Die Preisbildung an der Wertpapierbörse

insbesondere auf dem Aktienmarkt der Berliner Börse

Von

Willi Prion

☆

Zweite Auflage

Duncker & Humblot *reprints*

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1

Zugangsdaten für Hochschule Pforzheim Management (ID: 1000176) Lizenz-ID: 1000176_1

FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Prion
Die Preisbildung an der Wertpapierbörse

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die Preisbildung an der Wertpapierbörse

insbesondere auf dem Aktienmarkt der Berliner Börse

ZWEITE AUFLAGE

Von

Dr. W. Prion

o. Professor an der Technischen Hochschule
und Honorarprofessor an der Universität Berlin

Mit graphischen Darstellungen

München und Leipzig
Verlag von Duncker & Humblot
1929

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Alle Rechte vorbehalten

Pierersche Hofbuchdruckerei Stephan Geibel & Co., Altenburg, Thür.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Vorwort zur zweiten Auflage

Die Entwicklung, die der Börsenverkehr nach Krieg, Inflation und Stabilisierung genommen hat, lassen es begründet erscheinen, eine Neuauflage dieses Buches, das vor zwanzig Jahren geschrieben und seit dem Jahre 1919 im Buchhandel vergriffen war, vorzubereiten.

Ich habe das Vergnügen gehabt, zu sehen, daß eine Anzahl von Diplom- und Doktorarbeiten erschienen ist, die entweder einzelne Teile meiner Arbeit weitergeführt oder die Untersuchungen in der gleichen Weise auf andere Marktgebiete oder auf andere Zeiten (Inflation) erstreckt haben. Insbesondere sind die Veränderungen in der Zeit nach der Stabilisierung in einer von mir angeregten Arbeit von E. Horwitz: Die Kursbildung am Aktienmarkt der Berliner Börse, behandelt worden, deren Ergebnisse bei der nunmehr vorliegenden zweiten Auflage dieses Buches berücksichtigt worden sind. Ich bin überdies Herrn Dr. Horwitz für die Hilfe, die er mir bei der Stoffsammlung geleistet hat, sehr dankbar. Ebenso habe ich Herrn cand. ing. B. Worgmann für die Anfertigung der neuen Schaubilder sowie für die Besorgung der Korrekturen zu danken.

Es sei noch kurz vermerkt, daß im zweiten Teil an einzelnen Stellen, die heute nicht mehr so wichtig erscheinen (damals aber wegen der im Gange befindlichen Börsenreform von Bedeutung waren), erhebliche Kürzungen vorgenommen worden sind, um Platz zu schaffen für die Darstellung der neuesten Entwicklung. Der andere Hinweis: daß das Studium des wirklichen Verlaufs der Preisbildung (zweiter Teil) die Grundlage für die systematische Darstellung des ersten Teiles bildet. Ohne Kenntnis der Einzelheiten des zweiten Teiles hätte der erste Teil nicht geschrieben werden können. Und endlich: es handelt sich um eine Darstellung der Preisbildung an der Börse, nicht um eine Darstellung des Börsenwesens oder einzelner seiner Teile, wie des Terminhandels oder der Kursfestsetzung. Das soll heißen, daß zwar von allen diesen Dingen die Rede ist, aber immer nur in ihrer Beziehung zur Preisbildung.

Berlin, den 2. Juli 1929.

W. Prion.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Vorwort zur ersten Auflage

„Das ganze Getriebe der Börse dreht sich um die Kurse..."[1]. „... ihre Kurse sind der Barometer fürs ganze nationale und internationale Geschäftsleben"[2]. Wird mit diesen Worten die Bedeutung der Kurs- oder Preisbildung an der Börse treffend gekennzeichnet, so findet sie ihren sichtbaren Ausdruck 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 Maklerwesen, die gesetzlichen Eingriffe des Staates (Verbote gewisser Geschäftsformen[3] und Ausweisung unliebsamer Spekulanten von der Börse[4]), staatlicherseits angeordnete Untersuchungen über die 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 am letzten Ende nur zu dem Zweck, ein gutes Gelingen der Preisbildung zu gewährleisten.

Trotz dieser hervorragenden Bedeutung der Preisbildung, die, wie ein anderer Kenner des Börsenwesens hervorhebt[5], erst die Börse überhaupt zur Börse stempelt, kann man keineswegs sagen, 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 Börsengesetznovelle von 1908, eine eingehende Bearbeitung erfahren. Im Mittelpunkt der Schriften stehen jedoch 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

---

[1] „Der Deutsche Ökonomist", Jahrg. 1894, Nr. 616, S. 519.

[2] G. Schmoller, Grundriß der Allgemeinen Volkswirtschaftslehre, II. Teil, S. 30.

[3] Vgl. die zahlreichen Verbote des Terminhandels und ihre Wiederaufhebungen in allen Ländern bei R. Ehrenberg, Die Fondspekulation und die Gesetzgebung, Berlin 1883.

[4] Beispiele: Mailänder Börse, vgl. „Vossische Zeitung" vom 22. November 1907; Neuyorker Börse, vgl. „Frankfurter Zeitung" vom 13. Oktober 1908.

[5] K. Wiedenfeld: Die Börse in ihren wirtschaftlichen Funktionen und ihrer rechtlichen Gestaltung vor und unter dem Börsengesetz. 1898, S. 17.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

1896 geschaffenen Fragen des Terminhandelsverbots und des Börsenregisters, sowie die der Rechtsprechung in Sachen des Differenz- und Registereinwandes. Soweit die Preisbildung hierbei herangezogen ist, bleiben die hierauf bezüglichen Auslassungen in den weitaus meisten Fällen auf Deduktionen beschränkt, und selbst da, wo auf Tatsachenmaterial Bezug genommen worden ist, überwiegen vorschnelle Verallgemeinerungen begrenzter Einzelvorgänge oder Schlußfolgerungen aus mangelhaften Kursstatistiken.

Derart entstandene Urteile können naturgemäß nur einen bedingten Wert haben. Trotzdem bietet sich dem Beobachter die durchaus nicht seltene Erscheinung dar, daß diese Urteile — gleich geprägten Münzen — unbesehen von Hand zu Hand gehen, um schließlich allgemeine Geltung zu erlangen, unbekümmert darum, ob die Voraussetzungen, die ihnen zugrunde lagen, sich 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 im Börsenverkehr. Nicht allein, daß die Instrumente der Preisbildung, wie man die Spekulation und das Termingeschäft gern bezeichnet, an der Produktenbörse anders wirken als an der Wertpapierbörse, sondern auch die einzelnen Marktgebiete der beiden Arten von Börsen sind zu unterschiedlich, als daß es möglich wäre, die auf einem Gebiet gewonnenen Ergebnisse ohne weiteres zu verallgemeinern. An der Produktenbörse ist es ein Unterschied, ob die gehandelte Ware einen internationalen Markt hat, oder ob ihr Wert vom Inland selbständig 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 in Wechseln und Geldsorten von dem in Wertpapieren in erheblichem Maße[6]. Bei den letzteren muß man wiederum die Preisbildung in festverzinslichen Papieren und in Aktien, in internationalen

[6] Auf diesen Gesichtspunkt weist z. B. auch v. Schulze-Gävernitz bei Besprechung der Berliner Rubelbörse in seinen volkswirtschaftlichen Studien aus Rußland, Leipzig 1899, S. 512, hin.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 die vielen Mißverständnisse, die sich widersprechenden Urteile und die sich einbürgernden falschen Ansichten.

In der nachfolgenden Arbeit soll nun versucht werden, die Preisbildung an der Wertpapierbörse darzulegen, und zwar vorzugsweise der Industriegesellschaften für das Gebiet der Aktien. Aus mehreren Gründen erscheint dieses Marktgebiet der Betrachtung besonders wert. Einmal nehmen diese Aktien einen hervorragenden Platz im gesamten Börsenverkehr ein; infolge der schwankenden Erträgnisse sind sie ferner ein beliebter Gegenstand der Spekulation, und endlich stehen sie im Mittelpunkt des leidenschaftlichen Streites um den Terminhandel, der 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“ [7] 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 auch maßgebend für die nachfolgende Bearbeitung und Einteilung des Stoffes. Demzufolge sind dem eigentlichen Problem, dem tatsächlichen Verlaufe der Preisbildung in bestimmten Zeiten und unter bestimmten Umständen (dem zweiten Teil) in einem grundsätzlichen ersten Teil allgemeine Darlegungen vorangestellt worden, die mehr die innere Verfassung der Börse, die Eigentümlichkeiten der Preisbildungsfaktoren, die Beweggründe, 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 Markte der Industriepapiere die Grundlage. Es liegt jedoch in der Natur dieser allgemeinen Betrachtungen, daß sie in der Hauptsache ebenso für den übrigen Börsenverkehr Geltung haben, zum mindesten aber für die anderen Gebiete des Aktienmarktes. —

Berlin, den 2. Juli 1910.

---

[7] Schmoller, a. a. O., S. 110.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Inhaltsübersicht

ERSTER TEIL:

Seite

Die Faktoren der Preisbildung 1

I. Die persönlichen Faktoren der Preisbildung — die Personen. 2

A. Die Spekulation 2

1. Die berufsmäßige Spekulation. 4

a) Die große Spekulation 4
Die Gründerjahre — Die Bankers bis 1896 — Im Kassageschäft — Im Terminhandel — Das Positionsspiel — Das Publikum — Die Aktienbanken

b) Die kleine Spekulation 14
Die Maklerbanken — In der Zeit nach 1896 — In der Zeit nach 1914 — Die Tätigkeit — Die Wechselstubenkundschaft — Die Spekulationsmakler — Die Kulisse

2. Die nichtberufsmäßige Spekulation 24

a) Die Industriellen und ihr Anhang. 24
Die Ausübung der Spekulation — Die Entwicklung — Die Bedenken — Die Versager

b) Die Bankangestellten und ihr Anhang. 31
Die Ausübung der Spekulation — Die Gefahren — Die Maßnahmen

c) Das Publikum 33
Die Ausübung der Spekulation — Das Publikum und die Berufsspekulation — Der Schutz des Publikums?

B. Die Kapitalisten 39

1. Die Privatkapitalisten 39
Die Bedeutung für den Markt — Nach der Inflation — Die Beratung — Die „Beamtenhausse" in der Inflation

2. Die Industriellen 44
Die Geldwertsicherung in der Inflationszeit — Die Interessenkäufe — Die Aktienpakete

3. Die Auslandskäufe 45
Der Inflationsausverkauf — Die Währungsflucht in deutsche Effekten — Die Industriefinanzierung — Die Investment-Trusts

C. Die Banken und Bankers 48

1. Die Ausgabe von Aktien 48
Das Zeichnungsverfahren — Die Konzertzeichner — Der Zeichnungspreis und der erste Kurs — Das Einführungsverfahren — Die Sperre — Die Mitwirkung der Berufsspekulation — Die Entwicklung in der Inflationszeit. — Die Rückbildung nach der Stabilisierung

2. Der Handel mit Aktien 62
Die Kursregulierung — Der Schutzpatron — Die Kursbeeinflussung — Die künstlichen Kurse — Die Banken als Nebenbörsen — Die Provinzbörsen — Die Intervention

3. Die Kreditgewährung 72
Das Termingeschäft an der Börse — Das Termingeschäft mit dem Publikum — Das Reportgeschäft — Der Reportsatz — Die Banken und die Stücke-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Seite

leihe — Das Kassageschäft an der Börse — Die Geldbeschaffung — Das Kassageschäft und der Kontokorrentkredit — Die Höhe der Einschüsse — Die Kreditspekulation

Anhang: Börsenkredit und Geldbedarf 86

II. Die börsentechnischen Faktoren der Preisbildung — die Börsentechnik 89

A. Die Engagementsverhältnisse 89

1. Im allgemeinen 89

Die Käufer und die Verkäufer — Die Hausse- und die Baissepartei

2. Die Gruppierungen 92

Die einseitigen Hausseengagements an der Börse — Die geteilten E. — Die einseitigen Hausse-E. überhaupt — Die einseitigen Baisse-E. an der Börse — Das Nichtvorhandensein von E.

3. Die Prämiengeschäfte 104

Das Wesen — Die Auflösungen — Der Einfluß auf die Preisbildung — Die heutige Bedeutung

B. Die Kapitalkraft 110

1. Die Abstufungen 110

Die „schwachen Hände" — Die „potenten" Spekulanten — Das Vermögen und die Terminspekulation — Die Zulassungsbedingungen für die Börsenbesucher

2. Die Kapitalkraft und die Marktgestaltung 114

Die Hausse — Die Baisse — Die Krise

3. Die Liquidationskassen 116

C. Das Kassageschäft 118

1. Die Kassafixen 118

Die Erfüllungsfrist — Die Blankoverkäufe

2. Der Einheitskurs 121

Das Wesen und der Umfang — Die Feststellung des Einheitskurses — Die Vorteile — Die Nachteile — Der kleine Markt im Kassageschäft — Der freie Verkehr — Der Schwankungsmarkt

3. Die Beziehungen zwischen Kassakurs und Terminkurs 129

III. Die wirtschaftlichen Faktoren der Preisbildung — die Wirtschaft 132

1. Der „innere" Wert der Aktien 132

Der Anteil am Geschäftsvermögen — Das Stimmrecht — Der Anteil am Geschäftsgewinn — Die Kapitalisierung — Der Kapitalisierungszinssatz

2. Der Geld- und Kapitalmarkt 140

Der Privatdiskontsatz — Der Bankdiskontsatz — Die Prolongationszinssätze — Der Kontokorrentzinssatz — Der Kapitalmarkt

3. Die Wirtschaftslage 146

Die Börsenmeinung — Die Handels- und Finanzpresse — Die Konjunkturforschung — Die Publizitätspflicht

4. Börsenverlauf und Wirtschaftsentwicklung 149

Die Divinationsgabe — Die Eskomtierung durch den Terminhandel — Das Beispiel 1888—1896: a) Aufschwung — b) Krise und Niedergang — Die Führerpapiere

5. Neuere Entwicklungstendenzen 158

Der Einfluß der Kartellbildung — Die Dividendenpolitik

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ZWEITER TEIL:

Seite

Der Verlauf der Preisbildung 164

I. In der Zeit bis zum Ausbruch des Weltkrieges (1914) 164

A. Vor dem Börsengesetz von 1896 164

1. Die allgemeine Börsenentwicklung . . . . . Der Aufschwung 1889/90 — Die Krise und die Depression 1891 bis 1894 — Der Aufschwung 1895 — Die Börsenkrise 1895

2. Die Kursentwicklung einzelner Aktien . . . . . 177 Die Auswahl — Die graphische Darstellung — Die Kursentwicklung und der innere Wert (I—III) — Die Kursschwankungen im Kassa- und Termingeschäft (IV)

B. Nach dem Börsengesetz von 1896 189

1. Das Börsengesetz von 1896 189

2. Die allgemeine Börsenentwicklung bis zur Börsengesetznovelle von 1908 . . . 195

3. Die Kursentwicklung einzelner Aktien bis 1908 . . . . . 195 Die Kursentwicklung und der innere Wert (I—III) — Die Kursschwankungen im Kassa- und Großkassageschäft (V) — Insbesondere: Der Ausbruch des russisch-japanischen Krieges 1904

4. Die Kursentwicklung nach der Börsengesetznovelle von 1908 (bis 1914) . . . 207

C. Die Preisbildung in der Literatur . . . . . 209 Die Gutachten zur Börsenenquete — Die Börsenenquete — Gschwindt — Bachmann — Zentralverband des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes — Göppert — Lansburgh

II. Während des Krieges und der Inflation (1914—1923) 226

III. Nach der Stabilisierung der deutschen Währung (1924—1929) 250

1. Die allgemeine Börsenentwicklung . . . . . 250 Das „Barometer der drei Märkte“ (VI) — Aktienindex und Kursschwankungen (VII—VIII)

2 Die Kursentwicklung und der innere Wert . . . . . 239 Aktienkurse und Rentabilität (IX—X)

3. Die Kursschwankungen am Kassa-, Schwankungs- und Terminmarkt . . . . 245 Der „schwarze“ Freitag (15. 5. 1928) — Die Pariser Reparationsverhandlungen

Berichtigung und Nachtrag 250

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Erster Teil.

Die Faktoren der Preisbildung.

Das Zustandekommen der im freien Marktverkehr gebildeten Preise vollzieht sich 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 klarzulegen, 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 Werte und dem großen Kreise seiner Interessenten die Marktverhältnisse ungemein unübersichtlich macht. 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:

I. die persönlichen Faktoren, d. h. alle an der Preisbildung beteiligten Personen mit den besonderen Beweggründen ihres Handelns,

II. die börsentechnischen Faktoren, d. h. die, die in der jeweiligen Verfassung der Börse, in den Engagementsverhältnissen begründet sind, und

III. 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 Preisbildungsgetriebes an der Börse hineinzuleuchten und volle Klarheit über die zahlreichen Streitfragen zu erlangen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 zu denken sind — zu scheiden[1]. Diese Einteilung, die sich auf die örtliche Verschiedenheit und auf den dem Handeln zugrunde liegenden Zweck gründet, ist eine zu äußerliche, als daß sie hier verwendet werden könnte; sie berücksichtigt nicht genügend die Qualität der Personen, ihre für die Preisbildung ausschlaggebende Marktkenntnis und Kaufkraft. Mit Rücksicht hierauf lassen sich 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.

Mit Rücksicht auf die geschichtliche Entwicklung, die bei der nachfolgenden Darlegung beachtet wird, ist mit der Spekulation zu beginnen.

A. 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 sogenannten Spekulation[2],

[1] So R. Ehrenberg, Art. Börsenwesen in der 3. Auflage des Handw. d. Staatsw., S. 177. Vgl. auch Fr. Glaser, Die Börse, Frankfurt a. M. 1909, S. 29.

[2] 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. Im gleichen Sinne wird auch in dieser Arbeit von Spekulation gesprochen. In der 4. Auflage des Handw. der Staatsw. Art. Börsenwesen ist dieser Sprachgebrauch gleichfalls — von mir — angewendet worden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

begünstigt, die aus diesen Unvollkommenheiten 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 [3].

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 ausgefüllt, und auch heute ist er durchaus noch nicht als beigelegt zu bezeichnen [4]. 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 sehr verschiedener Personen — verschieden sowohl in bezug auf ihre finanzielle Ausrüstung, als auch auf ihren sittlichen Wert — besteht, die dazu in ihrer Tätigkeit in starkem Maße von der gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Verfassung ihrer Zeit beeinflußt werden, ist eine Klarlegung dieser Frage zu erwarten.

Wenn im Nachfolgenden versucht wird, dies für die Berliner Wertpapierbörse zu zeigen, so sind, um Mißverständnisse vorzubeugen, vorweg einige Ungenauigkeiten des Sprachgebrauches, 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

---

[3] 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. Vgl. auch Fr. Glaser, a. a. O., S. 16.

[4] Vgl. dazu: R. Ehrenberg, Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung, Leipzig 1881. Otto Michaelis, Die wirtschaftliche Rolle des Spekulationshandels, Berlin 1883. H. Bachmann, Die Effektenspekulation, Zürich 1891, S. 21.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Spekulation nur die berufsmäßigen Spekulanten und alles übrige mit Publikum zu bezeichnen. Sodann kommt die Einteilung: Börsenbesucher gleich Spekulation und Außenseiter als Publikum vor. Im ersteren Falle kann dagegen die Spekulation auch außerhalb der Börse sein, nämlich soweit sie berufsmäßig ist. An der ersten Einteilung, als der in der Praxis gebräuchlichen, 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 nichtberufsmäßige Spekulation oder kurz das Publikum genannt werden.

1. Die berufsmäßige Spekulation.

a) Die große Spekulation[5]. 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 die große Menge der neugeschaffenen 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 Spielleidenschaft 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 Banken und Industriegesellschaften von der Bildfläche verschwand und die meisten der übriggebliebenen Unternehmungen zu umfangreichen Betriebseinschränkungen und Kapitalverringerungen gezwungen wurden, setzte aller Gründertätigkeit für lange Zeit ein Ziel. Die Industriellen hatten nun-

[5] 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. Vgl. auch Bruno Mayer, Die Effektenbörsen und ihre Geschäfte, Wien 1899, S. 58.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

mehr vollauf damit zu tun, die großen Schäden wieder wett zu machen, die ihnen der jähe Abschluß des Spekulationstaumels eingebracht hatte.

Inzwischen wuchs eine andere Gruppe von Personen in die Rolle der sogenannten 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, insbesondere 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 Krisis von 1873 folgenden Jahre, die dem inneren Ausbau des darniederliegenden Wirtschaftslebens gewidmet waren, bot sich intelligenten Leuten vielfach Gelegenheit, mit langsichtigen Spekulationen in diesen Heilungsvorgang einzugreifen. So haben einzelne Bankers, die ihre Zeit richtig beurteilten 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 Plänen umgestaltet und insbesondere deren finanzielle Verhältnisse mit größerer Sachkenntnis überwacht, als dies bei der Gründung oder in der Zeit des allgemeinen Spekulationstaumels 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 nichts zu sagen. Es ist bekannt, daß der Reichtum mancher, später zur Blüte gekommenen deutschen Privatbankers seine Wurzel in jenen Geschäften 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 oder außerwirtschaftlicher Ereignisse.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Müssen diese Bankers geradezu als vorbildliche 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[6] 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 ihrer hauptsächlichen oder einzigen Tätigkeit 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[7] 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 nacher ins „Unendliche" sank. Noch mehr aber zeigte sich die Verquickung der eigenen Spekulation mit der der Kundschaft in der Abwicklung der täglichen Aufträge. So erlangte der Banker aus der 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

[6] 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". Vgl. „Deutscher Ökonomist", Jahrg. 1892, S. 53.

[7] Vgl. auch L. Goldschmidt, Börse und Banken. Preußische Jahrbücher, Jahrg. 1891, S. 876.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

er wußte, daß sie aus wohlunterrichteten Kreisen, etwa von den 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 üblen 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 verquickte eigene Spekulation des Bankers in kritischen Zeiten an. War z. B. von irgendeinem 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 verschärfte sich dann am anderen Tage zur Panik, wenn das Publikum, ängstlich geworden durch entsprechende, von den Wünschen der Speku-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

lation beeinflußte 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 einen Marktvorteil aus, der 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 Lage 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 Beauftragter 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 in der damaligen Zeit (bis 1896) 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 sogenannten 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 beteiligt, als sie in der Hauptsache die Geldgeber im Prolongations-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

geschäft[8] 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 1880er und 1890er Jahre zu sagen, daß der Börsenverkehr so großzügig geworden sei, daß selbst die größten Spekulanten in Berlin jederzeit ihre „Kontrepartie" finden konnten[9]. 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 widerspiegelten. Diese Sensibilität der Börse verdient deshalb hier besonders hervorgehoben zu werden, weil, wie behauptet wird, sie diese in der Zeit nach 1896 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 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 sogenannte Positionsspiel, das Jahrhunderte alt ist und heute noch in mehr oder minder abgeschwächter Form anzutreffen ist. Hatte in ruhigen Zeiten ein Großspekulant die Marktverhältnisse dahin durchschaut, daß sich die Hausse- oder Baisseengage-

[8] Vgl. Abschnitt 3 dieses Kapitels.

[9] Nach einer Notiz im „Deutschen Ökonomist", Jahrg. 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.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ments 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 festsaßen. 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 Spielarten, sowohl im kleinen als auch 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 sogenannten 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 sammelte 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 ge-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

geben, 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 umfangreichen Spekulationen des Maklerbankdirektors Seckel[10], 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 wenig bare Mittel erforderlich waren — die Abwicklung fand erst am Monatsende durch das Prolongationsgeschäft 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[11]. Zur Kennzeichnung dieser Tatsache diene eine Bemerkung des „Deutschen Ökonomisten" aus den 1890er Jahren, 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 Mark. (Nach der Börsenusance lautete ein Schluß auf mindestens 15000 Mark.) 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 Hausse-

[10] „Deutscher Ökonomist", Jahrg. 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 längst in Vergessenheit geraten sind. Um die Jahrhundertwende war 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.

[11] „Deutscher Ökonomist" 1891, S. 479: „Der Umfang des Berliner Bankgeschäfts hat sich in den letzten zehn Jahren mehr als verdoppelt, und in gleicher Weise hat sich der Börsenverkehr ausgedehnt."

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

spekulation seiner Kundschaft ins Ungesunde gestiegen war und vermutlich bei irgendeinem 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 dieses Verhältnis von Bank und Kunde einen heiklen Punkt der damaligen Börsenfragen darstellen 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 gekennzeichnete 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 vorhergegangenen Spekulationsepoche 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[12], die sich

[12] Von einigen wenigen Berliner Privatbankers ist bekannt, daß sowohl ihre Firmen als sie persönlich sich grundsätzlich aller eigenen Spekulation enthalten.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 Umstände 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 Umständen — 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.

So ist es um die Jahrhundertwende dahin gekommen, daß die einstmals so rührige und auch so mächtige Berufsspekulation, soweit sie aus den kapitalkräftigeren Privatbankers bestand[13], vollständig in diesem Daseinskampf 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. Die Novelle zum Börsengesetz, die im Jahre 1908 den amtlichen Effektenterminhandel wieder freigab, kam zu spät, um den Fortgang dieser Entwicklung hemmen zu können. An die Stelle der großen Berufsspekulation sind heute andere Faktoren getreten, demzufolge auch die Börsenverfassung und die Preisbildung gegen früher ein anderes

[13] Vgl. Georg Bernhard, Die Börse, S. 38ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Aussehen angenommen hat. Ehe hierauf näher eingegangen wird, ist zunächst der übrige Teil der berufsmäßigen Spekulation zu betrachten.

b) 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 sogenannte kleine Spekulation genau begrenzen, da sich die Ausläufer zu sehr in dem Kreise des sonstigen spekulierenden Publikums (siehe S. 24) verlieren. Wenn man von der kleinen berufsmäßigen Spekulation spricht, so hat man vorzugsweise die große Zahl der kleineren, am Börsenplatz ansässigen und einen großen Teil der Börsenbesucher ausmachenden 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 mehr in den Bureaus der Bankers oder der Depositenkassen der Banken verkehrende 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[14] erhielt. Es entstand in jener Zeit die viel besprochene Einrichtung der Maklerbanken und -firmen, durch die die kleine Spekulation 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[15], haben diese Maklerbanken den Zuzug kapitalschwacher Elemente zur Börse in starker Weise gefördert und zuweilen unheilvoll auf die Ausdehnung der Spekulationssucht 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

---

[14] Vgl. Carl Gareis, Die Börse und ihre Gründungen. Berlin 1874, S. 6.

[15] Vgl. Ernst Heinemann, Art. Kulissenhäuser. Zeitschrift „Die Nation", Nr. 49, Jahrg. 1894/95.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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[16]. 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[17], 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 Faktoren an der Börse (Großbanken) erhöhten das Risiko der Maklerbanken derart, daß ihr Dasein in Frage gestellt wurde. Im Jahre 1886 waren nur noch drei dieser Institute tätig, nach 1905 zeugte allein der Berliner Maklerverein von entschwundener Pracht; aber auch dieser nahm 1923 ein Ende[18].

Auch in der Zeit bis 1910 ist die Entwicklung dieses Teiles der Spekulation, gleich der der großen, sehr bemerkenswert gewesen. Auf der einen Seite sind die zu ihnen gehörenden kleineren Bankers von denselben Faktoren (oben S. 12/13) in ihrer Lebensfähigkeit bedroht worden, wie alle Privatbankers in demselben Zeitraum. Zum Teil haben sie sich durch den wachsenden Wettbewerb der Großbanken ebenfalls veranlaßt gesehen, die Geschäfte einzustellen oder an eine Großbank zu verkaufen, zum Teil haben sie den Wettbewerb mit den Großbanken aufgenommen und dadurch eine starke Einengung ihres Kommissionsgeschäftes erfahren, oder sie haben endlich als kleine Spekulanten oder als Makler geendet. Auf der anderen Seite hat sich der Kreis der kleinen Spekulanten durch den Hinzutritt zahlreicher ehemaliger Makler, denen die Vermittlungstätigkeit[19] immer mehr beschnitten wurde, und durch das Eindringen solcher Personen vergrößert, 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

[16] Georg Bernhard, a. a. O., S. 47.

[17] „Deutscher Ökonomist", Jahrg. 1891, S. 481.

[18] Georg Bernhard, a. a. O., S. 49; Saling's Börsen-Papiere, I. Teil, 20. Auflage 1928, S. 288.

[19] Vgl. unten Abschnitt C dieses Kapitels: Banken und Bankers.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

erheblich verschlechtert hat, ist dagegen ihre Bedeutung für die Preisbildung 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 recht bedeutend, 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 ¼% höher oder niedriger zu schreien. In der Zeit bis 1914 aber, wo es eine große Berufsspekulation nicht mehr gibt, spielte die kleine Spekulation insofern eine gewisse Rolle bei der Preisbildung, als sie es war, die die berufsmäßige Spekulation überhaupt verkörperte.

In der Zeit nach 1914 hat die kleine Berufsspekulation, sowohl was Zusammensetzung als auch Bedeutung anlangt, eine bemerkenswerte Wandlung erfahren. Als sich zu Kriegsbeginn mit Einstellung der amtlichen Kursfeststellung die der Stempelvereinigung angehörigen großen Banken und Bankers von dem dann einsetzenden inoffiziellen Börsenverkehr fernhielten, gingen zahlreiche Großbankkunden zu den Privatbankers über, um dort ihre Börsengeschäfte erledigen zu lassen. Sie blieben auch fernerhin hier, als sich — Ende Mai 1915 — die Großbanken wieder am Börsenhandel beteiligten. Mit Aufhören der amtlichen Kursfestsetzung vollzog sich der Effektenhandel nicht mehr in der Form des Kommissionsgeschäfts, sondern in der des Eigenhandels, wodurch es den Banken möglich war, große Zwischengewinne zu machen. Diese Umschichtungen führten zu einer Erstarkung der alten Privatbankgeschäfte sowie zu einer Massengründung von neuen Bankbetrieben. Als dann in den Inflationsjahren unter der Arbeitsüberlastung der großen Aktienbanken die Aufträge nur unpünktlich ausgeführt und kleinere überhaupt abgelehnt wurden, wandten sich erneut breite Schichten des Publikums den privaten Firmen zu, so daß der Privatbankerstand geradezu eine Wiederauferstehung erleben konnte. Es kam noch einmal zu einer großen Zahl von Neugründungen — und es blieb nicht aus, daß sich ein großer Teil der Privatbankers selbst am Börsengeschäft beteiligte. Im Zusammenhang hiermit stieg die Zahl der Börsenbesucher stark an (von 1900 Ende 1913 auf 2400 Ende 1922)[20]: die Berufsspekulation spielte wieder eine große Rolle an der Börse.

[20] E. Horwitz, Die Kursbildung am Aktienmarkt seit der Stabilisierung. Berlin 1929, 1. Teil, 1. Abschnitt I, 1c. Daselbst wird erwähnt, daß im gleichen Zeit-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Als nach der Stabilisierung das Börsengeschäft einzuschrumpfen begann, zeigte es sich, daß auch hier eine Übersetzung Platz gegriffen hatte und eine Rückbildung nötig wurde. Sie kommt darin zum Ausdruck, daß eine beträchtliche Zahl der neu gegründeten Bankgeschäfte wieder eingegangen ist, daß die Zahl der Börsenbesucher wieder auf 2366 (1. Januar 1929) zurückgegangen ist, und daß unter den noch verbliebenen kleineren Privatbankers, Spekulanten und Maklern ein erbitterter Existenzkampf ausgebrochen ist, an dessen Ende zweifellos die Erkenntnis stehen wird, daß es sich bei diesem Aufleben der kleinen Spekulation doch nur um eine vorübergehende Erscheinung gehandelt hat.

Da nach Eingehen der großen Spekulation diese kleine Spekulation mehr oder weniger die Berufsspekulation überhaupt verkörpert, soll im folgenden auf ihre Tätigkeit 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 Schätzungen 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 in knappen Umrissen, ohne Zusammenhang 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 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,

---

raum die Zahl der an der Börse zugelassenen Angestellten (der Banken und Bankers) von 1500 auf 3700 gestiegen war. (Am 1. Januar 1929 nur noch 2245.)

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 Börsentrubels 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 sogenannter Tricks[21] zählt, so bleiben dennoch ihre Geschäfte oft sehr riskant. Sie laufen immer Gefahr, die Wir-

[21] Des besseren Zusammenhangs wegen sind einige der beliebtesten Tricks weiter unten in dem Abschnitt: Banken und Bankers mitgeteilt. Ein sehr gebräuchlicher Kniff wurde früher auch mit dem Dividendenscheinhandel verbunden, als es noch an der Berliner Börse — bis Ende 1912 — üblich war, die Dividendenscheine schon am Schluß des Geschäftsjahres, anstatt — wie heute — nach der Generalversammlung abzutrennen und vom Kurse der Aktien abzusetzen. Kurz vor Ablauf des Geschäftsjahres einer Gesellschaft, oder wenn die Schätzungen über die mutmaßlich zur Verteilung gelangenden Dividenden begannen, boten die Spekulanten unter lautem Geschrei an der Börse für die Dividendenscheine bestimmter Gesellschaften einige Prozente mehr, als die Schätzungen lauteten und möglicherweise auch wirklich später dafür zur Auszahlung gelangten. Durch dieses Verfahren hofften sie eine Steigerung des Kurses der Aktien jener Gesellschaften herbeizuführen, da ja jedes Prozent Mehrdividende eine Werterhöhung der Aktien um etwa 20 Prozent rechtfertigt. Durch die Zeitungsnachrichten, daß die Dividendenscheine zu soundso viel Prozent an der Börse gehandelt worden sind, stellten sich dann gewöhnlich Kauflustige ein, die den Kurs der Aktien im Verhältnis zu der zu erwartenden Dividende niedrig fanden und daraufhin Aufträge zum Ankauf gaben. Das war 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 erlitten — falls die Geschäfte darin nicht einfache Scheingeschäfte waren —, wurden sie durch die Kurssteigerung der Aktien reichlich entschädigt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

kung 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 irgendwelchen Gründen ausbleiben.

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 Zusammenfassung der Geschäfte bei den Großbanken und die von diesen ausgehende Beeinflussung der Preisbildung [22] werden die Marktverhältnisse für den einzelnen Spekulanten an der Börse mehr oder weniger 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 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 schließlich 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, als aussichtsreich noch übrig: die Verwertung guter Tips, zu deren Erlangung sie stündlich auf der Lauer liegen oder die Spekulationskundschaft der Bankangestellten suchen, die ihnen Fühlung mit den Geschäften der Großbanken verschafft.

