der Verlauf der Preisbildung in den Jahren 1903—1907 bestätigt nicht nur die oben ausgeführten Ergebnisse der Preisbildung unter dem Börsengesetz, sondern zeigt auch, daß manche vorher nur in Ansätzen vorhanden gewesenen Erscheinungen in den letzten Jahren zur größeren Ausreife gelangt sind.

Zunächst tun die graphischen Darstellungen übereinstimmend dar, daß sich im allgemeinen die Preisbildung bei allen Papieren weiter vervollkommen hat, daß die Aufwärtsbewegung eine ziemlich einwandfreie und insbesondere der Rückgang der Kurse im Jahre 1907 ein so allmählicher und ruhiger gewesen ist, wie nie zuvor. In der dazwischen liegenden Zeit scheint allerdings die Bewegung der Kurse im Verhältnis zu dem inneren Wert der Aktien weniger regelmäßig verlaufen zu sein.

So wurde Mitte 1904 der gesamte Preisbildungsmechanismus aufs empfindlichste gestört durch die geheimnisvollen Käufe in Hibernia-Aktien, die sich später als ein Verstaatlichungsversuch durch den preußischen Staat herausstellten. Die gewaltige Steigerung des Kurses der Hibernia-Aktien übertrug sich auch auf die anderen Papiere des Bergwerks- und Industrieaktienmarktes, zumal an den verschiedensten Stellen ebenfalls Verstaatlichungsgerüchte aller Art auftauchten. Das der Verstaatlichung zu Grunde liegende günstige Angebot der preußischen Regierung, das für die Hibernia-Aktien bei einer Dividende von 11% einen Preis von 240% vorsah, hatte aber zur weiteren Folge, daß alle bis dahin in Übung gewesenen

Rentabilitätsberechnungen, insbesondere für Kohlenaktien, über den Haufen geworfen und daraufhin die Kurse der Papiere stark gesteigert wurden. Daher kommt es, daß sich seit dieser Zeit die Kurse auf den Tabellen über den darin noch nach dem alten Schema eingezeichneten inneren Wert bewegen. Auch im Jahre 1905, dem Höhepunkt der diesmaligen Börsenentwicklung, waren es außergewöhnliche Vorgänge, die die Spekulation in eine starke Haussestimmung versetzten. In diese Zeit fallen die mannigfachsten Fusionsbestrebungen in der Industrie, Zusammenschließungen von Hütten und Zechen und sonstige Verschmelzungen, deren Folgen für die dabei beteiligten Gesellschaften im Augenblick gar nicht abzusehen waren. Von dem hierdurch begünstigten Haussetaumel wurden am meisten die Aktien der Deutsch-Luxemburgischen Bergwerks-Gesellschaft erfaßt, die ganz beträchtliche Kursveränderungen durchmachten und zeitweise die gesamte Börsenentwicklung in ihren Bann zu schlagen vermochten.

Was aber die Preisbildung in den Industriepapieren während der Zeit von 1903 bis 1907 besonders auszeichnet und ihre Gegenüberstellung mit der der Jahre 1897—1902 rechtfertigt und zugleich lehrreich erscheinen läßt, das ist die Stabilität der von den Gesellschaften in den letzten Jahren gezahlten Dividenden, die auch den Wertschwankungen engere Grenzen gezogen hat. An Stelle der hohen Berge und tiefen Täler der Entwicklung sind kleinere Hügel getreten, und damit sind auch die großen absoluten Kursschwankungen der Aktien in Fortfall gekommen. In frappanter Weise wird dies durch die graphischen Darstellungen für die Kohlenpapiere dargetan, deren Dividenden sich kaum verändert haben.

### **III. Kritische Vergleichung der hauptsächlichsten bisherigen Äußerungen über die Preisbildung an der Wertpapierbörsen in der Literatur.**

Nachdem im Vorstehenden versucht worden ist, die Preisbildung an der Wertpapierbörsen, speziell auf dem Industriekapitalmarkt, vor und nach dem Börsengesetz von 1896 auf empirischer Grundlage zu erfassen, ist es nicht ohne Belang, auch die Ansichten in der Literatur hierüber zu verfolgen und mit den von uns gefundenen Ergebnissen zu vergleichen. Denn in dem Streit um die Reform der Börse, der seit jener Interpellation vom November 1891 im Reichstag bis auf den heutigen Tag fortduert, spielt die Frage der Preisbildung eine Hauptrolle.

Bevor die von der Regierung geplante Börsen enquete durchgeführt wurde, lagen zwei Gutachten vor, die sich über die Mißstände an der Börse aussprachen. Munck<sup>1</sup> sagt bezüglich der Preisbildung (S. 7), daß sich infolge der absolut feststehenden Menge der Wertpapiere die Kurse leicht beeinflussen lassen, zumal das Vermögen einzelner Spekulanten das Aktienkapital mancher Gesellschaften übersteige. Inbesondere räumt er dem Terminhandel, der keine objektive Schranke hinsichtlich des Kaufes und Verkaufes finde und nur eine subjektive in den Mitteln bzw. dem Kredit und dem Wagemut der Spekulanten kenne, einen willkürlichen Einfluß auf die Preisbildung ein. Mit diesen allgemeinen Bemerkungen begnügt sich Munck; er unterläßt es, sich darüber auszulassen, ob der Einfluß ein wirtschaftlich heilsamer oder unerwünschter ist, und ob er zu jeder Zeit vorhanden ist oder nur unter bestimmten Voraussetzungen. Trotzdem fordert er eine Beschränkung des Terminhandels auf die Fälle, in denen er Bedürfnis ist. Mehr Gewicht legt er auf die Feststellung der Börsenkurse. Er weist darauf hin<sup>2</sup>, daß die durch den Selbsteintritt der Kommissionäre erledigten Aufträge des Publikums nicht an die Börse gelangen und bei der Feststellung der Kurse nicht mitwirken. Häufig werde der Selbsteintritt<sup>3</sup> sogar zu absichtlichen Fälschungen des Kurses gemißbraucht. Die Börsenvorkommnisse des Jahres 1889, die Munck im Auge hat, tun das Richtige dieser Bemerkung vollkommen dar. Darin lag überhaupt die große Gefahr für das spekulierende Publikum, daß die seine Börsengeschäfte vermittelnden Bankers zum allergrößten Teil auch selbst die größten Spekulanten waren, die häufig genug in die Lage kamen, gegen ihre eigene Kundenschaft zu operieren.

Eingehender ist Struck<sup>4</sup> in seinem Gutachten. Er räumt den Spekulanten eine größere Fähigkeit zur Abschätzung des Wertes der Aktien ein als der großen Masse der Kapitalisten und leitet hieraus die Nützlichkeit der ersten ab. Sie würden dadurch zu Vermittlern zwischen den Kapitalisten und machen den Markt der Wertpapiere durch ihre fortwährende Kaufs- und Verkaufstätigkeit zu einem stets willfährigen Geber und Nehmer. Hieraus folge wieder eine größere Gleichmäßigkeit der Kursbewegung. Die Er-

<sup>1</sup> Munck, Mißbräuche an den Börsen. Gutachten. Berlin 1892.

<sup>2</sup> A. a. O. S. 30.

<sup>3</sup> A. a. O. S. 45.

<sup>4</sup> Verhandlungen des 17. deutschen Juristentages. Gutachten von Prof. Dr. E. Struck zu Aachen. Seite 251 der Gutachten, S. 173 der Verhandlungen.

eignisse, die auf die Rentabilität der Aktien einwirken, würden viel früher beachtet und richtig gewürdigt, dementsprechend müsse die Kursbewegung früher beginnen und sich weniger stoßweise vollziehen. Ein Nachteil liege darin, daß die Spekulation ein Interesse an dem Schwanken der Preise an sich habe und sich deshalb bei ihnen der Wunsch rege mache, die Preisbewegung in diesem Sinne zu beeinflussen. Allerdings bestände die Korrektur durch die Gegenpartei. Aber es sei irrig, daß Haussiers und Baissiers stets ausgleichend wirkten. Insbesondere könne die Beteiligung der sog. Mitläufer Übertreibungen hervorrufen. So sehr man den Struck'schen Ausführungen im Prinzip auch zustimmen muß, so vermißt man doch die Nutzanwendung auf die kurz vor der Erstattung des Gutachtens liegenden tatsächlichen Begebenheiten an der Börse (1890).

In den Verhandlungen der Börsenenuete-Kommission nimmt die Besprechung über die Preisbildung an der Wertpapierbörsen in Verbindung mit der Untersuchung über den Terminhandel einen weiten Raum ein. Trotz der darauf verwendeten Mühe und Zeit ist es jedoch zu einer vollständigen Klärung der Frage nicht gekommen. Mit Recht hat man dafür die unklare Fragestellung: sind mit dem Terminhandel große Schwankungen verbunden? verantwortlich gemacht. So waren die meisten der als Sachverständige vernommenen Praktiker der Ansicht, daß der Terminhandel die Preisschwankungen mildere, und daß im Kassahandel größere Schwankungen vorkämen. Die Minderzahl bezeichnete dagegen den Terminhandel als Tummelplatz der Spekulation, auf dem die Schwankungen der Kurse vergrößert würden. Nur wenige erklärten bestimmt, daß der Terminhandel in kritischen Zeiten die Panik verschärfe — im Gegensatz zu der von der Mehrheit vertretenen Ansicht, daß er nivellierend wirke.

Hierzu ist zunächst folgendes zu bemerken. Zu der Zeit als die Vernehmung der Sachverständigen zur Börsenenuete erfolgte, wies der Kurszettel der Berliner Börse 15 Terminpapiere und etwa 200 Kassapapiere auf. Auch schon damals wurden auf Termin nur die Aktien solcher Gesellschaften (Bank-, Transport- und Industrieunternehmungen) gehandelt, die über ein erhebliches Aktienkapital verfügten. Der Markt dieser Papiere war deshalb an sich schon ein relativ großer: eben der hauptsächlichste Grund, warum sich in ihnen überhaupt ein Terminhandel entwickelt hatte. Die per Kasse gehandelten Papiere setzten sich zumeist aus Aktien solcher Gesellschaften zusammen, denen gerade dieses Merkmal

fehlte; ihr Aktienkapital war verhältnismäßig klein, der Markt ihrer Aktien ein beschränkter und zudem der Beeinflussung durch die „Interessenten“ in weitgehendstem Maße ausgesetzt. Diese Verschiedenheiten in den Voraussetzungen, unter denen die beiden Geschäftsformen auf dem Aktienmarkt zur Anwendung gelangen, lassen aber eine Vergleichung der sich in ihnen vollziehenden Preisbildung in der Weise nicht zu, daß daraus der Vorzug der einen oder anderen Form abzuleiten wäre. Denn es geht doch nicht an, die aus berechtigten oder unberechtigten Gründen plötzlich erfolgte Kursveränderung von so und so viel Prozenten irgend eines Winkelpapierchens zu dem Schlusse zu benutzen, daß, da die 15 bestimmten Terminpapiere eine derartige Schwankung ihrer Kurse nicht gezeigt haben, deshalb der Terminhandel ganz allgemein die Preisschwankungen mildert. Wenn das wirklich der Fall wäre, so berührt es doch zum mindesten eigentlich, daß nicht sofort für alle Papiere der Terminhandel obligatorisch gemacht wird. Aus wohlweislichen Gründen hat aber die Börse selbst die Bestimmung getroffen, daß der Terminhandel in Aktien erst dann gestattet sein soll, wenn die betreffenden Gesellschaften über ein bestimmtes Mindestkapital verfügen, und wenn sich in den Aktien ein ständiger lebhafter Verkehr gezeigt hat. Hieraus folgt aber deutlich, daß man selbst in Börsenkreisen die Preisbildung der diese Merkmale nicht aufweisenden Papiere im Kassageschäft für besser hält. (Gefahr des Schwänzens bei kleinem Kapital!) Die Frage, die die Börsen-enquête zu beantworten suchen mußte, konnte daher nur so lauten: würde der Kurs eines und desselben Papieres unter denselben Voraussetzungen im Terminhandel oder im Kassahandel mehr schwanken?

Ferner hat man mit Recht der B. E. K. vorgeworfen, daß sie nicht zwischen Wert- und Preisschwankungen unterschieden habe, was auch die Fragestellung leicht bestätigt. Es unterliegt keinem Zweifel, daß sich der Preis der Aktien, der Kurs, dem jeweiligen inneren Wert der Aktien anzupassen hat. Denn der Käufer will keinesfalls mehr zahlen, als die Aktie inneren Wert hat und ebenso der Verkäufer keinesfalls weniger erhalten, als der Wert beträgt. Nun ist der innere Wert der Aktien ein durchaus nicht zu allen Zeiten feststehender; sowohl die Vermögensveränderungen wie auch die wechselnden Gewinnerträge der einzelnen Gesellschaften machen ihn zu einem mehr oder weniger schwankenden. Ändert sich aber der innere Wert der Aktie, so hat auch der Preis das Bestreben, sich dieser Veränderung anzupassen. Infolgedessen gibt es berechtigte und unberechtigte

Kursschwankungen; letztere, wenn ihnen keine entsprechenden Wertschwankungen zu grunde liegen. Deshalb ist es auch falsch, lediglich die absolute Größe einer Kursschwankung als Maßstab zur Beurteilung der in dem betreffenden Papier zur Anwendung kommenden Geschäftsform zu benutzen.

Es ist aber selbst für den Praktiker in hohem Maße schwierig, wenn er nicht gerade fortlaufend die Kursschwankungen aufzeichnet, mit Bestimmtheit anzugeben, ob längere Zeit hindurch die Kurse der Terminpapiere besser mit dem inneren Wert der Aktien übereinstimmten oder die der Kassapapiere, ob bei diesen oder jenen die Kursschwankungen größer oder geringer waren, und endlich ob überhaupt den Kursschwankungen berechtigte Wertschwankungen zu grunde lagen oder nicht. Hierzu bedurfte es eingehenderer Darstellungen der Kursbewegung von Papieren verschiedener Art und gleichzeitiger Untersuchungen über ihren inneren Wert, wobei die Verhältnisse der einzelnen Gesellschaften genau zu prüfen waren. Es lag zwar der Börsenenuete-Kommission eine graphische Darstellung mit Kursen verschiedener Termin- und Kassapapiere vor, die jedoch, wie bereits Bachmann<sup>1</sup> in ausführlicher Weise auseinandergesetzt hat, eine so große Zahl von Fehlerquellen in sich trug, daß sie in keiner Weise als Beweismaterial gelten konnte.

Die Stellung der Börsenenuete-Kommission zur Preisbildung wird in dem Bericht<sup>2</sup> an den Reichskanzler wie folgt dargetan:

a) Zunächst sichere der Terminhandel ganz allgemein eine gleichmäßige Preisbewegung der Wertpapiere und bewahre vor großen Preisschwankungen.

b) Es komme bei Wertpapieren, die nicht auf Termin gehandelt würden, sehr häufig vor, daß ein plötzlich hervorgetretenes großes Angebot den Preis um 20 bis 30 % und mehr herabdrücke. Derartige Preisfluktuationen seien bei den auf Termin gehandelten Wertpapieren ausgeschlossen.

c) Der Terminhandel bewirke eine richtigere Bewertung der Wertpapiere als der Kassahandel. Der Kreis der Interessenten sei viel größer, und darin liege eine Gewähr, daß der Kursstand dem wahren Werte mehr entspreche.

d) Eine Minderheit mache dagegen geltend, daß die Zahl der Termspekulanter, die ohne nähere Kenntnis von der Lage des betreffenden Unternehmens sind, unendlich größer sei als die Zahl

---

<sup>1</sup> A. a. O. a. S. 43.

<sup>2</sup> S. 75 ff.

derjenigen, die ein sachgemäßes Urteil über diese Verhältnisse hätten. Als eine notwendige Folge ergäbe sich demgemäß hieraus, daß der Einfluß der großen Masse der ohne Sach- und Fachkenntnis spekulierenden Personen auf die Preisentwicklung unter Umständen größer sein könne, als der der verhältnismäßig geringen Zahl Sachverständiger. Es würde also nicht eine zuverlässige und richtige Preisentwicklung durch den Terminhandel herbeigeführt.

Nach den von uns ermittelten Ergebnissen treffen die Bemerkungen unter a bis c für den Industrieaktienmarkt der Jahre 1888 bis 1896 nicht zu:

a) Während der Krise hat der Terminhandel die Preisbildung nicht vor großen Schwankungen bewahrt. In der übrigen Zeit läßt sich ein Unterschied in der Kursbewegung zwischen vergleichbaren Kassa- und Terminpapieren nicht feststellen.

b) Es soll nicht bestritten werden, daß bei diesem oder jenem von den damals existierenden 200 Kassapapieren ein Kurssturz von 20 und 30 Prozent vorgekommen ist, ob aber sehr häufig, das ist eine offene Frage. Dagegen steht unumstößlich fest, daß ein solcher Kurssturz in den den Terminpapieren ihrer Bedeutung nach am nächsten kommenden Kassapapieren während eines sechsjährigen Zeitraums nicht ein einziges Mal eingetreten ist. Dagegen läßt sich eine Kursschwankung in ungefähr jener Höhe mehrfach für die Terminpapiere nachweisen.

c) Auch die durch den Terminhandel angeblich garantierte Richtigkeit der Bewertung der Aktien wird nicht durch die tatsächlichen Verhältnisse bestätigt. Deshalb trifft das unter d) Gesagte und von der Minderheit Behauptete für den Verlauf der Preisbildung auf dem Industrieaktienmarkt während der Jahre 1888—1895 allein zu.

Gust. Cohn<sup>1</sup>, selbst ein Sachverständiger in der Börsen-enquête, stellt ebenfalls die allgemeine Behauptung auf, daß durch die große Zahl der Teilnehmer im Termingeschäft der Markt der Papiere erweitert, und die Größe der Schwankungen durch die Häufigkeit der Schwankungen ersetzt wird. Zum Beweise dafür bezieht er sich auf die dem Bericht der Börsen-enquête beigegebene graphische Darstellung, auf der die „schroffen Kursschwankungen der Kassapapiere von den leichten der Terminpapiere bedeutend abstechen.“ Da aber in der Tabelle ganz unvergleichbare Papiere gegenübergestellt werden, (Brauerei-, Kohlen- und Maschinenaktien

---

<sup>1</sup> Gust. Cohn, Beiträge zur deutschen Börsenreform. Leipzig 1895, S. 72.

mit ganz verschiedenen Aktienkapitalien und noch größerem Unterschiede in den gezahlten Dividenden) so haben auch die Schlußfolgerungen daraus absolut keinen Wert. Übrigens erklärt Cohn an anderer Stelle, daß für „sorgfältige Untersuchungen in dieser Beziehung noch viel Raum sei“.

Gschwindt<sup>1</sup>, der zuerst das reichhaltige Material der Börsenquete literarisch verarbeitet hat, betont dagegen, daß die Frage nach dem Einfluß des Terminhandels auf die Preisgestaltung<sup>2</sup> auch heute noch umstritten sei. Die deduktive Behauptung von der ausgleichenden Wirkung des Terminhandels sei auch trotz der graphischen Darstellung nicht erfahrungsmäßig vollkommen erwiesen. Allerdings hätten die Untersuchungen auch keine Argumente für das Gegenteil zu Tage gefördert. Bei der Besprechung der mehrfach erwähnten graphischen Tabelle der Börsenquete verfällt Gschwindt leider in denselben Fehler wie auch die Börsenquête-Kommission vor ihm, indem er nämlich die Kursschwankung der Patzenhofer Brauereiaktien von 240 % an einem Tage für ungeheuer groß erklärt, ohne dabei zu berücksichtigen, daß dieser Rückgang lediglich einen rechnungsmäßigen Abschlag für das anderweitig verwertete Bezugsrecht darstellt<sup>3</sup>. Mit Recht kritisiert er dagegen die ungenaue Fragestellung: sind mit dem Terminhandel große Schwankungen verbunden? Es sei etwas ganz verschiedenes, zu fragen, wie ist die Kursbildung eines Papiers, wenn es von der Spekulation im Terminhandel oder Kassahandel ge- und verkauft wird, oder wenn die Frage laute: sind die Schwankungen der Terminpapiere oder die der Kassapapiere größer? Wie oben schon betont, konnte nur die erste Frage zum Ziele führen; denn der hauptsächlichste Unterschied zwischen einem Termin- und einem Kassapapier ist die Größe des Marktes, diese aber ist in erster Linie für die Preisschwankungen entscheidend. Naturgemäß ist es unmöglich, dafür den exakten Beweis auf empirischer Grundlage zu erbringen. Entweder das Papier hat einen großen Markt, dann ist es eben im Terminhandel, oder sein Markt ist beschränkt, dann wird es eben per Kassa gehandelt; Terminpapiere und Kassapapiere mit annähernd gleich großem Markte gibt es nicht. Am nächsten kommt man deshalb dem Ideal, wenn man neben dem Terminpapier zwar ein anderes Kassapapier betrachtet, das aber derselben

<sup>1</sup> L. Gschwindt, Die Effektenbörse nach den Erhebungen der Börsenquêtekommission. Stuttgart 1897.

<sup>2</sup> A. a. O., S. 34.

<sup>3</sup> Vergl. auch H. Bachmann, S. 46.

Branche angehört, über ein gleich hohes Aktienkapital verfügt, und in dem ein lebhafter Handel stattfindet. Auch hierbei bleibt immer noch die Fehlerquelle bestehen, daß die Größe des Marktes beider Papiere nicht völlig übereinzustimmen braucht. Nimmermehr können dagegen den Terminpapieren solche Kassapapiere gegenübergestellt werden, die nur einen beschränkten Markt aufweisen.

Gschwindts Vorschlag, die Preisbildung eines Papiers vor und nach seiner Zulassung zum Terminhandel zu vergleichen, leidet an derselben Fehlerquelle, obwohl nicht zu leugnen ist, daß die Ergebnisse recht interessant sein würden. Heute könnte man den Vorschlag Gschwindts dahin ergänzen, den Vergleich auf ein Papier zu erstrecken, das vor 1896 im Terminhandel und nach 1896 nur noch im Kassahandel war. Hierbei kommt jedoch als neue Fehlerquelle die verschiedene Wertveränderung der Aktien in Betracht.

Auch in bezug auf die Frage nach der Richtigkeit der Preisbildung tritt Gschwindt nicht der Auffassung der Börsen-Enquete-Kommission bei. Er hält nicht viel von der geistigen Tätigkeit der Spekulation, dem genauen Verfolgen der wirtschaftlichen Verhältnisse der einzelnen Gesellschaften. Nach ihm geben die Banken und Großkapitalisten die Richtung an, in welcher die Kursentwicklung im großen und ganzen verlaufen wird, während sich das Gros der Spekulation urteilslos der Bewegung anschließt. Das deckt sich mit den von uns vertretenen Anschauungen, und wir können die damit verknüpfte Frage, ob der Terminhandel die durch die Mitläufer hervorgerufenen Übertreibungen rechtzeitig verhindert hat, dahin beantworten, daß dies auf dem Industrieaktienmarkt in den Jahren 1888—1892 nicht der Fall gewesen ist.

Bachmann<sup>1</sup> blieb es vorbehalten, das der Börsen-Enquete-Kommission zur Frage der Preisbildung fehlende Tatsachenmaterial — wenigstens zu einem Teil -- erstmalig zu liefern. Auf Grund umfangreicher, graphischer Darstellungen von Kursschwankungen verschiedener Papiere kommt er zu dem Ergebnis, daß sowohl die Auffassung der Börsen-Enquete-Kommission bezüglich der Gleichmäßigkeit der Kursschwankungen, als auch die der Richtigkeit der Preisbildung durch den Terminhandel unhaltbar sei. Er weist im Gegenteil nach, daß der Terminhandel in den Jahren 1892—1896 nicht vor großen Schwankungen bewahrt, sondern diese durch Hinzutritt des Spiels in außerordentlichem Maße erhöht hat<sup>2</sup>, und daß

<sup>1</sup> H. Bachmann. Die Effektenpekulation mit besonderer Berücksichtigung der Ergebnisse der Deutschen Börsenenuete. Zürich 1898.

<sup>2</sup> A. a. O., S. 48.

der Terminhandel auch zu falscher Bewertung der Papiere führt<sup>1</sup>. Für die letzte Behauptung fehlt jedoch der Tatsachenbeweis. Auch die graphischen Darstellungen zwingen zu einer näheren Betrachtung, zumal die Methode der Darstellung von der von uns gewählten abweicht.

Mit Spiethoff<sup>2</sup> ist anzuerkennen, daß es grundsätzlich richtig ist, die Preisschwankungen prozentual vom Kurswert anstatt vom Nennwert des Wertpapiers zu berechnen, um deren Größe zu messen<sup>3</sup>. Folgerichtig müsste diese Berechnung dann auch, wenn die Schwankungen für eine längere Zeit dargestellt werden sollen, von dem jedesmaligen, also täglichen Kurse während dieser Zeit erfolgen, wohingegen Bachmann, sicherlich nur aus Bequemlichkeitsgründen, den für ganze Zeitabschnitte errechneten ungefähren Durchschnittskurs der Berechnung zugrunde legt. An anderer Stelle<sup>4</sup> weist er auch selbst darauf hin, daß solche Tabellen nicht genau sein können, wenn der Durchschnittskurs von Jahr zu Jahr stark schwankt. Aber abgesehen von diesem Fehler der Bachmann'schen Tabellen ist auch die Methode selbst nicht geeignet, die Preisbildung in richtiger Weise zu zeigen. Sie läßt nämlich nicht erkennen, was Wert- und was Preisschwankungen sind. Wenn z. B. ein Papier, daß 12% Dividende bringt, im nächsten Jahr nur 6% tragen wird, so wird der Kurs des Papiers zurückgehen, sobald sich die ersten Anzeichen von dem zu erwartenden Mindererträgnis einstellen. Ein derartiger Rückgang der Dividende bedeutet eine erhebliche Verminderung der Rentabilität der Aktien und dementsprechend auch eine empfindliche Werteinbuße. Der Kurs der Aktien, der bei 12% Dividende bis 200% und mehr betrug, wird bei einer Dividende von 6% nur 130% und weniger stehen. Dieser Kursrückgang erscheint aber in der graphischen Darstellung im Vergleich zur Kursentwicklung anderer Aktien, deren Wert derselbe geblieben ist, als eine unverhältnismäßig große Preisschwankung, obwohl in Wirklichkeit vielleicht die der letzteren größer ist. Aus einer solchen Darstellung läßt sich also niemals ersehen, ob die Kursschwankungen dem inneren Werte<sup>5</sup> entsprechend waren, oder ob sie unabhängig von diesem durch äußere Umstände,

<sup>1</sup> A. a. O., S. 55.

<sup>2</sup> A. Spiethoff, Schmollers Jahrbuch, Jahrg. 1900, 2. Heft. S. 351.

<sup>3</sup> H. Bachmann a. a. O., S. 9.

<sup>4</sup> A. a. O., S. 43.

<sup>5</sup> Diese Methode eignet sich daher nur zur Darstellung solcher Papiere, deren eigentlicher Wert ein für allemal feststeht, wie beispielsweise bei erstklassigen festverzinslichen Werten.

sei es Mache der Spekulation oder zufälliges Mißverhältnis von Angebot und Nachfrage, hervorgerufen worden sind.

Allerdings wird dieser Mangel bei den von Bachmann gelieferten Tabellen nicht so sehr fühlbar, weil die Gewinnergebnisse der zum Vergleich herangezogenen Gesellschaften ziemlich stabil sind oder doch zum mindesten in ihren Veränderungen ungefähr übereinstimmen. Nur die Rentabilität der Diskonto-Kommandit-Anteile weist eine größere Schwankung auf, was bei der Beurteilung der Tabellen in Rechnung zu ziehen ist. Dagegen hat ferner Spiethoff recht, wenn er die einzelnen als Vergleichsobjekte benutzten Papiere, die im Gegensatz zu der graphischen Tabelle der Börsen-Enquête wenigstens derselben Gattung angehören, bemängelt. In der Tat weisen die als Terminpapiere und als Kassapapiere dargestellten Werte auch ohne das Merkmal des Terminhandels so erhebliche Marktverschiedenheiten auf, daß man sie nicht ohne weiteres miteinander vergleichen kann. Von den Bankpapieren waren Österreichische Kredit und Diskontokommandit, weniger vielleicht Deutsche Bank Aktien, die Hauptspekulationspapiere der damaligen Zeit überhaupt, in denen alle Ereignisse des wirtschaftlichen, finanziellen und politischen Lebens eskomptiert zu werden pflegten. Auch abgesehen von dieser Eigenschaft bleiben sie immer noch die Aktien der ersten Banken, deren große Aktienkapitalien einen ausgedehnten Markt verbürgten. Dagegen bestehen die Kassapapiere aus Aktien lokaler Banken, die verhältnismäßig nur wenig bekannt waren. Die Aktien befanden sich größtenteils in festen Händen, und ihr Kurs war durchaus nicht immer das reine Ergebnis des Kassageschäfts, sondern vielfach der Beeinflussung interessierter Kreise unterworfen. Ähnlich verhält es sich mit der zweiten zum Vergleich herangezogenen Gattung von Papieren, den Eisenbahnpapieren.

Trotz der nicht einwandfreien Beweisführung halten wir dennoch die Schlußfolgerungen Bachmanns für richtig: auf einem anderen Wege würde man zu gleichem Ergebnis kommen. Sie sind jedoch dahin einzuschränken, daß die Preisbildung im Terminhandel nicht so gut war wie im Kassahandel, a) nur in diesen beiden Gattungen von Papieren, Banken und Eisenbahnen, und b) auch nur in der von Bachmann untersuchten Zeit bis 1896, und zwar unter einer ganz bestimmten Verfassung der Börse. Die Verallgemeinerung dieser speziellen Ergebnisse für den ganzen Wertpapiermarkt und für alle Zeiten geht zu weit.

Es lag nahe, daß die durch das Gesetz vom 22. Juni 1896 an

der Börse hervorgerufenen Veränderungen zur Vergleichung der Preisbildung vor und nach dem Börsengesetz anregen würden, zumal das Verbot des Terminhandels in Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen allgemein überrascht hat und auch im Widerspruch mit den Beschlüssen der Börsen-Enquete-Kommission und dem Regierungsentwurf stand. Während jedoch zur Zeit des Börsenaufschwungs von 1896 bis 1899 das Verbot des Terminhandels nicht sonderlich fühlbar wurde (auch deshalb, weil in den Umgehungsformen ein beschränkter Terminhandel fortdauerte), setzen mit dem Zeitpunkt des Rückschlages heftige Klagen über die Verschlechterung der Preisbildung ein, angeblich, weil der nivellierende Terminhandel gefehlt habe.

Es kann nicht unsere Aufgabe sein, die zahllosen Auslassungen in der Presse über die Wirkung des Terminhandelsverbots auf die Preisbildung zu verfolgen, zumal das Urteil vielfach durch parteipolitische Rücksichten getrübt ist, und es auch überall an Beweisen tatsächlicher Art fehlt. Ganz allgemein heißt es in der der Börse nahestehenden Presse, daß zunächst das Fehlen des Terminhandels an dem scharfen Rückgang der Kurse im Jahre 1900/01 schuld gewesen sei, und daß ferner die Kursschwankungen im Kassageschäft größer geworden seien. Diese Behauptungen sind zu oberflächlich, als daß sie einer wissenschaftlichen Kritik wert wären. Mit Rücksicht jedoch auf die weite Verbreitung jener Ansichten soll hier nur kurz erwähnt werden, daß erstens wieder Kurs- und Wertschwankung nicht auseinandergehalten werden: ist der Kursrückgang die Folge des nicht unbeschränkt gehandhabten Terminhandels oder des verringerten Wertes der Aktien? Ebenso bleibt es nur eine Behauptung, wenn gesagt wird, die Kursrückgänge wären bei Bestehen eines Terminhandels geringer gewesen. Zieht man die Erfahrungen der früheren Zeit zu Rate, so ist keine Behauptung gewagter als die, daß die Baissespekulation in kritischen Zeiten große Kurssprünge verhindere. Ferner: ist die lebhafte Bewegung der Kassakurse wirklich eine Folge des Aufhörens des Terminhandels in sieben Papieren, oder auch die Folge der starken Vermehrung der Kassapapiere, oder endlich der durch das Anwachsen der Bevölkerung und die Verbreiterung der Kapitalistenklasse gegebenen Vermehrung der Spekulation überhaupt? Sind es schließlich die kleinen oder die großen Kassapapiere, die heute mehr im Preise schwanken als früher, oder wirkt die Interventionsfähigkeit beteiligter Kreise oder das Kassafixen der Tagesspekulation mildernd oder verschärfend ein?