Eine andere Klasse der kleinen Spekulation besteht aus einem Teil der sogenannten 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. Diese Wechselstubenkundschaft läßt sich im großen und ganzen in ihrer Tätigkeit von denselben Beweggründen leiten wie die die Börse besuchenden Spekulanten. Nur ist bei ihnen zu berücksichtigen, daß

[22] Vgl. unten Abschnitt C dieses Kapitels: Banken und Bankers.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ihre Geschäfte niemals ganz unbeobachtet bleiben, vielmehr die in der Wechselstube mitversammelten Spekulanten zu gleichem Tun mitreißen können, und ferner, damit zusammenhängend, daß die Wechselstubenvorsteher leicht in der Lage sind, ihre Kundschaft 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 gesamte Wechselstubenkundschaft 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 für die Börse ist dabei, daß sie nur geringen Rückhalt an der kleinen Spekulation, insbesondere der Wechselstubenspekulation 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. In der Zeit nach der Stabilisierung ist hierin insofern eine Änderung eingetreten, als auch diese Kreise länger an ihren Engagements festhalten — weil sie mit vielen anderen der Meinung sind (1929), daß die strukturellen Kursveränderungen — und zwar nach oben — immer noch nicht zu Ende sind.

Von den an der Börse selbst handelnden kleinen Spekulanten ist ferner die Gruppe der sogenannten 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

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Börse einen Gegenkontrahenten zu finden, so daß er seinen Gewinn, der häufig nur auf ¼ bis ⅛% 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[23]. Sie kümmern sich wenig um die besonderen Verhältnisse der Gesellschaften, deren Aktien sie handeln, haben an der voraussichtlichen Entwicklung, die das Unternehmen nehmen wird, seinen 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 herumzuspekulieren". Sie haben sich vielmehr einzelnen Papieren zugewendet[24], 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[25] bezeichnet. Sie finden

---

[23] Die Schwankungen der Kurse während der Nachbörse hängen in vielen Fällen mit dem Bemühen dieser Spekulanten zusammen, sich noch vor Schluß der Börse glattzustellen.

[24] Eine anschauliche Schilderung der Zusammensetzung dieser untersten an der Börse handelnden Spekulantenschicht gibt Georg Bernhard in seinem Buche: Die Börse. Vgl. daselbst auch S. 45.

[25] Die Bezeichnung Kulisse wird noch in einem anderen Sinne gebraucht. So versteht Heinemann, Artikel Kulissenhäuser in „Die Nation", Nr. 49, Jahrgang

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 kursregelnde Banker[26] 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 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 Papieres 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

---

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.

[26] Vgl. unten Abschnitt C dieses Kapitels: Banken und Bankers.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

vorschieben, der für sie die Geschäfte besorgt, oder endlich sich mit der kursregelnden 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 herrührt und nichts mit einer Wertveränderung der Aktie zu tun hat, am nächsten Tage entgegenstehende Aufträge aus dem Publikum bringt, wenn dieses in dem amtlichen 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 sicherzustellen, 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 Preisschwankungen mildert. Diese für die Allgemeinheit zweifellos nützliche Wirkung wird aber nur dann im vollsten Maße eintreten, wenn die Kulisse in größter Öffentlichkeit und unter Konkurrenz der Umgebung und des die Kurse regelnden 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 hintertreiben, 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

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 in der Hauptsache 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 soviel fest, daß mit dieser Entwicklung, die die Berufsspekulation 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 Darlegung der sonstigen Faktoren, die an der Preisbildung beteiligt sind, Stellung zu nehmen ist.

2. Die nichtberufsmäßige Spekulation.

Sollen die im hohen Maße verschiedenartigen Beziehungen der großen Masse des spekulierenden Publikums zur Preisbildung einigermaßen deutlich zum Ausdruck kommen, so empfiehlt sich eine Scheidung in folgende drei Gruppen:

a) Die Industriellen, die Direktoren und Aufsichtsratsmitglieder der Industrieaktiengesellschaften, sowie die diesen nahestehenden Personen;
b) die Direktoren der Banken und die sonstigen Bankangestellten;
c) das sogenannte große Publikum, auch Privatpublikum genannt.

a) 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 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 Börsen-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

geschäfte eingehen wollen. Schließlich gehört ja auch nicht viel dazu, als Nächstinteressierter die Wirkungen abzuwägen, die irgendwelche Vorkommnisse, wie Preiserhöhungen, Betriebserweiterungen oder -einschränkungen, Preisverabredungen, Kartellbestrebungen oder Fusionen, auf die wirtschaftlichen Verhältnisse ihrer eigenen oder anderer, verwandter Werke ausüben werden. Den Direktoren und Aufsichtsräten sind zuerst die einlaufenden Aufträge, Gewinn- und Verlustziffern, Betriebsstörungen und dergleichen mehr 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 weitere Entwicklung der Kurse in aller Ruhe abzuwarten.

Auch diese Personen 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. Andererseits 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 den jeweiligen Börsenaufschwung einleiten, weil sie zumeist die leisesten Anzeichen einer in Aussicht stehenden Besserung der wirtschaftlichen Lage am ehesten verspüren, und ferner der Überspekulation 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 häufig beobachten lassen, allein verantwortlich zu machen, wie es in der Börsenpresse

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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[27]. 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 daher als für die Börse sehr wertvoll zu bezeichnen. Allerdings bestätigen auch hier Ausnahmen die Regel. Ein tollkühner Spekulant, dessen Engagements in Höhe von vielen Millionen zusammenbrachen, ist (1900) in der Person des Großindustriellen und Bankers Leo Hanau zur traurigen Berühmtheit an der Börse geworden.

Im Gegensatz zu der Entwicklung der großen berufsmäßigen Spekulation, deren Verschwinden oben festgestellt werden mußte, ist die Bedeutung dieser Gruppe der nichtberufsmäßigen Spekulation, die man auch die große nennen könnte, im Verlaufe der letzten Jahrzehnte, besonders aber im letzten Vierteljahrhundert erheblich gestiegen. So ist einmal die Schicht der hier in Frage kommenden Spekulanten breiter geworden durch die glänzende industrielle Entwicklung Deutschlands vor dem Kriege[28] und die stark ausgeprägte Tendenz nach dem Kriege zur organisatorischen Umgestaltung, die ihren Ausdruck in dem starken Anwachsen der Unternehmungen[29] gefunden haben. Und ferner hat die finanzielle Erstarkung der einzelnen Gesellschaften, sowie die zum Durchbruch gekommene Konzentration in der Industrie

---

[27] Vgl. „Deutscher Ökonomist" 1907, S. 25: Über Spekulation und Kapitalanlage in Wertpapieren.

[28] Nach E. Moll, Die Rentabilität der Aktiengesellschaften, ist die Zahl der Aktiengesellschaften von 2143 im Jahre 1886/87 auf 5166 im Jahre 1908 gestiegen, bis Jahresende 1913 nur unwesentlich, auf 5486, umgerechnet auf das verkleinerte Reichsgebiet 5139. Nach einer Stagnation während des Krieges sind 1921 bis 1924 allein an Neugründungen zu verzeichnen: 1132, 3059, 7025 und 1861 bis zu einem Höchstbestand von 17074 Aktiengesellschaften, der inzwischen wieder heruntergegangen ist (Ende 1928) auf 11842 („Stat. Jahrbuch für das Deutsche Reich", „Wirtschaft und Statistik", passim).

[29] Am 2. Januar 1890 führte der amtliche Kurszettel der Berliner Börse 230 Aktien industrieller Gesellschaften auf, am 2. Januar 1914 nicht weniger als 800. Nach einem Höhepunkt Ende 1923 (etwa 150 Industrieaktien mehr) hat sich inzwischen bis Anfang 1929 die Zahl gegenüber 1914 um etwa ein Zehntel vermindert. Daneben werden noch rund 150 Aktien von Bank- und Verkehrsunternehmungen und 50 von Versicherungsgesellschaften amtlich notiert.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

und deren enge Beziehungen zu den Banken einem verhältnismäßig 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 — wenn es sein muß. Rein äußerlich betrachtet ist jedenfalls die Gesamtheit dieser nichtberufsmäßigen Spekulanten völlig an die Stelle[30] der ehemaligen großen berufsmäßigen getreten, allerdings nicht mit der gleichen Bedeutung für die Preisbildung, was im folgenden zu erläutern ist.

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 Umstände, 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 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 vor-

[30] Vgl. auch den Artikel: Börsenmanöver im „Plutus" vom 26. Oktober 1906, S. 756. Daselbst werden die Veränderungen noch in folgender interessanter Weise geschildert: Wenn früher auf der Börse Spekulanten Ware kauften oder verkauften, so mußten die Mitläufer immer darauf rechnen, daß es sich um private Kalkulationen jener Spekulanten handelte, die keineswegs sichere Gewinnchancen boten. Wenn heute dagegen irgendeine 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.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

genommenen Engagements wie eine wuchernde Schlingpflanze legte. Ihre Engagements tragen mehr den Charakter einer langsichtigen 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 erklärlichen Kursbewegung zu sein, in der Regel den Schaden haben. In dieser Auffassung wird man bestärkt, wenn man die fortlaufenden, sehr lehrreichen Börsenberichte von Buchwald[31] liest: täglich erlebt die Börse die Kursbewegung irgendeines Papieres, die im Gegensatz zu allen wißbaren Preisbestimmungsgründen steht und nachher eine Erklärung in irgendwelchen Vorgängen der Gesellschaft findet, nachdem das Bankhaus, hinter dem man die Nächstinteressierten des Papieres 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[32]: 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 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

[31] In der früheren Zeitschrift „Plutus", Herausgeber Georg Bernhard, Berlin, auch in dem eigenen Blatt „Buchwalds Börsen-Berichte" (vgl. S. 36).

[32] Vgl. dazu auch die Ausführungen im „Plutus" vom 6. Juni 1908, Artikel: Industriejobber

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

greifbare Gestalt annahmen und die Phönix-Gesellschaft mit ihnen in Zusammenhang gebracht wurde, warf sich die Spekulation auch auf die 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 kaum etwas machen. In erster Linie liegt es an den Personen selbst, wie weit sie das Interesse ihrer Gesellschaft oder das der Aktionäre ihrem eigenen Gewinninteresse voranstellen. Denn 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[33]. Ein Mittel, den „Eingeweihten" die Speku-

[33] 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 doch 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 den Börsenkreisen ist diese Dividendenpolitik der Gesellschaft mit Recht aufs schärfste verurteilt worden. — In erfreulichem Gegensatz hierzu steht beispielsweise die Äußerung von Geheimrat Dr. Bosch auf der Generalversammlung der I. G. Farbenindustrie A.-G. im Jahre 1927, „man dürfe nicht erwarten, daß mit den Kursen auch die Gewinne der Gesellschaft steigen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

lationen 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 beeinflußt werden. Naturgemäß kann es für die Allgemeinheit gleichgültig sein, wer bei diesen Kurstreibereien den Schaden oder die Vorteile hat, solange wirkliche Spekulanten, die stets mit einem Risiko zu rechnen haben, dabei beteiligt sind. In hohem 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.

Nach Stabilisierung der Währung standen den „Eingeweihten" zuerst die Möglichkeiten und Wirklichkeiten der Ergebnisse der Goldmarkumstellung zur Verfügung, hatten sie Kenntnis von den Absichten, Hoffnungen und — Ergebnissen der Rationalisierungsmaßnahmen. Auch an den Zusammenschlußbestrebungen nahmen sie sozusagen aus erster Hand Anteil. Dennoch werden sie ihrer Spekulationen, wenn sie solche vorgenommen haben, nicht immer froh geworden sein, weil es schließlich auch für sie sehr schwer war, die wißbaren Umstände ihres Sonderfalles (Betrieb, Branche, Kartell, Trust) immer richtig in die sonstigen Preisbestimmungsgründe — Kapitalmarkt — einzufügen. Die Beispiele dafür, daß sie die Kurse für zu hoch hielten zu einer Zeit, wo sich die Kurssteigerungen noch lange fortsetzten — vgl. die Generalversammlungen der I. G. Farben-Industrie —, sind ebenso zahlreich wie die andere Tatsache, daß sie von den Kursveränderungen nach unten überrascht worden sind (Ver. Stahlwerke: Einführungskurs 140%, Kurs Ende 1928 nur 95%). In einzelnen Fällen — Bemberg, Polyphon — haben die Eingeweihten wohl die großen Kurssteigerungen (Produktions- und Gewinnsteigerung, Einführung an eine ausländische Börse) voraussehen können. Im ganzen: heute (1929) sind sonstige Preisbildungsfaktoren — Unsicherheit der gesamten Wirtschaftslage — noch zu stark, als daß allzuviel mit den Kenntnissen der inneren Verhältnisse der Betriebe anzufangen wäre.

würden", was sich natürlich ebenso auf die Ausschüttungen an die Aktionäre bezieht (vgl. „Berliner Tageblatt" vom 2. Juni 1927).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

b) 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 Gruppe 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 langsichtige 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 darauflosspekulieren, um schließlich in schwindelhohen Engagements viel zu verdienen oder alles zu verlieren[34].

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 Papieres 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

[34] Gerade in Krisenzeiten sind die Beispiele zahlreich, daß 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 Großbanken sind wiederholt durch betrügerische Handlungen ihrer Angestellten, die auf verfehlte Spekulationen zurückzuführen sind, geschädigt worden: z. B. in der gleichen Zeit die Dresdner Bank um 1/4 Million Mark und die Mitteldeutsche Kreditbank um 1/2 Million Mark („Berliner Tageblatt" vom 25. August 1908).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 handeln können. Allerdings kann dafür auch ihr hierdurch zu erzielendes Nebeneinkommen um so größer sein. Es ist bekannt, daß sich die Börsenvertreter der Großbanken vielfach nach Jahr und Tag selbständig machen und ein eigenes Bank- und Börsenkommissionsgeschäft eröffnen, nachdem sie sich einige Hauptspekulationskunden ihrer früheren Bank gesichert haben. Daß ferner eine ganze Zahl Bankers am Berliner Platz von der Bankangestelltenspekulation lebt, ist bereits oben 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[35]. Daß jedoch die Spekulationen dieser Kreise einer volkswirt-

[35] Die Reichsbank und einige Privatbankhäuser dulden Spekulationen ihrer Beamten grundsätzlich nicht. Auch die Banken 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 damals erfolgten Verfehlungen einiger Bankbeamten (vgl. S. 31) hat der Zentralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes 1908/1909 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 fremde Bankangestellte ohne schriftlichen Erlaubnisschein des Prinzipals 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 vorgeschobenen 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 größten Spekulanten, freilich mit dem Vorbehalt, daß sie meist mit sehr gutem Erfolg

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

schaftlichen Berechtigung entbehren und in letzter Linie nur auf eine Benachteiligung des die Banken als Kommissionäre benutzenden Publikums hinauslaufen, wird meist 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 — es ihnen ganz unmöglich machen, wird wohl nie gelingen.

c) An letzter Stelle ist hier die große Masse des spekulierenden 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

---

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 Anschauung, daß sich auch die Direktoren der Banken mehr Beschränkung hinsichtlich ihrer Spekulationen auferlegen möchten, nur beitreten. (Vgl. „Frankfurter Zeitung" vom 20. Oktober 1908, „Plutus" vom 19. Dezember 1908, „Berliner Tageblat" vom 18. Mai 1909.) Besonders im Verlauf der Inflationsjahre ist die Bankangestelltenspekulation erheblich in die Breite gegangen. So wird 1920 berichtet, „daß bei einer Großbank in Berlin eigene Bureaus zur Abwicklung der Effektengeschäfte der Bankangestellten eingerichtet wurden" (Fr. Kronenberger, Die Preisbewegung der Effekten in Deutschland während des Krieges, Berlin 1920). Eine Verhandlung vor der Potsdamer Reichsdisziplinarkammer im Jahre 1922 beleuchtet grell die damalige Lage: ein Reichsbankoberinspektor, der der Spekulation angeschuldigt ist, die bei der Reichsbank den Beamten verboten ist, führt zu seiner Verteidigung an, daß 80% aller Reichsbankbeamten spekulieren, und selbst ein als Sachverständiger vernommener Reichsbankrat räumt die Zahl von 50% ein („Berliner Börsen-Kurier" vom 14. Februar 1922). Derartige, sicher nicht außergewöhnliche Erscheinungen der Bankangestelltenspekulation seien, so behaupteten damals die Angestelltenorganisationen, anteilsmäßig nicht größer gewesen als die Spekulationen anderer Gruppen („Frankfurter Zeitung" vom 23. November 1921). Man darf hierbei natürlich nicht übersehen, daß sich schon ab 1920 die ersten Anzeichen der fortschreitenden Geldentwertung bemerkbar machten und daß somit diese Spekulationen schon mehr — wenn auch vielfach noch unbewußt — als die Flucht vor der Geldentwertung gedeutet werden müssen.

Nach der Stabilisierung, die für den Bankbetrieb einen umfangreichen Abbau an Beamten zur Folge hatte, ist schon rein zahlenmäßig ein erheblicher Rückgang der Angestelltenspekulation eingetreten.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Bewegung an der Börse unmöglich", so lauten ständig die Klagen in den Börsenberichten, wenn die berufsmäßigen Spekulanten unter sich sind. Und nur zu leicht findet sich das Publikum auch ein, getrieben von der Gewinnsucht und nicht ahnend, daß es als Gegenspieler meist einen mit allen Börsentricks wohl vertrauten Berufsspekulanten finden wird.

Das Publikum versteht von allgemeinen Börsendingen schon nicht viel, jedoch erst recht sind ihm die inneren 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 eigentümlich 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[36]. Umgekehrt wirken sinkende Kurse mit doppelter Gewalt auf die Verkaufslust des Publikums.

Überhaupt übersieht das Publikum einen sehr wesentlichen Umstand bei der Preisbildung. Der Kurs eines Papieres 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

[36] O. Glagau, Der Börsen- und Gründungsschwindel in Deutschland, Leipzig 1877, S. 160, weist auch für den Spekulationstaumel 1873 auf diese bekannte Erscheinung hin.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 selbsttätig dem wirklichen Wert des Papieres anpassen wird. Steigt dieser, so meint es, muß der Kurs nachfolgen. Deshalb kauft das Publikum Aktien, wenn eine Werterhöhung der Aktien in Aussicht steht. Es bedenkt aber nicht, daß das Steigen des Kurses nach ihm nur durch neue Einkäufe 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 anders 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 Baissespekulation die an den Markt kommenden Verkäufe zu Deckungen, wobei sie es je nach Umständen — dem Wettbewerb 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

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

kommt auch noch in anderer Beziehung zum Ausdruck. Der Börsenspekulant steht täglich im Markt, verfolgt die augenblicklichen Strömungen, erhält die zahlreichen Nachrichten, die von irgendwelchem 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[37]. Daher die häufige Beobachtung, daß Ereignisse, wenn sie in der Öffentlichkeit bekannt werden, bereits im Kurse eskomptiert sind[38]. 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.

---

[37] Seit dem 1. Januar 1906 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, um so mehr ist es vom Standpunkt der Allgemeinheit zu begrüßen, wenn möglichst volle Offenheit über alle Börsenangelegenheiten geschaffen wird. Durch Zusammenschluß mit den von Karfunkelstein und Surel herausgegebenen „Neuen Berliner Börsen-Berichten" heißt das Blatt seit dem 1. Oktober 1928 „Berliner Börsen-Berichte (vormals: Neue Berliner Börsen-Berichte — Buchwalds Börsen-Berichte)".

[38] Wie wichtig die Rolle ist, die der Nachrichtendienst der Tageszeitungen gerade für diese Schichten der Spekulation spielt, geht auch besonders aus der Einschränkung der Teilnahme des Publikums an dem Börsengeschäft während der Kriegsjahre hervor, als die kleinen Spekulanten, gezwungen durch das Verbot der Veröffentlichung von Kurszetteln, sich nur durch ihren Banker oder den Vorsteher der Depositenkasse mündlich beraten lassen konnten oder es eben bleiben lassen mußten. Gleichermaßen wirkten auch in den ersten unruhigen Jahren nach der Staatsumwälzung 1918 die zahlreichen Streiks im Buchdruckergewerbe, die das Privatpublikum tagelang ohne Zeitung ließen und es behinderten, die Vorgänge an der Börse zu verfolgen („Wirtschaft und Statistik" 1922, S. 478).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 Drahtmeldungen, falschen oder entstellten Gerüchten, während später in der Presse den Nachrichten schon allerhand Erläuterungen beigegeben sind. Man beobachtet deshalb, daß die Nachrichten mit größerer Wucht auf den Spekulanten wirken, weil er nicht im Augenblick alle Möglichkeiten 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 Überlegungen 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 Losungswort 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 Einrichtung 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

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

auch die Terminspekulationsfähigkeit 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. Natürlich will das Publikum nicht in erster Linie wissen, wie die rechtliche oder wirtschaftliche Organisation der Börse ist, welches der Unterschied zwischen Termin- und Kassageschäft ist, sondern es muß Klarheit über die gesamten Vorgänge an der Börse und bei der Preisbildung erhalten. Wie der „Plutus"-Herausgeber an einer Stelle 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 aufklärenden Flugschriften, sondern auch durch von Ort zu Ort ziehende Wanderredner geschehen soll. Es kommt natürlich auf die Art und Weise an, wie diese Aufklärung angefaßt wird. (Bei dem Lesen dieser Zeilen — zum Zwecke der Fertigstellung der zweiten Auflage — muß ich zugeben, daß die Kritik recht hat, wenn sie gerade bei diesem Mittel darauf hinweist, daß durch die Verbreitung der Kenntnis von Börsendingen leicht das Gegenteil von dem herbeigeführt wird, als was erreicht werden soll. Es ist richtig: hier gilt die Geschichte von dem jungen Mädchen, das seinen Onkel wegen des Verlobten mit den Worten fragt: Rate mir gut, aber rate mir nicht ab!)

Es war bei der Niederschrift dieser Zeilen ferner nicht vorauszusehen, daß in der Folgezeit zwei große Lehrmeister auftreten sollten, die dem Publikum einen — wenn auch einseitigen — Anschauungsunterricht von Börsendingen vermittelten. Erstens die Kriegsanleihe, die in alle Kreise der Bevölkerung drang und hier die Kenntnis von einem Wertpapier verbreitete. Sodann die Inflation, die weiteste Kreise der Bevölkerung nunmehr auch mit der Börse in Verbindung brachte, indem sie versuchten, durch Kauf von Aktien sich vor der drohenden Geldentwertung zu schützen. Es ist nur zu bekannt, wie schließlich die Effektenspekulation im wilden Taumel unterschiedslos alle Kreise ergriff. „Banklehrlinge und Tippmamsells, Friseurgehilfen und Kellner, Angestellte, Beamte und Gewerbetreibende aller Kategorien" drängten die Börse in die Rolle ihrer Bankhalterin[39]. Sie stürzten sich mit wahrer Wut auf alle nur irgendwie gehandelten Werte und griffen dabei nicht selten von soliden Papieren auf schlechtere und schlechteste über, ja es folgte dem Zuströmen immer schwächerer und un-

[39] „Deutscher Ökonomist" 1921, S. 559.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

wissenderer Elemente „als symptomatische Begleiterscheinung eine unverhältnismäßig starke Steigerung von scheinbar billigen Aktien; vor allem waren es die nur im freien Verkehr gehandelten Aktien junger und jüngster Aktiengesellschaften, die den geeignetsten Spielball für die Spekulation bildeten"[40] und das beste Zeichen für die geringe Sachkenntnis waren, mit der, besonders in letzten Monaten der überstürzten Flucht aus der Mark zum Aktienmarkt, diesem reichliche Mittel zuflossen[41].

Wenn auch nach Beendigung der Inflation eine gewisse Zurückbildung erfolgt ist, so sind doch aus dieser Entwicklung gewisse Rückstände geblieben, die noch heute (1929) für die Preisbildung von einschneidender Bedeutung sind.

Erstens: Nach wie vor nimmt ein viel größerer Kreis als früher an den Börsenvorgängen Interesse; es ist eine Verbreiterung des Kreises derjenigen, die sich am Börsengeschäft beteiligen wollen, geblieben.

Zweitens: Aus der Inflationszeit wirkt noch das stärkere spekulative Interesse nach. Weite Kreise der Bevölkerung denken immer noch mehr an Kursgewinne als an eine festverzinsliche Anlage ihrer Kapitalien.

Drittens: Das Publikum ist immer noch einseitig auf Kurssteigerungen — in Erinnerung an die Inflationszeit, obwohl es sich hier nur um scheinbare Kurssteigerungen handelte — eingestellt. Das kommt in dem starken Festhalten am Besitz zum Ausdruck, auch wenn die Kurse sinken.

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.

B. Die Kapitalisten.

1. Hierunter sind zunächst alle 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[42], im engeren Sinne das Privatpublikum, das bei der Auswahl der Papiere auf den sachverständigen Rat der Banker

[40] „Die Wirtschaftskurve der Frankfurter Zeitung" 1923, Heft III, S. 68.

[41] „Wirtschaft und Statistik" 1924, S. 417/18.

[42] Daß diese Kennzeichnung zeitweilig nur eingeschränkt gegolten hat: vgl. Zweiter Teil: III. Aktienkurs und Aktienrente.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

angewiesen ist. An dem Hin und Her der Kurse haben sie kein Interesse. Im Gegenteil, für sie bilden fortwährende Kursschwankungen nur eine Quelle dauernder Beunruhigungen. Sie haben deshalb eine Vorliebe für solche Papiere, deren Erträgnisse 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 ungeheuren 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 sicherzustellen. 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 kursmäßige Entwertung nicht in den tatsächlichen Verhältnissen ihrer Papiere begründet liegt, sondern durch börsentechnische und kreditwirtschaftliche Gründe[43] hervorgerufen wird. An ihnen bricht sich zuletzt die Macht einer noch so starken Baissespekulation; denn solange es dieser nicht gelingt, die Besitzer der wirklichen Stücke zur Veräußerung ihrer Aktien zu bewegen, muß die Baissespekulation 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[44] 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

[43] Vgl. die folgenden Kapitel.

[44] Vgl. S. 48.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

dieses Kapitalistenpublikums wenden die Banken alle möglichen Mittel an, z. B. 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 Aktionärpublikums lassen sich jedoch eine Menge Zwischenstufen feststellen, so daß die Scheidung in „feste Hände" und Spekulation 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 dann auch das oben über die nichtberufsmäßige Spekulation in ihrer Gliederung nach Industriellen und Privatpublikum Gesagte entsprechende Anwendung. Es sei hier nur noch hervorgehoben, daß sie es sind, 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 bis zum Weltkriege 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 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 Börsenkliquen ohne Schwierigkeit die gesamte Börsenentwicklung für längere oder kürzere Zeit in ihren Bann zu

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

schlagen vermochten, daß zeitweilig die riesigen Summen spekulativer Engagements den Markt erdrückten, und daß das Kapitalistenpublikum in dem Kampfe um die Preisentwicklung meist den Kürzeren zog. Das ist alles vor 1914 und auch 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 neben dem Wachstum der Großbanken (vgl. 3) 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, Angestellten, kleinen Handwerkern usw. Auf diese Weise können mit Leichtigkeit solche Papiere 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 Vergütungen erhält. Daß hierbei dem kaufenden Publikum nicht immer Schaden zu erwachsen braucht, ist klar; aber es können auf diese Weise Werte abgestoßen werden, die an der Börse nur schwer gehen oder sogar nicht im Börsenhandel zugelassen sind. Andererseits lehrt die Geschichte der Aktienemissionen, daß das Publikum vielfach 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

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 auf die Tätigkeit der Presse zurückzuführen, die 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.

Die Inflation hat dem Kreise des Kapitalistenpublikums tiefe Wunden geschlagen. Wenn auch — wie oben angedeutet worden ist — eine große Zahl während der Inflation dazu übergegangen ist, die Kapitalanlage in Aktien als Sicherung gegen Geldentwertungsverluste zu benutzen, so bleibt doch, daß nicht nur dieser Versuch geringen Erfolg gehabt hat, sondern auch, daß es weitaus den meisten Kapitalbesitzern nicht gelungen ist, überhaupt ihren Besitz zu retten. Die Schicht, aus der der Börse jährlich umfangreiche Mittel zur Neuanlage in Effekten zufloß und deren Bedeutung für die Preisbildung oben geschildert worden ist, die Schicht der sogenannten soliden und in der Kapitalanlage gewandten Rentner, ist fast völlig ein Opfer der Inflation geworden. Zwar stehen andere „Kapitalisten" im Begriff, an ihre Stelle zu treten, doch weisen gerade sie das oben erwähnte Merkmal auf, daß sie den Weg von der Spekulation zur Kapitalanlage noch zögernd gehen — und daß sie mangels aller Erfahrung noch in weitem Umfang auf den Rat der Bankers angewiesen sind. Natürlich wird in absehbarer Zeit, insbesonders wenn die Erkenntnis da ist, daß es jetzt an der Börse — im Gegensatz zur Inflationszeit — nicht nur Kursveränderungen nach oben, sondern auch wieder nach unten gibt, und daß man sich beizeiten entscheiden muß, „ob man gut essen oder gut schlafen will", d. h. spekulativ oder festverzinslich sein Geld anlegen soll, die Bedeutung der Kapitalanlage im alten Sinne wieder zunehmen.

Vor Schluß dieses Abschnittes muß noch eine Schicht von Käufern am Aktienmarkt Erwähnung finden, obgleich sie nicht zu den Kapitalanlegern im eigentlichen Sinne des Wortes gehört. Es handelt sich hier um eine nur vorübergehende Erscheinung während der Inflationsjahre, und zwar hauptsächlich um die Beamten, die für ihr im voraus erhaltenes Gehalt einen Schutz vor der Entwertung der Mark zu suchen gezwungen waren. Obwohl sie meist nur kurze Zeit im Besitz der gekauften Effekten blieben, fehlen ihnen doch die Tatbestandsmerkmale der Spekulation[45]; sie gehören vielmehr selbst gerade der Klasse an, auf der sich die Tätigkeit der

[45] Vgl. oben S. 2.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Spekulation letzten Endes gründet. Auch für sie hatte der Aktienmarkt nur die Wertaufbewahrungsfunktion des Geldes übernommen. Nichtsdestoweniger ist die Tatsache als Preisbildungsfaktor von Bedeutung, daß hier stoßweise beträchtliche Gelder an die Börse flossen, die eine kurssteigernde Wirkung auslösten; der Ausdruck „Beamtenhausse", der hierfür geprägt wurde, kennzeichnet deutlich diese Vorgänge. In dem Moment jedoch, als an Stelle des schwankenden Wertes der Papiermark das feste Umrechnungsverhältnis der Rentenmark zu den wertbeständigen Währungen des Auslandes trat, hörte zwangsläufig die Wirksamkeit dieses Faktors im Effektenverkehr auf.

Auch für andere Gruppen hat der Effektenmarkt Funktionen des Geldmarktes übernommen: weite Kreise der Industriellen[45a] und Handeltreibenden legten freie Mittel, die sie liquide halten wollten, selbst in größeren Beträgen auf dem Aktienmarkt an. Wurde so eben für die Mittelstandschichten, die zum Schutz gegen die Markentwertung Dividendenpapiere erwarben, das Vorhandensein der Kennzeichen der Spekulation abgelehnt, so ist das bei den marktgewandten Wirtschaftern, um die es sich hierbei handelt, nicht ohne weiteres möglich. Hier läßt sich die Grenze zwischen Anlagezweck und Spekulation nicht leicht ziehen. Trotzdem ist hier, um diese Tatsache nicht aus dem Zusammenhang mit dem letzten Abschnitt zu reißen, darauf hinzuweisen.

Auch sie ist als Faktor für die Richtung der Kursgestaltung mancher Börsenperioden zu werten. Doch ist hier das Kennzeichen nicht, wie bei den Beamten und ähnlichen Kreisen, daß sie insgesamt zu gleichen Terminen größere Mittel dem Aktienmarkt stoßweise zuführten, sondern vielmehr: einem relativ gleichförmigen Zuströmen steht gewöhnlich ein stoßweises Liquidieren dieser Aktienposten gegenüber. Als Beispiel ist an die erste Zeit nach der Markstabilisierung zu erinnern, als die Geld- und Kreditnot und der Zwang zu hohen Steuerzahlungen Industrie und Handel gebieterisch zwangen, diese ihre Reserven aufzulösen.

Von anderer und größerer Bedeutung sind die industriellen Käufe, die zu dem Zwecke erfolgen, die wirtschaftliche Zusammenfassung verschiedener Unternehmungen vorzubereiten oder durchzuführen. Es fällt zuerst während des Börsentaumels der Nachkriegsjahre auf, die inländischen Unternehmer in einer Stellung zu sehen, die zur Gestaltung der Preisbildung nicht nur beiträgt, sondern zeitweise für die gesamte Börsentendenz allein ausschlaggebend wird. Diese Interessenkäufe beginnen bei Unternehmungen, die mit Vorteil in den Rahmen des eigenen Produktionsprozesses eingegliedert werden können, zunächst mit einer kleineren Beteiligung, die schon Gelegenheit zu einem Sitz im Aufsichtsrat der Gesellschaft bietet, so daß sich von hier aus eine Einflußnahme auf das Geschäftsgebaren ermöglichen läßt. Sperrminderheiten und Mehrheitsbeteiligungen folgen und werden an der Börse — natürlich nicht unter eigenem Namen und an verschiedenen Bankfirmen in kleineren Beträgen auf verschiedene Tage verteilt (siehe

[45a] Hierüber im einzelnen: E. Horwitz, a. a. O. 1. Teil, 1. Abschn.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

oben S. 25) — zusammengekauft. Mag auch die allgemeine Börsenstimmung, selbst die Tendenz des betreffenden Sondergebiets noch so schwach sein, sobald derartige regelmäßige Käufe bemerkt werden (und das werden sie früher oder später), ziehen sie Mitläufer heran; es entstehen Kampfkurse, die die Mitläufer noch weiter überhöhen, bis nach erreichter Anteilsmehrheit die Kursbewegung plötzlich abstoppt und die Uneingeweihten zu den höchsten Kursen auf den Aktien sitzenbleiben.

Auf diese Weise werden Betriebe der verarbeitenden Industrie angegliedert, wird die Rohstoffbasis erweitert, werden teils nur unter diesen personellen Bindungen, teils unter stärkeren Formen wie Interessengemeinschaft oder Fusion die großen Konzerne geschaffen, während früher zu gleichen Zwecken mehr die Übernahme von schon bestehenden Aktienpaketen üblich gewesen ist[46]. Derartigen Zweckkäufen — hierher gehört auch der Kauf zur Anlage (oder zum Verstecken!) von Sonderkonjunkturgewinnen — ist schon deshalb erhöhte Bedeutung beizumessen, als die Aktien mit baren, eigenen Mitteln erworben werden, wie dies auch oben[47] als typisches Merkmal der Käufe des privaten Kapitalistenpublikums festgestellt ist, und auf lange Sicht dem Börsenhandel entzogen werden. Auf die dadurch entstehende Marktverengung der davon betroffenen Aktien ist unter II. Börsentechnische Faktoren zurückzukommen.