Um nur ein Beispiel herauszugreifen, wie wenig diese verschiedenen Ursachen bei der Beurteilung der Preisbildung berücksichtigt werden, sei auf die Frankfurter Zeitung, wohl eine der bestunterrichteten und bestgeleiteten deutschen Handelszeitungen, verwiesen. Diese schreibt in ihrem „Rückblick auf das Börsenjahr 1900“ vom 28. Dezember 1900 folgendes:

„Der überaus scharfe Rückschlag, der im abgelaufenen Jahre eingetreten ist, wäre, das wird von allen Sachverständigen anerkannt, kein so heftiger geworden ohne die verfehlte Gesetzgebung der letzten Jahre ... Das Terminverbot sollte die Anteile von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen gegen spekulative Kursbewegungen schützen. Aber gerade das Gegenteil wurde erreicht. Man darf als zweifellos ansehen, daß ohne die Schranken, die das Gesetz dem Börsenverkehr aufgezwungen hat, weder die frühere Überhastung nach oben, noch nachher die Reaktion nach unten so intensiv geworden wäre. ... durch Ausschaltung der Kontremine den Kurstreibereien weit mehr Spielraum gelassen, als früher ... Und als dann die Reaktion eintrat, da fehlte, wie vorher bei der Aufwärtsbewegung als retardierendes Moment die Kontremine, so jetzt der Deckungsbedarf der Blankoverkäufer und die sonst als Puffer wirkende, nunmehr aber lahmgelegte Tagesspekulation. Hat somit das Terminverbot die Kurssprünge der Effekten nach oben und unten verstärkt, also die Bewegungen wilder gemacht, so schädigte sie nicht nur die Kapitalisten, sondern sogar die Industrie selbst ...“

Selbst angenommen, es wären mit diesen Bemerkungen nicht die gesamten Wertpapiere gemeint, für die die zahlreichen, oben hervorgehobenen Ursachen in Berücksichtigung zu ziehen sind, sondern nur die zehn Papiere, in denen jetzt der Terminhandel, formell wenigstens, aufgehört hat, so springt der Widerspruch mit den graphischen Darstellungen sofort in die Augen. Die Preisbildung der hier eingezeichneten Termin- bzw. Großkassapapiere ist nach 1896 eine bessere gewesen.

Abweichend von dieser in der gesamten Finanzpresse vertretenen Ansicht steht, soweit wir sehen, nur der „Deutsche Ökonominist“ auf unserem Standpunkt. Unter Berufung auf die geänderten tatsächlichen Verhältnisse wird er nicht müde, immer wieder zu betonen<sup>1</sup>, daß unter dem Börsengesetze das gesamte Börsen-

---

<sup>1</sup> Zum Beispiel am 6. Nov. 1897, 10. Febr. und 19. Sept. 1900.

geschäft solider, die Preisbildung richtiger geworden ist und die früheren Übertreibungen fortgefallen sind.

Bemerkenswert ist auch eine Äußerung des Vereins für die bergbaulichen Interessen im Oberbergamtsbezirk Dortmund. Im Jahre 1900 forderte bereits die Handelskammer zu Frankfurt a. M. die Aufhebung des Terminhandelsverbots für die Industriepapiere, wobei sie auch darauf hinwies, daß der Rückschlag an der Börse infolge der jetzt nicht mehr möglichen Rückdeckung stets heftig sein muß. Demgegenüber bemerkte aber der Jahresbericht<sup>1</sup> des obigen Vereins, daß auch im Jahre 1890/91 der Rückschlag ein sehr heftiger gewesen sei, obwohl ein Terminhandel bestanden hat. Deshalb sei es ganz falsch, wenn die Börsenkreise den Kurssturz 1900 auf das Fehlen des Terminhandels zurückzuführen versuchten.

Größere Beachtung beansprucht dagegen die vom Zentralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes herausgegebene Denkschrift über die Wirkungen des Börsengesetzes, weil darin versucht wird, den zifermäßigen Beweis für die Richtigkeit der in Börsenkreisen umlaufenden Behauptungen zu erbringen. Zunächst kehrt auch hier der allgemeine Satz<sup>2</sup> wieder, daß das Terminhandelsverbot „eine so sprunghafte Bewegung der Kurse zur Folge gehabt habe, wie sie früher bei der ausgleichenden Wirkung des Börsenterminhandels nicht möglich gewesen wäre.“ Der Erörterung zugänglicher ist schon der zweite Satz<sup>3</sup>, daß „in Ermanglung von Hemmungen in der Zeit des wirtschaftlichen Aufschwunges übertriebene Kurssteigerungen und in der Zeit des Niederganges der Konjunktur übermäßige Kursrückgänge unter unausgesetzten heftigen Kursschwankungen stattgefunden haben.“ Hierzu ist zunächst zu bemerken, daß sich über die angeblichen Übertreibungen schwer debattieren läßt, weil die Denkschrift keine Angaben darüber macht, was sie als eine „normale“ Kursbewegung ansieht. Nimmt man die Praxis der Börse als Maßstab, die den Wert der Aktie in der Hauptsache von der Rentabilität ableitet, so kann man durchaus nicht, insbesondere nicht für die in der Denkschrift mit Vorliebe herangezogenen Großkassapapiere der Montangesellschaften, von „übertriebenen“ Kursbewegungen sprechen. Hätte die Denkschrift den Kurs und den inneren Wert dieser Papiere vor 1896 einem Vergleich unterzogen, so hätte sie gefunden, daß — wenn sie die

---

<sup>1</sup> Jahrgang 1900.

<sup>2</sup> Denkschrift des Zentralverbandes, S. 26.

<sup>3</sup> Denkschrift, S. 27.

Abweichungen und Übertreibungen nach 1896 für groß hält — diese damals zur Zeit des Terminhandels ungleich größer gewesen sind. Der erste Teil des zweiten Satzes bleibt deshalb nur eine Behauptung, für die keine Begründung, geschweige denn ein zahlenmäßiger Beweis erbracht worden ist. Die von uns aufgestellten graphischen Darstellungen liefern ein anderes Ergebnis.

Bei den Kursschwankungen, „die das Terminhandelsverbot nicht verhindert, sondern begünstigt hat“<sup>1</sup>, setzt die ziffernmäßige Beweisführung der Denkschrift ein. Auf einer Tabelle VIII<sup>2</sup> sind die Unterschiede zwischen den Höchst- und Niedrigstkursen der ehemaligen Termin- bzw. der jetzigen Großkassapapiere vom Jahre 1893 bis 1902 zusammengestellt. Aus der Größe dieser Unterschiede soll die obige Wirkung des Terminhandelsverbots auf die Preisschwankungen „aufs deutlichste“ hervorgehen. Es wurde schon häufig betont, daß einfache Zusammenstellungen über die Höhe der absoluten Kursschwankungen gar keinen Wert haben, weil sie nicht erkennen lassen, inwieweit berechtigte Wertschwankungen und unberechtigte Preisschwankungen vorliegen. Die Jahre 1893 und 1894 sind Jahre der Stockung, die der Industrie nur wenig Beschäftigung boten. Infolgedessen waren die Gewinnerträge der meisten Gesellschaften sehr gering, und es fehlte lange an Anzeichen, die auf eine Steigerung derselben hindeuteten. Deshalb konnten auch gar keine großen Kursschwankungen eintreten, der Wert der Aktien veränderte sich eben nicht. Daß im Jahre 1896 keine stärkere Bewegung in den Terminpapieren eingetreten ist, ist schon mit dem Hinweis auf die Vorwirkungen der neuen Gesetzesbestimmungen gewürdigt worden. Als sich nun nach 1897 die lebhafte Beschäftigung der Industrie durchsetzte, und gleichfalls die finanziellen Erträge der meisten Gesellschaften ansehnlich stiegen, hob sich auch die Rentabilität der Aktien und damit ihr innerer Wert. Die natürliche Folge dieser Veränderung des Wertes war eine entsprechende Erhöhung der Kurse, ein Vorgang, der bis zum Jahre 1900, dem Höhepunkt der industriellen Entwicklung andauerte und andauern mußte. Wie schon wiederholt betont werden mußte, ist nichts unrichtiger, als aus dem Vergleich der absoluten Kursschwankungen ganz ungleicher Jahre Schlüsse auf den Einfluß der Geschäftsformen, Termin- oder Kassahandel, auf die Preisbildung zu ziehen.

---

<sup>1</sup> Denkschrift des Zentralverbandes, S. 27.

<sup>2</sup> Denkschrift, S. 60.

Wenn wir trotzdem noch einen Augenblick bei der Tabelle verweilen müssen, so liegt das daran, daß die Denkschrift ihre gesamten Zusammenstellungen mit dem Jahre 1893 beginnt, — einem Jahre ausgesprochener Geschäftsstille an der Börse —, obwohl die Aufschwungsjahre 1888—1890 als Gegenstück zu den in den Zusammenstellungen enthaltenen Aufschwungsjahren 1896—1900, wenn auch nicht genau, so doch im Prinzip sehr gut paßten. Hätte die Denkschrift diese Jahre berücksichtigt, dann würde sie gefunden haben, daß selbst ihre Behauptungen — größere absolute Kursschwankungen nach 1896 — nicht zu beweisen gewesen wären. Merkwürdig ist nur bei dieser ganzen Sache, daß das „Bankarchiv“, eine vom Zentralverband herausgegebene Zeitschrift, an einer früheren Stelle<sup>1</sup> diesen Vergleich der Jahre 1889/90 mit 1900/01 selbst schon gebracht hat, und zwar mit folgendem Kommentar: „daß auch unter der Herrschaft des Terminhandelsverbots,“ also nach 1896, „durchschnittlich keine Verringerung der Kursschwankungen eingetreten ist.“ Geht man aber im einzelnen auf diese Tabelle ein, so findet man sogar, daß die ersten Spekulationspapiere: Bochumer Gußstahl, Gelsenkirchener, Harpener und Hibernia, in den Jahren 1889/90 mit größeren Kursschwankungen erscheinen, während die weniger bedeutsamen Papiere: Konsolidation, Dortmunder Union und Laurahütte, 1900/01 größere Schwankungen aufzuweisen haben als früher. Wie gesagt, ist aber all den Gegenüberstellungen von absoluten Kursschwankungen gar kein Wert beizumessen; es sollte hier nur gezeigt werden, wie in der Denkschrift der „Beweis“ geführt worden ist. Da die hier in Frage stehenden Papiere zum großen Teil Gegenstand unserer graphischen Darstellungen sind, so wird die Unrichtigkeit jener Behauptungen auch in diesem Falle einwandfrei dargetan.

Nach dem Voraufgegangenen ist über die Tabelle IX<sup>2</sup>, die in gleicher Weise die Kursschwankungen von einer Anzahl reiner Kassapapiere vor und nach 1896 aufzählt, nur noch zu sagen, daß hieraus nicht einmal gefolgert werden kann, daß auch tatsächlich die Kursschwankungen vor oder nach 1896 groß gewesen sind, da alle Anhaltspunkte für die den Preisschwankungen zugrunde liegenden Wertschwankungen fehlen. Erst die von uns gewählte Methode konnte einen solchen Beweis erbringen. Ebensowenig geht es deshalb auch an, aus der Zusammenstellung der Höchst-

---

<sup>1</sup> „Bankarchiv“, April 1902, S. 123.

<sup>2</sup> Denkschrift des Zentralverbandes, S. 61.

und Niedrigstkurse der Kassapapiere „drastisch die deroutierende Wirkung des Terminhandelsverbots“ abzuleiten<sup>1</sup>.

Den Haupttrumpf spielt endlich die Denkschrift damit aus, daß sie die beiden vorerwähnten — durchaus unbrauchbaren — Tabellen (1. ehemalige Termin- und Großkassapapiere und 2. reine Kassapapiere von 1893 bis 1902) mit einer dritten Tabelle<sup>2</sup> vergleicht, die wiederum nur die Höchst- und Niedrigstkurse der auch nach 1896 noch im Terminhandel befindlichen Papiere enthält. Sie bemerkt hierzu: „Allen Anfeindungen zum Trotz hat sich die Preisbewegung der Terminpapiere fast in demselben ruhigen Gleichmaß wie vor 1896 vollziehen können<sup>3</sup>.“ Also: zunächst nicht nur völlige Außerachtlassung der Wertveränderungen in den nach den Erträgnissen grundverschiedenen Jahren und der mit der Höhe des Aktienkapitals der Gesellschaften zusammenhängenden Größe des Marktes der einzelnen Aktien, sondern ferner auch noch eine Vergleichung ganz verschiedener Arten von Papieren. Während nämlich die in den ersten beiden Tabellen aufgezählten Papiere Aktien industrieller Gesellschaften sind, beziehen sich die in der letzten Tabelle dargestellten Kurse der Terminpapiere auf die Aktien der ersten und führenden Banken, deren Aktienkapital aber durchweg ein recht bedeutendes ist, und deren Gewinnerträgnisse vor allem in einem fast sprichwörtlichen Rufe der Stabilität stehen. Die Dividenden der Banken weisen in den fraglichen Jahren kaum eine Veränderung auf, jedenfalls sind niemals von Jahr zu Jahr große Dividendensprünge eingetreten. Infolgedessen lag auch gar keine Veranlassung vor, daß der Kurs dieser Aktien größere Schwankungen durchmachen mußte. Dagegen ist die Dividende von allen in den ersten beiden Tabellen, sowohl als Großkassa- als auch als Kassapapiere benannten Gesellschaften der Montan-industrie im Laufe der in Betracht kommenden Jahre um wenigstens 5 bis 10 %, bei vielen Gesellschaften um noch mehr Prozent gestiegen, um nachher Rückgänge bis zu 20 % aufzuweisen. Derartige Dividendenschwankungen bedeuten aber schon an sich Kursschwankungen von 100 bis 200 %, die man doch nicht einfach dem Terminhandel oder dem Kassahandel zur Last schreiben kann.

So muß der ziffernmäßige Beweis, den die Denkschrift für die bekannte Behauptung — das Terminhandelsverbot hat die Kurs schwankungen vergrößert — erbringen wollte, als durchaus miß-

<sup>1</sup> Denkschrift des Zentralverbandes, S. 27.

<sup>2</sup> Denkschrift, S. 62.

<sup>3</sup> Denkschrift, S. 28.

lungen bezeichnet werden. Den Ausführungen der Denkschrift würde auch nicht soviel Gewicht beigelegt worden sein, wenn sie nicht von einer Interessenvertretung ausgingen, die es sich zur Aufgabe gemacht hat, Vorurteile gegen Banken und Börsen zu zerstreuen und insbesondere die breite Öffentlichkeit mit den Börsenverhältnissen vertraut zu machen. Hiermit hängt es aber zusammen, daß weiteste Kreise, insbesondere die weniger sachverständigen, auch die „bewiesenen“ Behauptungen von der ungünstigen Wirkung des Terminhandelsverbots auf die Preisbildung, als von sachverständiger Seite kommend, kritiklos übernehmen und weitertragen. Wie im folgenden zu zeigen sein wird, ist dies — soweit wir sehen<sup>1</sup> — in der wissenschaftlichen Literatur auch schon bis jetzt ganz überwiegend der Fall gewesen.

Die Theorie von der ausgleichenden Wirkung des Terminhandels beherrscht auch den Aufsatz von Desenberg<sup>2</sup>. So fleißig die Arbeit auch ist, so wenig ist sie für die Beurteilung der Preisbildung brauchbar, weil sie sich ganz auf logischen Spekulationen aufbaut, die sich mit den tatsächlichen Verhältnissen nur wenig berühren. Desenberg begeht dabei nicht nur den Fehler, alle vom Terminhandel als solchem ausgehenden Funktionen gleichmäßig auf die Wertpapier- und Warenbörse anzuwenden, ohne Unterschied, ob der Gegenstand des Handels Staatspapiere, Valuten, Weizen, Roggen oder Baumwolle ist, sondern er läßt auch die Baissepartei in einer Weise tätig werden, der man höchstes Lob zollen muß. Sie stellt sich stets beim Rückgang des Preises mit Deckungskäufen ein und hält die Kurssteigerungen mit Blankoabgaben auf. Daß hinter der Baissepartei Menschen stehen, deren Handeln von der Kapitalskraft, den Geldverhältnissen und der Haltung der Banken, beispielsweise beim Wertpapierhandel, abhängig ist, berücksichtigt Desenberg nicht: ebenso nicht, daß der Nachahmungstrieb, nämlich die Sucht, das zu tun, was andere tun, häufig stärker ist als die verstandesmäßige Überlegung. Die Folge hiervon sind aber Unregelmäßigkeiten in der Preisbildung, die sogar zu regelrechten Krisen führen können.

Zum Beweise des allgemeinen auch von ihm vertretenen Satzes,

---

<sup>1</sup> Um so mehr gereicht es uns zur Freude, hier noch kurz vor der Drucklegung nachtragen zu können, daß jüngst J. Lescure in seinem Buche: *Le marché à terme de bourse en Allemagne*, Paris 1908, S. 194 ff. die obigen Tabellen mit fast denselben Argumenten angefochten hat. Vergl. die Befreiung des Buches von W. Prion in Schmollers Jahrbuch 1908, S. 1288.

<sup>2</sup> Die Wirkungen des Terminverbots im Börsengesetz. Von Arthur Desenberg. Berliner Aktionär 1904, Nr. 419/25.

daß unter dem Börsengesetz die Kursschwankungen größer geworden sind, beruft sich Desenberg wörtlich auf die Ausführungen in der oben kritisierten Denkschrift des Zentralverbandes.

Auch Wermert<sup>1</sup> führt die absoluten Kursschwankungen der Hauptspekulationspapiere (Großkassapapiere) während des Jahres 1900 an, um an ihrer Größe zu zeigen, wie das Terminhandelsverbot gewirkt hat. Sonst bleibt seine Behauptung, daß die ungewöhnlichen Kurssteigerungen und später die starken Kursstürze nicht eingetreten wären, wenn ein Terminmarkt in Anteilen von Fabrik- und Bergwerksunternehmungen bestanden hätte, ohne jede Unterlage. Ebenso die Bemerkung, daß sich dann die Kurse mehr ihrem inneren Wert angepaßt hätten. Wir können diesen knappen Bemerkungen nur hinzufügen, daß erstens der Terminhandel in diesen Anteilen niemals ganz aufgehört hat, daß zweitens der frühere unbeschränkte Terminhandel in diesen Anteilen eine ungenauere und mit größeren Preisschwankungen verbundene Preisbildung zur Folge gehabt hat, als dies nach 1896 der Fall gewesen ist.

In derselben Überzeugung von der ungestörten ausgleichenden Wirkung eines freien Terminhandels bewegt sich auch Meyer<sup>2</sup>, ohne neues Tatsachenmaterial zu bringen. Er stützt sich einerseits auf den Bericht der Börseninquerie vom Jahre 1895 und anderseits auf die hinreichend gewürdigte Tabelle III der Denkschrift des Zentralverbandes.

Von den Presseäußerungen ist die des Freiherrn von Zedlitz und Neukirch, Mitgliedes des Hauses der Abgeordneten, am bemerkenswertesten. Von Zedlitz, ein früherer Anhänger des Börsengesetzes, kommt in einem Aufsatz zu dem Ergebnis, daß das Verbot des Terminhandels in jeder Beziehung ungünstig gewirkt hat. Hier interessiert jedoch nur die Wirkung auf die Preisbildung, und in bezug hierauf führt der Verfasser an, daß tatsächlich „die Kurse der Montan- und Industriewerte seit 1897 ungleich stärkere Schwankungen aufweisen als die der zum Terminhandel zugelassenen Bank- und Schiffahrtswerte. Die Eingabe des Zentralverbandes des Bankgewerbes liefert dafür drastische Belege<sup>3</sup>.“ Hier wird also die oben als nicht gelungen bezeichnete Beweisführung der Denkschrift zu dem Schlusse benutzt, daß der

<sup>1</sup> Georg Wermert, Börse, Börsengesetz und Börsengeschäfte. Leipzig 1904, S. 41.

<sup>2</sup> Oscar Meyer, Die Börse, Giftbaum oder nationales Wirtschaftsinstrument? Berlin 1907, S. 14/15, S. 24/25.

<sup>3</sup> „Der Tag“, Nr. 83, 19. Febr. 1904.

Terminhandel ausgleichend gewirkt hat. Der alte Fehler: Vergleich von durchaus verschiedenen Gattungen von Papieren, Außerachtlassung der Schwankungen der Erträge. Der Verfasser geht jedoch noch weiter und behauptet<sup>1</sup>, daß seit Inkrafttreten des Börsengesetzes die Kurse der früher per ultimo gehandelten Werte (also der jetzigen Großkassapapiere) besonders starke Schwankungen aufzuweisen haben. In dem „besonders stark“ besitzen wir keinen Maßstab; vergleichen wir die Kursbewegung dieser Papiere mit der von 1896 oder mit den Kassapapieren vor und nach 1896, so ist sie (also die der Großkassapapiere nach 1896), die beste von allen.

Neu ist dagegen die Behauptung, daß sich unter der Herrschaft des Terminhandelsverbots „eine mit der Höhe der Dividende nicht entfernt im Verhältnis stehende hohe Bewertung der davon betroffenen Papiere vollzogen hat.“ Es gilt als einwandfrei erwiesen, daß die jetzigen Großkassapapiere bis zum Erscheinen jenes Aufsatzes ständig einen geringeren Wert im Verhältnis zur Dividende inne gehabt haben, als früher zur Zeit des Terminhandels, als sie mit einem Spekulationswert gehandelt wurden. Denn gerade über das Verhältnis von Kurs und Dividende geben die graphischen Darstellungen eine zweifelsfreie Auskunft. Die Beweisführung des Verfassers leidet unter dem Fehler, daß der jeweilige, täglich wechselnde Kurs mit der immer für ein ganzes Jahr gleichbleibenden Dividende des Vorjahres verglichen wird. Je nach dem Zeitpunkt des vorgenommenen Vergleichs ist aber schon die zu erwartende, nächstjährige Dividende im Kurs eskomptiert, so daß Kurs und letzjährige Dividende nicht immer im Einklang zu stehen brauchen. Auch der Hinweis darauf, daß der Kurs einiger Papiere pari stehe, obwohl die betreffenden Gesellschaften keine oder nur eine geringe Dividende verteilen, besagt nichts. Einmal besteht bei dem Aktionär die Hoffnung, daß die Dividende nächstens wieder höher ausfallen wird, weshalb er mit dem Verkauf à tout prix zögert. Ferner ist für die Bewertung der Aktie die Verzinsung nicht allein ausschlaggebend, sondern auch der Wert, den die Aktie als Anteil am Vermögen der Gesellschaft hat. Endlich ist auch der Regulierung des Kurses durch die betreffende Gesellschaft, ihre Aufsichtsratsmitglieder oder die Banken zu gedenken. Im übrigen ist es schwer, hieraus einen Zusammenhang mit dem Terminhandelsverbot zu konstruieren. Denn vor Bestehen des letzteren lagen die Dinge genau so wie heute. Zufällig läßt sich das an dem von dem Verfasser gewählten Papier, den Aktien der

---

<sup>1</sup> „Der Tag“, Nr. 91, 24. Febr. 1904.

Oberschlesischen Eisenindustrie, auf unserer graphischen Darstellung auch vor 1896 mit Leichtigkeit feststellen.

Auch der unlängst verstorbene Abgeordnete von Kardorff<sup>1</sup> hat sich in ähnlichem Sinne über die Wirkung des Terminhandelsverbots geäußert. Er sagt: „Man verfolge selbst in den heutigen ruhigen Zeiten, wie bedeutend die täglichen Schwankungen in den Effekten sind, die nur per Kasse gehandelt werden können, den Effekten gegenüber, welche wie Bankaktien oder Eisenbahnaktien noch heute per Ultimo gehandelt werden. Die Kursdifferenzen der letzteren betragen im Monat 1 bis 2 %, die der industriellen Papiere gelegentlich bis 20 %“. Was an diesen zu allgemein gehaltenen Ausführungen auszusetzen ist, ist schon des öfteren oben gesagt worden.

Zu dieser öffentlichen Stellungnahme gegen das Terminhandelsverbot wurden beide Parlamentarier mehr oder weniger veranlaßt durch die Ereignisse, die im Jahre 1904 der Ausbruch des russisch-japanischen Krieges an den europäischen Börsen hervorgerufen hatte. Da diese „Börsenpanik“ auch anderweitig Gegenstand lebhafter Erörterungen gewesen ist, soll hier mit einigen kurzen Worten darauf eingegangen werden.

Um die Preisbildung in jener kritischen Zeit richtig würdigen zu können, ist einiges über die allgemeine Lage vorauszuschicken<sup>2</sup>, in der sich Industrie und Börse vor Ausbruch des Krieges befanden. Nach dem wirtschaftlichen Niedergang der Jahre 1900|01 dauerte es bis zu Anfang des Jahres 1903, bis sich die ersten sichtbaren Anzeichen einer allmählichen Besserung der Wirtschaftslage einstellten. Für die Spekulation war dies der Ausgangspunkt zu einer allgemeinen Steigerung der Kurse, so daß im 2. Halbjahr 1903 die Berichte bereits von einer großen Hause sprechen konnten. Im Oktober desselben Jahres liefen die ersten Nachrichten über Unstimmigkeiten in Ostasien ein, die jedoch nicht von nachhaltiger Wirkung an der Börse waren. Wenn auch von dieser Zeit an die Vorgänge zwischen Rußland und Japan fortlaufend verfolgt und besprochen wurden, so gewinnt diese Frage doch erst im Dezember infolge plötzlicher Zuspitzung der Verhältnisse größere Bedeutung. Wie immer üblich, wenn es heißt, sich gegen politische Zwischenfälle zu decken, zeigen fortan Bankaktien und Rentenpapiere in-

<sup>1</sup> Vergl. „Frankfurter Zeitung“ vom 27. Febr. 1907.

<sup>2</sup> Auf Grund der Börsenberichte der „Frankfurter Zeitung“, der „Vossischen Zeitung“ und des „Berliner Aktionärs“.

folge der Blankoabgaben von seiten der Spekulation zeitweilig eine schwache Haltung. Dagegen verkehren die Aktien der Industriegesellschaften in Übereinstimmung mit der sich ständig bessernden heimischen Wirtschaftslage in dauernd fester Haltung, wenn auch angesichts der kritischen Lage keine Kurssteigerungen eintreten. Jedenfalls zieht hier alles an einem Strang, d. h. Börse und Publikum erblicken hinsichtlich der Industrieaktien nur Vorteil in der Haussespekulation. In der ersten Februarwoche 1904 nimmt die Unruhe an der Börse infolge sich widersprechender Nachrichten zu. Die Ungewißheit, ob es zum Kriege kommt oder nicht, wird dadurch vergrößert, daß die preußische Regierung am Vorabend der Ereignisse noch 70 Millionen Mark 3% preußische Konsols zur Ausgabe bringt. Die Berliner Börse nimmt daraufhin eine abwartende Haltung an, obwohl von Petersburg und London gemeldet wird, daß dort bereits eine starke pessimistische Stimmung die Oberhand gewonnen hat.

Am 8. Februar 1904 findet der Abbruch der diplomatischen Beziehungen zwischen Russland und Japan statt. Diese Nachricht löst an allen Börsen eine furchtbare Wirkung auf die Kurse aus. In hohem Maße interessant ist es nun, das Verhalten der einzelnen, an der Preisbildung beteiligten Kreise in jenen kritischen Augenblicken zu verfolgen.

Es wird berichtet, daß am 8. Februar, also an dem ersten Tag, ein großes Angebot in Aktien nicht vorlag, sondern nur die Käufer fehlten, und daß die Banken mit Interventionskäufen einschritten. Das heißt aber soviel als: das Publikum hat sich durch die kriegerischen Vorgänge noch nicht zum Handeln entschlossen (weil es bis dahin zum Teil die neuesten Nachrichten noch gar nicht kannte), und die Börse selbst ist mit Verkäufen vorgegangen. Erst am zweiten Tag, als das Publikum genauere Kenntnis von den Dingen erhalten und die matte Verfassung der Börse vom ersten Tag gesehen hatte, lagen „umfangreiche Verkaufssordres aus der Provinz“ vor, zu denen sich „große Verkäufe für Wiener Rechnung“ gesellten. Übereinstimmend heißt es in den Berichten weiter, daß auch die Spekulation mit Blankoabgaben vorging, so daß die Kurse keinen Halt finden konnten, wenn nicht die Banken endlich intervenierend eingegriffen hätten. Die Interventionskäufe der Banken sind aber für die Spekulation ein Zeichen, daß starke Hände die Kurse stützen wollen, weswegen auch sie zu Deckungen schreitet. Nebenbei wird hierdurch die häufig zu beobachtende Ercheinung erklärt, daß sich bei Paniken die ersten Kurse der Haupt-

spekulationspapiere in der Regel tiefer stellen, als die später zur Notiz gelangenden offiziellen Kurse.

Hervorzuheben ist aber, daß die Blankoabgaben der Spekulation nicht auf den eigentlichen Terminmarkt, der durch die Bank- und Transportaktien gebildet wurde, beschränkt blieben. Mit Hilfe des Kassakontokorrentverkehrs, der die Lieferung der Stücke bis zum Monatsende hinauszuschieben gestattet, ist der Spekulation auch in den sogenannten Großkassapapieren, den Aktien der Industriegesellschaften, der Leerverkauf durchaus möglich. Hiervon wird naturgemäß in kritischen Zeiten ausgiebiger Gebrauch gemacht, zumal es sich bei plötzlichen Katastrophen meist nur um kurzfristige Engagements handelt, bei denen die geringen Mehrkosten (Kassakontokorrentgeschäft gegen das frühere Ultimogeschäft) völlig zurücktreten. Das ist immer im Auge zu behalten, wenn man aus den Zahlen der Kursschwankungen allgemeine Schlüsse auf die Preisbildung ziehen will.

Noch mehr. Nicht nur auf dem Großkassamarkt wurden Leerverkäufe getätigt. Es gibt Spekulanten, die die an der Börse im Kassaverkehr übliche Lieferfrist von 4 Tagen geschäftlich ausnutzen, indem sie Stücke auf dem Kassamarkt in blanko verkaufen, die sie bis zum 5. Tage wieder zurückzukaufen trachten. Daß diese Blankoverkäufe die Entwertung von Kassapapieren auch in jener Zeit unterstützt haben, geht aus vielen Anzeichen der Kursentwicklung hervor. Erstlich war der Kursrückgang auch bei den Kassapapieren am 8. Februar nur ein geringer. Vermutlich haben die Spekulanten an diesem Tage Ware in blanko verkauft; denn das Publikum entschließt sich nicht binnen einer Stunde nach Eintreffen der Unglücksnachrichten, sofern es überhaupt schon davon wußte, Verkaufsaufträge zu geben. Käufer dieser von der Spekulation in blanko verkauften Papiere waren einmal das Publikum, das noch zu ermäßigten Kursen Kauflimite in den Büchern der Makler stehen hatte, und zweitens die Banken, denen es daran lag, keine Beunruhigung aufkommen zu lassen. Erst am zweiten Tag, dem 9. Februar, als das ängstlich gewordene Publikum zum Verkauf schritt, trat der Kurssturz ein, den weitere Leerverkäufe von Seiten der Spekulation beschleunigten. Hierauf deutet die viel besprochene Tatsache hin, daß bereits nach zwei Tagen auf dem Kassamarkt wieder eine starke Erhöhung der Kurse eingetreten ist. Wenn auch nicht ziffermäßig festzustellen ist, wie weit hierzu die Deckungskäufe der Spekulation mitgewirkt haben, so ist doch außer allem Zweifel, daß alle diese Umstände in

Rechnung zu stellen sind, wenn man zu einem richtigen Urteil über die Preisbildung kommen will.