3. Ein weiterer Faktor bedarf im Rahmen des Kapitalistenpublikums bei einer Betrachtung der letzten zehn Jahre besonderer Behandlung: die ausländischen Kapitalisten. Selbstverständlich hatten sie sich auch schon vor dem Kriege am Handel an der Berliner Effektenbörse beteiligt, und ihre Geschäfte hatten kein anderes Aussehen und keine andere Wirkung als entsprechende Inlandskäufe. Doch darin traten nach 1918 durch die Zerrüttung der deutschen Währung und der-

[46] Soweit solche Aktienpakete zunächst spekulativ von anderer Seite, wie vom Bankkapital, aufgekauft und dann erst an die Industrie verkauft werden, um eine bestimmte Organisation herbeizuführen, ist die Wirkung für die Börsenpreisbildung dieselbe wie die der Interessenkäufe der Unternehmer. Es sei hier an den Übergang der Bochumer Gußstahlaktien von Hugo I. Herzfeld an Hugo Stinnes im Jahre 1920 erinnert, als die Leiter des Bochumer Vereins vor vollendete Tatsachen gestellt wurden, sowie an den Aufkäufer Cyprut, der Hugo Stinnes etwa ein Drittel der Anteile der Berliner Handelsgesellschaft verschafft hatte. Aus der letzten Zeit (1926) ist das Paket an Aktien der Deutsch-Austral- und Kosmos-Schiffahrtsgesellschaften erwähnenswert, das die Darmstädter und Nationalbank der Hamburg-Amerika-Linie angeboten hat, wodurch die Fusion der Gesellschaften zustande kam.

[47] Vgl. S. 39.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

jenigen einer großen Reihe anderer europäischer Staaten grundlegende Verschiebungen ein.

Die Gründe für den Verfall der deutschen Währung auseinanderzusetzen, dürfte hier nicht erforderlich sein, und es kann als bekannt unterstellt werden, daß selbst die Aktien der größten und bestfundierten deutschen Unternehmungen in den Inflationsjahren zu den billigsten Anlagewerten gehörten und bei Zahlung in ausländischem Gelde zu Spottpreisen erworben werden konnten[48]. Das Verhältnis der Steigerung zwischen Aktienindex und Dollarmeßziffer, besonders der in Gold umgerechnete Aktienindex[49], der (1913 gleich 1 gesetzt) von Ende 1919 bis zu den letzten Katastrophenhaussen im Spätsommer und Herbst 1923 niemals über 0,20 herausgegangen und bis auf 0,03 gesunken war, lassen dies deutlich vor Augen treten. Das valutastarke Ausland machte sich diesen Umstand zunutze und nahm sehr viel Material aus dem Markt, das das Statistische Reichsamt bis Mitte 1923 auf 10% der deutschen Aktien schätzte[50]. Andererseits wurde dafür der Börse neues Geld zugeführt, das die Kurse weiter in die Höhe trieb.

Auf der anderen Seite haben — nach der Stabilisierung der deutschen Währung — Aktienkäufe ausländischer Kapitalisten zeitweilig den deutschen Börsen ihren Stempel aufgedrückt, wenn die Unterbringung dieser Gelder im eigenen Lande gleichfalls aus Währungsgründen nicht zweckmäßig erschien. Als Beispiel hierfür sei die Kapitalflucht aus Frankreich und Belgien-Luxemburg während der Inflation der Frankenwährung im Jahre 1926 angeführt. Naturgemäß hören diese Einflüsse auf die Kursbildung in dem Maße auf, wie die Sanierung der Währungen in den europäischen Staaten fortschreitet.

Natürlich sollten Aktienkäufe des Auslandes auch dazu dienen, unmittelbaren Einfluß auf die deutsche Industrie zu gewinnen; besonders sei hierbei an die englischen und französischen Käufe in oberschlesischen Werten vor der Regelung der oberschlesischen Frage erinnert. Ein neuer Anlaß für das Ausland, sich für deutsche Aktien zu interessieren, war mit gewissen Finanzierungsformen gegeben, zu denen die deutschen Unternehmungen greifen mußten, um sich Kapital im Ausland zu beschaffen. In den meisten Fällen waren die Anleihen, die das Ausland aufnahm, mit dem Recht zum Umtausch in Aktien

[48] Salings Börsen-Papiere, I. Teil, 19. Aufl., S. 416.

[49] Vgl. Zahlen zur Geldentwertung in Deutschland 1914—1923, Sonderheft 1 zu „Wirtschaft und Statistik", Jahrgang 1925.

[50] „Wirtschaft und Statistik" 1923, S. 383.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

(convertible bonds) oder zum Bezuge von Aktien der Anleiheschuldner (Wandelanleihen) ausgestattet[51]. Da aber auch im übrigen bei der Anleiheunterbringung weitgehende Einsichtnahme in die Produktions- und Absatzverhältnisse sowie in das Vermögen der deutschen Unternehmungen verlangt und bewilligt wurde, so wurde damit zugleich auch die Aufmerksamkeit auf die Aktien dieser Unternehmungen hingelenkt.

Eine besondere Bedeutung für die Preisbildung haben schließlich noch die sogenannten Investment-Trusts erlangt, die — im Gegensatz zu den „Kredit"-Trusts, die an deutsche Unternehmungen Kredite gewähren[52] — deutsche Aktien (und Anleihen) nach dem alten „Investments"-Grundsatz aufkaufen, um durch Mischung verschiedener Aktien (und Anleihen) einen Ausgleich der Erträgnisse und des Risikos (bei dieser Art von Kapitalanlage) herbeizuführen. Wenn diese Ankäufe überdies geschickt durchgeführt worden sind, so können angesichts der großen Kursschwankungen, die in den letzten Jahren an den deutschen Börsen zu verzeichnen gewesen sind[53], erhebliche Kursgewinne gemacht worden sein. Für den Markt haben sie deshalb eine besondere Bedeutung erlangt, weil durch sie neues Kapital an die Börse strömen kann in einem Augenblick, wo deutsches Kapital zum Ankauf von Aktien nicht zur Verfügung steht, und weil sie das umlaufende Aktienmaterial weiter verengen.

Doch darf man sich keine allzu große ziffernmäßige Vorstellung von dem Aufkauf deutscher Aktien machen. Genaue Nachweise liegen nicht vor; doch geht man sicher nicht fehl, die gesamten Aufkäufe mit nur wenigen Prozenten der Gesamtmenge an Aktien anzunehmen. Aber die psychologische Wirkung der Auslandskäufe ist um so größer: „fest auf Auslandskäufe" ist eine ständige Börsennachricht; die Phantasie der Spekulation hat hierbei den Spielraum, das gesamte Ausland

---

[51] Vgl. W. Prion, Kapital und Betrieb. Finanzierungsfragen der deutschen Wirtschaft, Leipzig 1929, S. 101.

[52] Ebenda S. 147/148.

[53] Ein Bild von den Kursschwankungen an der deutschen Börse gibt folgende Zusammenstellung:

Der Aktienindex (nach der amtlichen Berechnung: „Wirtschaft und Statistik" 1928, H. 16, S. 594) bezogen auf die Aktien des Bergbaus, der Schwerindustrie, der verarbeitenden Industrie sowie der Handels- und Verkehrsgesellschaften stellte sich in der Gesamtzahl Anfang 1924 auf 136%, sank dann bis Juni 1924 auf 58%, hob sich bis Januar 1925 auf 117%, sank dann wieder bis Dezember 1925 auf 64%, um dann bis April 1927 zu steigen auf 165% (Einzelheiten bei Horwitz, a. a. O., 2. Teil, I.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

mit seinem unermeßlichen Reichtum sich vorzustellen, wenn auch in Wirklichkeit nur ein paar tausend Mark von einem Ausländer in Galizien gekauft worden sind...

C. 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.

1. Was zunächst die Hervorbringung von Wertpapieren anlangt, so zeigen sich gleich bei der Ausgabe neuer Aktien[54] beachtenswerte Zusammenhänge zwischen den ausgebenden Banken und der Börse[55]. 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 Kauflust durch

---

[54] Das Emissionsgeschäft der Banken hat in der Literatur eingehende Bearbeitung gefunden; so zum Beginn des wirtschaftlichen Aufstiegs Deutschlands 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; in der neueren Literatur, um nur die wichtigsten Schriften zu nennen, bei F. Somary, Bankpolitik, 1915; F. Leitner, Bankbetrieb und Bankgeschäft, 6. Aufl., 1923; G. Obst, Das Bankgeschäft, 6. Aufl., 1923 (2 Bände); E. Schmalenbach, Finanzierungen, 4. Aufl., 1928. Jedoch erscheint in allen diesen Schriften die Preisbildung neuer Papiere zumeist in anderem Zusammenhang, sowie an vielen Stellen verstreut.

[55] 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, vgl. 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.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

auffälliges 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 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 abzustoßen[56]. Naturgemäß wird durch die letzteren Personen, die sogenannten Konzertzeichner, der Kreis der Interessenten für neue Papiere mit einem Schlage 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, insofern nämlich durch sie „die zehn-, fünfzig- und hundertmalige" Überzeichnung zustande kommt.

---

[56] 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

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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.

Als Zeichner kommen zunächst in Betracht die der Gesellschaft nahestehenden Personen, wie die Vorbesitzer und deren Anhang, die Direktoren und Aufsichtsräte, 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,

ganz einwandfreie Papiere unterzubringen. Vgl. E. Struck a. a. O., S. 64ff., R. Ehrenberg a. a. O., S. 186; auch C. Sattler a. a. O., S. 62, stellt die Anwendung dieses Mittels von seiten der Emittenten für die damalige Zeit (1889) noch fest.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 anlagesuchende 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 so viel 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, um so mehr eine Zurückhaltung der

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 Papiere — auf die naturgemäß auch die jeweilige allgemeine Börsenstimmung von Einfluß ist — gesteigert, so bleibt es im großen und ganzen, abgesehen von den Konzertzeichnern, den Emissionsfirmen vorbehalten, die zum ersten Kurse verlangten Aktien 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 100000 Mark oder 500000 Mark 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, merkwürdigerweise bei den Aufträgen zum ersten Kurs fast niemals der Fall, was jeweilig 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 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[57]. Nicht selten war sogar zu beobachten, daß eine Kursfeststellung an dem beabsichtigten Tage ganz unmöglich bzw. vom Börsenvorstand infolge eines zu großen Mißverhältnisses zwischen Angebot und Nachfrage unter-

Anmerkung 57 siehe Seite 53.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

bunden worden war[58]. Unter Umständen schwächen sich diese Übertreibungen ab, z. B. wenn die Zeichnung weniger Erfolg gehabt hat oder das Unternehmen noch nicht weiter bekanntgeworden ist. Ja, es ist sogar auch schon der Fall eingetreten, daß der erste Kurs niedriger notiert wurde als der Zeichnungspreis[59], jedoch gehört dies

[57] Einige Beispiele aus früherer Zeit:

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

Beispiele aus den letzten Jahren vor dem Kriege (nach Erscheinen der 1. Auflage):

Aktien der	Zeichnungspreis: %	Erster Kurs: %	Der erste Kurs also höher: %
(1910) Julius Berger, Tiefbau A.-G. .	210.—	240.—	30.—
(1911) Hackethal-Draht- und Kabelwerke	152.—	170.50	18.50
(1912) Franz Méguin & Co., A.-G. .	147.—	158.—	11.—
(1912) Stahlwerk Richard Lindenberg, A.-G.	170.—	200.—	30.—
(1913) Nordd. Cellulosefabrik, A.- G..	170.—	199.—	29.—
Ein Beispiel aus der Zeit nach der Stabilisierung:			
(1927) Svenska Tändsticks Aktiebolaget	260.—	329.75	69.75

[58] Zum Beispiel: 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.

Aus den letzten Jahren vor dem Kriege:

Vogtländische Tüllfabrik: Etwa zwei Wochen hat sich das Emissionshaus vergeblich bemüht, eine erste Notiz zustande zu bringen. (Dt. Ökonomist 7. 5. 1910.) — Kaiserkeller A.-G.: an zwei Tagen vergeblich versucht. (Dt. Ökonomist 28. 5. 1910.) — A.-G. vorm. H. Meinecke, Breslau-Carlowitz: zweimal mißglückte Notierung eines Erstkurses. 13. u. 15. 7. (Dt. Ökonomist 20. 7. 1912.)

[59] Zum Beispiel: die Aktien des Hasper Eisen- und Stahlwerkes, deren Zeichnungspreis 136% betrug, und deren „erster Kurs" sich auf 125% stellte.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

zu den seltensten 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 zurückbehaltenen 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 weitergehen 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 im Verein mit den Schwierigkeiten bezüglich der Festsetzung des (einheitlichen!) Zeichnungskurses dazu, auf das Zeichnungsverfahren, das dadurch in vielen Fällen zur leeren Form 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 dieses Verfahren der Begebung von neuen Papieren kurz genannt wird, hat denn auch heute, namentlich bei Aktien, die Zeichnung stark verdrängt, freilich nicht ohne den Emissionsfirmen den Vorwurf einzubringen, daß sie sich nunmehr auf Kosten der von ihnen selbst entfachten Spekulationsleidenschaft des Publikums in verhältnismäßig einfacher Weise bereichern. Ob das in allen Fällen zutrifft, mag dahingestellt bleiben; sicher aber ist, daß die Konzertzeichner, insonderheit die berufsmäßige Spekulation, bei diesem 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 gleich-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

gültig. Daß jedoch die Emissionshäuser nicht immer ihrem Gewinninteresse allein folgen und zur Vermeidung eines zu hohen Kurses bei Unzulässigkeit einer Repartierung zum Zeichnungsverfahren zurückkehren, das eine Auswahl unter den Interessenten gestattet, beweist z. B. ein Verhalten, das durch folgende Bekanntmachung[60] beleuchtet wird:

„Wie bereits bekanntgegeben, war heute die Einführung von nom. 1 800 000 Mark Aktien der Lüdenscheider Metallwerke vorm. Jul. Fischer & 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 Mark 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 wundernehmen, 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 letzteren Übel-

[60] „Berliner Tageblatt" vom 25. August 1909, vgl. auch G. Obst, a. a. O., Band 1, S. 414.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

standes hat der Börsenvorstand schon zu verschiedenen Malen eine Streichung des ersten Kurses veranlaßt und dies selbst mehrere Tage wiederholt, um den Interessenten Gelegenheit zur nochmaligen Überprüfung ihrer Entschlüsse zu geben, sei es, daß die Käufer ihre Aufträge verringern oder die Limite ändern können, sei es, daß die Banken weiteres Aktienmaterial herbeischaffen[61]. Es ist auch wiederholt der Vorschlag aufgetaucht, die offizielle Notierung des ersten Kurses neuer Aktien erst dann zuzulassen, wenn die Banken einen genau bestimmten, vom Börsenvorstand festgesetzten Teil des gesamten zur Zeichnung aufgelegten Aktienkapitals vorher den Maklern zur Verfügung stellen[62]. 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[63]. Allerdings gewinnt auf der anderen Seite wegen der Geschäfte abseits der Börse die Beeinflussung der Kurse an Bedeutung; denn je weniger Aktien 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.

Das charakteristische Beispiel aus jüngster Zeit soll nicht unerwähnt bleiben: am 23. August 1926 wurden die Aktien der Vereinigten Stahlwerke zu einem Kurse von 130% zur Einführung gebracht. Die eingelaufenen Aufträge sollen mehr als 4 Milliarden Mark betragen haben, während die Banken nur 30 bis 40 Millionen Mark Aktien dieser Nachfrage gegenüberstellen konnten[64].

---

[61] „Frankfurter Zeitung" 5. Morgenblatt vom 19. Februar 1911: „Emissionstechnik".

[62] Der „Deutsche Ökonomist", Jahrgang 1888, S. 562, wollte diesen Betrag auf drei Vierteile des Zeichnungsbetrages festgesetzt wissen.

[63] Vgl. unten S. 62.

[64] Vgl. E. Horwitz, a. a. O. 1. Teil, 1. Abschn. I, 2a.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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[65] als auf ihre Bedeutung für die Preisbildung. Mit der Auferlegung einer Sperrverpflichtung beabsichtigen die Banken, das wirkliche Anlagekapital von den Konzertzeichnern zu sondern. Durch die über den größten Teil der Aktien verhängte Sperre bleibt aber nur ein kleiner Teil sogenannter 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 geringer 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[66].

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

---

[65] Vgl. dazu die interessante Auseinandersetzung zwischen N. Müller und O. Warschauer im Bankarchiv vom Juli 1903; „Konzert- und Sperrzeichnungen" und „Die Emissionssperre".

[66] Von vielen Seiten wird ein Verbot der Sperre befürwortet. Die Sachverständigenkommission der Börsen-Enquete vom Jahre 1894 hat sich jedoch gegen dieses Verbot ausgesprochen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 Hinblick 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[67]. 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 Sperrverflichtung erlitten hat, von jeher besonders groß gewesen.

Beispielsweise[68] sind im Jahre 1906, dem letzten Jahre des damaligen Aufschwungs, 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 Kursein-

[67] Es ist deshalb der Ansicht Müllers in dem oben (S. 57) erwähnten Artikel (Bankarchiv Juli 1903) nicht beizupflichten, daß Sperrstücke dieselbe Bedeutung für den Markt haben, wie Stücke in den 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 Papieres 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.

[68] Nach einer Zusammenstellung des „Berliner Tageblattes" vom 26. August 1907.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

bußen 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%[69].

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. Mittelbar 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 Sammelbecken für ausgegebene und augenblicklich nicht unterzubringende Aktien geworden sind, diese Rolle übernommen hat. 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[70] nachdächten, um es den Konzertzeichnern zu verderben!

---

[69] 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 14%. Das Geschäftsjahr 1900 schloß mit einem Verlust von etwa 500 000 Mark ab. Daraufhin sank der Kurs bis auf 190%. Inzwischen hatte sich der Vorbesitzer bereit erklärt (vgl. „Deutscher Ökonomist" vom 26. Januar 1900), zur Deckung des Verlustes 500 000 Mark seiner Aktien vernichten zu wollen.

[70] Das außerordentliche Wachstum der Berliner Großbanken setzt diese in den Stand, bei der Ausgabe von neuen Papieren, in erster Linie wohl Anleihen und

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Von ihrer Tätigkeit fällt daher für die Preisbildung[71] 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 niemals ganz beseitigen lassen, solange 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 einer gesunden Mischung 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 Spekulationsepoche in Eisen-

---

Obligationen, ganz auf den Börsenhandel 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 Papieres 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. Dieses Emissionsverfahren, das Schmalenbach als Schalterverkauf gekennzeichnet und im einzelnen beschrieben hat, kann man nur den einen 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.

[71] In der ersten Auflage dieses Buches stand an Stelle der — jetzigen — Worte: „für die Preisbildung" die Lesart: „in volkswirtschaftlicher Hinsicht". Aus dem Zusammenhang ist zu erkennen, daß tatsächlich das erstere gemeint war, daß „in volkswirtschaftlicher Hinsicht" das Urteil anders lauten kann, wie die Kritik festgestellt hat, ist zuzugeben. Auch privatwirtschaftlich gesehen, ist ihre Beteiligung an sich erwünscht: großer Zeichnungserfolg, Kursgewinn durch Erhöhung der Kurse für die „anderen". Wenn es nur gelänge, der Spekulation selbst den Zwischengewinn streitig zu machen!

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

bahnpapieren in den 1840er und 1850er Jahren mit ihrem zu hoher Blüte gekommenen Promessenhandel[72], d. h. dem Handel mit Bezugscheinen 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[73]. Selbst noch in den 1880er 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 Verantwortlichkeitsgefühles der mit großer Macht ausgestatteten Großbanken, an die schon in den letzten Jahrzehnten vor dem Kriege auch das Emissionsgeschäft zum größten Teil übergegangen ist, dank aller dieser zusammenwirkenden Umstände ist die Handhabung der Emissionsgeschäfte zweifellos besser 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[74], sondern heute legt schon die Rücksichtnahme auf eine dauernde Kundschaft und die Befestigung ihres Emissionskredits[75] den Großbanken die Pflicht auf, in eine sorgfältige Prüfung der Emissionsvorhaben einzutreten und die Bemessung des Kurses und die Überwachung bzw. Regelung desselben dem wirklichen Wert der Papiere anzupassen — eine Aufgabe freilich,

---

[72] Vgl. R. Ehrenberg, a. a. O., S. 70/71. S. Spangenthal, Geschichte der Berliner Börse, Berlin 1903, S. 53.

[73] M. Wirth, Geschichte der Handelskrisen, Frankfurt a. M. 1890, S. 450ff. 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, vgl. Kritik von G. Schmoller in Schmollers Jahrbuch 1882, S. 1094.)

[74] Auch R. Ehrenberg, a. a. O. bestätigt dies auf S. 120.

[75] Vgl. dazu Fr. Thorwarth, Zum Börsengesetz, Berlin 1896, S. 17.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

deren Lösung, wie wir sahen, nicht immer ganz gelungen ist und auch wohl niemals vollkommen gelingen wird.

Einen Rückfall in die früheren Gewohnheiten bedeuteten die Zustände, die sich unter der Einwirkung der Inflationszeit im Emissionswesen herausgebildet hatten. Zahllose Winkelbankers, die wie Pilze aus der Erde schossen, waren tagtäglich bestrebt, neue Papiere in den Handel, meist in den freien Verkehr, zu bringen. Die Zahl der in den Jahren 1920—1923 neugegründeten Aktiengesellschaften betrug 11720 gegenüber einem Bestande von nur 5139 Aktiengesellschaften Ende 1913. Wo irgendwo sich ein alter Schuppen oder eine Maschine befand, flugs wurde daraus eine A.-G. gemacht. Den Emittenten wurden die Aktien aus den Händen gerissen, weil andere Auswege aus der Geldentwertung — Devisengesetzgebung — verbaut waren. Die Emittenten kamen sich wie erfolgreiche große Bankers vor, nachdem sie ein paar Stunden vorher noch kleine Angestellte waren. Die Rückbildung — sowohl der Aktiengesellschaften als auch der „Bankers" — hat sich bis zur Krise von 1925/26 hingestreckt. Auch bei den Großbanken setzte damals eine beträchtliche Steigerung des Emissionsgeschäfts ein; vgl. — soweit Zahlen überhaupt veröffentlicht sind — die Konsortialgeschäfte bei Aktienübernahmen (nach den Geschäftsberichten):

	1913	1919	1920	1921	1922
Diskonto-Gesellschaft . .	22	30	120	152	—
Dresdner Bank	25	33	144	291	(594) *

* (ohne Trennung nach Aktien und anderen Effekten).

2. 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 nehmen die Banken und Bankers an der Kursentwicklung der meisten im Börsenverkehr befindlichen Papiere ständig großen Anteil. 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 ständige Kauf- und Verkaufswünsche von seiten des Kapitals und der Spekulation für sie bestehen. Bis dahin gilt es für die Banken und Bankers, den Markt „ihrer" Papiere zu über-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

wachen und gegebenenfalls mit Käufen und Verkäufen einzugreifen, um unter steter Regelung 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 Kassa-Papier an der Börse einen „Schutzpatron", in der Regel ein Bankhaus, dessen Vertreter sich täglich zur Kursfestsetzung bei den Maklern einfindet[76]. 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 kursregelnde 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 gegenüberstehen. Dem Werte nicht entsprechenden, aus einseitigen Bestensaufträgen herrührenden Preisschwankungen von einem Tag zum anderen kann durch das Eingreifen des Bankers vorgebeugt werden, wenn auch nicht immer gerade 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 Hand, den Kurs so zu bestimmen, daß die übrigen Käufer und Verkäufer, die ihre festen Aufträge dem Makler vorher und ohne die Kenntnis der augenblick-

[76] Wie wenig diese Tatsachen, die natürlich jedermann an der Börse kennt, der weiteren Öffentlichkeit geläufig gewesen sind, beweist das Erstaunen, mit dem Ad. Wagner, Bankbrüche und Bankkontrollen 1901 (I. S. 80), die Regulierung der Kurse der Pfandbriefe durch die Pfandbriefbanken als Krebsschaden brandmarkt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

lichen 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:
50000 bestens	10000 zu 100%
	20000 „ 98%
	10000 „ 96%

Der Banker, der von diesem Stand erfährt, kann die fehlenden 10000 Mk. zu 96% aufnehmen, dann wird der Kurs 96%, und alle An- und Verkäufe werden zu diesem Kurse ausgeführt. Er kann aber auch die 10000 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[77].

Gegen diese Willkür der Bankers führt man an, daß die Kursregelung 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 angebotenem Papier nur wenig Material auf, oder kauft er nur zu einem wesentlich ermäßigten Kurs, so wagen die sonst nach jedem Vorteil ausspähenden Spekulanten doch nicht immer einzugreifen, selbst wenn sie persönlich die Preisbildung

[77] Diese sogenannten Ausweichkurse sind wiederholt Gegenstand langer Erörterungen gewesen. Vgl. 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.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 irgendwelchen 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 oder welche besonderen Zwecke er mit seinem Handeln verfolgt.

Denn andererseits benutzt der beteiligte 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 kauflustige Banker durch vorgeschobene 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

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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[78] 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 gelegentlich von Kursen gesprochen wird, die künstlich hoch gehalten werden. Auch die Kursentwicklung mancher Papiere, die im offenbaren 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 einschneidenden 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 Papieres 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 Umstände gefördert wird.

Die gewaltige Ausdehnung des Geschäftsbereiches der Großbanken,

[78] 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.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

hervorgerufen durch die Übernahme zahlreicher Privatbankers, Gründung von Filialen und Eröffnung von Depositenkassen, sowie durch Angliederung vieler Provinzbanken[79], 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 sogenannte freie Verkehr mit einer großen Zahl von Pfuschmaklern 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 des Ausgleichs 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 eine Vorliebe von dieser Seite her besteht[80].

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 ausgleichen, ohne daß der Kurs an der Börse dadurch berührt zu werden braucht. Die Bücher der Kurs-

---

[79] Diese Entwicklung hat in der Nachkriegszeit ein ungeahntes Ausmaß angenommen. Nach Horwitz a. a. O., 1. Teil, 1. Abschn. verfügten die sechs Berliner Kreditbanken (Commerz- und Privatbank, Darmstädter und Nationalbank, Deutsche Bank, Discontogesellschaft einschl. A. Schaaffhausen'scher Bankverein, Dresdener Bank und Mitteldeutsche Creditbank) Ende 1926 über 1212 Filialen (einschließlich Depositenkassen) in Berlin und auswärts. Die Filialen allein betrugen Ende 1926 753 gegen 169 im Jahre 1913: also eine Steigerung um das Vierfache. Seit Kriegsbeginn haben die Darmstädter und Nationalbank, die Deutsche Bank und die Discontogesellschaft über 160 Banker und Bankgeschäfte fusioniert.

[80] Auf eine weitere Folge dieser Entwicklung macht Horwitz a. a. O., 1. Teil, 1. Abschn. aufmerksam: Vernachlässigung der Provinzbörsen, indem durch das Filialnetz der Großbanken die Effektenaufträge nach Berlin gelangen. Vgl. auch „Magazin der Wirtschaft", Jahrg. 1927, S. 589.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

makler, 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[81], daß durch 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 Komissionsgeschäft 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 Regelung der Aufträge unter Zuhilfenahme der eigenen Bestände kann daher keine Rede sein[82].

---

[81] 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.

[82] Dieser Einfluß auf die Preisbildung war den Banken und Bankers in der Regel allein an der Maklerschranke und nur mit Hilfe eigener Bestände möglich, doch änderte sich dies während der Kriegszeit durch die Ausschaltung des Kommissionsgeschäftes. Mit der Begründung, daß in Zeiten, „wo auch der Verkehr in amtlich zugelassenen Effekten sich, wie früher nur derjenige in ‚unnotierten Werten', zu einem namhaften, wenn nicht überwiegenden Teil außerhalb der Börsenräume und der Börsenzeit vollzieht, eine solche Verpflichtung" (sc. des Kommissionärs) „zu den ärgerlichsten und unerfreulichsten Differenzen und Prozessen Veranlassung geben würde", konnten die der Stempelvereinigung angehörenden Firmen unter Einschrän-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Nur darin, daß nicht die gesamten Umsätze an der Börse zusammenlaufen, und daß die Banken in der Art, wie sie ausgleichen, 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[83]. Das ist heute zum Teil unmöglich, zum mindesten eine gefährliche Sache geworden. Denn der Betrag, den die Großbanken zur Regelung 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

---

kung des eigenen Risikos nach freiem Ermessen Aufträge des Publikums ablehnen, selbst wenn an anderer Stelle gleichartige Geschäfte getätigt wurden. Ihr Einfluß auf die Kursgestaltung wuchs beträchtlich, und je undurchsichtiger die Preisverhältnisse waren, desto mehr wurde das Publikum von den Banken abhängig. Erst als nach Wiederaufnahme des amtlichen Verkehrs die Gründe für den Eigenhandel fortgefallen und das Kommissionsgeschäft wieder an dessen Stelle getreten war, konnte auf Grund der für dieses geltenden Bestimmungen die Beeinflussung der Kurse durch die Banken und Bankers eingedämmt werden. — Vgl. hierzu Bernstein im „Bank-Archiv", Jahrg. 1914/15, S. 310 und A. Nußbaum im „Plutus", Jahrg. 1915, S. 231.

[83] 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.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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. 8ff.) 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, geschärfte Gewinninteresse auch auf die Kurssteigerung 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 genauer Einzeluntersuchung zu lösen ist[84].

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 — 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 entgegenzu-

[84] Vgl. hierzu den zweiten Teil dieser Arbeit.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

treten[85]. An Stelle der Blankoabgaben traten also sogenannte Interventionskäufe der Banken, mit gerade umgekehrter Wirkung auf die Haltung des Marktes: Wiederherstellung des Vertrauens, Zurückdämmung der Angstverkäufe und namentlich Verhinderung weiterer Baissespekulation. 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 ehemals und später kennzeichnen, wird die scharfe Kritik, die Georg Wermert[86] 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

---

[85] Hervorzuheben ist die Tatsache, daß im Verfolg der Revolutionsereignisse zur Stützung des Marktes sogar eine Bank, die Bank für Industriewerte Aktiengesellschaft, Berlin, besonders zu diesem Zweck begründet worden ist.

[86] Georg Wermert, Über den Selbsteintritt im Kommissionsgeschäfte und seinen Einfluß auf die Kurszettelwahrheit der Börse, Annalen des Deutschen Reichs, Jahrg. 1908, S. 11: „Der Kommittent ist bei Ausübung des Selbsteintrittsrechts in die Hand 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". 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 Auf-den-Markt-werfen von beträchtlichen Mengen eines Papieres oder durch umfangreiche Blankoverkäufe (S. 31/32) Kursschwankungen herbeigeführt, um den Einschuß 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.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Einzelfällen durchaus möglichen Praktiken, lassen seine Ausführungen an allen Stellen die Frage offen, ob sie sich nur auf früher oder auf einen späteren Verkehr beziehen, ob sie von kleinen Winkelbankers, Bankersspekulanten oder von ersten Bankhäusern oder den Großbanken ausgeübt werden, von denen doch die letzteren eine wesentlich andere Stellung zur Spekulation einnehmen wie die frühere Masse der Privatbankers.

3. Endlich wirken die Großbanken und Bankers[87] durch das Bereitstellen von Mitteln zur Wertpapierspekulation auf die Preisbildung ein. 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 auseinandergehalten worden, weshalb mit ein paar Worten näher darauf eingegangen werden soll[88].

Beim Termingeschäft an der Berliner Börse wird die Erfüllung für beide Teile bis an das Ende[89] des laufenden oder des nächsten Monats hinausgeschoben, während beim Kassageschäft der Austausch der Ware und des Geldes Zug um Zug gedacht ist. Das Merkmal, auf das es also an der Börse ankommt, ist das Moment des Kredits. Der Terminhandel ist für beide Teile, Käufer wie Verkäufer, die höchste Form des Kredithandels[90]. 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

---

[87] In bezug auf die Geldgebereigenschaft ist in der Börsensprache die Bezeichnung: Hochfinanz üblich.

[88] Die nachfolgenden Erörterungen gehören eigentlich zum Kapitel II: Die börsentechnischen Faktoren der Preisbildung. Des besseren Verständnisses wegen mußten sie aber hier vorangestellt werden.

[89] Mit Rücksicht hierauf werden die Termingeschäfte an der Berliner Börse allgemein Ultimogeschäfte genannt; nur in den ersten Jahren nach der Aufhebung des Terminhandelsverbots — 1925 bis 1928 — gab es eine zweimalige Liquidation im Monat, zum Medio und zum Ultimo.

[90] Ebenso Georg Bernhardt 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, Börsengeschäfte, Leipzig 1904, S. 261, will — durchaus mit Unrecht — das Moment des Kredits nicht gelten lassen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

und sofortige Wertpapierlieferung auf der anderen Seite[91]. Die außerordentlich vereinfachte Form des Termingeschäfts springt in die Augen: Die persönliche Kreditfähigkeit der Abschließenden[92] 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 Regelung 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 Bank zählende Publikum ist dieser Unterschied durchaus nicht in dieser Weise fühlbar[93]. Er bedeutet mehr oder 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 Merkmal: 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

---

[91] Hieran ändert natürlich nichts, wenn die Zahlung und Lieferung auf dem Wege der Überweisung und der Verrechnung vor sich geht.

[92] Über die Entpersönlichung des Kredits durch die Liquidationskasse vgl. unten S. 117.

[93] Hinsichtlich der Stücke bleibt der Unterschied zwischen Kassa- und 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.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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; gebräuchlich ist die Hinterlegung von sonstigen Wertpapieren, auch Sparkassenbüchern und dergleichen, 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 jetzt (1929) etwa 2 % über dem Diskontsatz der Reichsbank zuzüglich einer Provision, die nochmals 2 bis 3 % auszumachen pflegt, zu zahlen. Beim Kauf per ultimo findet zwar die Berechnung der Stückzinsen[94] bis zum Abwicklungstag statt; in der Zwischenzeit, also vom Tage des Kaufes bis zum Abwicklungstage, kann aber bereits wieder ein Verkauf erfolgt sein, für den die Stückzinsen ebenfalls bis zum Erfüllungstage laufen. 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 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 leiht und dafür die Wertpapiere als Pfand erhält. Die hierbei zu entrichtenden Prolongationszinssätze — im einzelnen unten — können — sie sind es in der Regel — aber niedriger sein als die beim Kontokorrentkredit entstehenden Kosten. — 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

[94] Die Berechnung von 4 % Stückzinsen auf Aktien, die an der Berliner Börse üblich war, ist 1913 in Fortfall gekommen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 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 die 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 die 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 Darlehnszinssätze der Wettbewerb 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 die Spekulation unterstützen und deren Ausschreitungen mit veranlassen, ist zwar häufig zu hören, aber in dieser Fassung zu allgemein gehalten, um damit etwas anfangen zu können.

Dagegen wirkt die Aussicht auf teures Prolongationsgeld einschränkend auf die Spekulationstätigkeit, weil die teueren 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 Banken ganz mit der Hergabe von Geld zurückhalten, sei es, um selbst liquide zu bleiben, 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 ge-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

samten 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 Kursschwankungen sein, je nachdem die Käufer — an wirklichen fehlt es in solchen Momenten naturgemäß —, die gleichzeitig die Verkäufer im Ultimogeschäft sind, in dem Kursunterschied 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 ist dies eine außerordentlich schwierige Aufgabe. Einerseits bringt das Sinken der Kurse auch aus ihrer Kundschaft 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 beleihen 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[95] 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".

(Ein ähnlicher Fall, nur in größerem Ausmaß und mit entsprechender Auswirkung hat sich am 13. Mai 1927, dem „schwarzen Freitag", zugetragen: an diesem Tage kam es zu einem panikartigen Kurssturz, nachdem die der Stempelvereinigung angehörenden Banken erklärt hatten, daß sie demnächst eine Einschränkung der an der Börse ausgeliehenen Reportgelder vornehmen würden. Auf die mit dieser Krediteinschränkung in Zusammenhang stehenden besonderen Fragen ist weiter unten einzugehen.)

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

[95] Vgl. „Deutscher Ökonomist", Jahrg. 1889, S. 584.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 streng 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 zwangsweisen 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 sogenannter 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 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 Ausleihung 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

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

kommenden Wertpapier hat. Im allgemeinen wird zunächst eine jede Bank die Hausse- und Baisseengagements, also auch Geld- und Stückebedarf, innerhalb ihrer Kundschaft auszugleichen versuchen, wobei ihr das große Filial- und Depositenkassennetz, das die verschiedensten Kreise der Kundschaft und damit auch zahlreiche Gegengeschäfte in Wertpapieren umfaßt, außerordentlich zustatten kommt. Überschießende 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 Nummernaufgabe verzichtet hat[96]. 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 Baissespekulation, wohingegen sie durch Zurückhaltung der Stücke die Baissiers möglicherweise zu Deckungen zwingen, die zur Steigerung der Kurse führen können[97].

Daneben spielt die mit dem Stückeleihgeschäft 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

---

[96] Gesetz, betr. die Pflichten der Kaufleute bei Aufbewahrung fremder Wertpapiere vom 5. Juli 1896, § 2.

[97] Welche Folgerungen sich aus dieser Platzarbitrage für die beteiligten Banken ergeben können, dafür bietet der Versuch der Verstaatlichung der Hibernia-Bergwerks-A.-G. im Jahre 1904 ein sehr interessantes Beispiel. Am 25. Juli 1904 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 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 Mark Hibernia-Aktien der Dresdner Bank gegen den Antrag der letzteren stimmte. Vgl. auch „Frankfurter Zeitung" vom 31. August 1904.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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[98].

Der Zusammenschluß im Bankwesen hat, wie in vielen andern Börsendingen, 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 Ausleihung zu beschränken oder in bestimmten Fällen ganz einzustellen, macht die Baissespekulation schwierig, ja zum Teil unmöglich. Naturgemäß sind auch hier wieder die Spekulanten an der Börse in der Regel schlechter gestellt als etwa die Kunden einer Bank, soweit diese sich überhaupt mit der Baissespekulation befreunden 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[99], so sind sie doch erst wieder voll zur Geltung gekommen vom 1. Juni 1908, an welchem Tage die Terminhandelsfreiheit wieder hergestellt wurde. (Und sie sind erneut wieder in Kraft getreten: ab 1. Oktober 1925, an welchem Tage der seit Kriegsbeginn eingestellte Terminhandel wieder eingeführt wurde.) Inzwischen gelangte aber das sogenannte 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 kommis-

[98] Siehe Anmerkung 97 auf S. 78.

[99] Vgl. hierzu die ausführlicheren Bemerkungen unter Teil 2, Kapitel II.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

sionsweisen 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 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 Kundschaft 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 Kundschaft gegenüber Kündigungen 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 der Bankers und 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 irgendein 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 diese Nachteile, die das Kassageschäft im Gefolge hatte, eine der wesentlichen Ursachen mit, daß sowohl die Spekulanten als auch die immerhin mit beschränkten Mitteln arbeitenden Bankers

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

das bequemere Termingeschäft bevorzugten. Infolgedessen trat während jener Zeit die Bedeutung des Kassageschäfts im Verhältnis zum gesamten Börsenverkehr sehr zurück, mit Ausnahme allerdings der Haussezeiten, in denen sich die gesamte Spekulation 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 hatte sich dies insofern geändert, als seit dieser Zeit das Kassageschäft in Industriepapieren durchaus in den Vordergrund gerückt war und damit auch dem gesamten Börsenverkehr zweifellos sein Gepräge verliehen hatte. Aber trotz dieser Vorherrschaft des Kassageschäfts war doch in dieser Zeit seine Bedeutung für die Marktverhältnisse und die Preisbildung eine andere als früher. Wenn die Börsenbesucher zur Durchführung ihrer Kassageschäfte Darlehen — und zwar in großem Umfange — von den Großbanken aufnahmen, so handelte 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 ist inzwischen größtenteils Kundschaft der großen Aktienbanken geworden, die der wachsenden Bedeutung des Kassageschäfts dadurch Rechnung tragen konnten, daß sie leicht ihr Betriebskapital erhöhen konnten und unabhängiger von anderen Geldmächten wurden[100].

Diese Wandlung in der Bedeutung des Kassageschäfts für die Preisbildung blieb auch mit der durch die Börsengesetznovelle von 1908 erfolgenden Wiederherstellung des Terminhandels bestehen, wenn auch das, was oben über die Bevorzugung des Terminhandels gesagt worden ist, wieder in Kraft trat. Im weiteren Verlauf der Entwicklung schob sich noch einmal das Kassageschäft in den Vordergrund: im sogenannten inoffiziellen Verkehr von Kriegsbeginn bis zur Wiedereröffnung der Börse im Dezember 1917, und sodann von dieser Zeit bis zum 1. Oktober 1925, der Wiedereinführung des Terminhandels.

Wie eingangs (S. 73) ausgeführt, braucht das Kassageschäft für den im Kundschaftsverhältnis mit einer Bank stehenden Spekulanten nicht

---

[100] 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 sogenannte Depotfixen im alten Umfange aufrecht erhalten werden kann." Vgl. hierzu auch die Kritik oben auf S. 71.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

wie das des Börsenverkehrs den 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 folgenden sogenannten 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 Kundschaft der heutigen Großbanken ist hingegen die Wirkung auf die Kursgestaltung größer, 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 Kundschaft abgesandten Kündigungsbriefen Blankoverkäufe vornahmen, um die zu erwartenden Angst- und Zwangsverkäufe zu billigen Kursen aufnehmen zu können, so kann man dem hinzufügen, daß man dies auch heute noch beobachten will. Allerdings sind es nicht die Banken, die auf diese Weise jobbern, sondern deren Angestellte, die von der Absendung der Kündigungsbriefe Kenntnis erhalten.

Größere allgemeine Bedeutung kann jedoch die durch die Banken mögliche Beeinflussung des zu ihrer Kundschaft zählenden großen Publikums erlangen, wenn letzteres bei irgendwelchen Vorfällen kopflos zu werden droht. Regelmäßig läßt sich dies in Zeiten der Hoch-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

konjunktur feststellen, in denen das Publikum im Kaufen keine Grenzen mehr zu finden weiß und die Kurse über Gebühr hochgetrieben werden. Die für die zahlreichen Schalter der einzelnen Banken ausgegebene Weisung, 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 Bankers 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 plötzlich 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 eintreten, 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 Bankers — 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 dem Zusammenschluß im Bankgewerbe den Vorteil versprechen, daß es gelingen wird, einheitliche,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 Bankers, 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 Kredites 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[101]. Da aber in Zeiten allgemeiner Kursrückgänge derartige Zwangsverkäufe die rückläufige Bewegung nur noch verschärfen, so liegt darin eine Beunruhigung des ganzen Marktes, abgesehen davon, daß die so in die Enge getriebenen Kunden vielleicht zu den ungünstigsten Kursen um jeden Preis verkaufen müssen. Und jeder weitere Kursrückgang macht wieder eine Reihe anderer Spekulanten zum „Abschlachten" reif, da sich die Deckung durch die Ent-

[101] Wermert, a. a. O., S. 29, stellt freilich diese Sache so dar, als ob die Kommissionäre die Spekulationskundschaft des Publikums lediglich in der Absicht suchen, um den Einschuß als „gute Beute" einzuheimsen. Zu diesem Zwecke „lassen sie durch Scheingeschäfte, Strohmänner u. a. m. Kursschwankungen 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 vgl. Kritik oben auf S. 71.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

wertung der Papiere fortlaufend vermindert. Es ist deshalb durchaus zu verstehen, wenn über ein solches System heftige Klagen geführt werden: auf der einen Seite Ermöglichung der Spekulation mit geringen Einschüssen, auf der anderen 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 Berliner Großbanken in ihren Bilanzen ausgewiesenen gedeckten Debitorenbestände ist sicherlich neben den weiter angegebenen Reports und Lombards 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 über das volkswirtschaftlich zulässige Maß hinausgehen muß; 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 Privatbankers der Fall war und es auch heute noch bei den zahlreichen Animier- und Anreißerbankers der Fall ist, so sollte 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 Mark Anzahlung Wertpapiere im Betrage von 100 000 bis 200 000 Mark kaufen kann, vielleicht dem Vielfachen seines wirklichen Vermögens, solange wird für die Börse stets die Gefahr ungerechtfertigter Paniken, in deren Verlauf das

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Publikum großen Schaden erleidet, bestehen bleiben. Eine allgemeine Vereinbarung der Großbanken, etwa auf der Grundlage der 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 mittelbar beikommen wollen[102].

1929: Eine allgemein bindende Vereinbarung unter den Banken über die Höhe des bei Effektenkrediten zu fordernden Einschusses (Beleihungshöhe der Effekten) besteht nicht. Während die Großbanken etwa 60—75% des Kurswertes — je nach der Art der Aktien (Terminhandel) und der Höhe des Kurses — beleihen (also etwa 25—40% Einschuß fordern), gehen kleinere Banken, insbesondere die Privatbankers, zugunsten der Kunden von dieser Handhabung auch heute noch ab.

Anhang:
Börsenkredit und Geldbedarf.

Anläßlich der Ankündigung der Krediteinschränkung, der am 13. Mai 1927 der große Kurssturz folgte, ist die alte Streitfrage wieder erörtert worden, ob die Börsenkredite das vorhandene Kapital schmälern bzw. ob die Börsenkredite der Wirtschaft verloren gehen. Diese Frage wurde deshalb brennend, weil die Wirtschaft über einen empfindlichen Mangel an Krediten klagte zu einer Zeit, wo man Anlaß hatte, zu glauben, daß der Börse zuviel Kredit zur Verfügung gestellt

[102] 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 die schutzbedürftigen Kreise, in erster Linie beteiligt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

worden war. (Daß für die Kreditkündigung am 13. Mai 1927 noch andere Gründe: zu hohe Kurse, mangelhafte Liquidität der Banken, Devisenabfluß, angeführt wurden, scheidet hier aus.) Grob ausgedrückt lautete die Meinung: was die Börse an Krediten zu viel hat, fehlt der Wirtschaft.

In den Erörterungen über diese Frage ist zunächst immer wieder darauf hingewiesen worden, daß eine solche Formel schon deshalb falsch sei, weil ja neben jedem Käufer, der Kredit in Anspruch nimmt, ein Verkäufer steht, der den Verkaufspreis erhält. Mithin gehe das Kapital nicht unter, sondern müsse irgendwo bleiben. In Weiterführung dieses Gedankens sind dann die Verwendungsmöglichkeiten angegeben worden: erstens kann der Verkäufer wieder Effekten kaufen, dann steht ein neuer Verkäufer da, der das Geld erhält. Zweitens: der Verkäufer kann das Geld für sein Geschäft verwenden, dann kommt der Betrag der Wirtschaft unmittelbar zugute. Drittens: der Verkäufer läßt den Verkaufserlös einstweilen bei seiner Bank stehen; dann erhöhen sich die Depositen, und die Bank kann den Betrag als Kredit an die Börse oder an die Wirtschaft ausleihen. Endlich: der Verkäufer kann den Gegenwert der verkauften Effekten konsumieren (für seinen Lebensunterhalt oder für Gebrauchsgüter oder schließlich für Luxusdinge ausgeben). Auch in diesen letzten Fällen fließt der Verkaufserlös der Wirtschaft zu: er geht also der Wirtschaft nicht verloren.

Nach dieser Erklärung sieht es so aus, als ob die Börsenkredite lediglich ein Rohr mit Umschaltungsvorrichtung darstellten: schließlich mündet alles, wenn auch auf verschiedenen Wegen, wieder in der Wirtschaft. Unterwegs ist nichts verlorengegangen; es sind zwar ein paar Umwege gemacht worden, die aber an dem schließlichen Ergebnis nichts ändern. Nun hat L. Merzbach[103] schon darauf aufmerksam gemacht, daß es keine geschlossene Volkswirtschaft gibt, daß es also auch mit Bezug auf den zur Erörterung stehenden Fall (Kreditrestriktion) erforderlich ist, daran zu denken, daß der Verkaufserlös in Devisen umgewandelt werden kann (wenn der Verkäufer ein Ausländer ist, der sein Geld zurückzieht, oder wenn er ein Inländer ist, der sein Vermögen im Ausland anlegt), so daß sehr wohl eine Verknappung an inländischem Kapital möglich ist, also der Betrag der deutschen Wirtschaft — zum mindesten zeitweilig — verlorengehen kann.

---

[103] Die „Bank" 1927, S. 497 und „Bank-Archiv" vom 15. Februar 1929.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Darüber hinaus ist noch das Folgende zu sagen[104]:

So richtig es ist, daß dem Käufer von Effekten ein Verkäufer gegenübersteht, der den Verkaufserlös weiter verwendet, d. h. der Volkswirtschaft zuführt, ebenso unzweifelhaft ist es, daß diese Verwendung eine andere sein kann, als sie es wäre, wenn die Banken in Verfolg einer volkswirtschaftlichen Kreditpolitik die Kredite unmittelbar an die Stelle leiten, wo sie gebraucht werden. Auch der Luxuskonsum, der mit den Börsengewinnen getrieben wird und der volkswirtschaftlichen Produktion eine bestimmte Richtung gibt, darf nicht unterschätzt werden. Ebenso nicht, daß Börsengewinne vielfach ins Ausland fließen und einen Devisenbedarf herbeiführen (Reisen, Spekulation). Zu übersehen ist endlich nicht, daß durch die Börsenumsätze an sich zweifellos Geldkapital in mehr oder minder großem Umfang dauernd gebunden wird. Die Umsätze an der Börse erfolgen zwar mit stärkster Ausnützung der bargeldlosen Zahlungsmethoden; trotzdem wurde auch schon vor dem Kriege die von der Börse dauernd beanspruchte Summe von Zahlgeld von Lexis auf 80 Millionen Mark geschätzt. Eine Ablenkung von Kapital durch die Börse findet z. B. statt, wenn der Verkäufer den Gegenwert kurzfristig bei der Bank liegen läßt und diese infolge des kurzfristigen Charakters des Guthabens ihre Barreserven erhöht. Also ganz gleich, wie es die Theorie hinzustellen beliebt, ist es durchaus nicht, ob die Banken ihre Mittel der Börse zur Verfügung stellen und von hier aus die Geldkapitalien weiterströmen, oder ob die Banken eine zielbewußte Kreditpolitik an die Wirtschaft unmittelbar betreiben.

Auf einen wichtigen Gesichtspunkt weist endlich Lansburgh[105] hin: daß es eben ein Unterschied ist, ob der Verkaufserlös sofort als Kapital in den Betrieben weiterverwendet wird (hier also zunächst ein Kreditbedürfnis zur Befriedigung bringt), oder ob aus dem Verkaufserlös Ausgaben für den Konsum erfolgen, die sich erst über die Löhne der Arbeiter, Gehälter der Angestellten, Geschäftsgewinne der Unternehmer wieder in Sparkapital zurückverwandeln. Mit Recht weist Lansburgh darauf hin, daß für die gestellte Frage wesentlich ist, welcher Zeitraum zwischen der Kreditgewährung, die für die Börse bestimmt ist, und dem Wiederentstehen des neuen Sparkapitals liegt. Aus diesen Zusammenhängen erklärt sich auch die Erfahrung der Praxis, daß steigende Börsenkredite schließlich zu einer Erhöhung der

[104] Vgl. meine Schrift: Geldmarktlage und Reichsbankpolitik, Leipzig 1927, S. 41.
[105] Die „Bank" 1926, S. 309.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Zinssätze führen, wenn auch nicht außer acht zu lassen ist, worauf Merzbach hinweist, daß bei steigenden Kursen sich die im Zinssatz enthaltene Risikoprämie erhöht.

Also ist die mehr gefühlsmäßig gefundene Feststellung, daß die Börsenkredite sowohl eine Kapitalverknappung als auch einen erhöhten Geldbedarf hervorrufen, nicht so abwegig, wie die theoretischen Erwägungen es gern hinstellen möchten[106].

II. Die börsentechnischen Faktoren der Preisbildung.

A. Die Engagementsverhältnisse im Termingeschäft[1].

1. Im Allgemeinen. Neben den mannigfaltigen persönlichen Faktoren wirken 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 ermessen zu können, sind einige Bemerkungen 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 irgendein Interesse an der Kursentwicklung nicht mehr, wenigstens nicht für die verkauften Stücke. In der Praxis können sich jedoch diese Unter-

---

[106] Vgl. hierzu die Aufsätze von Cassel, Hahn, Lansburgh und Spiethoff in der „Frankfurter Zeitung" vom 11. Mai 1927. Es muß besonders auffallen, daß die „Frankfurter Zeitung", die sonst den praktischen Dingen sehr nahe steht, ebenfalls die „Auffassung der Reichsbank, daß die der Börse zur Verfügung gestellten Gelder der Wirtschaft entzogen seien, für im Grunde irrig hält". Gewiß: die Gelder gehen der Wirtschaft nicht verloren (wenn sie nicht zufällig gerade in einen Tresor gelegt werden); aber es kommt doch sehr darauf an, wie sie in die Wirtschaft gelangen.

[1] Über die für die Preisbildung wichtigen Unterschiede zwischen dem Termin- und Kassageschäft vgl. Einleitungsworte zu dem Abschnitt: Banken und Bankers als Geld- und Kreditgeber im Wertpapiergeschäft oben S. 72ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

schiede verwischen. Denn der Stückebesitzer 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 Stückebesitzer – 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 zurückgehenden Kursen, weil er die in Blanko verkauften 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 verschieben 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 Leerverkäufer sein, der sich eine Deckung für den voraufgegangenen Leerverkauf verschafft. 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 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 über-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

wiegend Baisseengagements als auch Hausseengagements und natürlich auch Hausse- und Baisseengagements zu gleicher Zeit bestehen. Wie diese Gestaltungen auf die Preisbildungen wirken, wird unten zu crörtern 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 bestätigt wird, daß das Publikum in überwiegendem Maße nach oben spekuliert. Es scheint, als ob sich dieses nicht in dem Gedanken zurechtfinden kann, etwas zu verkaufen, was es nicht besitzt, obwohl ein Rückkauf an der Börse stets möglich ist. Freilich ist die Baissespekulation mit größeren Gefahren verknüpft als die Haussespekulation, — worauf unten näher einzugehen sein wird[2] — 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. Ein gleiches Interesse haben die Großbanken, die die Papiere schaffen und zum Teil noch besitzen. Sie stehen sogar der Baissespekulation 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 schließt vielmehr Geschäfte nach oben wie auch nach unten ab; 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[3]. Wiederholt ist 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

[2] Vgl. S. 101.

[3] 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.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 Zeit 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 Verkäufen, mit denen sich Kursrückgänge einstellen können. Hier steht also der als kurzsichtig eingeschätzten Haussespekulation eine langsichtig gedachte Baissespekulation gegenüber, ein Fall, der in den mannigfaltigsten 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 Hausseengagement ein; es findet also ein verstärkter Kaufandrang statt. Ebenso umgekehrt, wenn sich 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 dieser Absicht erfährt, erschwert sie die Durchführung, indem sie mit den erforderlichen Gegengeschäften zurückhält oder nur zu wesentlich veränderten Kursen dazu bereit ist.

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

a) Die berufsmäßige Spekulation ist nach oben engagiert: einseitige Hausseengagements an der Börse.

b) Neben der berufsmäßigen Spekulation ist das Publikum nach oben engagiert, ein Teil der ersteren ist zur Baissepartei übergegangen: geteilte Engagements.

c) Die berufsmäßige Spekulation und das Publikum sind nach oben engagiert: einseitige Hausseengagements überhaupt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

d) Die berufsmäßige Spekulation tritt als Baissepartei dem Publikum, das nach oben engagiert ist, gegenüber: geteilte Engagements.

e) Die berufsmäßige Spekulation ist nach unten engagiert: einseitige Baisseengagements an der Börse.

f) 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 Veränderungen 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 Stufen der Börsenentwicklung herauslesen und beobachten, so daß 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[4] schweben zu lassen, werden die Börsenereignisse der Vorkriegsjahre mit amtlichem Terminhandel, die erst im zweiten Teil beschrieben werden, auch den folgenden Ausführungen bereits zugrunde gelegt.

---

[4] 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 Einzelvorgänge in ungerechtfertigter Weise 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 25 Jahren. Vgl. unten: Zweiter Teil.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

a) Einseitige Hausseengagements 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. 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[5] 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 Hausseengagements 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 — solange sich das große Publikum dem Börsengeschäft noch fernhält. Eine weitere Aufwärtsbewegung ist unter solchen Umständen nicht leicht möglich, da es an neuen Käufern fehlt. Infolgedessen wirkt auch eine günstige Nachricht nur

[5] Vgl. S. 24.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

wenig auf die Kurse ein. Sollte beispielsweise durch eine günstige Nachricht einige Kauflust im Publikum entstehen, dann wird sie von der Spekulation sofort und ohne Aufsehen zu Verkäufen benutzt.

Andererseits wirken ungünstige Nachrichten heftiger auf die Kurse ein, weil sich die Spekulation immer noch wegen der Ungewißheit der Wirtschaftslage leicht geneigt zeigt zu verkaufen. Diese Verfassung des Marktes wird denn auch von tatkräftigen Baissespekulanten benutzt, um die Hausseengagements zur Lösung zu bringen (Positionsspiel). Es tritt deshalb das Bestreben zutage, 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 Hausseengagements 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[6], verfällt sie in gedrückte Stimmung. Sie sucht deshalb nach einem Ausweg. Der beste ist die Heranziehung des Publikums, das die Engagements übernimmt und weiter trägt. Es ist aber eine alte Börsenweisheit, daß das Publikum nur dann zum Spekulieren Lust verspürt, wenn sich die Börse in einer günstigen Verfassung befindet. Solange das Publikum sinkende Kurse sieht, glaubt es an kein Ende des Rückganges, fangen aber die Kurse an zu steigen, dann will niemand den Anschluß an den von der Börse ausgehenden Goldsegen 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 ihres Besitzes entledigt.

b) 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 immer tätige und vorwärtstastende

---

[6] 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 vgl. oben S. 69.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 Hausseengagements des Publikums zu Baisseengagements über, in der Erwartung, daß die jetzigen Haussiers aus irgendwelchen Gründen zur Lösung ihres Engagements schreiten werden, noch ehe sich eine neue Käuferschicht an der Börse einstellt. Besonders außerwirtschaftliche Vorgänge, die auf die Marktlage im ganzen ungünstig einwirken können, wie vor allem politische Verwicklungen, sind in solchen Zeiten geeignet, die Baissespekulation 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 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 nachhaltigster Weise davon berührt. Zunächst tragen die von den Blankoverkäufen noch ausstehenden Deckungsverkäufe dazu bei, den ersten und mächtigsten Anstoß zur Steigerung der Kurse zu geben. Merkwürdigerweise machen nämlich diese Deckungskäufe gewöhnlich einen größeren Eindruck auf die

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Börse als einfache Käufe, die man auch zum Unterschied hiervon Meinungskäufe nennt. Eine Erklärung dürfte darin zu finden sein, daß die Haussepartei, 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 Baissespekulation verbunden war, wieder einzubringen. In diesem Augenblick verwandelt sich also die ausgleichende Wirkung der Baissespekulation in ihr Gegenteil: plötzliche Aufwärtsbewegung der Kurse. Es gibt 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 der Börse bald bekannt werdenden übertriebenen Kreditspekulation kommen kann. Sie fädelt deshalb von neuem Baisseengagements ein — ein Teil derselben von kapitalkräftigen Spekulanten auch langsichtig gedacht —, um nunmehr bei einer Rückwärtsbewegung von neuem zu gewinnen. In den 1880er 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 irgendwelche Ereignisse, fortlaufend heftige Kämpfe um die weitere Preisentwicklung, die vielfach zu mehr oder minder schweren Krisen führten.

c) Es kann aber auch der Fall eintreten, daß die wirtschaftliche Entwicklung dem Publikum recht gibt, und die Aussicht auf glänzende Gewinnerträgnisse die Kauflust weiterer Schichten des Publikums steigert. Die Kurse gehen sprungweise in die Höhe, die Baissespekulation hat erhebliche Verluste. Die Kreditspekulation ist aufs äußerste angespannt, doch die Wirtschaftslage ist als gut anzusprechen. Einsichts-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

volle Spekulanten sehen die Lage für kritisch an und ziehen sich zurück. Obwohl sie sicher sind, daß eine Baissespekulation 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 ihre Bestände ausverkauft haben und damit manchen alten Ladenhüter losgeworden sind. Ferner pflegen aber auch viele Aktionäre, die sogenannten 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 denkbar ungünstig[7]. Es genügt ein geringer Anstoß, um das künstliche, durch Prolongationskredit aufgetürmte Spekulationsgebäude ins Wanken zu bringen. Gelangen aus irgendwelchen 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 Baissespekulation überzugehen versuchen. Können diesem verstärkten Angebot von seiten der übrigbleibenden Haussiers, die zumeist im Publikum zu suchen sind, keine neuen Käufe gegenübergestellt werden, dann bleibt die Wirkung auf die Kurse nicht aus. Der Kursrückgang kommt erst zum Stillstand, wenn die Baissiers an eine Übertreibung glauben und anfangen, sich einzudecken. Die Anhäufung und das

[7] 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.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

schließliche Überwiegen der Hausseengagements hat von jeher als der Ausgangspunkt der großen 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" Kontremine, die die Kurse aufhalten soll. Vielmehr trägt die allzeit rührige Spekulation durch ihr Drehen dazu bei, die Börsenlage zu verschlimmern.

d) Der Fall, daß sich die Hausseengagements in Händen des Publikums befinden, und gleichzeitig die berufsmäßige Spekulation Trägerin der Baisseengagements ist, wurde oben (S. 96) 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.

Unter solchen Umständen nimmt die Kursentwicklung einen sehr bewegten Verlauf. 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 Kursschwankungen 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 vorweg-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

genommen 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 Baissespekulation 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 mit den Banken in Verbindung stehenden 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 Deckungsverkauf 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

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 treten dazu noch in Wettbewerb 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 zu guter Letzt, 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 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[8]. 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 Hausse- 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[9] bemerkbar macht. In solchen Fällen versuchen die Baissiers, sich die Stücke leihweise von den Besitzern der Aktien 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 vereinigt sind und je größer die Zahl der Stücke begehrenden Baissiers ist.

---

[8] Über die Verschiedenheiten an der Börse und im Kundschaftsverhältnis mit einer Bank vgl. oben S. 72ff.

[9] Auf das Vorhandensein eines Stückemangels ist zu schließen, wenn der in dem Satz für Deport verrechnete Zinssatz — unter Berücksichtigung der Eigenart des betreffenden Papieres — niedriger ist als die jeweilig sonst üblichen Zinssätze des Geldmarktes.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

e) Dieser Zustand, einseitige 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 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 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 überritten 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 naturgemäß 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 heraus-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

gestellt 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 fortschreitenden Kursherabsetzung einen Damm entgegensetzt und damit gleichzeitig den Boden für eine Haussebewegung 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 Baissiers 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.

f) 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 Hausseengagements zur Lösung bringen.

Als Ergebnis der vorstehenden Erörterungen über die Engagementsverhältnisse ist 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 not-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

wendigerweise eine Korrektur erfahren — was im zweiten Teil durch Tatsachenmaterial noch zu belegen sein wird —, so wird bei Besprechung der wirtschaftlichen Faktoren[10] noch einmal auf diese Frage zurückzukommen sein.

Wie eingangs erwähnt, liegen diesen Ausführungen die Beobachtungen des Börsenverlaufs der Jahre 1880 bis 1914 zugrunde. Wenn auch die Zeit der Wiederherstellung des amtlichen Terminhandels vom 1. Oktober 1925 bis heute (Anfang 1929) verhältnismäßig noch kurz ist und auch wegen der strukturellen Veränderungen im Börsengeschäft Schlüsse nur mit aller Vorsicht gezogen werden können, so ist doch festzustellen, daß die vorstehenden Ausführungen, die wörtlich aus der ersten Auflage übernommen worden sind, ihre Bedeutung behalten haben.

3. Im Anschluß an die Engagementsverhältnisse ist hier noch kurz das Prämiengeschäft zu erwähnen, das sowohl auf die Bildung der Engagementsverhältnisse als 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 Prämiengeschäfte[11] kurz zu vergegenwärtigen.

Die Prämiengeschäfte kennzeichnen sich — im Gegensatz zu den bisher behandelten (fixen-festen) Termingeschäften — als Termingeschäfte mit einem Rücktrittsrecht auf seiten des einen Kontrahenten. Der Käufer einer Vorprämie erwirbt das Recht, zu einem vereinbarten Termin eine bestimmte Summe Wertpapiere zu einem bestimmten Preise fordern oder gegen Erstattung eines Reugeldes, der Prämie, von dem beabsichtigten Kauf zurücktreten zu können. Ist der Kurs des betreffenden Wertpapieres bis zu dem Tage des Ablaufes der Prämie gestiegen, so wird der Prämienkäufer auf Lieferung der Papiere bestehen, da er sie zu einem höheren Kurs als dem Ankaufskurs zuzüglich der Prämie wieder verkaufen kann — wenn er sich der Stücke nicht schon früher zu einem vorteilhafteren Kurse entledigt hat. Ist der Kurs 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

---

[10] Vgl. unten S. 132.

[11] Eine anschauliche Darstellung der Technik der Prämiengeschäfte gibt M. Fürst in seinem Buche: Prämien-, Stellage- und Nochgeschäfte, Berlin 1908.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

und damit den Anschaffungswert seiner Papiere verbilligt, oder er ist — wenn er die Papiere nicht besaß — nunmehr von ihrer Beschaffung entbunden. In gleicher Weise verhält es sich umgekehrt mit den — im ganzen aber weniger vorkommenden — Rückprämiengeschäften, bei denen der Prämienkäufer gegebenenfalls auf den Verkauf der Stücke verzichten kann. Eine Verbindung von Vor- und Rückprämie stellt das Stellagegeschäft dar: der Prämienkäufer kann am Prämienerklärungstag erklären, ob er kaufen oder verkaufen will. Doch muß er eines von beiden tun. Hier beträgt die Prämie in der Regel das Vierfache der Vor- bzw. Rückprämie. Bei den „Noch"geschäften erhält der Käufer das Recht, am Erfüllungstage die ge- oder verkaufte Menge „noch" ein- (zwei- oder mehr-)mal nachfordern zu können.

Die Prämiengeschäfte kennzeichnen sich also als Geschäfte mit beschränktem Risiko; 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 besondere Bedeutung der Prämiengeschäfte für den Markt liegt darin, daß sie sich leicht mit anderen Geschäften vereinigen lassen und in Verbindung mit festen Geschäften oder Stellagegeschäften eine fast unübersehbare Fülle gegenseitiger Beziehungen und schwebender Engagements schaffen. Wird z. B. gegen einen Kauf von Wertpapieren mit Vorprämie eine gleich große Summe fest verkauft, so sind beide Geschäfte gleichwertig einem Verkauf derselben Summe mit Rückprämie[12]. Ebenso vollzieht sich die Umwandlung der Rückprämiengeschäfte in Vorprämiengeschäfte. Führt man die Gegengeschäfte zur Hälfte des im Prämiengeschäft abgeschlossenen Wertpapierbetrages aus, so ergibt sich für die andere Hälfte des Betrages eine Stellage[13]. 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, Wertpapierbesitzer oder Makler sind, die auf der einen Seite Geschäfte fest abgeschlossen haben und auf der anderen Seite diese in Prämien- und Stellagegeschäfte zerlegen — schon bei geringen Preisveränderungen als Käufer und Verkäufer im Markt erscheinen. Wie schon Michaelis[14] und sonst alle sachverständigen Kritiker des Prämiengeschäftes, wenn sie das letztere auch an sich als

[12] Vgl. die eingehende Erklärung und Erläuterung bei M. Fürst, a. a. O., S. 21.
[13] M. Fürst, a. a. O., S. 39.
[14] O. Michaelis, a. a. O., S. 35.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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- oder Verkaufsgelegenheit schaffen.

An der Berliner Börse werden — von einigen Privatbankers, die sich besonders mit dem Prämiengeschäft befassen — Prämien zumeist auf 1, 2 und 3 Monate gehandelt. In der Regel ist der Prämiensatz für die langen Fristen, wegen des größeren Risikos, höher als der für die nächsten Termine. Für den Verkäufer der Prämie ist die Rechnung — grundsätzlich — natürlich so, daß die zu erwartende Kursschwankung geringer ist als die Prämie, die er verlangen will. Daraus folgt, daß bei in Aussicht stehenden starken Kursveränderungen die Prämiensätze ansteigen, oder umgekehrt: daß man sowohl aus der Höhe der Prämiensätze als auch aus ihrer Entwicklung gewisse Rückschlüsse auf die Meinung ziehen kann, die die Prämienverkäufer von der weiteren Kursentwicklung haben. Dabei kann der Fall eintreten, daß entgegen der Regel die späteren Termine niedriger notiert werden als die kurzen Fristen. Dann wird aber für die nächste Zeit eine größere Kursveränderung erwartet. Aus allem folgt, daß in Zeiten lebhafter Kursveränderungen (und Krisen) die Prämiensätze am höchsten sind, während in ruhigen Zeiten die Spannen abnehmen[15]. Für den Käufer der Prämien bedeutet dies, daß er die Aussichten auf größeren Kursgewinn mit höheren Prämien bezahlen muß.

Will man den Einfluß der Prämiengeschäfte auf die Preisbildung feststellen, so wird das im Anschluß an Michaelis[16] wie folgt mög-

[15] Beispiele von Prämiensätzen aus den Jahren 1926—1927 (nach der „Frankfurter Zeitung" vom 24. Juli 1927):

	27.9	21.10	4.11	2.5	9.5	16.5	20.5
I. J. G. Farben: Kurs	281	325	377	325	328	300	299
Prämie 1 Monat	6½	12	20	9	12	13	13
„ 2 „	9½	16	27	12	16	18	17
„ 3 „	12½	20	37	15	22	23	21
II. Deutsche Bank: Kurs	168	187	190	190	190	173	173
Prämie 1 Monat	3½	5½	6	7	7	8	10
„ 2 „	6	7½	8	10	10	12	14
„ 3 „	8	9½	10	13	13	16	18
III. Schultheiß: Kurs	280	280	287	520	542	420	435
Prämie 1 Monat	8	7½	10	—	20	30	35
„ 2 „	11	10½	14	—	28	45	45
„ 3 „	14	13½	18	—	35	60	55

Man beachte den Wechsel bei I, die Höhe trotz geringer Kursschwankungen bei II und das Ansteigen bei III.