Unter diesen Umständen hatte es nur wenig zu bedeuten, die an diesen Tagen eingetretenen Kursrückgänge nach Prozenten festzustellen und an ihrer Größe die Wirkung des Terminhandelsverbots darzutun. In der Hauptsache dreht sich aber hierum der Streit der Tagespresse und selbst die Auseinandersetzung der „Frankfurter Zeitung“ mit der „Kreuzzeitung“<sup>1</sup> leidet unter diesem Mangel. Letztere macht die Börse für die allgemeinen Kursverwüstungen verantwortlich, während die „Frankfurter Zeitung“ die Schuld auf das Börsengesetz schiebt, durch „das die Kontremine ausgeschaltet worden sei, die den Kurssturz aufgehalten hätte.“ Ohne auf die ziffermäßige Höhe der Kursrückgänge einzugehen, sei hierzu einiges bemerkt:

Vorauszuschicken ist, daß die Berichte der Finanzpresse aus früheren Jahren darin immer einig waren — was die Beobachtung der Kursbewegung auch zweifellos bestätigt —, daß die Berliner Börse von jeher mit ihrer Kontremine Mißgeschick gehabt hat. Jedes Mal wenn ein außergewöhnliches Ereignis auf die Berliner Börse einstürmte, dann fehlte — nach den Börsenberichten der damaligen Zeit — regelmäßig die Kontremine, die „zu Deckungen“ geschritten wäre. (Beispiele: Januar 1890, Februar 1890, November 1895 usw.). Es ist deshalb mehr als fraglich, ob sie gerade dieses Mal zur Stelle gewesen wäre. Für diese Annahme sprechen auch die wirtschaftlichen Verhältnisse und die gesamte Börsenlage zur Zeit des Ausbruches des Krieges. Die Wirtschaftsentwicklung und damit die Aussichten für die finanziellen Erträge der Industriegesellschaften wurden allseitig — und mit Recht — als sehr günstig beurteilt, so daß es keinem oder nur wenigen Spekulanten eingefallen wäre, entgegen der allgemeinen Richtung nach unten langsichtige Engagements einzugehen. Gegen die Unsicherheit der politischen Lage hatte man sich aber, wie schon hervorgehoben, in Bankaktien durch Spekulation nach unten gedeckt. Es war also eine gewagte Sache, in Industrieaktien, deren Kurse nach oben neigten, à la baisse zu spekulieren, zumal die Kriegsbesorgnis erst spät und plötzlich kam, und bis zum letzten Augenblick kaum jemand ernstlich an einen Krieg glaubte. Falls aber wirklich ein Bedürfnis bestanden hätte, auch in Industriepapieren à la baisse zu spekulieren, so ist nicht

---

<sup>1</sup> Vergl. „Frankfurter Zeitung“ vom 14. Febr. 1904 ff., „Kreuzzeitung“ vom 12. Februar 1904 ff.

zu übersehen, daß dazu die Möglichkeit in dem Großkassageschäft vorlag, an dem die Berufsspekulation in erster Linie beteiligt ist.

Viel wichtiger erscheint ein anderes Moment, das die Einflüsse des Terminhandels oder besser das Verhalten der Baissiers, von denen die Anhänger des Terminhandels bei Paniken die fallschirmartig wirkenden Deckungskäufe erwarten, in das richtige Licht rückt. Die Ereignisse in Ostasien wirkten naturgemäß nicht nur auf die Berliner Börse zurück. Von London aus suchte die Baissepartei, um den Kurs der russischen Papiere zu stürzen, mit allen möglichen Alarmnachrichten besonders an der Pariser Börse eine Panik herbeizuführen. Von Rüstungen Italiens, Spaniens, sogar Frankreichs wurde gefabelt, und die Folge davon war, daß in Paris vor allem die Renten dieser Länder beträchtlich im Kurse geworfen wurden. Die Rückwirkung auf andere Gebiete war ebenfalls eine große; jedenfalls war in den Börsenberichten übereinstimmend zu lesen, daß die Pariser Börse weit mehr unter den kriegerischen Ereignissen im Osten zu leiden hatte als die Berliner Börse. Schon hieraus wird die Bedeutungslosigkeit der Behauptung offenbar, das Terminhandelsverbot habe in Berlin den großen Kursrückgang verschuldet. In Paris besteht aber der Terminhandel in unbeschränkter Weise. Bemerkenswert ist daher der während der Krise erfolgte Eingriff der Regierung. Als hier nämlich die Panik ihren Höhepunkt erreicht hatte, trat der Finanzminister Rouvier mit den Börsenbehörden in Verbindung, um erstens die Alarmnachrichten zu entkräften, und ferner Maßregeln zu treffen, welche den weiteren Kursrückgängen einen Damm entgegensetzen sollten. Rouvier, bekanntlich ein genauer Kenner des Börsenwesens, wandte sich aber gegen die Baissepartei, indem er ihr mitteilen ließ, daß nach der Börsenordnung die Erfüllung aus Blankoverkäufen binnen 24 Stunden verlangt werden kann. Bald darauf verkündete der Telegraph, daß eine festere Stimmung Platz gegriffen habe.

Die Pariser Vorgänge beweisen wieder, daß der Terminhandel in der Möglichkeit, unbeschränkte Summen in blanko zu verkaufen, eine sehr gefährliche Seite besitzt, die gerade dann am verheerendsten wirken kann, wenn es im allgemeinen Interesse gilt, eine Krise hintanzuhalten. Die in der Theorie so beliebten Deckungskäufe, die die Kursschwankungen mildern sollen, bleiben in der Praxis in solchen kurzen Momenten aus, und an ihre Stelle treten neue Abgaben, um die Baissepekulation möglichst lohnend zu machen, was aber gleichbedeutend mit einer Verschlümmelung der „Panik“ ist. Die agrarische Presse, die gerade auf diesen Punkt mit Vor-

liebe hinweist, auch anlässlich des russisch-japanischen Krieges, hat daher gar nicht so unrecht, wie dies von der börsenfreundlichen Presse stets hingestellt zu werden pflegt. Nur ist es nicht angängig, diese Wirkungen des Terminhandels für alle Verhältnisse und alle Zeiten zu verallgemeinern.

Wichtig ist endlich, daß auch Riesser<sup>1</sup> das Vorhandensein einer Kontremine trotz Terminhandelsverbots nicht ganz leugnen kann; sie war allerdings nach ihm „fast gänzlich“ ausgeschaltet. Über den Umfang der im Kassakontohandel möglichen und tatsächlich vorhanden gewesenen Kontremine wird sich niemals ganz Genaues feststellen lassen — Praktiker sagen, daß eine Änderung hinsichtlich der berufsmäßigen Spekulation nicht eingetreten ist —. Wenn aber Riesser fortfährt, daß infolge der Ausschaltung der Kontremine die Kursschwankungen auf dem Montanmarkt und im Anschluß hieran auf dem gesamten Kassamarkt so heftig geworden sind, wie nie zuvor auf dem Terminmarkt, so steht diese Behauptung nicht ganz im Einklang mit dem oben erbrachten Tatsachenmaterial. Zur Begründung beruft sich Riesser ebenfalls auf die Unterschiede der Höchst- und Niedrigstkurse, nach denen das Beweismaterial des Zentralverbandes angefertigt ist, wobei er gleichfalls in den Fehler verfällt, die Depressionsjahre 1893—1896 den Hochkonjunkturjahren 1897—1900 gegenüberzustellen. Abgesehen davon, daß diese Kursvergleiche gar nichts besagen — weil die Wertschwankungen nicht berücksichtigt sind<sup>2</sup> —, so soll es doch nicht unerwähnt bleiben, daß auch die absoluten Kursschwankungen der Terminpapiere in der Hochkonjunktur 1889/90 tatsächlich größer waren, als die der Großkassapapiere in der Hochkonjunktur 1899/1900, und daß sich die Kursschwankungen derselben Papiere in der letzten Börsenkonjunktur 1906/07 trotz Terminhandelsverbots weiter verringert haben, — eben weil in den einzelnen Jahren die Dividenden ganz verschieden ausgefallen sind.

Nach dem Voraufgegangenen ist daher auch nicht dem neuesten Ausspruch Riessers auf dem Deutschen Bankiertag<sup>3</sup>: „Die Behauptung, daß der Terminhandel die Kursschwankungen vermehre, ist längst widerlegt“ zuzustimmen, sondern im Gegenteil nur zu sagen, daß gerade bei den Papieren, in denen an Stelle des früher ungehinderten Terminhandels eine starke Beschränkung des letzteren

<sup>1</sup> Riesser, Die Notwendigkeit einer Revision des Börsengesetzes vom 22. Juni 1896, Vortrag, Berlin 1902, S. 26.

<sup>2</sup> Vergl. oben S. 184.

<sup>3</sup> 3. Deutscher Bankiertag. Hamburg, 5. Sept. 1907.

getreten ist, vergleichsweise die beste Preisbildung überhaupt zu-stande gekommen ist.

Bei dieser Sachlage verdienen die in der schon angeführten Broschüre eines „Praktikers“<sup>1</sup> enthaltenen Äußerungen über die Preisbildung im Zusammenhang mit der Kulisse einige Be-achtung. Der „Praktiker“ hält die Tätigkeit der Kulisse, das berufsmäßige Ausnutzen der Kursschwankungen durch den An- und Verkauf von Wertpapieren auch wirtschaftlich im allgemeinen für nützlich. Zwei erhebliche Nachteile sagt er ihr jedoch nach. Erstens wende sie sich nicht allen Papieren gleichmäßig zu, und zweitens vergrößere sie unter bestimmten Verhältnissen die Kurs-schwankungen, anstatt sie zu mildern. Mit den folgenden, sehr treffenden Worten wird das näher auseinandergesetzt<sup>2</sup>: „Hausse- und Baissepartei, Mine und Kontremine halten sich in ruhigen Zeiten die Wage. Wie aber von zwei Ringern der unterliegende um so heftiger zu Boden geworfen wird, je verzweifelter er bis zum letzten Augenblick seine Kraft angespannt hat, so wird auch die eine Partei von der anderen, sobald ihre überanstrengte Kraft durch Verteuerung des Geldes und Kündigung der Kredite nachläßt, um so wilder überrannt. Die Haussepartei verdoppelt ihre Schulden, um den Kurs zu stützen. In ruhigen Zeiten erzielt sie den für die Allgemeinheit nützlichen Erfolg, einen Kursrückgang aufzuhalten, bis die Aufwärtsbewegung wieder einsetzt; in unruhigen Zeiten aber, oder wenn es eine die Börse beherrschende Geldmacht will, bringt sie den Kurs nicht über den toten Punkt hinweg. Dann stürzen die aufgesammelten Mengen wie bei einem Dammbruch mit doppelter Gewalt hernieder, und was nutzbringende Wirkung war, verkehrt sich in ihr Gegenteil.“ In derselben Weise kann die Baissepartei überrannt werden, was dann ungerechtfertigte Kurssteigerungen zur Folge hat. Auf diese Weise verstärkt die sonst als Ausgleich wirkende Kulisse die Kursschwankungen in beträchtlichem Maße.

Was hier aber von der als Hausse- und Baissepartei arbeitende Kulisse gesagt wird, findet analoge Anwendung auf die bei Bestehen eines unbeschränkten Terminhandels durch den Hinzutritt breiter Schichten des Publikums vergrößerte Hausse- und Baissepartei überhaupt — nur mit dem Unterschied, daß die Wirkung auf die Kursschwankungen eine dementsprechend größere ist.

<sup>1</sup> Wie kann die Börse mehr der Allgemeinheit dienstbar gemacht werden?  
Von einem Praktiker. Leipzig 1907.

<sup>2</sup> „Praktiker“ a. a. O., S. 22.

## C.

### Schlußbetrachtung.

#### I. Zusammenfassende Übersicht über die Ergebnisse der vorliegenden Arbeit.

In unserer auf kapitalistischer Grundlage aufgebauten Verkehrs-wirtschaft ist eine Organisation unbedingt erforderlich, die den großen Ausgleich zwischen der Kapitalnachfrage und dem Kapitalangebot ermöglicht. Ob die heutige Börse, die diese Organisation nach jahrhundertelanger Entwicklung darstellt, dereinst einer anderen, durch die Bankenkonzentration bedingten wird Platz machen müssen, ist eine Frage, die sich vor der Hand nicht beantworten läßt. Jedenfalls bleibt die Ausgleichsmöglichkeit auf dem Kapitalmarkt eine von der heutigen Volkswirtschaft unzertrennbare, notwendige Begleiterscheinung, einerlei wie sich deren Organisation im einzeln gestaltet. Über die volkswirtschaftliche Bedeutung der Börse als solcher gibt es daher heute keinen Streit mehr, und so erübrigte es sich, diese Frage in der vorliegenden Arbeit auch nur zu streifen. Ähnlich verhält es sich mit der Spekulation, als der auf Gewinn abzielenden Tätigkeit. Die Kontroversen, die lange Zeit hindurch über ihre Nützlichkeit und Schädlichkeit geführt worden sind, sind heute der allgemein verbreiteten Anschauung gewichen, daß die Spekulation die treibende Kraft ist, ohne die es einen wirtschaftlichen Fortschritt nicht gibt, und die insbesondere im Handel ganz unentbehrlich ist. So konnte auch hierüber eine Erörterung unterbleiben.

Der Zweck der vorliegenden Studie war ein anderer. Es galt, innerhalb dieses im Prinzip allseitig anerkannten Rahmens — Börse und Spekulation — die hiermit zusammenhängende Preisbildung nach ihrer privat- und volkswirtschaftlichen Seite, nach den Kräften, die an ihr mitwirken, während einer längeren Beobachtungszeit, also auf Grund des wirklichen Tatsachen-materials, darzulegen. Sie hat gezeigt, wie eine Fülle von Er-

scheinungen, die wir unter den Bezeichnungen: psychologische, börsentechnische und wirtschaftliche Faktoren kennen gelernt haben, einen fortwährenden Wechsel in der Marktlage hervorrufen und die Preisbildung äußerst komplizieren. Als eine sehr bemerkenswerte Folge dieser Veränderung selbst wieder unterworfenen, jeweiligen inneren Verfassung der Börse ist die Tatsache zu Tage getreten, daß die gleichen Ursachen unter Umständen durchaus verschiedene Wirkungen auf die Preisbildung herbeiführen können. Daher ist nichts irreführender, als einzelne Vorkommnisse zu verallgemeinern, um daran die Bedeutung bestimmter Börsenvorgänge zu messen. Das ist aber bei der Beurteilung vieler mit der Preisbildung zusammenhängenden Einrichtungen bislang in starkem Maße der Fall gewesen, insonderheit hat darunter der Streit um die Bedeutung des Terminhandels für die Preisbildung zu leiden gehabt. So leiten die Anhänger des Terminhandels aus der ihm eigentümlichen großen Marktbildung die Richtigkeit der Preisbildung und Gleichmäßigkeit der Kursbewegung ab und aus dem Deckungskauf des Baissespekulanten das Verhindern großer Kursstürze; umgekehrt machen die Gegner des Terminhandels die Leerverkäufe für die Kursrückgänge verantwortlich, während sie die Marktvergrößerung als schädlich für die Preisbildung ansehen. Nun ist ohne weiteres zuzugeben, daß sich diese Urteile samt und sonders mit Vorkommnissen aus dem tatsächlichen Verlauf der Preisbildung belegen lassen; aber es darf nicht unterlassen werden hinzuzufügen, daß die betreffende Erscheinung jeweils unter ganz bestimmten Verhältnissen so eingetroffen ist und vielleicht wieder in gleicher Weise eintreffen wird. Denn sobald sich der Unterbau der Preisbildung verschoben oder geändert hat, läßt sich leicht für jede Behauptung das Gegen teil nachweisen.