[16] O. Michaelis, a. a. O., S. 42ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

lich sein. Wenn der Spekulant eine günstige Meinung für ein Papier hat, also an eine Kurssteigerung glaubt, jedoch 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 — als auch die Höhe der vereinbarten Prämie 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 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 sogenannten Prämienerklärungstage[17] warten, sei es, daß er jetzt kauft oder aber sich die Stücke im Wege des Deportgeschäftes zu leihen sucht. Da an dem Prämienerklärungs-

[17] Der Prämienerklärungstag ist an der Berliner Börse regelmäßig der viertletzte (früher der drittletzte) Börsentag im Monat; er liegt demnach noch vor dem Abwicklungstag der eigentlichen Termingeschäfte.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

tage das Prämiengeschäft endgültig 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 Prämiengeschäft 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 Stückemangel führen. Die Lage ist denn dieselbe, als ob Leerverkäufe im Termingeschäft stattgefunden hätten, die nun zu regeln sind. Sind die Stücke nicht oder nur schwer im Wege des Deportgeschäftes zu haben, so bleibt 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 wieder zum Verkauf stellen kann, wenn er nicht schon vorher verkauft hat. Hieraus wird es verständlich, wenn — wie sich dies nicht selten beobachten läßt — kurz vor Monatsschluß 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 Ausbruch eines Krieges, das zu umfangreichen Verkäufen auf Grund laufender Prämien und Stellagegeschäften Veranlassung gegeben hat, schließlich ausbleibt und dann Rückkäufe in doppelten Beträgen getätigt werden.

Der Einfluß des Prämiengeschäftes auf die Preisbildung läßt sich wie folgt 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 stoßweise am Prämienerklärungstage auf die Kurse einzuwirken. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, daß die Bedeutung der Prämiengeschäfte in den letzten Jahrzehnten beträchtlich zurückgegangen ist[18].

[18] Dagegen haben die Prämiengeschäfte nach einer anderen Richtung hin wieder mehr die allgemeine Aufmerksamkeit auf sich gelenkt. So will man beobachten,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Zu hoher Blüte waren sie gelangt zu der Zeit, als noch eine starke Berufsspekulation[19] bestand, deren Führer sich zur Durchführung ihrer großen Spekulationen mit Vorliebe auch des Prämiengeschäftes bedienten. Als Gegenkontrahenten kamen damals in der Hauptsache die Maklerbanken in Frage, die auf Grund der bei ihnen sich vollziehenden Abschlüsse leicht die erwähnten Umwandlungen der Prämien-, Stellage- und Nochgeschäfte anwenden konnten. Inzwischen hat sich der Umfang der Prämiengeschäfte im Verhältnis zum gesamten Börsenverkehr und damit 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 führte (1908) den Rückgang des Prämiengeschäftes auf zwei Ursachen zurück: 1. geringere Kursschwankungen, 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 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 Jahrzehnte erfahren hat. Infolge dieser Entwicklung ist der große Einfluß, den einzelne Spekulanten früher auf den Marktverkehr und damit sowohl auf die Preisgestaltung als auf den Prämienmarkt ausübten, vollständig verlorengegangen.

---

daß das Publikum in steigendem Maße von seiten kleinerer, meist selbst nicht zur Börse zugelassener Bankers mit Angeboten überschüttet wird, in denen die Eingehung von Prämiengeschäften unter den verlockendsten Bedingungen empfohlen wird. Aus dem Umstand, daß die angebotenen 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 zuungunsten 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).

[19] Vgl. oben S. 5.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

B. Die Kapitalkraft der Spekulanten.

Mit den Engagementsverhältnissen hängt eng die Kapitalkraft der Spekulanten und Spekulationsgruppen zusammen. Die Absicht, in einem gegebenen Augenblick so oder so zu handeln und damit eine der vorgenannten Gruppierungen herbeizuführen oder zu benutzen, ist davon abhängig, ob der Spekulant auch in der Lage ist, das beabsichtigte Geschäft finanziell durchzuführen. So erhält die Kapitalkraft erhebliche Bedeutung für die Preisbildung.

1. Vergegenwärtigt man sich den — im ersten Kapitel näher beschriebenen — buntgewürfelten Kreis der an der Spekulation beteiligten Personen, so wird man leicht erkennen, daß hier eine ganze Reihe von Abstufungen hinsichtlich ihrer Kapitalkraft vorhanden ist. Von den mit großem Kapital arbeitenden Großbanken und -bankers ganz abgesehen, 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 finanziellen Leistungsfähigkeit erreichen, und endlich solche Personen, die nur über geringe Mittel verfügen und geneigt sind, sich auf Verbindlichkeiten einzulassen, deren Höhe im Mißverhältnis zu ihrer finanziellen Leistungsfähigkeit steht.

Was zunächst diese Kreise anlangt, die auch als die „schwachen Hände" bezeichnet werden, so ist von jeher Klage über die Nachteile geführt worden, die aus der Beteiligung dieser Personen an der Spekulation für die Preisbildung erwachsen können. Es ist genügend bekannt, welche Gefahr für den ganzen Markt entsteht, wenn — wie das regelmäßig zu beobachten ist — in leidenschaftlich bewegten Hausseзeiten diese schwachen Hände als letzte Käuferschicht erscheinen und die Aktien 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 an den Markt werfen. Da dem Massenangebot in solchen Augenblicken eine entsprechende Nachfrage zu fehlen pflegt, ist ein Kurssturz unausbleiblich. In der Hauptsache denkt man bei diesen „schwachen Händen" an die Kundschaft der Banken, insbesondere der kleineren Banken und

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Bankers, die nur geringe Einschüsse fordern und dadurch gerade diese Kundschaft heranziehen.

Demgegenüber sind ebenso die Vorteile bekannt, die eine kapitalkräftige 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 — nötigenfalls unter Benutzung eines ihm leicht zur Verfügung stehenden Kredits[20] — das an den Markt kommende Material aufkauft. Man sieht: daß von der finanziellen Ausrüstung der Spekulanten die Preisbildung weitgehend beeinflußt wird.

Eine besondere Betrachtung verdient die Kapitalkraft der Berufsspekulation, insbesondere der an der Börse selbst tätigen Spekulanten.

Das Termingeschäft ist ein Kreditgeschäft[21]. Der Gegenkontrahent des Spekulanten schließt das Geschäft in der festen Voraussetzung ab, daß der Spekulant am Monatsende die Stücke liefert oder den Kaufpreis zahlt. Sofern der Spekulant nicht in der Lage ist, die Stücke oder das Geld aus eigenem Besitz zu nehmen — und das ist er in der Regel nicht, da es sich schon bei kleinen Engagements um große Summen handeln kann —, so sieht er sich in die Lage versetzt, sich beides am Abwicklungstage zu beschaffen. Für diese Zwecke stehen ihm die im Börsenverkehr entwickelten Geschäftsformen des Lombardgeschäftes, des sogenannten Täglichen Geldes (Lombarddarlehn mit täglicher Kündigung), sowie des Ultimogeldes (Lombarddarlehn für die Dauer eines Monats vom Ende des einen bis Ende des nächsten Monats) zur Verfügung. Auf Einzelheiten dieser Geldbeschaffung ist hier nicht einzugehen[22]. Wohl ist der Hinweis noch erforderlich, daß die Benutzung fremder, also geliehener Mittel für die Terminspekulation nichts Verwerfliches an sich hat, sondern von jeher mit dieser verbunden gewesen ist.

Aus dieser Übung folgt nun aber, daß nicht die Kreditfähigkeit des Spekulanten im Verhältnis zu dem Umfang der von ihm eingegangenen Verpflichtungen allein oder vorzugsweise ausschlaggebend ist, sondern nur die Überlegung kommt für den Gegenkontrahenten in Betracht, ob

---

[20] Vgl. auch v. Schulze-Gävernitz a. a. O., S. 513.

[21] Vgl. oben S. 72.

[22] Näheres bei W. Prion: Das deutsche Wechseldiskontgeschäft, S. 87ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

der Spekulant auch wirklich in Höhe seiner Verpflichtungen Geld oder Stücke anderweitig — eben in dem zu diesem Zwecke herausgebildeten Darlehnsverkehr an der Börse — erhalten wird. Hierbei spielt erstens die Kursentwicklung eine Rolle. Je nach der Art des Papieres 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 Kursrückganges erhält der Spekulant am Monatsende ein entsprechend geringeres Darlehn auf die hingegebenen 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 der Spekulant bei der Darlehnsaufnahme am Monatsende den Einschuß bezahlen kann, der üblicherweise im Lombardverkehr gefordert wird. Da jedoch beim eigentlichen Reportverfahren, das freilich immer mehr nur noch bei besonders kreditfähigen Spekulation in Anwendung kommt, ein Einschuß nicht verlangt wird, so spielen im Termingeschäft eigentlich nur die „Differenzen" bei der Beurteilung der Kreditfähigkeit eine Rolle. Ein Beispiel wird das erläutern. Beträgt bei einem Papier die Möglichkeit einer sich ergebenden Differenz 10% (etwaiger Kursrückgang bis zum Abwicklungstag), so kann ein Spekulant, dessen Vermögen auf 150 000 Mark eingeschätzt wird, Terminverbindlichkeiten vielleicht in Höhe bis zu 1 Million Mark eingehen. Aus diesem Beispiel 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 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 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 Zusammenbrüche (Zahlungseinstellungen) 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

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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[23].

Von hier aus wird es verständlich, wenn die Zulassungsbedingungen zum Börsenbesuch die Fernhaltung ungeeigneter Personen von der Börse anstreben. Doch was heißt ungeeignet? Auch ein an sich vermögender Mann kann durch Überspannung seiner Verpflichtungen eines Tages zahlungsunfähig sein, während jemand, der nur über geringe Mittel verfügt, aber vorsichtig ist (oder Glück hat), einen guten Ruf an der Börse genießen kann. Weil man die gestellte Frage verschieden beantworten kann, so ist es kein Zufall, wenn die Regelung an den einzelnen Börsen verschieden ist. Während an der Neuyorker Börse, die über eine feste Zahl von Börsensitzen verfügt — seit 1870 genau 1100, jetzt erhöht auf 1375 —, die Zulassung nur möglich ist, wenn man einen solchen Börsensitz (für teures Geld — bis zu 450 000 $ —) kauft, sieht die Londoner Börse darauf, daß der Antragsteller über die erforderliche Sachverständigkeit verfügt sowie ein entsprechendes Vermögen besitzt, das den Anforderungen des Börsenverkehrs genügt. Er hat außerdem ein hohes Eintrittsgeld (500 £) zu entrichten, sowie drei Bürgen beizubringen, die Mitglieder der Londoner Börse sind und für die Schulden des Antragstellers bis zu einer Höhe von 500 £ haften.

---

[23] 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 Abwicklungstage. 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 Neuyork üblich ist, doch Vorteile. So ist schon am Schlusse eines jeden Börsentages bekannt, ob die Spekulanten ihren Zahlungsverpflichtungen nachgekommen sind oder nicht. Freilich ergibt sich auf der anderen Seite, daß die täglich notwendig werdende Geldbeschaffung den Geldmarkt stark in Bewegung setzt, ja diesen unter Umständen in große Unruhe bringen kann. (Steigerung der Zinssätze auf 20% und mehr am Neuyorker Geldmarkt.)

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

In Berlin hat der Antragsteller gleichfalls drei Gewährsmänner zu stellen, die mindestens zwei Jahre an der Börse tätig sind. Ein Eintrittsgeld wird nicht verlangt, ebenso nicht der Nachweis eines bestimmten Vermögens. Es wird lediglich die Person des Antragstellers geprüft. In jüngster Zeit sind die Anforderungen dahin erweitert worden, daß jeder der Gewährsmänner eine Bürgschaft in Höhe von 5000 Mark stellen muß, die auf die Dauer von drei Jahren für etwaige Unregelmäßigkeiten — Zahlungsunfähigkeit — haftet.

Jedenfalls ist als Ergebnis dieser Ausführungen festzuhalten, daß 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[24].

2. Für den Markt im allgemeinen ergibt sich daraus, daß die Kursbewegung leicht zum Stillstand kommen kann, wenn die Spekulation 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 Berufsspekulation nicht nur bereit, sondern auch noch fähig ist, Mitläufer zu spielen. Andererseits ist eine mit Engagements nach oben überladene Börse dem tatkräftigen Eingreifen kapitalkräftiger Baissespekulanten gegenüber machtlos, da sie den Verkäufen 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 gleichzeitige 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 häufiger beobachten. Für den überwiegenden Teil der — meist kleinen — Baissiers ergibt sich dann die Gefahr, daß sie in ihren Engagements „überritten" werden. Ein kapitalkräftiger Großspekulant oder eine Bank braucht bloß mit starken Käufen am Markt vorzugehen und dadurch die Kurse ein wenig zu steigern, dann findet sich bald eine Zahl von Baissiers,

[24] Vgl. oben (S. 14) die Einrichtung der Maklerbanken, die die Garantie für die Zahlungsfähigkeit ihrer Mitglieder übernehmen und dadurch den Kredit „entpersönlichen" bzw. die Spekulanten fungibel machen. Dieselbe Aufgabe übernehmen die Liquidationskassen. (Vgl. unter 3., S. 117.)

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 deutlich in den letzten Phasen des Aufschwungs kurz vor der Krise zutage, wie dies schon oben[25] 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 weite 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 schließlich 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 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 einige Verkäufe (zwecks Gewinnrealisationen) bemerkbar machen.

Obgleich die berufsmäßige Spekulation angesichts einer solchen Börsenlage das Eingehen von Baisseengagements für richtig 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 zunächst machtlos ist, solange hinter diesem noch genügend finanzielle Mittel stehen. Die Beobachtung lehrt von dem Verhalten der Spekulation in solch kritischer Zeit folgendes:

---

[25] Vgl. S. 110.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

1.) Nur wenige, und zwar die kapitalkräftigen Spekulanten gehen langsichtige Baisseengagements in der allgemein als richtig erkannten Voraussetzung ein, daß in absehbarer Zeit ein Rückschlag kommen wird. Sie können ihre Engagements trotz einer weiteren, durch die ungestüme Kauflust des Publikums hervorgerufenen Steigerung der Kurse durchhalten, 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 durchzuhalten oder sogar dem anhaltenden Kaufandrang des Publikums mit neuen Verkäufen zu begegnen. Sie decken sich vorzeitig ein und gehen ins Gegenlager über, um die schweren Verluste, die auf ihren Engagements ruhen, durch eine Spekulation nach oben wieder herauszuholen. Solche 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, bzw. dem ihm zur Verfügung stehenden Bankkredit entgegenzustemmen. Er schließt sich vielmehr der allgemeinen Bewegung an und spekuliert ebenfalls nach oben, obwohl er die Baissespekulation für richtig hält und stets an den kommenden Rückschlag denkt. Diese Spekulanten wissen andererseits, 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 — was natürlich nicht immer gelingt...

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

3. Obwohl der amtliche Börsenverkehr bereits im Jahre 1917 wieder eröffnet worden ist, wurde die Wiedereinführung des Terminhandels bis Oktober 1925 hinausgeschoben. Daß an eine Freigabe

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

während der Inflationszeit nicht zu denken war, ist einzusehen, wenn man sich vorstellt, welches Ausmaß der Terminhandel angenommen hätte und welche Kurssprünge eingetreten wären, angesichts der Tatsache, daß die fortschreitende Geldentwertung die Spekulation in einer bestimmten Richtung begünstigte. Daß es nach erfolgter Währungsstabilisierung noch fast zwei Jahre dauerte, bis sich die verantwortlichen Stellen zu einer Wiedereinführung entscheiden konnten, lag im wesentlichen an den neuen Umständen, die eingetreten waren.

Diese Umstände waren: die unübersehbaren Kursveränderungen, solange die Betriebe mit ihrer technischen und wirtschaftlichen Umstellung beschäftigt waren, und der zutage tretende Kapitalmangel auf der einen Seite sowie die Undurchsichtigkeit aller neuen und alten Vermögensverhältnisse. Das Risiko, das die Kontrahenten im Termingeschäft eingingen, war zu groß: was während eines Monats eintreten konnte, war nicht zu übersehen. Schließlich einigte man sich, dem Terminhandel zwei Sicherungen anzuhängen, die das Risiko ausschalten, bzw. mildern sollen. Die eine Sicherung war die Einführung einer Zwischenabwicklung zu Mitte des Monats (Medioliquidation), womit man die Schwebezeit von ursprünglich einem Monat auf vierzehn Tage verkürzte. Diese Medioliquidation ist inzwischen — nach dreijähriger Dauer — wieder abgeschafft worden, nicht ohne erheblichen Widerspruch der Privatbankers, die daraus Nachteile erwarteten. Sie hängen mit der zweiten Sicherung zusammen.

Die zweite Sicherung stellt die Liquidationskasse dar. Liquidationskassen sind Einrichtungen, die seit langem an anderen Börsen, insbesondere an ausländischen Börsen, auch an deutschen Warenbörsen in Tätigkeit sind. Für die Berliner Effektenbörse sind sie etwas Neues; doch können die hier tätig gewesenen Maklerbanken und -firmen in gewissem Sinne als Vorläufer angesehen werden. In Verbindung mit der Liquidationskasse wickelt sich der Terminhandel nunmehr, wie folgt, ab: die Spekulanten sind Mitglieder der Liquidationskasse. Als solche haben sie Einschüsse zu leisten, die sich nach der Höhe der eingegangenen Verbindlichkeiten aus Terminabschlüssen richten. Ursprünglich war der Satz von 10% in Aussicht genommen, der später auf 15% erhöht worden ist. Die Einschüsse können aus barem Gelde oder Effekten bestehen. Doch werden die Effekten nur mit 90% ihres Wertes beliehen, so daß insgesamt eine Deckung von etwa 25% aufgebracht werden muß. Mit anderen Worten, die Verbindlichkeiten können das Vierfache der hinterlegten Summe betragen. Dazu kommt

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

die weitere Verpflichtung, Nachschüsse zu leisten, wenn sich die Deckung durch eingetretene Kursveränderungen verändert hat.

Man sieht: eine sehr weitgehende Sicherung für die Erfüllung der Terminverpflichtungen. Es kann keinem Zweifel unterliegen, daß durch die Liquidationskasse der Börsenverkehr auf eine solide Grundlage gestellt worden ist und Verluste aus Terminabschlüssen so gut wie ausgeschlossen sind. Wie die Verwaltung der Liquidationskasse wiederholt mitgeteilt hat, sind auch bei schwieriger Börsenlage die erforderlich gewordenen Einschüsse oder die aus der Liquidation sich ergebenen Differenzen pünktlich gezahlt worden.

Eine andere Frage ist jedoch die nach der Rückwirkung auf die Preisbildung. Was zunächst durch die Liquidationskasse erreicht ist, ist der Ersatz des persönlichen Kredits der Spekulanten durch die hinterlegten Werte. Die Eingehung von Verbindlichkeiten (aus dem Abschluß von Termingeschäften) ist in ziemlich mechanischer Weise mit der Deckung verbunden. Die Berücksichtigung der Person des Spekulanten oder des sonstigen Vermögens, seiner Kapitalkraft im ganzen ist in diesem System, wenn überhaupt, nur in sehr beschränktem Maße möglich. So sind dem Abschluß von weiteren Geschäften, die vielleicht den Börsenverkehr über einen toten Punkt hinweg bringen oder bei einseitigen Geschäften des Publikums wirksame Gegengeschäfte bilden könnten, nur schwer übersteigbare Grenzen gezogen, während früher eine Ausweitung des Kredits dem einzelnen Spekulanten möglich war. Inwieweit hierdurch die Kursschwankungen vergrößert oder verringert worden sind, ist eine Frage, die sich nur schwer wird beantworten lassen, da es an entsprechenden Vergleichsunterlagen mangelt. Jedenfalls steht fest, daß nunmehr die Kapitalkraft zu einer mehr festen Größe geworden ist, die dem Markt sogar bekannt werden kann, mit der Folge, daß daraufhin wieder neue Spekulationen von anderer Seite eingegangen werden können.

Vor dem Enqueteausschuß hat der Direktor der Liquidationskasse ausgesagt, daß nur der Vorstand Einblick in die Engagementsverhältnisse nehmen könne, und daß Veröffentlichungen über die Höhe der in Anspruch genommenen Kredite nicht beabsichtigt seien.

C. Das Kassageschäft.

1. Das Kassafixen. Die durch die jeweilige Verteilung der Engagements in die Preisbildung hineingetragenen börsentechnischen Faktoren sind natürlich nur dort von unmittelbarer Bedeutung, wo das

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Handeln der Parteien in der Geschäftsform stattfindet, die zweiseitige Engagements zuläßt: das ist im Termingeschäft. Die oben gemachten Ausführungen finden also keine Anwendung auf das reine Kassageschäft. Denn wenn man auch den Käufer im Kassageschäft als Haussier gelten lassen will, so fehlt doch regelmäßig der Blankoverkäufer[26], dessen schwebender Deckungskauf als wesentliches Merkmal der doppelseitigen Engagementsverhältnisse anzusehen ist. Mittelbar wirken jedoch die Engagementsverhältnisse im Termingeschäft auf den gesamten Börsenverkehr ein, weil sich die Marktgebiete des Kassageschäfts und des 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. Bevor dies im einzelnen weiter verfolgt wird, ist bezüglich der Engagementsverhältnisse im Kassageschäft noch ein Vorgang zu erwähnen, der nicht ohne Bedeutung für die Preisbildung ist: das sogenannte Kassafixen.

Als ein besonderes Merkmal des Kassageschäfts wird immer hervorgehoben, daß infolge der Zug-um-Zug-Abwicklung, d. h. der sofortigen Übergabe von Stücken und Geld nach erfolgtem Geschäftsabschluß die im Termingeschäft möglichen und durchaus üblichen Leerverkäufe hier unmöglich sind. Nun besteht an der Berliner Börse die Einrichtung, daß der Verkäufer die Stücke erst am vierten Tag nach dem Verkaufsabschlusse zu liefern braucht. Diese Frist ist deshalb angesetzt worden, weil der in Berlin ansässige Kommissionär häufig für seine Auftraggeber in der Provinz telegraphische Aufträge auszuführen hat und erst später die Stücke zugeschickt erhält. Diese Lieferungsfrist[27], die eigentlich nur für diese Ausnahmefälle gedacht ist, wird aber in mehr oder minder starkem Maße von der Berufsspekulation geschäftlich ausgenutzt, um gegebenenfalls Leerverkäufe nunmehr auch im Kassageschäft vorzunehmen, die sie dann bis zum

---

[26] Anders in dem sogenannten Neuyorker Kassageschäft. Infolge des an der Neuyorker Börse hochentwickelten Stückeleihverkehrs kann sich der Spekulant dort genau ebenso die Stücke leihen, also Blankoverkäufe vornehmen, wie der Berliner Kassespekulant sich das zur Bezahlung erforderliche Geld auf dem Wege des Börsendarlehns leiht. Deshalb gibt es in Neuyork gleichfalls „Positionsverhältnisse" mit all den Beziehungen, die oben dargelegt wurden.

[27] Infolge der in der Inflationszeit eingetretenen Überlastung der Banken seinerzeit bis auf 10, gar 14 Tage ausgedehnt — mit entsprechend erhöhter Möglichkeit für das Kassafixen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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[28]. 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[29]. 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 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.

---

[28] Die Börsenberichte 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 Terminspekulation, nach Neuyorker 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.

[29] Besonders auffallende Beispiele bieten die Zeiten der ausschließlichen Herrschaft des Kassageschäfts, so während der Nachkriegsjahre verschiedentlich bei plötzlichen Währungsbesserungen, z. B. die „schwarzen Tage" des 12. April 1920 und des 1. Dezember 1921.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 in Kassapapieren erfolgen, die im Zusammenhang mit den Kündigungsbriefen an die Kundschaft stehen.

2. Der Kassa-Einheitskurs. Während an den ausländischen Börsen der Terminhandel die ausschließliche Geschäftsform (Neuyorker Tagesgeschäft) oder die hauptsächliche Geschäftsform (London und Paris) darstellt, hat sich der Terminhandel an der Berliner Börse (Ultimogeschäft) nur in solchen Papieren eingebürgert, in denen ein lebhafter Verkehr möglich war und stattfand. Vor Erlaß des Börsengesetzes von 1896 konnten die Börsenbesucher beim Börsenvorstand einen Antrag auf Zulassung eines Papieres zum Terminhandel stellen, wenn diese beiden Voraussetzungen gegeben waren. Die Zulassung bedeutete, daß das betreffende Papier zum amtlichen Termingeschäft zugelassen war, d. h. daß für diesen Handel die amtlichen Einrichtungen: Makler, amtliche Kursnotierung, Liquidationsbureau in Anspruch genommen werden konnten bzw. mußten. Vorher war dann in der Regel ein inoffizieller Terminhandel voraufgegangen, übrigens der beste Nachweis für die geforderten Zulassungsbedingungen. Die Bestimmungen des Börsengesetzes von 1896 bzw. 1908 haben diese Ordnung insofern geändert, als 1. eine bestimmte Höhe des Aktienkapitals (mindestens 20 Mill. Mk. der Stücke, in denen der Terminhandel stattfinden soll) nachgewiesen werden, 2. die Verwaltung der betreffenden Aktiengesellschaft ihre Zustimmung geben, und schließlich 3. die Aufsichtsbehörde zustimmen muß. Also im ganzen eine Erschwerung; aber es bleibt: nur in den großen Papieren findet ein Terminhandel statt, und nun kommt hinzu, daß der Terminhandel selbst wieder auf eine Vergrößerung, eine Erweiterung des Marktes hinwirkt. Nach dem Stande vom 1. Januar 1929 werden an der Berliner Börse 87 Papiere — lediglich Aktien — auf Termin gehandelt.

Die übrigen Papiere (Anleihen und Aktien, im ganzen am 1. Januar 1929 etwa 2120) werden nur per Kasse gehandelt. Doch ist es wichtig

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

zu bemerken, daß auch in den zum Terminhandel zugelassenen Papieren der Abschluß von Kassageschäften möglich ist, so daß es bei diesen Papieren sowohl Terminkurse als auch Kassakurse am gleichen Börsentag gibt. Über die Beziehungen zwischen diesen Kursen ist weiter unten einiges nachzutragen (S. 129). Hier ist zunächst die Feststellung zu machen, daß es sich praktisch bei den Kassapapieren jeweils nur um einen Markt mit begrenzter Größe handeln kann, weil eben ein größerer Verkehr zum Terminhandel führt. Nimmt man hinzu noch die im Terminhandel liegende Markterweiterung, so ist ersichtlich, daß zwischen dem letzten noch im Terminhandel befindlichen Papier und dem ersten noch vom Terminhandel ausgeschlossenen Kassapapier hinsichtlich ihrer Marktgestaltung ein gewaltiger Abstand besteht. In der Praxis suchte der Verkehr diesen Abstand zu verringern, indem in den Kassapapieren, in denen sich der Handel stärker entwickelte, ein sogenannter freier Verkehr[30] entstand, zu dem, wie im Termingeschäft, zu laufenden Kursen abgeschlossen und der eben der Vorläufer zum Terminhandel in diesen Papieren wurde[31].

Aus dem verhältnismäßig kleinen Markt der Kassapapiere ergibt sich eine Reihe für die Preisbildung bemerkenswerter Tatsachen. Da ist zunächst die Kursfeststellung. An der Berliner Börse besteht die Einrichtung des Einheitskurses für das Kassageschäft, eine Einrichtung, die sich sonst an keiner Börse findet und von der man eine Zeit sagte, daß sie die Berliner Börse groß gemacht habe. Was ist dieser „Berliner" Einheitskurs? Bei der Beantwortung dieser Frage kann die rein technische Seite als bekannt vorausgesetzt werden: die Kassapapiere sind auf (jetzt: 45) Maklergruppen zu je zwei Maklern verteilt, und diese bestimmen auf Grund der bei ihnen von 12 bis 1½ Uhr einlaufenden Aufträge, unter Anwesenheit (und Beteiligung) der oben näher gekennzeichneten Börsenbesucher (kursregulierende Bankers, Kulisse), den Einheitskurs, „wie er der Marktlage entspricht". Wenn man genauer zusieht: der Versuch, die alte Vorstellung vom gerechten Preis zu verwirklichen. Über die Tätigkeit der mitwirkenden Personen ist (oben S. 21 u. 64) gleichfalls schon gesprochen worden. Das Lob, das dem Berliner Einheitskurs gezollt wird, bezieht sich in erster Linie darauf, daß dieser Einheitskurs für alle an diesem Tage zur Ausführung gelangenden Geschäfte — sowohl an der Börse als auch

[30] Wohlverstanden: freier Verkehr in zum amtlichen Börsenhandel (Kassaverkehr) zugelassenen Papieren; nicht zu verwechseln mit dem freien Verkehr in nicht zugelassenen Papieren, der sich abseits der amtlichen Einzahlungen der Börse abspielt.

[31] Siehe Anhang: Der Schwankungsmarkt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

außerhalb derselben — gilt: er ist der amtliche Börsenpreis, der von den Kommissionären beim Selbsteintritt den Kunden in Anrechnung gebracht wird. Dadurch wird eine einfache Nachprüfung von seiten des Kunden möglich; ein Wort aus der früheren Börsenzeit sagt: in Berlin wird der Kunde am kulantesten bedient, soll heißen: ihm wird kein anderer Kurs in Rechnung gestellt, als der jedermann bekannte Einheitskurs. Der sogenannte Kursschnitt[32], der beim Eigenhandel z. B. im freien Verkehr möglich und üblich ist, ist hier ausgeschlossen.

Man übersieht hierbei den weiteren Vorteil, den der Einheitskurs hat und der es wohl in erster Linie gewesen ist, daß man an seine Verwirklichung ging: durch ihn wird das Angebot und die Nachfrage, die im Börsenraum örtlich zusammengebracht wird, noch einmal zeitlich zusammengefaßt, nämlich um 1½ Uhr, wenn der Kurs bestimmt werden soll. (Bis dahin bleiben alle Aufträge, die beim Makler notiert sind, in der Schwebe, ebenso die Geschäfte, die außerhalb der Makler zum Ausgleich gebracht werden sollen.) Diese zeitliche Zusammenfassung des Angebots und der Nachfrage hatte sich für die Papiere als erwünscht erwiesen, in denen das Geschäft überhaupt gering war und nur gelegentlich Käufe oder Verkäufe vor sich gingen. Das war aber bei der großen Mehrzahl der an der Berliner Börse überhaupt gehandelten Papiere, insbesondere der festverzinslichen Papiere, die damals in der Hauptsache in Betracht kamen, der Fall. So entspringt also die Einrichtung des Einheitskurses der Geringfügigkeit des Marktes der betreffenden Papiere; durch die Zusammenfassung der Aufträge und der Geschäfte an einer Stelle (Makler) und zu einer bestimmten Zeit (1½ Uhr) sollte verhindert werden, daß die möglichen Geschäfte nicht vereinzelt auf den Kurs einwirkten. Die Zusammenfassung soll einen Ausgleich und zugleich eine Öffentlichkeit der Kursfeststellung (Interessenten) herbeiführen.

Der Berliner Einheitskurs ist also das Ergebnis des kleinen Marktes. Daraus werden auch seine Nachteile und Grenzen erklärlich, die natürlich nicht verborgen geblieben sind. Der Kunde einer Bank kann wohl prüfen, ob ihm der amtliche Kurs angerechnet ist, und er nimmt stillschweigend an, daß der amtliche Kurs für ihn auch der vorteil-

[32] Er spielte eine besondere Rolle während der Kriegszeit, als der offizielle Börsenverkehr eingestellt war und im sogenannten inoffiziellen Verkehr gehandelt wurde, wobei es eben keine amtlichen Börsenkurse gab.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

hafteste Kurs ist. Das braucht aber keineswegs der Fall zu sein. Angenommen, bei der Kursfeststellung ergebe sich folgendes Bild:

Ankauf:	Verkauf:
1. 1000 zu 112,	a) 2000 zu 110,
2. 2000 zu 115,	b) 4000 bestens,
3. 3000 billigst,	

so würde der Kurs sowohl 110 als auch 112 sein können; denn zu beiden Kursen ist ein Umsatz von 6000 (also die Ausführung aller Aufträge) möglich. Würde der Verkäufer an der Börse den Käufer zu 115 gefunden haben, so hätte er wahrscheinlich zu 115 abschließen können, während vorher oder nachher der Käufer zu 110 den Verkäufer zu 110 gefunden haben könnte. Außerdem unterbindet der Einheitskurs die Spekulation während des Börsenverlaufes (von 12 bis 1½ Uhr): es wäre vielleicht zu Beginn der Börse ein Kauf zu 110 möglich gewesen, der bis zum Schluß der Börse mit einem Verkauf zu 115 hätte glatt gestellt werden können. Daraus folgt, daß überall dort, wo der Verkehr lebhafter wird, die Einrichtung des Einheitskurses sich als hemmend erweist — mit der Wirkung, daß sich der sogenannte freie Verkehr neben dem Einheitskurs entwickelt und schließlich, wenn die Bedingungen erfüllt sind, das Papier reif für den Terminhandel wird. Bis dahin bestehen die Nachteile fort, die sich dann in Klagen über die unzulängliche Kursbildung umsetzen.

Auf der anderen Seite kann aber auch eine übergroße Geringfügigkeit des Geschäftes, besonders in den weniger beachteten Kassapapieren, zu Mißständen in der Kursfestsetzung führen. Ist schon in Zeiten eines sonst regen Börsengeschäftes der Verkehr in zahlreichen Kassapapieren sehr gering, so stockt der Handel hier fast vollständig, wenn stille Zeiten für die Börse kommen. Angebot und Nachfrage treten nur vereinzelt auf und rufen stoßweise Veränderungen des Preises hervor, wenn nicht die Kursfeststellung von den Interessenten überwacht wird. Ein Beispiel, das in der Öffentlichkeit besonderes Aufsehen erregt hat, ist das folgende: Als am 11. Juli 1907 der Kurs der Aktien der Schimmel-Maschinenfabrik A.-G. um 4¼ % höher, von 122¾ auf 127 %, festgesetzt werden sollte und das nur wegen eines unlimitierten Kaufauftrages von 1000 Mark, glaubte der der Kursfestsetzung beiwohnende Staatskommissar den betreffenden Maklern dieserhalb einen Vorwurf machen zu müssen. Da aber der Auftraggeber auf der Ausführung seiner Bestensorder bestand, mußte

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 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[33]. 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 von Geschäften an die Makler, da die Banken die bei ihnen einlaufenden Aufträge nach Möglichkeit in sich ausgleichen. Und selbst eine lückenlose Angabe der Umsätze hat für den Außenstehenden keinen großen Wert, solange er nicht auch die Käufer und Verkäufer und deren Beweggründe kennt. So kann z. B. die Veröffentlichung eines großen Verkehrsauftrages, der aus einer Zwangs- oder Erbesregulierung stammt und von einer beteiligten Bank übernommen wird, leicht zu einer Beunruhigung des Publikums führen, obwohl der Verkauf mit den Verhältnissen der Gesellschaft nichts zu tun hat[34].