Darf diese Frage durch die Beibringung ganz bestimmter, sich über einen längeren Zeitraum erstreckender Tatsachen nunmehr — wenigstens für den Industrieaktienmarkt — als erledigt anzusehen sein, so geht hieraus zugleich hervor, daß für die Preisgestaltung weniger die Geschäftsformen im Wertpapierhandel als die sonstigen, die innere Verfassung der Börse charakterisierenden Faktoren von maßgebendem Einfluß sind. Hinsichtlich dieser letzteren hat aber der erste Teil der Darstellung ergeben, daß sich in ihren Reihen im Laufe der letzten 25 Jahre ganz erhebliche Veränderungen und Umgestaltungen vollzogen haben, die sich, kurz zusammengefaßt, in folgendem kennzeichnen lassen:

a) Was zunächst die an der Preisbildung beteiligten Personengruppen anlangt, so ist hervorzuheben, daß von der einstmals so mächtigen, aus zahlreichen und für die damaligen Verhältnisse recht kapitalkräftigen Einzelgliedern bestehenden, wagemutigen Berufsspekulation heute nur noch die sogenannte kleine, d. h. eine zwar auch noch zahlreiche aber weniger kapitalkräftige Spekulation übriggeblieben ist, deren Bedeutung gegenüber den anderen Personengruppen stark zurückgetreten ist. An die Stelle der eingegangenen, sogenannten großen Berufsspekulation ist auf der einen Seite ein Teil des nicht berufsmäßig spekulierenden Publikums getreten und zwar in der Hauptsache die der Industrie nahestehenden als „eingeweiht“ zu bezeichnenden Personen, während auf der anderen Seite die mit der gesamten Wirtschaftsentwicklung groß gewordenen Aktienbanken die bankgeschäftliche Tätigkeit der Privatbankers in weitgehendstem Maße übernommen haben. Denn sie allein waren in der Lage, der mit der Zunahme des Kassageschäftes in Industrieaktien verbundenen Ausdehnung der Kreditgewährung durch Erhöhung ihrer eigenen wie fremden Kapitalien gerecht zu werden. Hiermit zogen sie die gesamte spekulierende Kundschaft zu sich herüber und gewannen infolge der durch die gewaltige Konzentrationsbewegung geförderten Kompensationsmöglichkeit einen von Tag zu Tag wachsenden Einfluß auf die Preisbildung an der Börse, auf die Entschließungen des großen Publikums in Börsendingen und damit auf die Richtung des gesamten Börsenverkehrs. Als eine nicht zu unterschätzende Folge dieser Entwicklung darf jedoch nicht übersehen werden, daß jene in der früheren Zeit manches Unheil anrichtende Verquickung der Spekulationen des Publikums mit denen der Privatbankers, die die Geschäfte des Publikums besorgten, aufgehört hat, und daß ferner die Großbanken in Erkenntnis ihrer halböffentlichen Stellung (Depositen) immer mehr und eher bestrebt sind, bei drohenden Paniken beruhigend einzugreifen, wohingegen die früheren Bankers, entsprechend dem von ihnen mit Recht vertretenen privatwirtschaftlichen Standpunkte, eher ein Interesse an einer Herbeiführung bezw. Vergrößerung der Panik hatten, solange sie durch entgegengesetzte Spekulationen Nutzen daraus erwarteten. Was endlich das spekulierende und Kapitalistenpublikum anlangt, so läßt sich nicht bestreiten, daß sich sein Kreis — schon aus natürlichen Gründen — stark erweitert hat, wobei sich aber nicht die Wahrnehmung unterdrücken läßt, daß es im ganzen wohl nicht mehr der Preisbildung so unwissend gegenübersteht wie in

früheren Jahren, obwohl es immer noch in der Ausnutzung der Spekulationsmöglichkeit im zweiten Treffen steht und der Berufsspekulation schon aus örtlichen Gründen unterlegen ist. Der Vergrößerung dieser an der Preisbildung beteiligten Personengruppe geht aber — was nicht übersehen werden darf — eine ganz erhebliche Zunahme der Spekulationsobjekte, der Aktien, parallel, hervorgerufen sowohl durch fortgesetzte Kapitalerhöhungen bestehender Gesellschaften als auch durch ständige Einführung von Aktien neugegründeter Gesellschaften in den Börsenhandel.

b) Auch auf Seiten der wirtschaftlichen Faktoren der Preisbildung haben sich bedeutsame Veränderungen vollzogen. Es war eingehend dargelegt worden, daß als hauptsächlichster Bewertungsmaßstab für die Industrieaktien die Dividende in Betracht kommt, die die Gesellschaften auf ihre Aktien verteilen. Daraus folgt, daß Schwankungen in der Höhe der jeweils zur Verteilung gelangenden Dividenden auch entsprechende Schwankungen in dem Preise der Aktien bedingen. Je mehr die Dividende eines Unternehmens schwankt, umso mehr ist der Kurs der Aktien geneigt, entsprechende Schwankungen durchzumachen. Diese Kurschwankungen sind naturgemäß unabhängig von den Geschäftsformen, ob Termin- oder Kassahandel, in denen das Papier gehandelt wird. Diese Zusammenhänge sind vielfach bei der Beurteilung der Kursschwankungen dividendentragender Papiere übersehen worden.

Nun liegt den die deutsche Wirtschaftsentwicklung der letzten Jahre charakterisierenden Kartell-, Syndikats- und Fusionsbildungen der Gedanke zugrunde, die Rentabilität der Industrieunternehmungen allgemein gleichmäßiger zu gestalten. Mit der Erreichung dieses Ziels wird die Hauptquelle aller großen Kursschwankungen verstopft. Wenn dies in der Gesamtheit des Börsenverkehrs heute noch nicht klar in die Erscheinung tritt, so liegt das daran, daß stets neue Gesellschaften eingeführt werden, die erst die Entwicklung der anderen immer wieder von vorn durchmachen, und ferner die Kartellpolitik selbst nur langsam dem erhofften Ideal näher kommt. Immerhin hat doch schon die veränderte Dividendenpolitik bei den alten, jetzt ersten und führenden Gesellschaften zu dem Erfolge geführt, daß die durch die Konjunkturschwankungen bedingten Höchst- und Niedrigstkurse in jüngster Zeit entfernt nicht mehr eine so große Spannung wie früher aufzuweisen haben.

Gleichzeitig haben die veränderten Organisationsformen in der

Industrie zur Folge, daß zwar an einzelnen Zentralpunkten, eben in den Leitungen der Syndikate und Kartelle, der allgemeine Gang der Wirtschaftsentwicklung leichter zu erkennen ist, daß aber die Berufsspekulation als solche immer schwerer die wirtschaftliche Entwicklung der einzelnen, durch Fusionen und Angliederungen zu Riesenbetrieben gewordenen Unternehmungen zu beurteilen vermag und insbesondere immer weniger genau die Tragweite einzelner wirtschaftlicher Vorgänge auf die finanziellen Erträge der Gesellschaften, der für den Kurs maßgebenden Unterlagen, abzuschätzen in der Lage ist. Dieser Erschwerung einer richtig berufsmäßig ausgeübten Spekulation — übrigens ein nicht unwesentlicher Grund für das Verschwinden namhafter Berufsspekulanten — steht der Vorsprung gegenüber, den dagegen die der Industrie, den Unternehmungen, den Syndikaten usw. nahestehenden Personen in der rechtzeitigen Ausnutzung ihrer frühzeitigen Kenntnis von der zukünftigen Entwicklung der Gesellschaften haben, und der für die Preisbildung mancher Papiere von ausschlaggebender Bedeutung ist.

Die Ergebnisse des zweiten Teiles, der Darstellung des tatsächlichen Verlaufs der Preisbildung, lassen sich kurz in folgendem zusammenfassen:

a) Vor dem Börsengesetz vom Jahre 1896 stimmen die Kurse der Terminpapiere — im Vergleich mit gleichwerten Kassapapieren — weniger genau mit dem inneren Wert der Aktien überein. In den kritischen Börsentagen der Jahre 1889/90 und 1895 sind die Kursschwankungen der Terminpapiere größer gewesen als die gleichwerter Kassapapiere.

b) Nach dem Börsengesetz von 1896 haben sich die Kurse der ehemaligen Terminpapiere und nunmehrigen Großkassapapiere — im Vergleich mit gleichwerten Kassapapieren der nämlichen Zeit und den Terminpapieren vor 1896 — besser dem inneren Wert angepaßt. Ebenso sind die Kursschwankungen der Großkassapapiere in kritischen Börsentagen geringer gewesen als die gleichwerter Kassapapiere und der Terminpapiere vor 1896.

Die Preisbildung der Kassapapiere nach dem Jahre 1896 ist daher als nicht so gut wie die der Großkassapapiere zu bezeichnen, aber nicht schlechter als die der Terminpapiere vor 1896.

Diese Ergebnisse stehen mit fast allen Urteilen über die Preisbildung in der Literatur in mehr oder minder schroffem Widerspruch.

## II. Reformgedanken.

Wir sind weit davon entfernt, die heutige Preisbildung an der Wertpapierbörse, speziell im Aktienhandel, als eine in jeder Beziehung vollkommene zu bezeichnen. Unsere oben gegebene Darstellung legt hiervon Zeugnis ab: an zahlreichen Stellen mußte auf zweifellos vorhandene Mängel in dem Preisbildungsorganismus hingewiesen werden, wobei gleichzeitig Mittel und Wege gezeigt wurden, die uns zur Abstellung der Übelstände geeignet erschienen. Wir erinnern nur an das Verhalten der Banken bei Neueinführungen von Aktien in den Börsenhandel und der Bildung des „ersten Kurses“, an die Spekulation der „Eingeweihten“ und der Bankangestellten, an die Kursregulierung bei Papieren mit geringfügigen Umsätzen oder kleinem Kapital, die Erleichterung der Spekulation des großen Publikums durch bereitwilligste Kreditgewährung und anderes mehr. Aber im großen und ganzen läßt sich auch bei der Börsenpreisbildung ein wesentlicher Fortschritt gegen früher gar nicht leugnen; unzweifelhaft ist die allgemeine Grundlage des gesamten Börsenverkehrs im Laufe der letzten Jahrzehnte viel solider geworden, und wir stehen — trotz mancher gegenteiliger Ansicht<sup>1</sup> — durchaus nicht an, zu erklären, daß wir den wachsenden Einfluß der Großbanken auf die Preisbildung vom volkswirtschaftlichen Standpunkte für heilsam, jedenfalls aber für besser halten als den, den an ihrer Stelle die früheren Privatbankiers ausgeübt haben. Dessenungeachtet bleibt auch heute noch die Möglichkeit für Reformbestrebungen offen, die darauf hinzielen, den ganzen Preisbildungsapparat weiter zu vervollkommen.

Bevor wir hierauf eingehen, erscheint es zweckmäßig, die wichtigsten, in dieser Beziehung von anderer Seite gemachten Vorschläge kurz Revue passieren zu lassen.

Der besseren Übersicht wegen gruppieren wir die Reformvorschläge nach folgenden Gesichtspunkten:

---

<sup>1</sup> So bleibt beispielsweise die nachfolgende Bemerkung Wermerts eine durch nichts bewiesene Behauptung, wenn er sagt: Die mögliche Beherrschung der Kursnetierung durch die Oligarchie der Banken und sonstiger Geldmächte ist aber für die Allgemeinheit von größtem Nachteil, sie überschüttet das Publikum mit Papieren zu möglichst hohen Kursen, und sie zieht sie wieder aus dem Verkehre zurück zu möglichst niedrigen Kursen, weshalb das Volk und namentlich das weniger börsenkundige fast immer der leidtragende Teil ist. „Jahrbücher f. Nat. u. Stat.“, Bd. 88, 1907, S. 643.

- a) Reformen, die auf die Einschränkung der Spekulation hinzielen,
  - b) Reformen, die eine Stärkung der Börse bezoeken,
  - c) Reformen, die sich auf die an der Preisbildung beteiligten Personen beziehen.
- a) Von denen, die einer Einengung der Spekulation das Wort reden, sei in erster Linie Bachmann erwähnt. In seiner verdienstvollen Untersuchung über die Effektenspekulation kommt Bachmann zu dem Schluß<sup>1</sup>, daß die richtige Preisbildung durch das Börsenspiel unterbrochen werde und der Markt in Abhängigkeit von der Spielwut der Menge gerate. Deshalb fordert er die Beschränkung der Spekulation auf das anlagesuchende und kapitalsuchende Publikum. Die hervorgehobene Unregelmäßigkeit der Preisbildung stützt sich auf die tatsächlichen Vorgänge an der Berliner Börse in den Jahren 1892—1896 und muß auch von uns bestätigt werden. Aber es hieße das Kind mit dem Bade ausschütten, wollte man daraufhin derartige radikale Maßregeln befürworten, wie Bachmann sie vorschlägt. Zweifellos hat in der von ihm beobachteten Zeit ein Zuviel an Spekulation bestanden, dieweil jeder Hausdiener, Kutscher usw. sein Ultimo-engagement laufen hatte, trotzdem bleiben doch die eigentlichen Funktionen der Spekulation, der zeitliche Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage notwendig und zu erfüllen. Die Beschränkung auf das wirkliche Kapital würde ganz ohne Frage der Preisbildung jede Feinheit nehmen, Angebot und Nachfrage würden stoßweise auf den Kurs wirken, vor allem aber würden die Aufträge unter Umständen längere Zeit hindurch unausführbar bleiben. Bachmann weist zur Begründung seiner Forderung auf die Provinzbörsen hin, „die größere Gewähr für Richtigkeit der Preisbildung zeigen“, und kommt zu dem Schluß, daß „die Größe der nicht berechtigten Schwankungen abnehme mit der Größe des Marktes“. Abgesehen davon, daß man mit der Reduzierung der Größe des Marktes doch auch den Nachteil in den Kauf nimmt, die Bedeutung der Börse im internationalen Kapitalverkehr und für die finanzielle Mobilmachung zurückzuschrauben, übersieht Bachmann doch den wesentlichen Gesichtspunkt, daß die Kurse an den Provinzbörsen, die er zum Vergleich gebraucht, meist nur nominell sind und der Beeinflussung durch einzelne interessierte Personen weit mehr unterworfen sind, als die einer umsatzgroßen Börse. Leider fehlen

---

<sup>1</sup> H. Bachmann a. a. O., S. 121.

materielle Unterlagen zur Beurteilung der Preisbildung an den Provinzbörsen; aber es ist kein Zufall, wenn in jüngster Zeit aus den Kreisen der Provinzbörsen selbst Klagen über die Preisbildung laut geworden sind<sup>1</sup>.

Können wir uns mit der radikalen Einschränkung der Spekulation nicht befreunden, so ist schon der Vorschlag, den erst kürzlich der Herausgeber des „Österreichischen Volkswirtes“<sup>2</sup> formuliert hat, beachtenswerter. Auch er sieht in dem Zuviel der Spekulation Mängel für die Preisbildung, wünscht also auch ihre Beschränkung; er will sie aber nur dahingehend haben, daß den nicht berufsmäßigen Spekulanten, also dem großen Publikum das Spekulieren mit fremden Mitteln untersagt wird. Die Erfahrung und Kenntnis genug besitzende Berufsspekulation soll ungehindert in der bisherigen Weise weiter tätig sein können. So sehr wir uns im Prinzip mit diesem Vorschlage einverstanden erklären können und einen solchen Zustand als letztes Ziel einer gesunden Börsenentwicklung wünschen müssen, so wenig kann man sich praktisch dafür erwärmen, schon deshalb nicht, weil es unmöglich sein wird, einmal durch Gesetz die Berufsspekulation von der nicht berufsmäßigen zu scheiden (siehe Börsenregister!) und ferner festzustellen, ob es wirklich eigene Mittel sind, die das Publikum zum Spekulieren verwendet, da ja die anderweitige Lombardierung der gekauften Wertpapiere stets möglich ist. Der „Österreichische Volkswirt“ erklärt denn auch diesen Vorschlag vorderhand für eine Utopie und will deshalb zunächst andere, sofort durchführbare Reformen an seine Stelle treten lassen. Darauf wird jedoch weiter unten zurückzukommen sein.

Zur Kennzeichnung von weiteren Vorschlägen in dieser Richtung, mit denen man die Börse beglücken will, sei auf die von Mayer und Professor Cesare Vivante kurz zurückgegriffen.

Mayer<sup>3</sup> geht von den großen Kursschwankungen aus, denen seiner Meinung nach die Dividendenpapiere im Zusammenhang mit den frühzeitig beginnenden Dividendenschätzungen und der endgültigen Festsetzung der Dividende ausgesetzt sind. Diesen Unregelmäßigkeiten will er mit folgendem Vorschlag abhelfen. Die Aktionäre einer Gesellschaft erhalten das Recht, ihre Aktien zwei Monate vor der die Dividende festsetzenden Generalversammlung

<sup>1</sup> Vergl. „Frankfurter Zeitung“ vom 1. Dezember 1908.