Aus diesen Eigentümlichkeiten des Kassageschäftes: kleiner Markt und Einheitskurs, wird die Folgerung gezogen, daß allgemein die Kursschwankungen im Kassageschäft größer sind als etwa im Termingeschäft, wo der lebhaftere Verkehr eine ständige Kaufs- und Verkaufsgelegenheit schafft und an Stelle der im Kassageschäft üblichen Kurssprünge hier zahlreichere, aber geringere Kursschwankungen

[33] Aus der ersten Auflage dieses Buches übernommen. Man beachte das Ausmaß der Kursschwankung: 4¼%. Dieser Unterschied war damals erheblich, ist heute so gering, daß er kaum Beachtung findet. Dagegen wird über den Vorgang an sich, wenn die Kursausschläge größer sind, auch heute noch geklagt.

[34] Vgl. auch: Buchwalds Börsenberichte (S. 36).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

treten. Die Richtigkeit dieses Ausspruches läßt sich jedoch nur nachweisen, wenn man den tatsächlichen Ablauf der Preisbildung auf beiden Märkten einer genauen Untersuchung unterzieht (vgl. den zweiten Teil dieses Buches).

Die Beeinflussung des Marktes der Kassapapiere 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 — man denke hier besonders an die Interessenkäufe — 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 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, 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. Dergestalt zustande gekommene Kurse haben naturgemäß keinen Wert; sie sind Scheinkurse, die sich vielfach von dem wirklichen Wert der Aktien entfernen. Das Bild wäre ein anderes, wenn der gesamte Betrag der Aktien dem freien Verkehr wirklich zur Verfügung stände. Für den gutgläubigen Kapitalisten bilden solchermaßen zustande gekommene Kurse insofern eine Gefahr, als diese meist geneigt sind, von der Höhe der Kurse die Güte des Unternehmens abzuleiten und danach ihre Kapitalanlage zu bestimmen. Es ist deshalb die Frage aufgeworfen worden, ob nicht in solchen Fällen der Börsenvorstand 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 in ihrer Bilanz aufweist. In diesen Fällen steht dem Einschreiten des Börsen-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

vorstandes 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.

Die Streichung von Papieren aus dem amtlichen Börsenverkehr würde durchaus im Einklang mit den Zulassungsbestimmungen stehen.

Nach dem Börsengesetz von 1896 kann die Zulassung von Aktien zum Börsenhandel (in Berlin, Frankfurt und Hamburg) nur erfolgen, wenn die betreffende Aktiengesellschaft über ein Aktienkapital von mindestens einer Million Mark (an Provinzbörsen mindestens 500000 Mark) beträgt. Bei der Bemessung dieses Betrages hat man selbstverständlich daran gedacht, daß ein Teil davon jeweils einer festen Kapitalanlage dient; man ist aber davon ausgegangen, daß erfahrungsgemäß dann immer noch so viel Material für den Verkehr zur Verfügung steht, daß darin ein ordnungsmäßiger Handel stattfindet. Wird jedoch durch die obengenannten Geschäftszwecke — Beteiligungen — ein erheblicher Teil seiner ursprünglichen Aufgabe, nämlich dem Börsenhandel zu dienen, entzogen, so sind eben die Zulassungsbedingungen nicht mehr erfüllt.

In der Zeit nach der Stabilisierung (1924—1927) hat die Verengung des Marktes der Kassapapiere weitere Fortschritte gemacht. Zunächst im ganzen: mit der Durchführung der Goldmarkumstellung, die für sehr viele Gesellschaften mit einer erheblichen Herabsetzung ihres Grundkapitals verbunden gewesen ist. Daß es sich hierbei nicht nur um Wegbringung der durch die Inflation verursachten Aufblähung handelte, sondern in vielen Fällen um eine Zurückschraubung unter den Vorkriegsstand, geht daraus hervor, daß die Zulassungsbedingungen entsprechend geändert worden sind: nunmehr nur noch 500000 Mark Mindestkapital für Berlin, Frankfurt und Hamburg und für die anderen Börsen 250000 Mark. Soweit Aktien schon zum Börsenhandel zugelassen waren, soll ein Kapital von 200000 Mark für die großen Börsen ausreichend sein. Damit würde tatsächlich das Gegenteil von dem Wirklichkeit geworden sein, was oben vorgeschlagen worden ist. In der Tat ist eine starke Verengung einzelner Märkte zu beobachten; doch ist nicht zu übersehen, daß sich auch die Kaufkraft geändert hat, insofern als auch in kleineren Beträgen nachgefragt wird.

Ferner ist in der Zeit nach der Stabilisierung eine Verknappung des Materials an einzelnen Effektenmärkten besonders noch dadurch hervorgerufen worden, daß während dieser Zeit die mannigfachen Aufkäufe von Aktien, Interessenkäufe, Bildung von Aktienpaketen,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Zunahme der Beteiligungen — wie oben unter S. 44 dargestellt — zu verzeichnen gewesen sind. Es unterliegt keinem Zweifel, daß diese Marktveränderungen mit dazu beigetragen haben, die Kursausschläge zu vergrößern.

Nachtrag: 3. Das Großkassageschäft. Im Dezember 1917 wurde der bei Kriegsbeginn eingestellte offizielle Handel an der Börse wieder aufgenommen. Da man wegen der Unsicherheit aller Verhältnisse davon absehen mußte, den Terminhandel zuzulassen, wurde aus dem bis dahin im inoffiziellen Handel üblich gewesenen, sogenannten freien Verkehr ein Kassahandel zu schwankenden, fortlaufenden Kursen in den amtlichen Verkehr übernommen. Nunmehr gab es einen offiziellen Einheitskurs-Kassamarkt und einen Großkassamarkt mit fortlaufenden Kursen. Der letztere erhielt auch die Bezeichnung: Schwankungsmarkt, im Gegensatz zu dem Einheitsmarkt. Wohlverstanden handelt es sich in beiden Fällen um ein Kassageschäft; der Unterschied besteht — neben der Kursnotierung — noch darin, daß für den Abschluß von Geschäften zu variablen Kursen — wie im früheren Termingeschäft — ein Mindestbetrag von 5—6000 Mark festgelegt wurde.

Dieser Schwankungsmarkt hat bis zur Wiedereinführung des Terminhandels gute Dienste geleistet. Als letztere am 1. Oktober 1925 endlich erfolgte, sind aus diesem Schwankungsmarkt nur die größeren Papiere — 26 — in den Terminhandel überführt worden, während für den Rest von 197 Papieren der Handel zu schwankenden Kursen als Kassageschäft fortbesteht.

Man hat also zu unterscheiden: es gibt ein Kassageschäft und demzufolge eine Notierung des Kassakurses für alle an der Berliner Börse gehandelten Papiere; daneben besteht ein Großkassageschäft in (am 1. 6. 29) 111 von diesen Papieren und ein Termingeschäft in weiteren 86 Papieren. Zwischen dem Großkassageschäft am Schwankungsmarkt und dem Termingeschäft bleibt der Unterschied bestehen, daß beim Großkassageschäft die Lieferung wie im sonstigen Kassageschäft am nächsten Börsentag zu erfolgen hat.

Im Gegensatz zu dem Einheitskassageschäft ist es im Schwankungsmarkt möglich, während der ganzen Dauer der Börsenzeit Geschäfte abzuschließen. Das bedeutet für die Spekulanten, daß sie in diesen Papieren hin und her handeln und sich am Schluß der Börse wieder glattstellen können. Berücksichtigt man hierzu noch das, was oben über das Kassafixen gesagt worden ist und das hier als etwas Selbstverständliches angesehen wird, dann ist der Sprung zum Termin-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

handel nicht mehr groß. Auch Horwitz[35] bestätigt, daß in dem „Ideengang der Spekulation der Übergang zum Terminhandel durchaus vollzogen sei".

3. Es bleibt noch übrig, das Verhältnis zwischen Terminkursen und Kassakursen, bzw. den Einfluß der ersteren auf die letzteren darzustellen[36]. Vorauszuschicken ist, daß diese Beziehungen zwischen den beiden Kursen auf dem Gebiete des Effektenhandels eine andere Bedeutung haben als beim Warenterminhandel. Bei diesem handelt es sich einmal um zahlreiche Termine, die sich über einen großen Teil des Jahres erstrecken. Dann stehen hinter diesen Terminen wie hinter dem Kassa-(Loco-)Preis verschiedene Mengen von Waren, die aus unbestimmten Ernten gespeist und durch den Konsum verringert werden. Somit entstehen bestimmte Beziehungen zwischen augenblicklichen Mengen und augenblicklichem Bedarf, sowie zwischen zukünftigen Mengen und zukünftigem Bedarf, die ihren Ausdruck in jenen Spannen zwischen Kassa- und Terminpreisen finden.

Bei den Effekten liegen die Dinge etwas anders. Effekten werden zwar auch in dem Sinne konsumiert, daß sie zur Kapitalanlage verwendet werden, d. h. in sogenannte feste Hände übergehen. Aber dieser Verbrauch ist nicht endgültig; die Effekten können aus mannigfachen Ursachen wieder an den Markt zurückströmen. Dazu kommt, daß das Kassageschäft nicht ausschließlich der Kapitalanlage dient, sondern in großem Maße auch der Spekulation. Nicht nur, weil die Mindestbeträge, die im Termingeschäft usancegemäß festgelegt sind, die kleinen Käufe und Verkäufe nur auf dem Wege des Kassageschäfts ausführbar machen; es ist schon mehrfach betont worden, daß das spekulierende Publikum, auch wenn es über die Kleinaufträge hinausgeht, weniger von dem Terminhandel Gebrauch macht als die berufsmäßige Spekulation. In derselben Richtung wirken die Bestimmungen der Gesetzgebung über den Terminhandel, die bewußt das große Publikum vom Terminhandel fernhalten wollen und zu diesem Zweck die besondere Sicherheitsstellung bei der Besorgung von Termingeschäften bei nicht terminhandelsfähigen Personen verlangen. Diese Hinweise zeigen, daß hinter den Beziehungen zwischen Kassakurs und Terminkurs nicht jene weittragenden Fragen der Rück-

---

[35] A. a. O., 1. Teil, 2. Abschn. I, 1b.

[36] Die Ausführungen über das Verhältnis der Terminkurse zu den Kassakursen (in diesem Sinne: bei ein und demselben Papier an ein und demselben Börsentage) sind nachgetragen worden, weil sie in der ersten Auflage des Buches fehlten.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

wirkung auf den wirklichen Konsum stehen wie beim Warenterminhandel.

Bei der Frage nach den Beziehungen zwischen Kassakurs und Terminkurs im Effektenhandel ist weiter zu unterstellen, daß es sich immer um diese beiden Kurse bei ein und demselben Papier handelt. Es ist gezeigt worden, daß neben den Kursen im Terminhandel auch noch ein Kassaeinheitskurs festgestellt wird für Kassageschäfte in dem betreffenden Papier. Um die praktische Bedeutung der Beziehungen zwischen den nebeneinanderstehenden Kassa- und Terminkursen desselben Papieres zu erkennen, empfiehlt es sich, diese Beziehungen zunächst rein schematisch zu verfolgen. Dabei ist davon auszugehen, daß es sich beim Kassageschäft zwar äußerlich, der Geschäftsform entsprechend, um Käufe und Verkäufe in Stücken handelt, die im Augenblick gefragt oder angeboten werden; nicht ist damit aber gesagt, daß sie nun auch sofort oder überhaupt vom Markt verschwinden, also von einer Kapitalanlage konsumiert und eingesperrt werden. Im Termingeschäft handelt es sich entsprechend in erster Linie um Material, das für eine zukünftige Verwendung bestimmt ist. Dennoch ist es auch hier nicht ausgeschlossen, daß diese in Zukunft verfügbaren Stücke der Gegenwart dienstbar gemacht werden.

Schematisch lassen sich die Beziehungen, wie folgt, darstellen:

Erster Fall: Angenommen der Kassakurs eines Papieres sei 255, der Terminkurs zur selben Zeit 250 (von den Umständen, die zu dieser unterschiedlichen Gestaltung der Kurse geführt haben, sei zunächst abgesehen). Dann liegt offenbar eine stärkere Nachfrage am Kassamarkt vor, als ein Angebot hier vorhanden ist. Zugleich ist anzunehmen, daß umgekehrt am Terminmarkt das Angebot in zukünftiger Ware größer ist als die Nachfrage nach solcher. Bei einer solchen Sachlage ist es möglich, daß ein Spekulant am Kassamarkt verkauft (und hier das Angebot verstärkt und auf eine Kurssenkung hinwirkt) und das Gegengeschäft im Terminmarkt macht, also hier zu 250 kauft, dadurch die Nachfrage steigert und den Kurs nach oben treibt. Aber unser Spekulant muß die im Kassageschäft verkauften Effekten bald, d. h. am nächsten Tag, spätestens am vierten Tage nach dem Abschlußtage, liefern. Sofern er nicht das Risiko auf sich nehmen will, in dieser Frist ein Gegengeschäft am Kassamarkt (und entsprechend am Terminmarkt) zu machen, wodurch er in den Besitz der Stücke kommt, muß er sich die Stücke für die im Kassageschäft notwendige Lieferung irgendwo anders beschaffen oder leihen. Die Durchführung dieser Arbitrage: Verkauf im Kassa-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

geschäft, Kauf im Termingeschäft ist also von der Möglichkeit der Stückeleihe abhängig; aber nicht nur von dieser Leihe, sondern auch von den Kosten der Stückeentleihung. Die Kosten müssen geringer sein als der zwischen den beiden Kursen des Geschäftes bestehende Unterschied, oder mit anderen Worten: sofern der Kursunterschied größer ist als die Kosten der Stückebesorgung, ist das Geschäft lohnend, und es ist klar, daß durch diese Arbitrage eine Annäherung der Kurse herbeigeführt wird.

Nun der zweite Fall: Der Terminkurs soll 255 stehen und der Kassakurs mit 250 in Aussicht genommen sein. Dann ergibt sich das umgekehrte Geschäft: der Spekulant kauft im Kassageschäft zu 250 und verkauft im Terminhandel zu 255. Jetzt muß er zur Erfüllung des Kassageschäfts — wenn er nicht auch hier hofft, innerhalb der Lieferungsfrist von vier Tagen ein Gegengeschäft (Verkauf) zu machen, durch das er sich wieder glattstellt — bares Geld haben, um die gekauften Stücke abnehmen zu können. Er wird sich das erforderliche Geld auf dem Wege des Lombardgeschäftes beschaffen und die hierfür zu zahlenden Zinsen mit dem Unterschiede zwischen den beiden Kursen vergleichen. Auch hier gilt: Die Arbitrage ist lohnend, wenn die Kosten der Geldbeschaffung niedriger sind als der Kursunterschied. Es ist jedoch zu beachten, daß der Spekulant über Effekten verfügen muß, die er zur Geldbeschaffung für das Kassageschäft verwenden kann. Aus dem im Terminhandel abgeschlossenen Gegengeschäft erhält er den Verkaufserlös erst zum nächsten Termin. Es entsteht hier also eine Kluft: er muß das Geld oder die Stücke für die Geldbeschaffung sofort haben. Sie läßt sich jedoch überbrücken. Erinnern wir uns des ersten Falles. Hier hatte jemand im Kassageschäft verkauft, also Stücke zu liefern, er erhält dagegen bares Geld. Im zweiten Fall umgekehrt: jemand sucht Geld, er erhält dafür die Stücke. Hier können zwischen den Börsenbesuchern leicht Verabredungen stattfinden, die den Ausgleich ermöglichen. Noch einfacher ist dies, wenn es sich in beiden Fällen um dieselbe Person handelt, die diese Geschäfte nach verschiedenen Richtungen macht. Das ist durchaus möglich, ja die Regel, da auch im Börsenhandel eine weitgehende Spezialisierung der Tätigkeit stattgefunden hat. Für jedes Papier gibt es bestimmte Personen, die ständig in diesem einen Papier handeln, also mit der Marktlage genau vertraut sind.

Die Ausgleichung der Kurse wird fernerhin durch die sogenannten Bankenorders erleichtert. Wenn eine Bank zehn Aufträge zu 1000 Mark zum Kauf per Kasse auszuführen hat, so ist sie in der Lage,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

gegebenenfalls den Betrag von 10000 Mark per Termin zu kaufen und für ihre Auftraggeber die zehnmal 1000 Mark aus ihren Beständen auszulegen. Da die Auftraggeber in den wenigsten Fällen daran denken, sich die gekauften Effekten sofort aushändigen zu lassen, so ist hier nur eine entsprechende Umbuchung erforderlich. Ebenso umgekehrt, wenn die Bank eine Anzahl von Verkäufen zusammenfaßt, um sie im Terminhandel auszuführen und das Gegengeschäft bis zum Ultimo in sich macht.

Diese schematische Darstellung läßt die Rolle erkennen, die das Nebeneinander der Kurse im tatsächlichen Verlauf der Börsenentwicklung spielt. Man erinnere sich der Ausführungen über die Engagementsverhältnisse (oben S. 92ff.). Dort waren die Gruppierungen näher gekennzeichnet worden. Jetzt ist zu erkennen, wie es z. B. möglich ist, daß das Publikum einseitig nach oben engagiert ist und die Berufsspekulation beiseite steht. Dann hat das lebhafte Kassageschäft auf dem Wege über die Arbitragegeschäfte die Terminkurse nach sich gezogen. Oder: die Berufsspekulation geht mit Blankoabgaben vor, das Publikum hält mit Verkäufen zurück. Dann findet eine Übertragung der Vorgänge auf dem Terminmarkt auf die Kassakurse statt. Oder endlich: den Käufen des Publikums, die sich vorwiegend im Kassageschäft vollziehen, setzt die Spekulation Blankoabgaben entgegen, die, vom Kassafixen abgesehen, nur im Termingeschäft möglich sind. Dann werden letzten Endes über die Arbitrage die Kassakäufe mit den Terminverkäufen beglichen, und die Frage bleibt offen, wohin das Schwergewicht der Kursgestaltung in der Endwirkung neigt, ob nach oben oder nach unten.

III. Die wirtschaftlichen Faktoren der Preisbildung.

1. Der „innere" Wert der Aktien.

Der Kurs der an der Börse gehandelten Aktien — offizieller Börsenpreis — ist der — in der Regel in Prozenten ausgedrückte — Preis, wie er beim Abschluß der Geschäfte zustande gekommen oder auf Grund der Aufträge zum Kauf und Verkauf von den amtlichen Maklern[1] errechnet worden ist. Aus den Darlegungen, die unter I. und II. gemacht worden sind, ist deutlich geworden, daß der Gegenstand des Geschäftsabschlusses, die Aktie, nicht nur an sich in der Preisbildung bewertet wird, sondern daß auch Geschäftsabschlüsse zustande kommen können, bei denen andere Faktoren von großem

[1] Vgl. hierzu die auf S. 124 erwähnte Kursfeststellung.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Einfluß sind. Trotzdem bleibt als die wichtigste Grundlage der jeweilige Wert der Aktien oder, wie die Börse sich ausdrückt, der „innere" Wert[2] der Aktien bestehen. Er stellt — wenn das Bild gestattet ist — gleichsam den magnetischen Pol dar, zu dem der ausschlagende Kurspendel immer wieder zurückkehren will. Doch hat es die Magnetnadel ungemein leichter, in die richtige Lage zurückzufallen, da — wenigstens von einem gegebenen Standpunkt aus — das magnetische Feld, der Pol, feststeht. Das kann man vom inneren Wert nicht sagen: er ist weder für einen bestimmten Augenblick immer genau zu erfassen, noch ist er für einen bestimmten Zeitraum — mag dieser auch noch so klein sein — feststehend.

Unter dem inneren Wert einer Aktie ist die Vorstellung zu verstehen, daß die Aktie, als die Verkörperung eines Beteiligungsrechtes, einen Anteil am Vermögen der Gesellschaft darstellt und ferner einen verhältnismäßigen Anspruch auf das Gewinnerträgnis gewährt. Diese beiden Reihen sind unter Berücksichtigung des besonderen Falles, also für jede Aktiengesellschaft, zu kombinieren, wenn man auf den inneren Wert einer Aktie kommen will. Die Schwierigkeiten setzen in dem Augenblick ein, wo man versucht, diese Vorstellung in Ziffern zum Ausdruck zu bringen.

Schon bei der Erfassung des Gesellschaftsvermögens stößt man auf erhebliche Schwierigkeiten. Zwar gibt die am Schlusse des Geschäftsjahres aufzustellende (und zu veröffentlichende) Bilanz eine Nachweisung der Vermögensbestände. Ihr haften aber in der Regel so viele Mängel an, daß sie nur mit großer Vorsicht für diese Zwecke zu gebrauchen ist. Die einzelnen Vermögensstücke sind teilweise als Buchwerte eingesetzt, teilweise zu Preisen berechnet, die nur unter gewissen Voraussetzungen zu erzielen sind. Das Vorhandensein sogenannter stiller Reserven[3] kann das bilanzmäßig ausgewiesene Ver-

[2] 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. Wie vorauszusehen war, bin ich von der Kritik darauf aufmerksam gemacht worden, daß es wissenschaftlich keinen „inneren Wert" gibt. Ich bin aber nach wie vor der Meinung, daß für die praktischen Zwecke, die der Sprachgebrauch mit dieser Bezeichnung verfolgt, ein anderer Ausdruck nur Verwirrung stiften würde.

[3] Es ist üblich geworden, aus dem Unterschied zwischen Börsenkurs und Bilanzvermögen (bzw. Bilanzkurs) den Umfang der stillen Reserven zu bestimmen (Bilanz-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

mögen erheblich erhöhen. Andere Posten können überwertet sein; hoch zu Buch stehende Einrichtungen sind veraltet, oder neue Einrichtungen gänzlich abgeschrieben worden. Über all diese Punkte ein richtiges Urteil zu gewinnen, ist in den meisten Fällen 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 besondere Standpunkt, 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 den Anteil denkt, der im Falle einer Auflösung der Gesellschaft aus dem vorhandenen Vermögen in bar zu erzielen ist[4]. Und zu allem erscheint diese Bilanz in der Regel mit einer Verspätung von mehreren Monaten in der Öffentlichkeit; bis dahin können die Ziffern längst wieder überholt sein.

So schwierig unter gewöhnlichen Verhältnissen eine zahlenmäßige Bewertung des Anteils einer Aktie am Vermögen einer Gesellschaft war, so unmöglich wurde dies in den Jahren der Inflation, als für die Bilanzen als Wertmesser die Papiermark galt, die zwar juristisch die Addition der einzelnen Bilanzposten gestattete, wirtschaftlich aber ein durchaus verzerrtes Bild gab. Goldmarkbeträge und Papiermarkbeträge aus den verschiedensten Stufen der Geldentwertung standen auf den Konten, so daß man über den Bilanzwert des Vermögens kein auch nur annähernd richtiges Urteil gewinnen konnte. Bei der anhaltenden Veränderung des Markwertes machte sich der Umstand, daß die

kurs = Kapital und sichtbare Reserven in Prozenten des Aktienkapitals). Es will mir scheinen, als ob man bei dieser Rechnung dem Begriff: stille Reserven Gewalt antut. Selbst wenn man unterstellen würde, daß der Börsenkurs den wirklichen Ertragswert darstellt, so wird man den Unterschied zwischen diesem und dem Bilanzwert nicht ohne weiteres als stille Reserven bezeichnen können. Wenn ich mir an dieser Stelle und in diesem Zusammenhang die Auffassung der Börsenpraxis zu eigen mache, so versteht man hier unter stillen Reserven jene Beträge, die sich bei einer — angenommenen — Liquidation über die Bilanzwerte hinaus ergeben (Anlagen) oder sich in einer Steigerung der Gewinne bemerkbar machen (Niedrigbewertung der Warenbestände, Vorwegnahme von Abschreibungen). Der Unterschied, der sich dann zwischen diesem Liquidations- oder auch Taxwert und dem Bilanzwert ergibt, stellt den sogenannten Firmenwert dar. Bezeichnet man den Unterschied zwischen Börsenkurs und Bilanzkurs als stille Reserven, so kommen bei einer Berechnung unter Umständen natürlich ganz groteske Zahlen heraus.

[4] Man würde heute sagen: Jahresbilanz oder Liquidationsbilanz und hinzufügen, daß die Beurteilung der ersteren eine andere sein muß, je nachdem sie nach der statischen, dynamischen oder organischen Bilanztheorie aufgemacht worden ist, was man aber der Bilanz von außen nicht ohne weiteres ansehen kann.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Bilanzen erst eine geraume Zeit nach dem Stichtag, für den sie bestimmt sind, veröffentlicht wurden, ganz besonders fühlbar: schließlich hörte jede zuverlässige Unterrichtung durch die Bilanzen auf. Trotz all dieser Schwierigkeiten, sich von dem Vermögen einer Gesellschaft ein Bild zu machen, war nach dem Kriege jahrelang für den überwiegenden Teil der am Aktienmarkt interessierten Personen das hinter den Aktien vermutete „Sachkapital" für die Preisbildung allein maßgebend. Wenn aber, wie weiter zu zeigen ist, der Ertragswert gar nicht mehr berücksichtigt werden konnte, war die Preisbildung auf einen sehr unzuverlässigen Boden gestellt. An diese Entwicklung ist an dieser Stelle zu erinnern, da sie schließlich die Veranlassung bildete, daß der Aktienmarkt den schon an anderer Stelle hervorgehobenen, gewaltigen Zuwachs an Interessenten erhalten hat.

Bald nach der Markstabilisierung zeigte sich, daß die Aktienbewertung bei der Abschätzung der „Sachwerte" viel zu weit gegangen war; die neuen Goldbilanzen ergaben häufig unerwartet scharfe Zusammenlegungen des Aktienkapitals. Allmählich kehrte die Einsicht zurück, daß der Sachwert — die bloße Substanz — nicht alleiniger Maßstab für die Bewertung der Aktien sein könne, sondern daß auch wieder die Erträgnisse der betreffenden Gesellschaft berücksichtigt werden müssen. Wenn jetzt wieder die Bilanz die Möglichkeit bietet, den auf die einzelne Aktie entfallenden Anteil am Gesellschaftsvermögen zu erfassen, so haben die oben dargelegten Mängel im Grunde eine Veränderung nicht erfahren.

Schließlich ist noch zu erwähnen, daß in der Zeit nach der Währungsstabilisierung, im Zusammenhang mit den Bestrebungen nach Neugestaltung der Wirtschaftsorganisation, ein neuer Faktor für die Preisbildungen an der Börse entstanden ist: das Stimmrecht. Um entsprechenden Einfluß auf eine Gesellschaft zu erlangen, sind Aufkäufe in diesen Aktien erfolgt, um das Stimmrecht in der Generalversammlung zu verwenden. Der Preis, den die Aufkäufer für die Aktien zu bewilligen geneigt waren, richtete sich dann nach den Zwecken, die verfolgt werden sollten. So konnte es kommen, daß die Kursbildung sich zunächst ganz von dem sichtbaren oder meßbaren Wert der Aktien loslösen konnte, eben weil das Stimmrecht in Ansatz gebracht wurde.

Ergeben sich bei der ziffernmäßigen Erfassung des ersten Faktors des „inneren" Wertes eine Reihe voneinander abweichender Meinungen und Ansichten, so erweitert der an der Aktie haftende Anspruch auf Gewinnbeteiligung das Schätzungsfeld noch mehr.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 sein. 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 gewisse Anhaltspunkte vorhanden, wenn man die vorjährige Dividende, das Schwanken der Erträgnisse seit Bestehen der Gesellschaft, etwaige Betriebsausweise im laufenden Geschäftsjahr sowie die allgemeine wirtschaftliche Lage berücksichtigt. (Vgl. 3.)

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[5] 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. Eine solche Rechnung bleibt naturgemäß äußerst problematisch, mit der Folge, daß sie in der Praxis vielfach variiert wird. Ein Beispiel soll das erläutern: Die mit 1000 Mark Nennwert bezeichnete Aktie A hat einen Wert von 1500 Mark als Anteil am Gesellschaftsvermögen, Aktie B desgleichen nur von 1000 Mark. 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

[5] Über die Wandlungen in der Zeit nach der Stabilisierung vgl. Zweiter Teil: III. Aktienkurse und Aktienrente.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 eine Verlangsamung 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 verschiedene Meinungen zuläßt.

So erklärt es sich, daß der Kurs mancher 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 begehrt sind. 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 Gewinnerträgnisse einer Gesellschaft werden, um so mehr entfernt sich der kapitalisierte Wert der Aktie von dem eigentlichen Vermögenswert (im Sinne des Liquidationswertes). Der Kapitalist, der ein durch die hohe Dividende hervorgerufenes 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, verlorengehen. 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 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

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 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[6].

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 war es vor dem Kriege — bei einer Verzinsung der ersten einheimischen Staatsanleihen von 3½ %, der erststelligen Hypotheken von 4 % und bei einem offiziellen Diskontsatz der Reichsbank von 4 % bis 4½ % — üblich gewesen, für erste Bankaktien eine Verzinsung von etwa 5 % bis 5½ %, für erste Bergwerks- und Hüttenpapiere dagegen eine solche von etwa 5½ % bis 6 % anzusetzen. Dabei verdient 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 Augen-

[6] 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 Produktionserträgnisse 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 Konjunkturrückgange betrug denn auch die Dividende 0%, und der niedrigste Kurs im Jahre 1901 war wieder 102,20%.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

blick 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 zutreffen; in der Hauptsache beruht jedoch der Mehrwert auf dem lebhaften Geschäft, das durch die beliebige 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[7]. (Hierauf wird im zweiten Teil zurückzukommen sein.)

Da die als Grundlage angenommenen Zinssätze, sowohl der landesübliche Zinssatz als auch der offizielle Banksatz, durchaus nicht für alle Zeiten feststehen, so ist zugleich 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

[7] 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. 285ff, 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 zutage: 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. Für die Zeit von 1880 bis 1914 ist ein Vergleich zwischen Dividenden und Kursen auf den beigefügten graphischen Darstellungen durchgeführt worden. Er gibt zugleich Aufschluß über das Verhältnis von Dividenden und Kapitalisierungszinssatz.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 und wird im nächsten Kapitel darzustellen sein.

2. Der Geld- und Kapitalmarkt.

Über den Aufbau und die Verfassung des Geldmarktes — des Marktes für kurzfristige Leihkapitalien[8] — und des Kapitalmarktes — des Marktes für langfristige Leihkapitalien — soll hier nichts näher gesagt werden. Worauf es ankommt, ist lediglich: zu zeigen, welche Zusammenhänge zwischen diesen beiden Märkten und der Preisbildung an der Börse bestehen oder auch: welchen Einfluß sie auf die Preisbildung ausüben.

Von drei Seiten lassen sich Beziehungen zwischen dem Geld- und Kapitalmarkt und der Börse herstellen. Da ist zuerst die Versorgung der Spekulanten mit Kredit — sei es an der Börse oder im Bankverkehr — und die Bildung von neuem Kapital, das Anlage in Effekten finden soll. Zum zweiten spielen die Kosten des Leihkapitals, in der Hauptsache der Zinssatz, eine große Rolle für Umfang und Richtung der Kreditspekulation und der Kapitalanlage. Und endlich ist von der Lage des Geld- und Kapitalmarktes und ihren Veränderungen die Höhe des Kapitalisierungszinssatzes abhängig, dessen Rolle bei der Wertberechnung soeben geschildert worden ist. Es ist somit klar, daß der Geld- und Kapitalmarkt für den tatsächlichen Verlauf der Preisbildung sogar eine recht große Bedeutung hat, und daß das Handeln der Personen in weitem Maße von seiner Gestaltung abhängig ist.

Was zunächst den Geldmarkt anlangt, so galt vor dem Kriege der Privatdiskontsatz[9] als der empfindlichste Gradmesser für die Veränderungen, die sich am Geldmarkt einstellen. Seine Festsetzung und Bewegung wird demgemäß von allen Börseninteressenten, insonderheit von der Berufsspekulation, 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

[8] Näheres in meinem Buche: Das deutsche Wechseldiskontgeschäft, mit besonderer Berücksichtigung des Berliner Geldmarktes, Leipzig 1907.

[9] Ebenda S. 71.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

der Privatdiskontsatz nur wenig hin und her schwankt, tritt dementsprechend seine Bedeutung für die Preisbildung der Aktien zurück; um so mehr wird er in bewegten oder gar in kritischen Zeiten zur Richtschnur der gesamten Börsentätigkeit. Er wird dann mit einer Aufmerksamkeit verfolgt, hinter der alle sonstigen Ereignisse verblassen.

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 allgemeinen Zinssatzes — des landesüblichen Zinssatzes — 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 Folgerungen 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 in der Regel damit verbundene 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 die Kurse unter Druck gehalten werden. 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 nachhaltiger Wirkung auf die Preisbildung ist eine Erhöhung des offiziellen Wechseldiskontsatzes der Reichsbank, der in der Regel jene Veränderungen des Privatdiskontsatzes vorangegangen sind. Diese nach außen hin mehr sichtbare und auch die gesamte Kreditorganisation berührende Erhöhung des Bankdiskontsatzes hat zur Folge, daß für die große Masse der Spekulanten nunmehr eine fühlbare Verteuerung ihrer Spekulation eintritt, soweit sie eben auf Kredit erfolgt ist. Die erhöhten Zinsen, sowohl im Prolongationsgeschäft als auch

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

im Kontokorrentverkehr, dämmen die Spekulation ein und drängen zum Verkauf der mit fremden Gelde gekauften Wertpapiere. Dazu kommt, daß ein für längere Zeit in Geltung bleibender hoher Diskontsatz 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.

Neben dieser allgemeinen Rückwirkung empfindet die Spekulation den Einfluß des Geldmarktes noch an einer besonderen Stelle: bei der Ultimoabwicklung. Es war als ein wesentliches Merkmal des Terminhandels bezeichnet worden, daß die Erfüllung der im Laufe eines Monats eingegangenen Terminverbindlichkeiten bis an das Ende des Monats aufgeschoben wird. Im Laufe des Monats kann der Spekulant lustig hin und her handeln, also kaufen und verkaufen, ohne sich zunächst um die Bezahlung und Lieferung der gekauften oder verkauften Stücke kümmern zu müssen — vorausgesetzt natürlich, daß er für seine Geschäfte einen Gegenkontrahenten findet. Um so größere Aufmerksamkeit muß er dieser hinausgeschobenen Erfüllung schenken, wenn der Erfüllungstermin herankommt. Am Ultimo muß es sich entscheiden, ob er seine insgesamt getätigten Termingeschäfte durch Gegengeschäfte glattgestellt hat, oder ob er als Ergebnis seiner An- und Verkäufe eine entsprechende Menge Stücke liefern oder abnehmen, d. h. bezahlen muß. Er hat aber inzwischen auch schon Umschau halten müssen, woher er das für die Abnahme der Stücke erforderliche Geld oder die zu liefernden Stücke erhält. Bekanntlich geschieht dies in der mit der Liquidation verbundenen Prolongation, bei der ein Dritter — Geldgeber oder Stückeleiher — das Geld oder die Stücke für einen Monat vorstreckt. Je nachdem nun die Geldgeber oder Stückeverleiher — in der Regel also die Banken — die Leihgebühr für das Gelddarlehen oder für die Stückeleihe hoch oder niedrig bemessen, ergeben sich Rückwirkungen auf die Prolongation und von hier auf die Kursgestaltung. Die Geldgeber unterstützen die Kursbewegung nach oben, wenn sie leicht und billig prolongieren. Dadurch findet der Spekulant Mut, große Engagements einzugehen, zumal er annehmen kann, daß in solchen Fällen die allgemeine Börsenlage von den Geldgebern nicht ungünstig beurteilt wird. Dagegen wird der Spekulant zur Beschränkung seiner Engagements gedrängt, wenn sich Anzeichen eines teureren Prolongationsgeldes oder einer größeren Zurückhaltung der Geldgeber bemerkbar

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

machen. Die Folge hiervon kann sogar eine Lösung bestehender Verpflichtungen sein, die nicht unerheblich auf die Kurse zurückwirkt. Andererseits spiegelt sich das jeweilige in der Prolongation zutage tretende Verhältnis von Angebot und Nachfrage nach Geld und Stücken in der Höhe der Prolongationszinssätze — Report und Deport — wider, die dadurch zu einem ziemlich sicheren Maßstab zur Beurteilung des gesamten Börsengeschäfts werden.

Die Zusammenhang zwischen dem Termingeschäft und dem Reportgeschäft hat den Nachteil, daß in dem Markt der Wertpapiere Beunruhigungen, ja sogar Krisen entstehen können, die nicht in den Verhältnissen der einzelnen Papiere begründet zu sein brauchen. Sind beispielsweise am Ende eines Monats die Ansprüche infolge umfangreicher Haussespekulationen groß, die dem Reportgeschäft zur Verfügung stehenden Geldmittel aus irgendwelchen Gründen aber knapp, so bleibt für eine Reihe von Spekulanten nur die Lösung ihrer Verpflichtungen übrig, was zu heftigen Kursrückgängen führen kann. Diese Preisveränderung kann sich dann sowohl im Widerspruch mit dem inneren Wert der Papiere als auch mit dem Verhältnis von Angebot und Nachfrage nach Aktien befinden. Es ist deshalb erklärlich, daß allgemein die Börsenkrisen ihren Ausgang vom Geldmarkt nehmen. Regelmäßig läßt sich beobachten, daß ein Teil der schwebenden Engagements nicht prolongiert werden kann, wobei die „schwachen Elemente abgeschlachtet" werden, die ihrerseits wieder ihre Kunden zum Verkauf drängen müssen. Durch diese Verquickung des Kredits mit der Schwierigkeit des Verkaufs am Monatsende bekommt das ganze Börsengetriebe, insbesondere in den letzten Phasen eines Aufschwungs, eine gefahrvolle Grundlage, die leicht zusammenbrechen kann. Es ist schwer vorauszusehen, wie die nächste Monatsabwicklung verlaufen wird, und ein paar Kundige, die zugleich eine Kapitalmacht hinter sich haben, können das Kursgebäude zu Fall bringen.

Natürlich spüren die Kassakäufer, die bei ihrer Bank Kredit in Anspruch genommen haben, von diesen Zusammenhängen zwischen Geldmarkt und Preisbildung unmittelbar zunächst nicht viel. Sie verfolgen gewissermaßen aus der Ferne — auf Grund der Börsenberichte — die Rückwirkungen auf die Kurse und wundern sich, daß die Kurssteigerung, die sie für diesen Tag erwartet hatten, in Wirklichkeit eine Kurssenkung geworden, weil der Privatdiskontsatz gestiegen ist oder „sich die Geldbeschaffung für den Ultimo bemerkbar macht". Anders wenn der offizielle Reichsbankdiskont verändert wird. Da sich die Schuldzinsen, die sie für ihren Kredit an die Banken zahlen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

müssen, in der Regel nach dem Reichsbankdiskont richten, so wird eine Erhöhung desselben zum mindesten die Überlegung hervorrufen, ob es sich angesichts der Steigerung der Kreditkosten noch lohnt, die Kredite für die Spekulation noch weiter in Anspruch zu nehmen. Damit ist nicht gesagt, ob auch dieser Überlegung sofort das Handeln, also ein Verkauf der Papiere, folgt; im Gegenteil: hier zeigt sich die geringe Entschlußfähigkeit eines großen Teiles des Publikums, auf die schon oben (S. 36) hingewiesen worden ist. Hierbei ist zu bedenken, daß eine Diskonterhöhung das erste Anzeichen für das Ende oder den Umschwung der Konjunktur sein kann, das, wie gezeigt, die Berufsspekulation veranlassen kann, sofort entsprechende Geschäfte vorzunehmen. Erst wenn der Diskontsatz weiter erhöht wird, die Kosten der in Anspruch genommenen Kredite weiter gestiegen sind, kommt die Abstoßung mehr in Gang. Inzwischen sind aber vielleicht die Kurse schon gesunken, und die Spekulation benutzt die jetzt an den Markt kommenden Verkäufe des Publikums, um damit die vorher eingegangenen Baissegeschäfte zu decken.

Neben dieser vom Geldmarkt ausgehenden Beeinflussung der Kurse kann ferner eine solche vom Kapitalmarkt einhergehen. Die Erhöhung des Diskontsatzes ist ein Zeichen dafür, daß eine große Nachfrage nach Kapital besteht. Steigende Ansprüche einer stark beschäftigten Industrie oder einer lebhaften Börsenspekulation haben die Mittel der Banken in Anspruch genommen 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. Hierdurch wird ein Kursrückgang hervorgerufen, weil es in solchen Zeiten an Käufern fehlt. Das Mißverhältnis zwischen Kapitalvorrat und -nachfrage kann so groß werden, daß sich geradezu ein Gegensatz zwischen der Kursbewegung, die durch anhaltende Verkäufe nach unten neigt, und dem „inneren" Wert der Aktie, soweit er in den besonderen 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 wieder ein Ausgleich zwischen Kapitalangebot und -nachfrage eingetreten ist.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die umgekehrte Erscheinung ist bei übermäßigem Kapitalangebot, oder in der Börsensprache: bei großer Kapitalfülle, die sich in Zeiten wirtschaftlicher Depression einzustellen pflegt, zu beobachten. In einem solchen Falle drängt einmal das unbeschäftigte Kapital, nachdem es die Zinssätze am Geldmarkt 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 in der Depression bestehenden Baisseengagements zur Deckung gebracht und die Kurse, unterstützt durch mitlaufende Käufer der Spekulation, gesteigert. Denn andererseits rechnet die Spekulation damit, daß, entsprechend den allgemein gesunkenen Zinssätzen, das anlagesuchende Kapital auch geringere Ansprüche an die Verzinsung der in Aktien angelegten Kapitalien stellt und demgemäß höhere Kurse für die Aktien bewilligen wird. Besonders auffallend tritt die Veränderung der Rentabilitätsansprüche bei Konversionen zutage. Wird beispielsweise der Zinsfuß für erste Staatsanleihen, die als Standardpapiere gelten, entsprechend den veränderten Verhältnissen am Kapitalmarkt herabgesetzt, so ändert sich mit einem Schlage auch der Maßstab für die Verzinsung der übrigen Kapitalanlagen. Bei gleichbleibender Dividende bedeutet dies für die Aktien eine Kurssteigerung, womit zugleich der Anreiz zu umfangreichen Spekulationen gegeben ist.

In der Zeit nach der Stabilisierung ist in den Beziehungen zwischen dem Geld- und Kapitalmarkt und der Börse insofern eine Änderung eingetreten, als in der Bedeutung der Zinssätze eine Wandlung eingetreten ist. Infolge des nach Aufhören der Stabilisierung offenbar gewordenen großen Kapitalmangels und der bis zum Jahre 1926 dauernden Restriktionspolitik traten die Zinssätze der privaten Banken, sowohl der für die Kontokorrentkredite als auch der für die Börsenkredite, durchaus in den Vordergrund. Nach außen hin kam diese Wandlung in der Bedeutung des Zinssatzes für sogenanntes Tagesgeld und für Monatsgeld an der Börse zum Ausdruck. Erst nachdem die Diskontpolitik der Reichsbank wieder „effektiv" geworden war, d. h. die Kreditkontingentierung aufgegeben werden konnte[10], rückte der offizielle Bankdiskontsatz nach und nach wieder in seine frühere Bedeutung ein. Dagegen hat der Privatdiskontsatz seine frühere Bedeutung noch nicht zurückerlangt. Das Privatdiskontgeschäft ist nur langsam wieder in Gang gekommen. Die Gründe sind: der Mangel an verfüg-

[10] Vgl. meine Schrift: Reichsbankpolitik und Geldmarktlage, Leipzig 1927.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

baren Mitteln, die Anlage in Privatdiskonten suchen konnten, und die Zurückhaltung der großen Banken und Bankers im Akzeptgeschäft. Als hauptsächlichster Geldgeber im Privatdiskontgeschäft kommt — außer einigen öffentlichen Banken — die Reichsbank in Betracht, die — da sie selbst nicht unter ihrem offiziellen Diskontsatz diskontieren darf — die Geschäfte durch die ihr angeschlossene Golddiskontbank betreiben läßt. Infolgedessen hat die Reichsbank großen Einfluß auf die Festsetzung des Privatdiskontsatzes. Es ist jedoch anzunehmen, daß in absehbarer Zeit wieder eine Annäherung an die früheren Zustände erfolgen wird.

3. Die Wirtschaftslage.

Die Bewertung der Aktien nach dem jeweiligen Erträgnis ihrer Gesellschaften, bzw. nach der Höhe der ausgeschütteten Dividenden bringt es mit sich, daß die Spekulation mit großem Eifer alles verfolgt, was jetzt oder in Zukunft von Einfluß auf die finanziellen Verhältnisse der betreffenden Gesellschaften sein wird oder werden könnte. Zu diesem Zweck versucht sie, sich zunächst ein zutreffendes Bild von der gegenwärtigen Wirtschaftslage im allgemeinen zu machen und daraus unter Benutzung aller sonstigen wißbaren Umstände Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu ziehen. Die Spekulation betreibt in dieser Weise Konjunkturprognose, und sie tut dies von Anbeginn ihrer Tätigkeit an, ja es ist dies ihre eigentliche Tätigkeit, auf der sich ihr Handeln aufbaut. Ihre Überlegung ist: ansteigende Wirtschaftskonjunktur, lohnende Beschäftigung der Unternehmungen, wachsende Gewinnergebnisse, hohe Dividenden, also Steigerung der Kurse und umgekehrt.

Insofern ist es richtig zu sagen, daß die Börse gleichsam der „Brennpunkt des kommerziellen Denkens" (und zugleich die hohe Schule des Bankmanns) ist. An der Börse laufen die Nachrichten aus aller Welt zusammen, werden die Berichte aus und über die Wirtschaft, die einzelnen Erwerbszweige und Gesellschaften besprochen, die politischen Geschehnisse verfolgt und die Entwicklung des Geld- und Kapitalmarktes mit seinen inländischen und internationalen Ausstrahlungen beobachtet. Auf diese Weise bildet sich die viel betonte sogenannte Börsenmeinung, eine Meinung über die Höhe der Kurse, ihre weitere Entwicklung sowie über die Wirtschaftslage im ganzen. Und wichtig ist hierbei, daß sich das Bild von der „Lage" in jedem Augenblick wieder ändert, weil die Faktoren, die es bestimmen, sich

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

in ständiger Veränderung befinden, und weil der einzelne, je nach Stimmung oder Anlehnung, leicht geneigt ist, sein Urteil zu ändern.

Man darf auch nicht in den Fehler verfallen, diese Leistungen der Spekulation zu überschätzen, wie es vielfach in der Literatur geschieht. Es unterliegt natürlich keinem Zweifel, daß 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 verleiht, die jeweilige Börsenlage rasch zu erfassen und richtig zu beurteilen; hierin zeigt sich eben ihre Überlegenheit gegenüber der großen Masse des Privatpublikums. Jedoch richtet sich diese geistige Tätigkeit mehr auf die Erforschung der inneren Börsenzustände, Verteilung der Engagementsverhältnisse, Beteiligung des Publikums, Geldmarktverhältnisse und nicht zuletzt auf die Erlangung sogenannter Tips, die einfach und sicher die Einheimsung von Kursgewinnen ermöglichen. Den großen wirtschaftlichen und politischen Fragen steht die Masse der Spekulation ebenso gegenüber wie weite Kreise des Publikums. Die allgemeine Richtung der Börsenbewegung geht doch im großen und ganzen nur von einigen wenigen Personen aus, die unter den Großspekulanten der früheren Zeit, den Großindustriellen oder den Großbankdirektoren und den Bankers der Jetztzeit zu suchen sind.

Nicht geringen Anteil an der Klarstellung und Aufdeckung der jeweiligen Zusammenhänge zwischen Börsen- und Wirtschaftsentwicklung hat endlich auch die Presse, die die Fülle von Nachrichten und Gerüchten, Empfindungen und Meinungen der Börse erst in eine für jedermann brauchbare Form gießt. Es zeugt von dem Interesse und der Bedeutung, die man der Börse zollt, wenn heute fast jede Tageszeitung, selbst das kleinste Amts- und Gemeindeblättchen, Nachrichten von der Börse bringt. Die größere Tagespresse veröffentlicht zudem fortlaufende Berichte über die allgemeine Wirtschafts- und Börsenlage, ergänzt durch Sonderberichte über die einzelnen Wirtschaftszweige und über wichtige Einzelvorgänge in der Wirtschaft, und bringt schließlich zusammenfassende Übersichten über die weiteren Aussichten und Entwicklungen. Daneben bestehen zahlreiche Fachzeitschriften, die sich die Aufgabe setzen, die Nachrichten in mehr systematischer Weise dem Leser vorzuführen und in Aufsätzen etwas gründlicher auf die einzelnen Wirtschaftsfragen einzugehen. Nimmt man dazu noch die besonderen Börsenzeitungen und -fachschriften, die besonders über den Börsenverkehr berichten und sich bemühen, das

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

zu bringen, was in unmittelbarer Beziehung zur Börse steht — dann erfaßt man den großen Fortschritt gegenüber der Zeit, von der dieses Buch seinen Ausgangspunkt genommen hat: Schnelligkeit, Zuverlässigkeit und Aufarbeitung der für Erkennung der Wirtschafts- und Börsenlage erforderlichen Grundlagen. Das heißt nichts anderes, als die Summe der wißbaren Umstände zu vervollständigen, auf denen sich die Spekulation aufbaut.

Für die jüngste Zeit sind hier zwei Einrichtungen nachzutragen, die eine weitere Vollkommenheit auf dem Gebiete der Wirtschaftserforschung anstreben. Zunächst das Institut für Konjunkturforschung, das jetzt das in verfeinerter wissenschaftlicher Weise tut, was früher der einzelne Spekulant unvollkommen, vielleicht aber treffend, die einzelne Bank oder die einzelne Zeitung mit Hilfe ihres Archivs, schließlich jeder Unternehmer tat: den Konjunkturverlauf zu erkennen, um daraus eine Grundlage für die Schlüsse auf die Zukunft zu ziehen. Die Arbeiten des Instituts, die es verstanden haben, sich allgemeine Anerkennung zu verschaffen, werden periodisch veröffentlicht, so daß sie tatsächlich heute wesentliche Hilfsmittel für die Spekulation bedeuten. Es ist hier nicht der Ort, um auf die Frage einzugehen, ob es überhaupt in wissenschaftlicher Weise möglich ist, Prognosen aufzustellen — man muß dies, so glaube ich, verneinen —; nur der Hinweis sei gestattet, daß je vollkommener an sich die Grundlagen für eine Konjunkturprognose ausgearbeitet werden, je mehr es also möglich ist, sich auf ihre Richtigkeit zu verlassen, um so mehr Störungen in dem tatsächlichen Ablauf eintreten können, wenn — mal angenommen — die ganze Wirtschaft oder die gesamten Börsenkreise nach jenen Fingerzeigen handeln. Und so würde notwendig sein, auch diese Möglichkeiten wieder in die Rechnung der Zukunftsgestaltung einzustellen.

Die andere Einrichtung sind die Wirtschaftsberichte der Großbanken und der großen Bankhäuser, die in regelmäßigen Zeitabschnitten an die Kundschaft verschickt werden und damit auch an die Öffentlichkeit kommen. Sie unterscheiden sich von ihren Vorgängern — den Animierblättern früherer Winkelbankers — durch eine anzuerkennende Objektivität und durch das Bestreben, ihre Kunden bei der Vornahme von Börsengeschäften sachlich zu beraten, soweit dies eben möglich ist. Einzelnen Berichten merkt man an, daß sie auf Grund eines ausgezeichneten Archivs und mit Hilfe sehr sachverständiger Mitarbeiter zustande kommen. Natürlich ist unter diesen Umständen ihr Einfluß auf die Entscheidungen des Publikums besonders groß: man

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

kann häufig genug die Rückwirkungen dieser Wochenberichte in der Kursentwicklung beobachten. Wesentlich ist schließlich noch, daß mit Hilfe dieser in nächster Nähe der Leitung der Bank angefertigten Berichte die persönliche Beratung des Publikums von den zahlreichen Bankstellen in einheitlicher Weise vorgenommen werden kann.

Neben der Beobachtung der allgemeinen Wirtschaftslage (und was dazu gehört) geht eine fortlaufende Beschäftigung der Spekulanten mit den einzelnen Papieren des Marktes einher. Da die Höhe des Kurses der Papiere im wesentlichen von der Dividende, die die betreffende Gesellschaft verteilen wird[11], abhängig ist, so richtet sich das Interesse der Spekulanten für das einzelne Papier vornehmlich darauf, die Höhe der zu erwartenden Dividende zu erforschen. Anhaltspunkte hierfür bieten Betriebsausweise, Mitteilungen der Verwaltung, Vergleiche mit verwandten Unternehmungen, so daß schon gewöhnlich 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 ihrer Gesellschaften 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 Gesellschaften zur rechtzeitigen Berichterstattung über die Lage ihres Unternehmens verpflichtet würden[12]. Von der Neuyorker Börse wird berichtet, daß wiederholt die Aktien solcher Gesellschaften, die einer solchen Verpflichtung nicht nachkamen, von der offiziellen Kursnotierung ausgeschlossen worden sind.

4. Börsenverlauf und Wirtschaftsentwicklung.

Man spricht viel von der Divinationsgabe der Börse, womit gesagt sein soll, daß die Börse über eine besonders gut ausgeprägte Fähigkeit verfügen soll, die wirtschaftliche Entwicklung vorauszufühlen und in den Kursen entsprechend zum Ausdruck zu bringen. In

[11] Vgl. oben S. 135.

[12] Vgl. die Ausführungen über Dividendenpolitik, S. 160ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

der Literatur wird diese Gabe von den einen besonders gelobt, von anderen dagegen stark angezweifelt. Wie steht es hiermit? Zunächst die Vorfrage: Was heißt in diesem Zusammenhang Börse? Meint man die einzelnen Personen, die Börsenbesucher, oder die Gesamtheit der an der Börse tätig werdenden Interessenten, so wie sie im ersten Kapitel geschildert worden sind[13]? Ist die Gabe bei den einzelnen Individuen vorhanden oder kommt sie erst dadurch zum Leben (und zu ihrer besonderen Wirkung), daß eine Gesamtheit von Personen entsteht? Oder meint man schließlich die aus dem Handeln dieser Gesamtheit von Personen hervorgehende Kursentwicklung? Dann soll — entsprechend der Divinationsgabe der Börse — die Kursentwicklung parallel zur Wirtschaftsentwicklung gehen oder genauer: die Kursentwicklung in mehr oder weniger genauer Weise der Wirtschaftsentwicklung vorausgehen. Daß diese Übereinstimmung in nur sehr bedingter Weise zutreffen kann, wird klar, wenn man sich vergegenwärtigt, was im Laufe der ganzen Darstellung bis jetzt alles über die Faktoren gesagt worden ist, die auf die Preisbildung einwirken, in welchem Maße die wirtschaftlich begründeten Erwägungen durch eine Reihe von psychologischen, börsen- und geldmarkttechnischen Faktoren je nach Umständen gehemmt, gefördert oder durchkreuzt werden können. Im Gegenteil: es entstehen zuweilen recht eigenartige Widersprüche zwischen der Börsenbewegung und Wirtschaftsentwicklung, die immer wieder in der Öffentlichkeit die Frage aufwerfen, wo denn eigentlich die Divinationsgabe der Börse geblieben ist. Dieses auf Grund von Überlegungen gefundene Urteil wird durch die anliegenden, im nächsten Teil des Buches zu besprechenden graphischen Darstellungen durchaus bestätigt. Es ist deshalb gefährlich, aus der bisherigen Entwicklung der Kurse allein einen Schluß auf die Weiterentwicklung der wirtschaftlichen Lage — Konjunktur — zu ziehen, wie es umgekehrt nicht ohne weiteres möglich ist, von dem Stande der Wirtschaft allein auf die Weiterentwicklung der Börsenkurse zu schließen, selbst wenn man rückwärtsschauend eine gewisse Parallelität zwischen Kursentwicklung und Konjunktur feststellen zu können glaubt. Sieht man von einem Punkt dieser beiden Entwicklungsreihen in die Zukunft, so kann es leicht anders kommen, als man denkt...

In diesem Zusammenhange rühmt man insbesondere dem Terminhandel nach, das er es ist, der es ermögliche, die kommenden Ereignisse schon frühzeitig in den Kursen zu berücksichtigen, „spätere Ereignisse zu eskomptieren". Aus dieser besonderen Eigentümlichkeit,

[13] Abschnitt I, S. 1—86.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

die dem Terminhandel anhaften soll, wird dann weiter eine gleichmäßigere Kursbewegung der auf Termin gehandelten Papiere abgeleitet.

In der schwerfälligeren Form der Kassageschäfts — so meint man weiter — müßten dagegen die Ereignisse unvermittelt auf die Kurse wirken und demgemäß hier größere Kursschwankungen hervorrufen. Auf den ersten Blick hat diese Behauptung etwas Bestechendes. Die aufs höchste vereinfachte Form des Terminabschlusses, der weitgehende Kredit im Termingeschäft, die Möglichkeit des Blankoverkaufes, die verhältnismäßig billigen Kosten der Prolongation, sowie der große Kreis der Käufer und Verkäufer, die bedeutende Summen „schwebender Engagements" unterhalten — alles dieses fördert naturgemäß ungemein den Abschluß auch von solchen Geschäften, die sich auf vorläufig geringwertige und noch in weiter Zukunft liegende Ursachen gründen. In der Tat läßt sich dieses „Vorausfühlen" im Terminhandel durchaus beobachten; aber die hieraus gezogenen Schlüsse auf die Kursbewegung der Kassa- und Terminpapiere erweisen sich, wenn man den tatsächlichen Verlauf der Preisbildung auf dem Aktienmarkt 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. Dadurch wird zugleich auch die Anpassung der Börsenentwicklung an die Wirtschaftsentwicklung wieder in Frage gestellt.

Mit Rücksicht darauf, daß die Erörterungen über die Fragen nicht nur in der Literatur, sondern auch in der Geschichte der Börsengesetzgebung eine große Rolle spielen, soll im folgenden der Versuch gemacht werden, die Dinge in ihren Zusammenhängen so darzustellen, wie sie sich in Wirklichkeit abgespielt haben. Den Ausführungen liegen die Ereignisse der Jahre 1888—1896 zugrunde; die Kurse sind in den graphischen Darstellungen enthalten.

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 einzig 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

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Gebühr würdigt, andere Nachrichten zu unterdrücken versucht oder abschwächt und endlich auch mit gefälschten oder falschen Nachrichten, unüberprüfbaren Gerüchten arbeitet, ist hinlänglich bekannt.

An anderer Stelle war schon darauf hingewiesen worden[14], daß nach andauernder 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 und die Preisfestsetzung nach gemeinwirtschaftlichen Gesichtspunkten selbst die Grundrichtung verschleiern kann, die Marktgestaltung und im späteren Verlaufe die Preise für Kohle und Eisen. Die Erhöhung der Kohlenpreise läßt auf eine verstärkte Nachfrage schließen, die für die Bergwerke erhöhte und lohnende Beschäftigung bedeutet. Sie bedeutet aber zugleich 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 Erträgnisse 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 weitere Käufe in Industriepapieren vorgenommen werden.

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

[14] Vgl. oben S. 102.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

leicht 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 der Preise für Eisen und Kohle an, so hat die dadurch entfachte Haussebewegung in ein paar Monaten bald ein Mehrerträgnis der Gesellschaften von mehreren Prozenten, das aber frühestens nach einem Jahre 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 Haussebewegung birgt die große Gefahr in sich, daß die damit verbundene Kurssteigerung zu hastig, ihrer Zeit zu weit vorauseilend 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 nunmehr aus sich heraus die Fähigkeit hätte, die Kurse 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, 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 Hausseengagements auf,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ein Teil engagiert sich von neuem mit dem Publikum nach oben, während andere Spekulanten mit Verkäufen 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 Verkaufsbedürfnis beim Publikum 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 Hausseengagements unterhaltende Publikum ängstlich macht, dann ist der Rückschlag unausbleiblich, 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 Haussebewegungen, den Gründen des Verkaufsandranges und der Stärke der Baissepartei. 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 Haussebewegung ins Leben zu rufen, — wenn nicht angesichts der ungerechtfertigten Kursherabsetzung inzwischen 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 Haussebewegung schon den Keim zum Rückschlag in sich birgt. Endlich können sich diese Verhältnisse so zuspitzen, daß sich der Rückschlag zu einer reinen Börsenkrisis auswächst, während welcher das Wirtschaftsleben seinen Gang ruhig weiter geht. Zutreffend sagt der „Deutsche Ökonomist" an

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 Teilen 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 Terminspekulanten in der Prolongation oder in politischen oder börsentechnischen Ursachen entgegenstellen — falls nicht auch ihnen eine ausgedehnte Kreditspekulation zum Verderben wird.

Krise und Niedergang. Die Produktions- und Absatzverhältnisse der industriellen Gesellschaften sowie die Kohlen- und Eisenpreise geben auch für den weiteren Verlauf der Börsenentwicklung, insbesondere der Montanpapiere, die allgemeinen Richtungslinien an. Bei der von einem großen Interessenkreis 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 überlegt 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 dazu zu benutzen, um für sich Baisseengagements einzuleiten.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Da die im Augenblick notierten — hohen — Preise für Kohle und Eisen infolge der üblichen langen Dauer der Lieferungsverträge erst nach Monaten oder Jahren auf die finanziellen Erträgnisse 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 irgendein 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 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 Baisseengagements unter Druck gehalten, zeigt weniger starke Preisveränderungen als der Kassamarkt, in dessen einzelnen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Werten der Rest der Hochkonjunktur herausgeholt wird. Damit soll nicht gesagt sein, daß die Terminpapiere im Verhältnis zu ihrem inneren Wert 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 irgendeinem Terminpapier statt, die gar nichts mit der Wertbemessung dieses Papieres 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[15] vorzugsweise auf dem Bankaktienmarkt getätigt werden,

---

[15] Überhaupt werden die Strömungen, Gerüchte, Ereignisse, die nicht eine einzelne Gesellschaft betreffen, sondern die allgemeine Haltung der Börse bedingen, wie politische, geldmarktpolitische, handelspolitische, auf die Terminpapiere übertragen, indem man hier kauft oder verkauft. Unter den Terminpapieren zeichnet sich wiederum ein 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 Canada-Aktien sehr beliebt; später, noch vor dem Kriege, bildete der Markt für Phönix-Aktien einen Tummelplatz der großen und kleinen Spekulation, wobei die Abschlüsse bis auf die kleinsten Beträge heruntergingen.

Sieht man dann von den Kriegs- und Nachkriegsjahren ab (letztere mit ihren Katastrophenhaussen, in denen wahllos alles gekauft wurde), so kann man heute (1929) die Entwicklung der I. G. Farbenindustrie-Aktie zum ersten Spekulationspapier feststellen. Besonderes Interesse erwecken ebenfalls die „neuen Industrien", der Kunstseide-Markt (Vereinigte Glanzstoff-A.-G. und J. P. Bemberg) und die Grammophon-Werke (vor allem Polyphon-A.-G.).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

werden in unruhigen Zeiten Industriepapiere vorgezogen, weil sie größere Vorteile durch die Kursschwankungen bieten. Es ist klar, daß solche in keiner Beziehung 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.

5. Neuere Entwicklungstendenzen.

Auf seiten der für die Preisbildung maßgebenden wirtschaftlichen Faktoren ist hier nachzutragen, daß allgemein das Verhältnis der Börse zum Wirtschaftsleben, der Kursentwicklung zur Wirtschaftsentwicklung im Laufe der letzten drei Jahrzehnte bedeutsame Veränderungen durchgemacht hat. Die Jahre etwa bis 1896 sind typisch für die vorstehend gegebene Darstellung: sie lassen 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 Entwicklung der Preise für jedermann sich offensichtlicher vollzieht, und die Rückwirkung der letzteren auf die finanziellen Erträgnisse der Unternehmungen, die selbst wieder, was Kapital und Betrieb 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 stärkster 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 rationeller zu machen, wird die Wirtschaftsverfassung verwickelter, unübersicht-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

licher, 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. Zu diesen Erscheinungen treten weitverzweigte, 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 in losem 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. Ein besonderes Kennzeichen der letzten zwei Jahrzehnte ist die Tendenz zu einer internationalen Verständigung der Produzenten der einzelnen Länder und einer internationalen Kartellierung, die die Stellung der beteiligten Unternehmer in ihren Produktionsgebieten mehr und mehr sichert und somit auch den Gesellschaften die volle Ausnutzung der Vorteile der nationalen Kartellierung gestattet.

Wenn durch alles dieses auf der einen Seite der berufsmäßigen Spekulation die Ausübung ihrer Tätigkeit immer mehr erschwert wird und der Einfluß der der Leitung dieser neuen Unternehmungsformen nahestehenden Personen auf den Börsenverkehr ständig wächst, so bleibt auf der anderen Seite als weit wichtiger noch hervorzuheben, daß zugleich die Spekulation (als Tätigkeit) 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 eine größere Stabilität der Gewinnerträgnisse der einzelnen Gesellschaften zu erwarten, an die Stelle zeitweilig übermäßig hoher und zeitweiligen Ausfalles jeglicher Dividende tritt eine sich dem Durchschnitt früherer Jahre nähernde regelmäßigere Dividendenhöhe. Das bedeutet 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. Grundsätzlich ist deshalb in der

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

richtigen Weiterbildung des Syndikats- bzw. Kartellgedankens zugleich die Grundlage zu einem soliden Börsengeschäft[16] enthalten.

Die andere Umgestaltung der Spekulation geht von den Unternehmungen selbst, von ihrer Dividendenpolitik aus. Wie sich aus den beigegebenen graphischen Darstellungen ergibt, geht die Veränderung der Dividenden der dort verzeichneten Gesellschaften sehr sprunghaft vor sich, was in der nachfolgenden kleinen Übersicht noch einmal verdeutlicht wird.

Dividenden und Kurse.

Jahr	Gelsenkirchener Bergwerke			Eschweiler Bergwerke		
	Dividende in %	Höchst-	Niedrigst-	Dividende in %	Höchst-	Niedrigst-
		kurse			kurse	
1888	6	—	—	6½	—	—
1889	7	228	139	11½	175	98
1890	12	223	155	12	174	122
1891	12	182	133	6	148	88
1892	9	143	126	4	95	70
1893	6	156	127	3	90	71
1894	6	169	141	8	125	79
1895	7	196	154	9	165	117
1896	7½	180	160	14	170	155
1897	9	192	156	15	214	170
1898	10	194	175	15	221	192
1899	10	212	182	20	258	204
1900	13	229	176	20	285	190
1901	12	186	153	16	225	170

Jahr	Bochumer Gußstahl			Vereinigte Laurahütte		
	Dividende in %	Höchst-	Niedrigst-	Dividende in %	Höchst-	Niedrigst-
		kurse			kurse	
1888	12½	—	—	6½	—	—
1889	10	287	188	11	180	126
1890	6½	276	148	8	177	131
1891	6½	151	99	4	142	102
1892	3½	144	106	3	123	90
1893	4½	140	110	4	115	90
1894	5	144	121	4	136	112
1895	7	182	134	8	158	120
1896	12½	168	146	10	163	142
1897	15	205	148	13½	184	150
1898	16⅔	235	195	15	217	181
1899	16⅔	287	229	16	276	214
1900	13⅓	285	167	14	284	186
1901	7	201	155	10	216	172

[16] Vgl. hierzu Jean Lescures, Le marché à terme de Bourse en Allemagne, Paris 1908, S. 26.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Man kann sagen, daß bis in die neunziger Jahre die Ausschüttung von Dividenden genau den erzielten Gewinnen entsprach, und daß die Gewinne ohne erhebliche Verschwiegenheiten in der Bilanz zum Ausdruck kamen. Die Folge mußten entsprechend große Ausschläge in der Kursbewegung sein, wenn die Kapitalisierung der Dividenden für die Kursbildung entscheidend sein sollte (wie es in dieser Zeit tatsächlich der Fall war). Mit dem Aufkommen und Verwirklichen des Kartellgedankens gehen die Gesellschaften mehr und mehr dazu über, erstens nicht mehr die vollen Gewinne auszuschütten, sondern Teile zur finanziellen Kräftigung ihrer Betriebe (Selbstfinanzierung) zurückzuhalten, und zweitens auch in der Höhe der Dividenden eine gewisse Stabilisierung anzustreben. So kommt das Schlagwort von der Dividendenpolitik auf, die insbesondere von den Banken mit größtem Erfolg angewandt wird.

Dividenden und Kurse.

Jahr	Deutsche Bank			Discontogesellschaft			Dresdener Bank		
	Dividende in %	Höchstkurse	Niedrigstkurse	Dividende in %	Höchstkurse	Niedrigstkurse	Dividende in %	Höchstkurse	Niedrigstkurse
1889	10	177	166	14	251	224	11	192	146
1890	10	182	148	11	254	204	10	198	140
1891	9	167	139	8	218	163	7	162	126
1892	8	168	151	6	199	175	7	152	129
1893	8	172	147	6	198	165	5½	160	128
1894	9	173	155	8	208	176	8	156	133
1895	10	223	170	10	234	195	8	185	152
1905	12	246	233	9	197	185	8½	169	153
1906	12	247	233	9	194	180	8½	168	154
1907	12	243	218	9	187	165	7	159	134
1908	12	242	227	9	180	169	7½	149	136
1909	12½	249	238	9½	200	179	8½	163	146
1910	12½	263	249	10	198	185	8½	167	156
1911	12½	271	254	10	199	182	8½	165	151
1912	12½	269	243	10	193	180	8½	162	148
1913	12½	258	237	10	191	176	8½	158	142

In der Industrie waren es in erster Linie die großen und führenden Gesellschaften, die diese Gesichtspunkte bei ihrer Gewinnverwendung berücksichtigten. (Sicherlich ist — den damaligen Verlautbarungen zufolge — hierbei auch die Rücksicht auf die Kursgestaltung ihrer Aktien maßgebend gewesen, nachdem die Börsenkrise von 1890/91 soviel Staub aufgewirbelt hatte.) Es ist natürlich, daß bei der großen Zahl der Gesellschaften nicht immer der gleiche Wille oder die gleiche Möglichkeit vorgelegen hat, und daß sich hier die Dividendensprünge

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

und hierdurch auch die großen Ausschläge in der Kursbewegung bis in die Gegenwart fortsetzten. Ein besonders krasses Beispiel von Dividendenschwankungen 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 Prozent	höchst Prozent
1899	21 Prozent	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.—

In den folgenden Jahren hielt sich die Dividende zwischen 4—6 % während sich die Kurse von 1909—1914 auf 94 bzw. 175 % stellten.