<sup>2</sup> „Der Österreichische Volkswirt“ vom 23. Oktober 1909.

<sup>3</sup> Mayer a. a. O., S. 78.

mit der Maßgabe deponieren zu können, daß auf die deponierten Aktien eine höhere Dividende entfällt als auf die nicht deponierten. Dadurch würde der Anreiz entstehen, möglichst viele Aktien zu deponieren, wodurch wiederum dem Verkehr alle Stücke entzogen und die Spekulation lahmgelangt würde. Ist schon nicht anzunehmen, daß sich die Besitzer wegen eines so geringen Vorteils — nach des Verfassers eigenem Beispiel macht die Vergütung etwa  $\frac{1}{4}\%$  des Aktienbetrages aus, ein Prozentsatz, der gegenüber den „großen“ Kursschwankungen, von denen der Verfasser ausging, gar nichts zu bedeuten hat — auf eine Deponierung einlassen, so ist auch die mit dem Vorschlag bezweckte Lahmlegung des Geschäftes eher dazu angetan, die Preisbildung unregelmäßiger zu machen. Denn angenommen, es änderte sich im Verlaufe der letzten zwei Monate vor der Generalversammlung die bis dahin geschätzte Dividende nach oben oder nach unten, so würde durch die Sperré zunächst alle Kaufs- oder Verkaufslust aufgespeichert, um sich dann nach Erledigung der Deponierung um so stärker auf die Kursentwicklung zu entladen, oder aber es findet trotzdem in den nicht eingesperrten Aktien ein Handel statt, dann ist die Beeinflussung der Marktlage mit verhältnismäßig wenig Aktien um so leichter möglich.

Radikaler will Professor Cesare Vivante<sup>1</sup> den Kursschwankungen, insonderheit der kursdrückenden Tätigkeit der Baissiers zu Leibe gehen. Er sagt wörtlich: „um die verderblichen Wirkungen einer ungesunden Spekulation zu beseitigen, habe ich an ein höchst einfaches Mittel gedacht: an ein Verbot der Notierung von Aktien in den Kurszetteln der Börse.“ Allerdings ein sehr einfaches Mittel, vielleicht findet der Herr Professor noch, daß die Aufhebung der gesamten Börse ein noch einfacheres Mittel ist!

Auf eine Einschränkung der Spekulation zielte endlich auch das Deutsche Börsengesetz vom Jahre 1896 hin, indem es das unerfahrene große Publikum vor den Gefahren des Terminhandels zu schützen versuchte. Das Gesetz krankte von Anfang an an drei Fehlern:

1. übersah es, daß es nicht nur im Terminhandel, sondern auch im Kassageschäft eine Spekulation gab;
2. wurde mit dem — von der Regierung allerdings nicht gewollten — Terminhandelsverbot nicht die Spekulation,

---

<sup>1</sup> Eine Verteidigung der Aktiengesellschaften gegen die Mißbräuche der Börse. Offener Brief von Professor Cesare Vivante, Bologna, Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen, Berlin 1894, S. 132.

- sondern nur die eine Geschäftsform, in der sich bis dahin die Spekulation abgespielt hatte, getroffen und
3. versagte das die Berufsspekulation und Publikum trennende und kennzeichnende Börsenregister in der Praxis vollkommen.

Doch läßt sich gegen die Richtigkeit des Grundgedankens, in dem Verhältnis des Publikums zur Börse, wie es die Börsenjahre 1889—1892 geoffenbart hatten, eine Änderung herbeizuführen, nichts einwenden. In der Novelle vom Jahre 1908, die die anerkannten Fehler beseitigen sollte, hat man sich aber — vielleicht ungewollt — auch von diesen Grundgedanken ganz erheblich wieder entfernt. Neben der Beseitigung des Terminhandelsverbots und des Börsenregisters, sowie der genauen Festsetzung der terminhandelsfähigen Personen bringt die Novelle die außerordentlich weitgehende Bestimmung, daß einmal gestellte Sicherheiten auch von Nichtterminhandelsfähigen nicht zurückverlangt werden können. Damit ist, wie in der „Bank“<sup>1</sup> zutreffend bemerkt worden ist, ganz Deutschland wieder terminhandelsfähig, und somit der alte Zustand, der vor 1896 zu den heftigsten Klagen Veranlassung gegeben hatte, wieder hergestellt worden. Denn ohne Sicherheitsstellung führt kaum ein Banker für irgend jemand Geschäfte aus, zum allerwenigsten aber für solche Personen, die zu dem sog. unerfahrenen Publikum zählen. Allerdings besteht gegen früher der wichtige Unterschied, daß die Vermittlung der Geschäfte nicht mehr in den Händen privater, selbst spekulierender Bankers liegt, ein Zustand, den wir als äußerst mißlich für die Preisbildung bezeichnet hatten. Deshalb vermögen wir uns auch den Wünschen von Riesser<sup>2</sup>, überhaupt den meisten Bankmännern, daß es zu einer Auferstehung dieser Vermittlungsglieder kommen möge, nicht ganz anzuschließen. Sie mögen als Eigenspekulanten kommen, aber nicht zugleich als Kommissionäre für das Privatpublikum. Es verdient aber hervorgehoben zu werden, daß man schon nach einjähriger Wirkungsdauer der Börsennovelle von 1908 tatsächlich eine Vermehrung dieser Zwischenglieder wahrnehmen will.

b) Damit sind wir schon bei den Bestrebungen angelangt, die auf eine Stärkung der Börse hinauslaufen. Das Schlagwort von der „starken“ Börse hat in dem Kampf um die Börsenreform 1896—1908 eine große Rolle gespielt und insbesondere im Zusammenhange mit der Frage nach der finanziellen Kriegsbereitschaft

---

<sup>1</sup> „Die Bank“, Jahrgang 1908, S. 339. Vergl. auch oben S. 168.

<sup>2</sup> Riesser, Finanzielle Kriegsbereitschaft u. Kriegsführung, Jena 1909, S. 39.

eine nicht zu unterschätzende Bedeutung erlangt. Vom Standpunkt der volkswirtschaftlichen Richtigkeit der Preisbildung gelangen wir zu folgender Stellungnahme. Erblickt man die Stärke der Börse in dem Vorhandensein einer zahlreichen und kapitalkräftigen Berufsspekulation, so kann man dem zustimmen, wenn der unerfahrene und nicht geschäftskundige Teil des Publikums ferngehalten wird. Ohne ein großes Publikum wird sich aber eine starke Berufsspekulation auf die Dauer nicht halten können; deshalb versteht man unter einer starken Börse: ausgiebige Beteiligung des großen Publikums. Dieser starken Börse kann man mit Rücksicht zunächst auf die Preisbildung nicht das Wort reden. Nun ist zwar der Begriff „stark“ an sich ein relativer. Versteht man darunter den durch Berufsspekulation und Publikum stark gesteigerten Terminumsatz, der in keinem Verhältnis mehr zu den wirklichen Warenumsätzen, den vorhandenen Aktien steht, dann ist ein solcher Börsenverkehr gleichbedeutend mit einer Verschlechterung der Preisbildung. Dafür liefert die Börsenentwicklung der Jahre 1889/90 den besten Beweis. Man tauscht also den angeblichen Vorzug der starken Börse ein mit den sich aus der übermäßigen Beteiligung ergebenden Nachteilen einer leicht möglichen Unsolidität des Börsenverkehrs und einer ungünstigen Beeinflussung der Preisbildung. Ist man von der Überzeugung durchdrungen, das Börsengeschäft allgemein solider gestalten zu müssen, dann muß man es so weit einschränken, daß Spekulation und Kapitalanlage wenigstens in einem ungefährnen Verhältnis zueinander stehen. Will man den Verkehr steigern, die Börse stark machen, dann muß man Freiheit schaffen, aber wie gesagt, mit der Folge, daß Ausschreitungen unausbleiblich sind. Das lehrt die Geschichte der Wertpapierspekulation in einwandfreier Weise.

Nun ist bei dieser Frage zu bedenken, daß die „starke“ Börse eigentlich nur für den Fall politischer oder kriegerischer Verwicklungen gebraucht wird. In der Hauptsache ist aber die internationale Stellung einer Börse, deren Bedeutung wir für das Wirtschaftsleben einer Nation nicht unterschätzen, von der Größe und Zusammensetzung der Berufsspekulation und vor allem von dem Umfang und dem Charakter der an einer Börse gehandelten internationalen Wertpapiere (London!) abhängig. In nur geringem Maße hat hierauf die große Masse des in lokalen Dividendenpapieren spekulierenden Publikums einen Einfluß. Berücksichtigt man ferner, daß sich die Verhältnisse am Kapital- und Wertpapier-

markt gegenüber früheren Jahren, an die man zum Vergleiche zunächst denkt, durch die Entwicklung der Großbanken von Grund auf geändert haben, so ist eine mäßige Erschwerung des Zutritts des Publikums zu dem zu großen Kursschwankungen neigenden Markt der lokalen Industriepapiere durchaus zu befürworten.

Erblicken die Anhänger der „starken“ Börse die Erreichung ihres Ziels mehr in der ungehinderten Beteiligung weiterer Kreise des Publikums an der Wertpapierspekulation, so laufen andere Vorschläge darauf hinaus, durch eine Änderung der Organisation eine Stärkung der Börse herbeizuführen. Von diesen kommen hauptsächlich die vom „Praktiker“<sup>1</sup> und von Wermert<sup>2</sup> in Betracht.

Wie schon oben hervorgehoben<sup>3</sup>, hält der „Praktiker“ die immer größeren Umfang annehmende Kompensation der Aufträge durch die Großbanken für die Preisbildung für nachteilig, weil durch sie Angebot und Nachfrage auf den Kopf gestellt wird<sup>4</sup>. Es müsse deshalb das Bestreben vorherrschen, die Kompensationsmöglichkeit zu beschränken und der Börse mehr Aufträge zuzuführen. Um dies zu erreichen, schlägt der „Praktiker“ eine unterschiedliche Besteuerung vor, nämlich eine höhere Besteuerung für die Geschäfte, die nicht durch die Makler vermittelt worden bzw. nicht zu ihrer Kenntnis gebracht worden sind<sup>5</sup>. Es läßt sich nicht leugnen, daß hierdurch zum mindesten die Tendenz erzeugt wird, des Kostenunterschiedes wegen die Mitwirkung der Makler in stärkerem Maße als bisher in Anspruch zu nehmen, aber einen ganzen Erfolg wird man sich von dieser Maßregel nicht versprechen können. Wie von anderer Seite<sup>6</sup> schon bemerkt worden ist, wird in vielen Fällen der Kommissionär auch gern den erhöhten Stempel tragen, nämlich dann, wenn er aus besonderen Gründen das Geschäft nicht bekannt werden lassen will und durch die Beeinflussung des Kurses größeren Vorteil aus der Kursentwicklung erwartet. In erster Linie wird dies naturgemäß auf dem Gebiet des Aktienhandels der Fall sein, weil hier die Kursschwankungen verhältnismäßig am größten sind.

<sup>1</sup> Wie kann die Börse mehr der Allgemeinheit dienstbar gemacht werden ? Von einem „Praktiker“. Schmollers Jahrbuch 1907, I. Heft, S. 653 ff.

<sup>2</sup> Georg Wermert, Mittel zur Schaffung der Kurszettelwahrheit. Jahrbücher f. Nat. u. Stat., Bd. 88, 1907, S. 652 ff.

<sup>3</sup> S. 57.

<sup>4</sup> Über die Unrichtigkeit dieser Behauptung siehe oben S. 58.

<sup>5</sup> „Praktiker“ a. a. O., S. 8.

<sup>6</sup> Bernhard, im „Plutus“, Jahrg. 1907, S. 153.

Weil die Zuführung der Geschäfte an die Börse mittelst der unterschiedlichen Besteuerung eben nur in geringem Maße möglich sein wird, und die Börse eine mäßige Vermehrung der dort zu tätigenden Abschlüsse durchaus vertragen kann, kann man sich mit diesem Vorschlage des „Praktikers“ einverstanden erklären, insbesondere auch von dem Gesichtspunkte aus, daß dadurch den Maklern wieder ein größerer Verdienst zufließen würde. Wenn aber Wermert, der diesen Gedanken aufgreift und ihn zur Unterlage weiterer Vorschläge macht, den Deklarationszwang fordert, um alle Geschäfte, sowohl die von den Banken kompensierten wie die im freien Verkehr abgeschlossenen, zur Kenntnis des Maklers zu bringen, so muß man dem vom Standpunkt einer ungestörten Preisbildung entschieden widersprechen. Denn sobald wieder die gesamten Aufträge an der Börse bekannt werden, wenn bekannt wird, wieviel von einem Papier gekauft wird, von wem es gekauft wird und in welche Hände es übergeht, dann erlangt die Berufsspekulation wieder den gewaltigen Vorsprung, die jeweilige Marktlage der einzelnen Papiere genau zu kennen, und daraufhin alle Marktchancen gegen das außerhalb der Börse befindliche Publikum auszunutzen. Nach den Erfahrungen der früheren Zeit versprechen wir uns davon aber keinen Vorteil für die Preisbildung.

Beide Reformer gehen aber in ihren Vorschlägen noch weiter. „Praktiker“ will die Kursmakler, die heute nur ein beschränktes Selbsteintrittsrecht bei der Festsetzung der Kurse ihrer Wertpapiere haben, zu einem Kursmaklerverein zusammenschließen mit der Bestimmung, daß sie in Höhe der ihnen überwiesenen Kontingente für Rechnung des Vereins Spekulationsgeschäfte und zwar in „ihren“ Papieren abschließen dürfen. Wie man sieht, eine Nachbildung der an der Pariser Börse organisierten agents de change. Von diesem Kursmaklerverein verspricht sich der „Praktiker“ den Vorteil, daß er die für die Preisbildung im allgemeinen nützliche Tätigkeit der Kulisse ergänzt, nämlich dadurch, daß der Kursmaklerverein erstens alle Papiere in seinen Tätigkeitsbereich hineinzieht, wohingegen heute die Kulisse immer nur in ein paar Standardpapieren arbeitet und die übrigen Papiere vernachlässigt, und daß er zweitens über solidere und kapitalkräftigere Mitglieder verfügt, die dem Markt auch in bewegten Zeiten eine bessere Stütze zu bieten vermögen. In erster Linie kommt dieser Vorschlag, der übrigens in seinen Einzelheiten, auf die hier nicht näher einzugehen ist, gute Kenntnis mit den einschlägigen Verhältnissen verrät, den Maklern selbst zugute; für den Markt entsteht eine neue Schicht

von Spekulanten, die, wenn sie wirklich in dem Rahmen des Vorschlags tätig wird, durch ihre Sachkenntnis, ihre Kapitalkraft und die von der Aufsichtsbehörde kontrollierte Vorsicht in der Geschäftshandhabung sicherlich einen günstigen Einfluß auf die Preisbildung ausüben wird. Es entsteht nur die große Gefahr, daß die Spekulation innerhalb des Kursmaklervereins gerade infolge des einzig dastehenden Einblicks, den seine Mitglieder in ihrer Eigenschaft als amtliche Makler in die Marktlage ihrer Papiere haben, leicht zu wildem Spiel ausartet, das unter Mitwirkung von Strohmännern der Aufsichtsinstanz unbekannt bleiben kann.

In anderer Weise will Wermert die Reform der Börse vollenden. Zunächst soll der Deklarationszwang, durch den die Geschäfte zur Kenntnis der Makler kommen, noch dadurch verstärkt werden, daß den Banken einfach das Recht zum Selbsteintritt genommen wird (!). Damit noch nicht genug. Um die Vorherrschaft der Großbanken im Börsenhandel zu brechen, soll ferner das sog. „Börsenstapelrecht“ fallen, d. h. die Makler sollen berechtigt sein, nur von Börsenbesuchern, also von den am Börsenplatz ansässigen nicht Banken, sondern auch von außerhalb der Börse stehenden Personen und Firmen direkte Aufträge entgegenzunehmen<sup>1</sup>. Mit anderen Worten: die Provinzbanken und -bankers sollen der Vermittlung ihrer Geschäfte durch die Großbanken nicht mehr bedürfen. Wermert übersieht nur, daß die zahlreichen Aufträge bei den Großbanken in erster Linie eine Folge ihrer Überlegenheit in der Kreditgewährung sind, die gerade im Effektengeschäft eine große Rolle spielt. Abgesehen ferner davon, daß mit solchen Vorschlägen die radikalsten Umwälzungen an der Börse und im Börsenhandel verknüpft sind, indem sie eine in jahrelanger Übung herangewachsene Arbeitsteilung mit allen ihren Feinheiten wieder zurück schrauben, daß sie ferner die Makler, deren Zahl bedeutend vermehrt werden müßte, zu mehr oder minder großen Bankgeschäften machen und Unbequemlichkeiten in der Effekten- wie Geldlieferung im Gefolge

---

<sup>1</sup> Etwas ähnliches hat schon früher einmal für kurze Zeit an der Berliner Börse bestanden. Um der wachsenden Konkurrenz der Großbanken im Börsengeschäft zu begegnen, gingen im Jahre 1894 einige Maklerfirmen (nicht Kursmakler) dazu über, auch von Nichtbörsenbesuchern Aufträge anzunehmen. Dagegen setzten sich die Banken zur Wehr, indem sie beschlossen, fortan mit diesen Firmen weder Börsengeschäfte abzuschließen, noch Reportgelder an sie zu verleihen. Diese Maßnahmen hatten zur Folge, daß die Maklerfirmen bald wieder zu ihrer ursprünglichen Tätigkeit zurückkehrten. Vergl. hierzu Heinemann a. a. O., S. 704.

haben, wird mit diesen Umwälzungen zugleich ein Zustand hervorgerufen, der für die Preisbildung nur der denkbar ungünstigste sein kann. Denn nun herrscht der Makler in seinen Papieren souverän; er sieht nicht nur durch den Deklarierungzwang alle Geschäfte der Börsenbesucher, sondern er erfährt auch durch die direkte Verbindung mit den Provinzbanken die Kreise, aus denen die Aufträge stammen, kann also mit einem Blick die genaue Marktlage seines Papieres überschauen. Wermert sieht denn auch selbst die hierin liegende Gefahr, weshalb er als Schlüßstein seiner Börsenreform ein Verbot der eigenen Spekulationen der Makler fordert: „weil sonst ein wildes Jobbertum eingreifen würde.“ Aber die große Zahl von Maklern dürfte zu suchen sein, die sich derartige in ihre Hand gegebene Gewinnmöglichkeiten einfach entgehen ließen, zumal die Spekulationen wiederum mit Leichtigkeit durch vorgeschoßene Strohmänner, Angehörige, Verwandte, Geschäftsteilhaber, Tochtergeschäfte usw. verdeckt werden können.

Wir müssen feststellen: die Wermertschen Vorschläge haben den einseitigen Vorteil, daß der Verkehr an der Börse lebhafter wird, aber die viel größeren Nachteile, daß diese künstlich gesteigerte Lebhaftigkeit mit Sicherheit zu vielen Ausschreitungen der Spekulation und Preismißbildungen führen wird.

c. Von den Reformbestrebungen, die an die Personen anknüpfen, steht die ebenso alte wie bekannte Forderung auch heute noch obenan, daß die Durchschnittsqualität der Börsenbesucher in hohem Maße verbessерungsbedürftig ist. In dieser Beziehung weist man gern auf die Börsen in London und New-York hin, die als Privatvereine rigorose Aufnahmebedingungen stellen (hohe Kauttionen, makellosen Ruf) und weitgehendste disziplinarische Machtbefugnisse gegenüber ihren Mitgliedern haben. An der Pariser Börse liegen die Dinge praktisch ähnlich. Demgegenüber ist die Verfassung der Berliner Börse gerade entgegengesetzt: tatsächlich ist hier der Zutritt nach der Börsenordnung allen Personen, mit Ausnahme derer, die sich gerade in Vermögensverfall oder in Zahlungsschwierigkeiten befinden (nicht befunden haben) oder nicht im Besitze der bürgerlichen Ehrenrechte sind, ohne Schwierigkeiten möglich, und auch vorkommende Ausschreitungen können in keiner Weise hinreichend geahndet werden. Der von vielen Seiten<sup>1</sup> er-

---

<sup>1</sup> v. Schulze-Gävernitz, Volkswirtschaftliche Studien aus Rußland, Kapitel: Die Rubelbörse in Berlin, S. 515.

hobenen Forderung, auch die Verfassung der Berliner Börse, die eine ausgesprochen demokratische ist, zu einer mehr aristokratischen zu gestalten, die Börse überhaupt mehr zu einer Einrichtung für die Reichen zu machen, kann man rückhaltlos zustimmen. Mittellose Leute, deren Kapital nur aus „Notizbuch und Bleistift“ besteht, und sonstige fragwürdige, in anderen Berufen gescheiterte Personen gehören nicht an die Börse, die berufen ist, für einen sehr erheblichen Teil des Nationalvermögens die Bewertung vorzunehmen. Auf die Nachteile, die der Preisbildung aus der Beteiligung der sog. schwachen Hände erwachsen, ist in der obigen Darstellung eingehend hingewiesen worden. Mit Recht ist ferner bemerkt worden, daß durch eine aristokratische Verfassung auch das Ansehen des Standes der Berufsspekulation gehoben wird, und daß potente und urteilsfähige Privatbankers sich hierdurch weniger veranlaßt sehen, sich frühzeitig von der Börse zurückzuziehen.

Nun lassen sich die Verfassungen der anderen Börsen nicht einfach auf die heutige Berliner Börse übertragen; auch sie haben eine lange Zeit wechselnder Entwicklung hinter sich. Inzwischen hat auch die Börsenordnung der Berliner Börse vom 1. Mai 1903 beachtenswerte Ansätze gemacht, den schlimmsten Auswüchsen entgegenzutreten, und unter anderem die alte Forderung als Vorschrift aufgenommen, daß neuaufzunehmende Personen drei Gewährsmänner zu stellen haben, die selbst schon zwei Jahre an der Börse zugelassen sind und den Antrag zur Aufnahme unterstützen müssen. Aber solange nicht die Börsenmitglieder einen mit genossenschaftlichen Tendenzen durchsetzten, geschlossenen Verein darstellen, der nur dann neue Mitglieder aufnehmen kann, wenn andere ausscheiden, oder neben der persönlichen Qualifikation, die sich sowohl auf Ruf und Lebensführung wie auf Geschäftserfahrung zu beziehen hat, zum mindesten ein nicht zu niedrig bemessenes Eintrittsgeld fordert, bleibt die Aristokratisierung der Börse in weiter Ferne.

So sehr wir, wie gesagt, eine Änderung der Börsenverfassung im obigen Sinne befürworten, so wenig glauben wir allerdings, daß mit dieser Reform allein das Ideal einer Börse erreicht wird. Die New Yorker Börse, die im besten Sinne eine Börse für die Reichen ist (ein Börsensitz kostet bis zu 300 000 Mk.) zeigt, was dort an Ringbildungen geleistet wird, wie einzelne Kapitalmagnaten die Kurse, ja manchmal die ganze Börse beherrschen, welche ungeheuren Preisschwankungen nicht nur beim Konjunkturwechsel sondern auch in gewöhnlichen Zeiten vorkommen. Über die Preisbildung an der Londoner Börse sind wir im einzelnen weniger unterrichtet;

wie aber ein Kenner<sup>1</sup> der englischen Börsenverhältnisse mit Nachdruck hervorhebt, hat die Exklusivität der Londoner Börse doch auch nicht verhindert, daß der Verkehr an ihr zeitweise in wildes Spiel übergegangen ist, und zwar einfach dadurch, daß die outside brokers, die selbst nicht zur Börse zugelassen sind und ihre Geschäfte durch die eigentlichen brokers besorgen lassen, also der viel gerühmten Kontrolle der Börse gar nicht unterstehen, daß diese Außenseiter immer wieder das Publikum in Massen zu den bedenklichsten Spekulationen angeregt und auch verleitet haben.

Hiermit ist zugleich der springende Punkt aller Börsenreform berührt worden. Es wird vielfach übersehen, daß die Börsenbesucher jeweils nur einen Teil — wenn auch nicht den unwichtigsten — der an der Preisbildung mitwirkenden Personen bilden, und daß man daher die Durchschnittsqualität auch der übrigen Interessenten verbessern muss, wenn man einen ganzen Erfolg erzielen will. In Frage kommen die Wertpapierhändler, die Banken und Bankers, und das große Publikum.

Was zunächst die Wertpapierhändler anlangt, so bietet der von dem Herausgeber des österreichischen Volkswirts<sup>2</sup>, anlässlich der neuen das Börsenspiel betreffenden Bestimmungen des österreichischen Strafgesetzbuches gemachte Vorschlag manches auch für Deutschland Beachtenswerte. Der Gedankengang ist folgender. Die für die Preisbildung so unerwünschte Massenbeteiligung des Publikums am Börsenspiel beruht in erster Linie auf der Raterteilung der zahlreichen Inhaber von Börsenkontoren und deren Agenten. Während aber in anderen Berufen der einzelne darum muß, ob er die zu seinem Beruf erforderlichen Kenntnisse und Fähigkeiten besitzt, fühlt sich im Wertpapierhandel jeder dazu berufen, obwohl gerade die Raterteilung über die Anlage von Vermögenswerten zu den schwierigsten und sowohl für den einzelnen Kapitalisten wie für die Gesamtheit gefährlichsten Aufgaben gehört. Daher müsse für eine Besserung der wirtschaftlichen und finanziellen Kenntnisse bei den berufsmäßigen Wertpapierhändlern gesorgt werden. Möglich sei dies nur durch eine Hebung des Standesbewußtseins und des Verantwortlichkeitsgefühls. Zu diesem Zweck schlägt der Verfasser die Bildung einer Korporation der Wertpapierhändler vor, der nicht nur die Börsenbesucher, sondern alle den Wertpapierhandel be-

<sup>1</sup> Dr. Ernst Schuster, London, Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen. Berlin 1894, S. 269.

<sup>2</sup> Jahrgang 1909, 23. Oktober, Nr. 4.

treibenden Bankers im Lande anzugehören haben. Aufgabe dieser Korporation soll sein, mittelst strenger Disziplinargewalt alles zu ahnden, was gegen die Ehre des Standes verstößt. Dahin gehört: die Verleitung zum Börsenspiel unberufener Kreise, Erteilung von Ratschlägen wider besseres Wissen und unter grober Fahrlässigkeit, marktschreierische Anpreisung der eigenen Firma und des Börsenspiels. In all den Fällen, wo eine Straferkenntnis seitens der Korporation ergangen ist, soll auch zivilrechtlich die Ungültigkeit des Geschäftes für den sie beanspruchenden Klienten und die Rückgabe des Geleisteten ausgesprochen werden.

In Deutschland liegen nun zum Teil die Verhältnisse anders, zugleich auch schon günstiger. Erstlich gehört das Gros des sich an der Börsenspekulation beteiligenden Publikums zur Kundschaft der Großbanken oder der mit ihnen verbündeten Konzernbanken, so daß es nur eines Winkes von oben bedarf, um die Schalterbeamten in richtiger Weise zu instruieren. Ferner besteht tatsächlich schon in Deutschland eine der oben bezeichneten Korporation ähnliche — wenn auch losere — Vereinigung in dem Zentralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes, dem es leicht möglich wäre, sich eine straffere Organisation zu geben und in der oben gegebenen Richtung wirksam zu werden. Zu den Aufgaben des Zentralverbandes würde dann aber auch die Durchführung jener zur Gesundung der Börsenverhältnisse durchaus notwendigen Forderung gehören (vergl. oben S. 74), daß die Banken allgemein die von den Spekulationskunden zu leistenden Einschüsse erhöhten. Das Wichtigste ist aber, daß ein großer Teil der Wertpapierhändler weder der Börse angehört noch dem Zentralverband, und gerade unter diesen Outsiders befinden sich die, die mittelst Zirkularen und anderen Kniffen auf den Kundenfang gehen und das Publikum in Massen anlocken. Diese Leute zu fassen, ist schwer; zwar könnte der Zentralverband die ihm zur Kenntnis kommenden Fälle der Verleitung zum Börsenspiel und falschen Auskunftserteilung vor den Strafrichter bringen; wirkungsvoller würde jedoch die Bildung einer Korporation bleiben, der nach dem obigen Vorschlage gesetzlich alle mit Wertpapier handelnde — oder überhaupt Bankgeschäfte betreibende — Personen angehören müßten, anderenfalls ihnen einfach die Ausübung des Gewerbes untersagt wäre.

Versprechen wir uns von den Verbesserungsvorschlägen, die hier hinsichtlich der Börsenbesucher und der Wertpapierhändler wiedergegeben worden sind, zweifellos günstige Folgen für die Preisbildung und den gesamten Börsenverkehr, so scheint uns doch

der Hauptwert aller Reformen in der Aufklärung und Erziehung des großen den Börsenvorgängen ferner stehenden Publikums zu liegen.

In dieser Beziehung können wir uns auf das beziehen, was wir bereits oben<sup>1</sup> im Anschluß an das Kapitel über die Stellung des Publikums zur Preisbildung gesagt haben. Nicht damit ist alles erreicht, daß man das Publikum mit der Technik der Börsengeschäfte und den mit dem früheren Gesetz gegebenen mannigfachen juristischen Börsenfragen vertraut macht; sondern jeder, der sich am Börsengeschäft beteiligt, sollte genau Wesen und Unterschiede der Spekulation und Kapitalanlage kennen, sollte wissen, wie die Kurse zustandekommen, wie das Verhältnis des Kurses zum Wert der Papiere, der Börsenentwicklung zur Industriee Entwicklung ist, welche Faktoren — außer der für den Kurs zunächst in Betracht kommenden Dividende — für die Preisbildung maßgebend sind (Geld- und Kapitalmarkt, Engagementsverhältnisse); er sollte einen Überblick über die Kursregulierung durch die Ein geweihten sowie durch die Banken und Bankers haben, sollte mit den Tricks und den Geschäftsgewohnheiten der Berufsspekulanten vertraut sein. Alles dieses würde das Publikum zu einem besseren Urteil über die Marktlage befähigen, zu genauer Überlegung bei der Erteilung von Aufträgen anregen und dadurch würde es vor allen Dingen der Raterteilung und Verlockung kritischer gegenüberstehen.

Die Wege und Mittel, die zur Erreichung dieses Ziels führen, sind gleichfalls schon gestreift worden. Mit gelehrt Abhandlungen ist es nicht allein getan; die so außerordentlich fruchtbare Börsen enquête von 1894 ist in ihren Einzelheiten dem großen Publikum durchaus unbekannt geblieben. In erster Linie hatten wir dem Zentralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes die Aufgabe zugedacht, unter Mitwirkung der Handels- und Gewerbe kammern in den größeren und mittleren Städten für weiteste Kreise der Bevölkerung berechnete Vorträge zu veranstalten, die die Börsenverhältnisse restlos klar zu legen hätten. Es war ferner auf die Mitwirkung der Handelspresse hingewiesen worden, die durch rücksichtslose Aufdeckung von Mißständen und Auswüchsen zur Belehrung des Publikums und zugleich zur Abstellung der Mängel beitragen kann. Wir versprechen uns aber gute Erfolge, wenn die diesbezüglichen Vorlesungen an den Hochschulen, ins-

<sup>1</sup> Vergl. S. 35.

besondere naturgemäß an den kaufmännischen Hochschulen, auch in der von uns angedeuteten Richtung ausgebaut würden. Endlich können wir uns den mit Beifall aufgenommenen Ausführungen eines Kommissionsmitgliedes der jüngsten Bankenquete durchaus anschließen, daß nicht nur in den höheren Schulen, sondern auch in den Volksschulen, den Fortbildungsschulen, erst recht aber in den Kadettenanstalten den jungen Leuten die grundlegenden Begriffe über Geld, Kapital, Verzinsung, Anlage, Kredit usw. mit auf den Lebensweg zu geben sind, „damit unser Volk in vielen Dingen mündiger werde<sup>1</sup>“.

---

<sup>1</sup> Roland-Lücke, Bankenquete 1908/09. Verhandlungen der Gesamtkommission zu Punkt VI des Fragebogens, S. 103.