Nach der Stabilisierung sollte die Dividendenpolitik der Unternehmungen ein anderes Aussehen bekommen, wodurch sich auch die Öffentlichkeit lebhaft für diese Fragen interessierte. Während es früher darauf ankam, die Dividenden nicht allzusehr über eine angemessene Höhe steigen zu lassen, indem Teile des Gewinnes als Reserven für weniger ertragreiche Jahre zurückgehalten wurden, kam es in den Jahren 1924 und 1925 mehr auf die Frage an, ob angesichts der geringen Erträgnisse, die die Gesellschaften erzielt hatten, überhaupt eine Ausschüttung von baren Mitteln in Betracht kommen sollte. So verteilten die meisten Gesellschaften keine oder nur geringe Dividenden (bis zu 6 %), was angesichts der hohen Zinssätze im Kreditverkehr eine kaum ins Gewicht fallende Rentabilität bedeutete. Und als in den Jahren 1926 bis 1928 die Gewinne anstiegen, konnten sich die Gesellschaften doch nicht entschließen, eine beträchtliche Steigerung ihrer Dividenden eintreten zu lassen. Wesentlich hierbei ist nun, daß diese Dividendenpolitik nicht in erster Linie von dem Gedanken der Stabilität der Dividendenhöhe oder der Kursbildung der Aktien beherrscht, sondern mit der Finanzierung begründet wird: Zusammenhaltung der Mittel wegen der Schwierigkeiten der Kapitalbeschaffung bzw. zur Rückzahlung der zu hohen Kosten auf-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

genommenen Kredite. Auf die Gesichtspunkte der Finanzierung ist hier nicht weiter einzugehen[17].

Dagegen sind die sich für die Kursentwicklung ergebenden Folgerungen zu ziehen. Zunächst entsteht ein Mißverhältnis zwischen der Höhe der gezahlten Dividenden und dem allgemeinen Zinsniveau. Wenn (1929) der Zinssatz für erste Hypotheken 10% ist, Goldpfandbriefe sich mit 8 bis 9% rentieren, bedeutet eine Dividende von 10% für einen unternehmungsweisen Betrieb nicht viel. Zweitens entsteht hierdurch ein Mißverhältnis von Kurs und Rente, wenn sich die Kurse nicht auf die Parität — 10% für 100 — einstellen. (Hierüber vgl. den Anhang: Aktienkurs und Aktienrente.) Und endlich ist die Rückwirkung auf die Spekulation zu erwähnen, die darin besteht, daß letztere nunmehr ganz im Dunkeln tappt, wenn sie die wirtschaftlichen Aussichten in den Kursen eskomptieren will. Sie mag jetzt noch so genau die finanziellen Ergebnisse der Unternehmungen abschätzen: was schließlich als Dividende zur Ausschüttung gelangt, ist von den unberechenbaren Vorschlägen abhängig, die die Verwaltungen ihrer Generalversammlung vorsetzen. Hier greift eine Willkür ein, die — das ist durchaus zuzugeben — von dem Interesse an der Finanzierung der Gesellschaft beherrscht sein und deshalb durchaus im Gesamtinteresse der Gesellschaften liegen kann — für die Kursbildung ist diese Willkür jedoch ein Umstand, der von der Spekulation weder berechnet noch abgeschätzt werden kann —, es sei denn, daß man aus bester Quelle erfahren hat, was beabsichtigt ist. So ist es verständlich, daß sich die Fälle mehren, wo die Dividendenvorschläge der Verwaltungen vollkommen überraschen und mit allen „Schätzungen der Börse" in Widerspruch stehen.

Naturgemäß ist bei dieser Entwicklung der Dividendenpolitik nicht aus dem Auge zu lassen, daß sie letzten Endes auch nur — wie so vieles heute — ein Spiegelbild der Zeitumstände darstellt: die Folge einer Kapitalnot, von der die deutsche Volkswirtschaft, insbesondere auch durch die ungelöste Frage der Reparationen, heimgesucht wird.

---

[17] Vgl. mein Buch: Kapital und Betrieb, VI. Der Gewinn, S. 185ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Zweiter Teil.

Der Verlauf der Preisbildung an der Berliner Börse.

I. Der Verlauf bis zum Ausbruch des Weltkrieges.

A. Vor dem Börsengesetz von 1896.

1. Die allgemeine Börsenentwicklung.

Nach den voraufgegangenen allgemeinen Betrachtungen über die Faktoren der Preisbildung soll nunmehr an Hand der tatsächlichen Kursbewegung gezeigt werden, wie jene Faktoren in Wirklichkeit auf die Preisbildung eingewirkt haben. Dazu ist eine Darstellung der Börsenentwicklung erforderlich, weil nur sie all die zahlreichen auf die Preisbildung einwirkenden Vorgänge 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 in der Preisbildung an der Wertpapierbörse, insonderheit auf dem Markte der Aktien, 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 diesem Ablauf besonders gut erkennen läßt, die Zeit vor dem Börsengesetz, also die Jahre 1889 bis 1896, sehr geeignet ist. Zahlreiche Gründe lassen sich für diese Erkenntnis anführen. Zuerst ist hinsichtlich der Börse zu bemerken, daß sie noch keinerlei Einschränkung durch die Gesetzgebung aufzuweisen hat, daß die an ihr tätigen Personen in großer Zahl vertreten, dazu mannigfach gegliedert und trotzdem untereinander in

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ihrer Kapitalkraft nicht allzusehr verschieden sind, und daß die „Hochfinanz" noch aus einem verhältnismäßig kleinen Kreis erster Banken und Bankers besteht, der wiederum von der Spekulation nicht durch eine allzuweite Kluft getrennt ist. Ferner ist die große Zahl der Bankers, die zum Teil die berufsmäßige Spekulation darstellt, 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 Ausbreitung 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. 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 weitgehender Wettbewerb 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 sowie der Halbfabrikate großen Schwankungen unterliegen, daß die hochgetriebenen Preise viele Neugründungen erstehen lassen, dadurch Überproduktionen geschaffen werden und daraufhin die Preise plötzlich und stark sinken, und daß durch alles dieses die Erträgnisse 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 unübersichtlicher und doch — auf Grund der früheren Erfahrungen — nach größerer Ordnung der Produktions- und Absatzverhältnisse ökonomischer eingerichtet sind. Diese Überlegungen rechtfertigen es, die allgemeine Börsenentwicklung der Jahre 1888 bis 1896[1] etwas ausführlicher darzustellen, zumal damit eine Grundlage für die späteren Entwicklungen geschaffen wird.

a) Der Börsenaufschwung von 1888/89. Die Börse steht zu Anfang des Jahres 1888 unter dem Druck politischer Unruhen. Demzufolge bestehen in Diskonto-Anteilen und Russen-Anleihen starke

[1] Der nachfolgenden Darstellung liegen die fortlaufenden Börsenberichte des „Deutschen Ökonomisten", der „Vossischen Zeitung" und teilweise auch die der „Nationalzeitung" und der „Frankfurter Zeitung" der damaligen Zeit zugrunde.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Baisseengagements, während auf den anderen Gebieten mit Rücksicht auf die sich günstig entwickelnde Wirtschaftslage Hausseengagements vorherrschen. 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 Haussestimmung wird gefördert durch die Anfang Juni sich verstärkende Flüssigkeit des Geldmarktes und durch Berichte über den sich bessernden Gesundheitszustand des Kaisers. Mit den wachsenden Hausseengagements 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. Die Berichte weisen auf große Käufe von kapitalkräftigen und gut unterrichteten Spekulanten hin, die von diesen offensichtlich an der Börse getätigt 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 das Publikum weiter angelockt.

Der Anfang des Monats August steht unter dem Zeichen des Schlagwortes: Beginn einer Hausseperiode! Starke Käufe steigern die Kurse; aber schon Mitte August tritt eine rückläufige Bewegung ein, weil die großen Hausseengagements, die sich mittlerweile in den Händen der Spekulation angehäuft haben, nicht abgestoßen werden können. Nach Beendigung der Liquidation, in der die Papiere bis zum nächsten Monat weiter geschoben worden sind, stellen sich jedoch auf Grund günstig lautender Nachrichten aus der Industrie umfangreiche

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Käufe des Publikums ein, die eine erhebliche Erhöhung der Kurse zur Folge haben. Man fängt an, von einer Überspekulation zu sprechen; tatsächlich erreichen die Reportsätze die ungeheure Höhe von 13%; einzelne Bankers sollen Engagements von 10 bis 12 Millionen Mark laufen haben. Im Hinblick auf diese Sachlage erläßt die Deutsche Bank ein Rundschreiben, in dem sie hervorhebt, daß sie von nun Aufträge zum Ankauf nur noch gegen Erstattung des vollen Kurswertes ausführen werde. 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 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. Unter diesen Umständen hat sich auf dem Industrieaktienmarkt eine starke Kontremine entwickelt, was in der nächsten Liquidation bestätigt wird. Die Lage ist nunmehr die, daß das Publikum nach oben und die Börse nach unten engagiert ist. Die Kurse verändern sich wenig, 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.

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. Selbst die infolge der Arbeitseinstellungen im Ruhrkohlenbezirk vorgenommenen Blankoabgaben werden vom Publikum ohne Mühe aufgenommen, so daß sich die Baissiers schließlich mit Verlust decken müssen. Das Um-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

sichgreifen 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 neue Käufe stellen sich nach Beendigung des Streikes ein.

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 Erträgnisse 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 die berufsmäßige Spekulation neuen Mut, zu kaufen. Den letzten Anstoß zu der nun folgenden wilden Hausseperiode 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 Mehrerträgnisse die Käufe in Bergwerks- und Hüttenaktien steigenden Umfang an. Die Folge davon sind große 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.

Doch regen die Börsenberichte „fest auf Käufe von rheinischen Großindustriellen" immer wieder zum Kauf an. Gegenüber dieser Kaufkraft ist die Börse machtlos, obwohl sie auf Grund ihrer Erfahrungen betont, daß die Kurssteigerungen endlich einmal aufhören

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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% 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 sich die Industrie in einer glänzenden Verfassung befindet, und daß 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. Sie hält es zunächst für richtig, sich den Käufen des Publikums anzuschließen. Infolge dieses neuen Eingreifens entsteht Mitte November eine Hausse in Kohlenaktien, die — wie es heißt — „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 Mark Kaufaufträge zum ersten Kurse vorliegen. Am nächsten Tage sind Gelsenkirchener nochmals 6% höher.

Die Rückwirkungen aus solchen Ausschreitungen konnten nicht ausbleiben. Die großen Engagements lasten schwer über der Börse, weil allmählich die Kapitalkraft und der Kredit der Spekulation zu Ende geht. Am 3. Dezember kommt 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%.

Die Bewegung war jedoch keine nachhaltige. Beruhigende Nachrichten, die auf glänzende Lage der Industrie hinwiesen, ermutigen zu neuen Käufen. Eine allgemeine Aufwärtsbewegung der Kurse setzt ein, die bis zum Jahresschluß anhält. Die Prolongation verlief verhältnismäßig glatt, weil die Banken ein Interesse daran hatten, „an ihrem Bilanztage Zwischenfälle zu vermeiden". Erste Firmen mußten zwar bis 9% Zinsen bezahlen, andere fanden für Industriepapiere keine Geldgeber. Trotzdem hielten sich die Kurse, weil die Spekulation zu

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

dem Verfahren griff, die Papiere per Kasse Dezember zu verkaufen und sie per Ultimo Januar wieder zurückzukaufen.

b) Die Krise und die Depression von 1890 bis 1894. Mit dem Eintritt in das Jahr **1890** erhebt sich an der Börse 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 Hausseengagements[2] 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 ersten Sorgen der Prolongation 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 erbitterter Kampf zwischen den beiden Parteien abspielt, der in großen 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 ersten Ultimopapiere um 10 bis 15% von Tag zu Tag schwanken. 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 werfen und von anderer Seite die Kurse nicht gestürzt werden können.

Zu Anfang und Ende des Monats Februar wiederholen sich die starken Kursschwankungen, weil von neuem Haussepositionen zur Lösung kommen. Außerhalb der Börse wird der Kurssturz auf Börsenmache zurückgeführt und als im Widerspruch mit der wirklichen Lage der Industrie stehend erklärt. Das hindert nicht, daß die Baissepartei Anfang März nochmals mit Blankoverkäufen vorgeht, nachdem eine weitere Erhöhung der Kohlen- und Eisenpreise ausgeblieben ist

[2] Der „Deutsche Ökonomist" berichtet, daß ein einziger Kölner Großspekulant nicht weniger als 50 Millionen Mark in der „Hausse" hatte.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

und sich herausstellt, daß die hohen Preise nur mühsam von den Industrien gehalten werden können. 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 wieder 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 Zeitlang aufhören mußte. Denn die rückgängige Konjunktur schließt die 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. Diese Zurückhaltung zieht 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.

Anfang August machen sich auf dem Gebiet der Montanpapiere starke Deckungskäufe, vermutlich von langsichtigen Baisseengagements, bemerkbar, die auf Zusammenschlußbestrebungen in der Industrie zurückgeführt werden. Hierdurch befestigen sich die Kurse, und es scheint, daß Haussekäufe getätigt werden. Als Grund wird 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.

Die Wirkung der nunmehr zum Durchbruch kommenden Stockung des Wirtschaftslebens drückt sich 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 Kurs-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

rückgang, 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 schreiten die Baissiers zu Deckungen, die die Nachfrage verstärken und die Kurse steigern. Doch sind die Kurssteigerungen nicht von langer Dauer, da die Käufer fehlen, die die „Bewegung weitertragen". Gegenüber dieser nie ruhenden Bewegung im Termingeschäft ist das Kassageschäft vollkommen still, weil jegliche Beteiligung des Publikums fehlt. Die Kurse sind daher meist nominell, d. h. es kommen kaum Geschäfte zustande, und bei dem geringsten Angebot bröckeln die Kurse ab.

Mit zunehmenden Baisseengagements beginnt die Beschaffung der in blanko verkauften Stücke schwierig zu werden. Da sich die Stücke zum größten Teil in festen Händen befinden, 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 Hausseengagements 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 Blankoverkäufe und Realisationen in Bankaktien erneut Anlaß zu erheblichen Kursstürzen. Bei Schluß der Börse wird unter panikartiger Bewegung bekannt, daß sich der Inhaber der Getreidefirma Gebr. Sommerfeld erschossen hat.

Die ersten Monate des Jahres 1892 zeichnen sich dadurch aus, daß das Publikum und die leistungsfähige Spekulation sich vom Börsenverkehr zurückhalten. Fortgesetzte Versuche, die Kurse nach der einen oder anderen Richtung hin zu verändern, bilden die 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 Baissepartei 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

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Bewegung von einer bekannten Persönlichkeit ausgegangen ist. Als Motiv galt allgemein, daß endlich das Publikum eingreifen werde, 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 durchaus. Dazu kam, daß die Flüssigkeit des Geld- und Kapitalmarktes zur Anlage von Kapitalien drängte und zu Käufen in Aktien führte. Schließlich wirkten auch die Engagementsverhältnisse in dieser Richtung; denn sobald das Kapital zusammensteht, fehlen am Monatsende die Stücke zur Ausgleichung der Baisseengagements. Unabhängig von wirtschaftlichen Erwägungen muß die Baissepartei zu Deckungen schreiten, und sie bildet auf diese Weise die Leiter zu weiteren Kurssteigerungen.

Für die eingeleitete Haussebewegung 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 schließlich Erfolg. Wenn auch zögernd, entkräftigt durch die großen Verluste in den Vorjahren, greift das Publikum ein und trägt die Haussebewegung weiter. Nach kurzer Zeit, am 26. Juni, tritt jedoch ein plötzlicher Kursfall ein, hervorgerufen durch das Vorgehen der Spekulation, die bei der Ultimoabwicklung an den steigenden Reportsätzen und dem Stückeüberfluß eine nicht unbeträchtliche Belastung des Publikums mit Hausseengagements bemerken will. Die Börsenberichte knüpfen hieran die Bemerkung, einstweilen habe das Publikum, das sich zur Beteiligung am Börsengeschäft verlocken ließ, wieder einmal eine derbe Lektion erhalten.

Infolge der Zurückhaltung des Publikums liegt auch im Jahre **1893** die Börsentätigkeit brach. Die Spekulation macht zwar wiederholt Versuche, eine Bewegung nach oben oder unten hervorzurufen, doch ohne nachhaltige Wirkung, da jegliche Anregung von seiten der wirtschaftlichen Lage fehlt.

So beginnt das Jahr **1894** mit dem tiefsten Stand der Kurse. Die Kassapapiere sind geradezu unverkäuflich geworden, weil es hier an Käufern fehlt. Die Versuche, auf Grund der stark gesunkenen Kurse eine Aufwärtsbewegung herbeizuführen, wiederholen sich. Doch arbeitet zunächst nur die Phantasie der Spekulation, die die Zukunft rosig malt; greifbare Anzeichen einer Besserung der Wirtschaftslage sind nicht vorhanden. Deshalb kommt auch keine einheitliche Stim-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

mung zum Durchbruch; fortwährendes Hin und Her der Kurse ist das Kennzeichen der Börsentätigkeit bis zur Mitte des Jahres.

Im Monat September macht sich eine Umwandlung an der Börse bemerkbar. Die durch die große Kapitalfülle stark gesunkenen Zinssätze führen dem Wertpapiergeschäft Käufer zu, so daß eine kräftige Aufwärtsbewegung der Kurse einsetzt. Das Geschäft wird so lebhaft, daß teilweise kleine Rückschläge erfolgen. Doch bleiben die Kauflust und die Kapitalkraft des Publikums so groß, daß schließlich die Kurse trotz Blankoabgaben der Spekulation weiter steigen. Die dadurch zur Deckung gezwungenen Baissiers verstärken die Bewegung nach oben, „ihre scharfsinnigen Berechnungen brechen sich an der brutalen Macht des Kapitals". Allmählich taucht das Schlagwort von der Konjunktur der Kohlen- und Eisenindustrie auf, obwohl es schwer fällt, zahlenmäßige oder handgreifliche Beweise zu erbringen. In erster Linie sind es die Bankaktien, die von der Bewegung erfaßt werden, während die Industriepapiere nur zum Teil mit höheren Kursen das Jahr verlassen, als sie zu Anfang des Jahres waren.

c) Der Aufschwung und die Börsenkrisis im Jahre 1895. Das Jahr **1895** ist ein Aufschwungsjahr. Die Spekulation hat in richtiger Vorausahnung einer kommenden Besserung der wirtschaftlichen Lage erhebliche Hausseengagements in Montan- und Bankaktien übernommen. Auch das Publikum hat sich beteiligt. Die Börse ist allgemein nach oben engagiert. So kommt es, daß der Zusammenbruch der Haussespekulation an der Wiener Börse große Verwirrungen in Berlin anrichtet, weil „alles an einem Strang zog". Die Deckungskäufe der Baissespekulation fehlten, so mußten die Verkäufe große Kursrückgänge nach sich ziehen.

Die Erholung von diesem Schlage läßt nicht lange auf sich warten; Ende Juni sind, so heißt es, die Industriepapiere zu stark gestiegenen 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. Von allen Seiten wird in derselben Richtung spekuliert; das Publikum hat sich „vollgekauft", so daß vor der Hand eine zweite Käuferschicht fehlt, die die Papiere zu erhöhten Kursen abnimmt.

Das Vorhandensein einseitiger Hausseengagements und der nicht „wolkenfreie politische Horizont" veranlassen 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. Die Übertragung

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

der Engagements scheint der Spekulation gelungen zu sein. Anfang August werden die politischen Ereignisse in den Vordergrund geschoben und als Grund für neue Blankoabgaben angegeben. Es zeigt sich jedoch, daß die Umwandlung des Kursniveaus nicht mehr so einfach möglich ist, nachdem die Konzentration des Kapitals mächtige Kräfte an der Börse großgezogen 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. In Anbetracht der sich überall bemerkbar machenden Besserung im Wirtschaftsleben kommt eine Hausse zum Durchbruch, die bis Oktober anhält. 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 „verdoppelt" bei jeder Kurssteigerung seine Käufe, so daß die „Flut" immer „höher schwoll".

Die Börse glaubt in dieser Entwicklung bereits eine starke Übertreibung zu sehen und hat ihre Engagements mit den Käufen des Publikums glattgestellt. Äußerlich tritt hierdurch ein Stillstand der Kurse ein. Am 13. Oktober greift die Baissepartei ein, indem sie die Gewinnrealisationen durch Blankoverkäufe verstärkt. Ein beträchtlicher 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 Hausseengagements noch derartig umfangreich — und zwar an allen Börsen der Welt —, daß Ende Oktober der Reportzinsfuß in Berlin auf nicht weniger als 9% emporschnellt. Am 3. November bricht in Wien eine einseitige Haussespekulation zusammen, wodurch in Berlin große Engagements in Bankaktien zur Lösung kommen. Es wird berichtet, daß nunmehr die Baissepartei auch auf dem Industrieaktienmarkt mit Blankoabgaben vorgeht, so daß am 9. November ein vollständiger Zusammenbruch der Kurse erfolgt. Die Panik wird dadurch vergrößert, daß eine Kontremine — Deckungskäufe der Baissiers — fehlt und die Banken anfänglich keine Lust zum Intervenieren zeigen. Seit Februar 1890 sind solche Kursherabsetzungen nicht zu verzeichnen gewesen. Auf dem Kassamarkt sind die Kursveränderungen weit geringer, „weil das Publikum nicht ans Verkaufen denkt" (Frankf. Ztg.).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 fehle, 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 Haussezeit 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 über das abgelaufene Börsenjahr 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 — stark verkürzte — Wiedergabe des Inhaltes der Zeitungsberichte über den Börsenverlauf der Jahre 1888 bis 1896 bestätigt das im ersten Teil dargelegte Zusammenwirken der an der Preisbildung beteiligten Faktoren in allen Punkten. Insbesondere tritt das geschäftsverwandte Verhalten der berufsmäßigen Spekulation einem meist unerfahrenen Publikum gegenüber mit großer Deutlichkeit zutage. Die weitgehende Ausnutzung der durch die — mit allen möglichen Mitteln herbeigeführte — Beteiligung eines zahlreichen Publikums bedingten Unregelmäßigkeiten in der Preisbildung kennzeichnet die privatwirtschaftliche Tätigkeit der Berufsspekulation. Es ist deshalb wohl zu verstehen, wenn eine solche Tätigkeit zum Ausgangspunkt heftiger Angriffe gegen die Börse überhaupt wurde, nachdem der ausgiebige Kursrückgang zu Anfang des Jahres 1890 und die darauf folgende Stockung dem Publikum sehr erhebliche Verluste am Vermögen gebracht hatte. Der vorurteilsfreie Beobachter kann diesen Klagen eine gewisse Berechtigung nicht absprechen; denn das dem Einzelspekulanten an sich zustehende Recht, seinen privatwirtschaftlichen Vorteil beim Handeln nach Kräften wahrzunehmen, findet schließlich eine Grenze, die sich vor der Unwissenheit und Uner-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

fahrenheit eines gutgläubigen Publikums auftut. Ebenso gewiß ist es, daß das spekulierende Publikum den Tadel verdient, den ihm gern die Börsenkreise zulegen, nämlich den, daß es im Spekulieren nicht Maß zu halten wußte, und ferner, daß sich die Eingeweihten auf Kosten der Außenseiter 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.

2. Die Kursentwicklung einzelner Aktien.

Man mag über die oben gekennzeichnete privatwirtschaftliche Tätigkeit der Spekulation (im weitesten Sinne) denken wie man will. Für die Beurteilung sind daneben die allgemeinen wirtschaftlichen Wirkungen nicht außer acht zu lassen, die sich aus der großen Zahl der nach privatwirtschaftlichen Gesichtspunkten eingerichteten Einzelhandlungen der an der Spekulation beteiligten Personen ergeben. Vom volkswirtschaftlichen Standpunkt ist die Frage zu prüfen, ob die auf Grund der oben dargelegten Motive zustande gekommene Preisbildung „richtig" gewesen ist. Von einer „richtigen" Preisbildung 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 der Börse zu verlassen und sich bestimmten Wertpapieren zuzuwenden, um die Kursbewegungen im einzelnen zu verfolgen.

Auf den nachfolgenden Tabellen sind die Kursbewegungen der Aktien von vier der nachbezeichneten sechs Gesellschaften der Eisen- und Kohlenindustrie eingezeichnet worden (s. Übersicht S. 178).

Bezüglich dieser Papiere ist kurz zu bemerken, daß Bochumer Gußstahl, Laurahütte, Oberschlesische Eisenindustrie, sowie Rheinische Stahlwerke als Eisenpapiere, und Gelsenkirchener sowie Eschweiler als Kohlenpapiere gelten, und daß Bochumer Gußstahl und Gelsenkirchener per Termin und per Kasse, und Oberschlesische Eisenindustrie und Eschweiler nur per Kasse gehandelt werden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die Auswahl der Papiere ist nach dem Gesichtspunkt erfolgt, daß sie zu den ersten des Kassa- wie Terminmarktes zählen, nach Möglichkeit denselben Konjunkturen unterworfen sind und diese Eigen-

Name der Gesellschaft	Sitz	Gründungsjahr	Gegenstand des Unternehmens	Höhe des Aktienkapitals in Mill. Mk.
1. Bochumer Verein für Bergbau und Gußstahlfabrikation Börsenname: Bochumer Gußstahl	Bochum	1854	Gußstahlfabrikation, später auch Kohlen	1889: 15,— 1891: 21,— 1902: 25,2 1907: 25,2 1910: 30,— 1912: 36,—
2. Vereinigte Königs- und Laurahütte Börsenname: Laurahütte	Berlin-Königshütte	1871	Desgl.	1889: 27,— 1907: 27,— 1908: 36,–
3. Oberschlesische Eisen-Industrie, Akt.-Ges. für Bergbau und Hüttenbetrieb Börsenname: Caro-Hegenscheidt	Gleiwitz	1888	Eisenhütte, später auch Kohlen	1889: 17,3 1898: 21,— 1902: 25,2 1907: 28,—
4. Rheinische Stahlwerke Börsenname: Rheinstahl	D. Meiderich	1870	Gußstahlfabrikation, später auch Kohlen	1889: 6,5 1890: 9,7 1902: 27,— 1908: 35,— 1910: 40,— 1912: 46,—
5. Gelsenkirchener Bergwerks-Akt.-Ges. Börsenname: Gelsenkirchener	Gelsenkirchen	1873	Kohlen, später auch Stahl und Eisen	1889: 30,— 1892: 45,— 1895: 40,— 1898: 44,— 1900: 54,— 1902: 60,— 1905: 119,— 1907: 130,— 1909: 156,— 1911: 180,—
6. Eschweiler Bergwerksverein	Eschweiler Pumpe	1834	Kohlen	1889: 12,— 1898: 15,— 1907: 32,— 1910: 38,—

schaften 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 Dividenden äußert, eine Übereinstimmung

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

kaum bestehen, da hierbei eine große Zahl individueller Umstände, wie Produktionstechnik, Absatzverhältnisse, finanzielle Ausgestaltung 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 jedoch kein großes Gewicht zu legen, da für eine nachträgliche Vergleichung von Kurs und Wert andere Anhaltspunkte vorhanden sind.

Im ersten Teil[3] 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 Grundfehler 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 grundsätzlichen Auffassung kaum Widerspruch, so müssen naturgemäß die Meinungen darüber auseinander gehen, welcher Zinssatz der Kapitalisierung jeweilig zugrunde 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, während längerer Zeiträume nicht unerheblich schwankt und sich daher die Verzinsungsansprüche von Zeit zu Zeit ändern. Für eine genaue Wiedergabe des jeweiligen inneren Wertes der Aktien bestehen also unendlich viele Schwierigkeiten.

Wenn in den graphischen Tabellen, um einen Vergleich 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 Börsenpraxis angepaßter Kapitalisierungszins-

[3] Vgl. S. 136.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

satz gewählt worden ist[4], 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, nicht so groß, wie er im ersten Augenblick zu sein scheint. Denn dadurch, daß die mit der Veränderlichkeit des landesüblichen Zinssatzes und der Verzinsungsansprüche gegebenen Schwankungen bei allen Papieren in gleicher Weise als Fehlerquelle erscheinen, wird die Vergleichbarkeit dieser Papiere untereinander nicht beeinträchtigt. Ebenso 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:

Betrachtet man zunächst die Tabellen I und II, auf denen die monatlichen Höchst- und Niedrigstkurse[5] und der innere Wert der in Frage kommenden Papiere eingezeichnet sind, so ergibt sich folgendes:

Das Terminpapier Bochumer Gußstahl zeigt in der Aufschwungsperiode 1889 eine Abweichung des Kurses von der Linie des inneren Wertes, die mit 80% recht beträchtlich genannt werden muß und

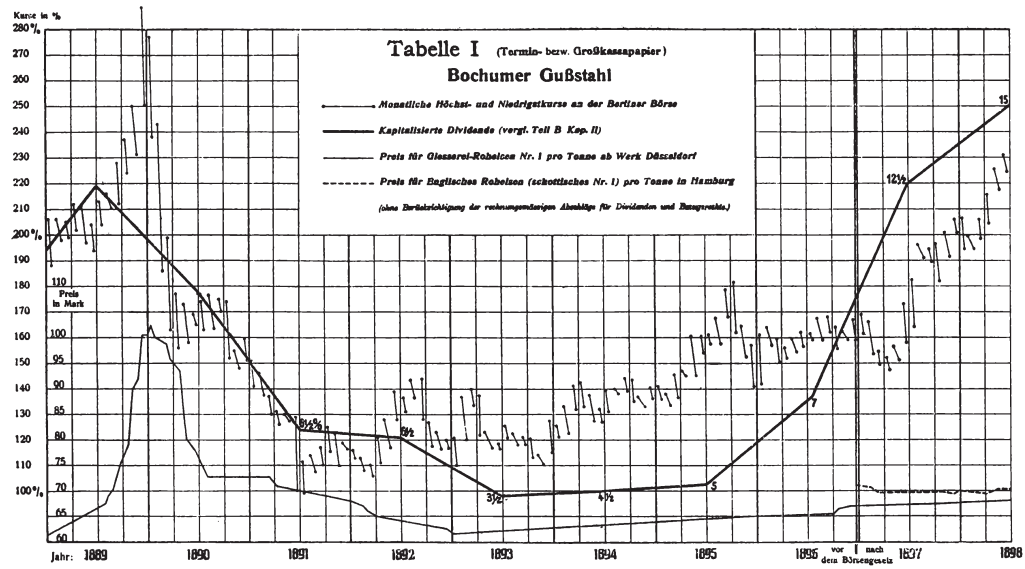
[4] Nach folgendem Schema:

Bei einer Dividende von Prozent	und einer Verzinsung von Prozent	ist der kursmäßige „innere" Wert in Prozent
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

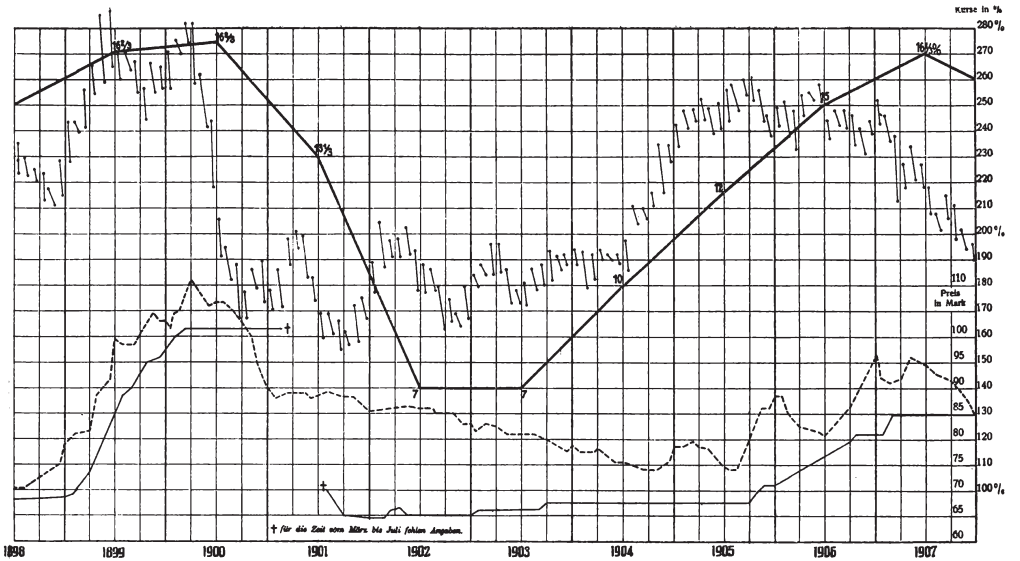
[5] Die Kurse sind den Kurstabellen der Berliner Fondsbörse, herausgegeben von Alfred Neumann, Berlin, entnommen.

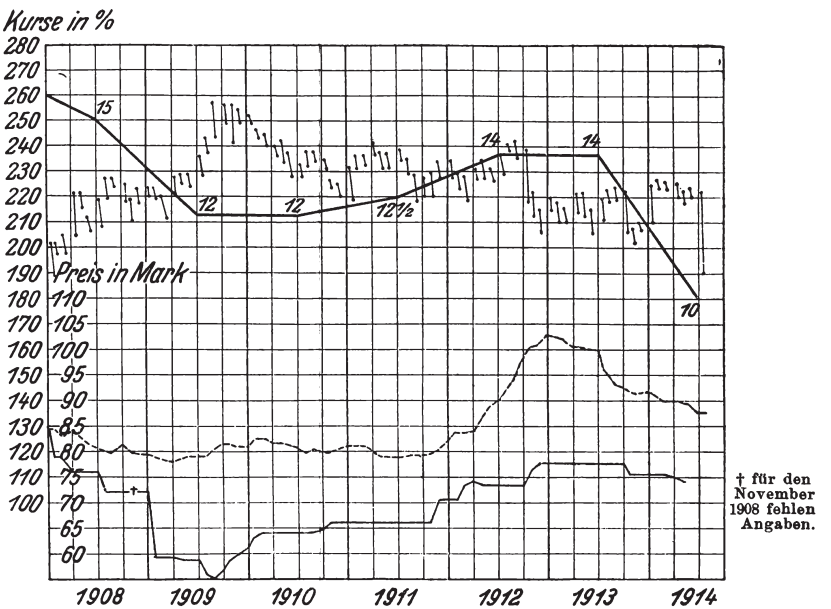
DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Prion: Zu S. 180/185 und 193/200.



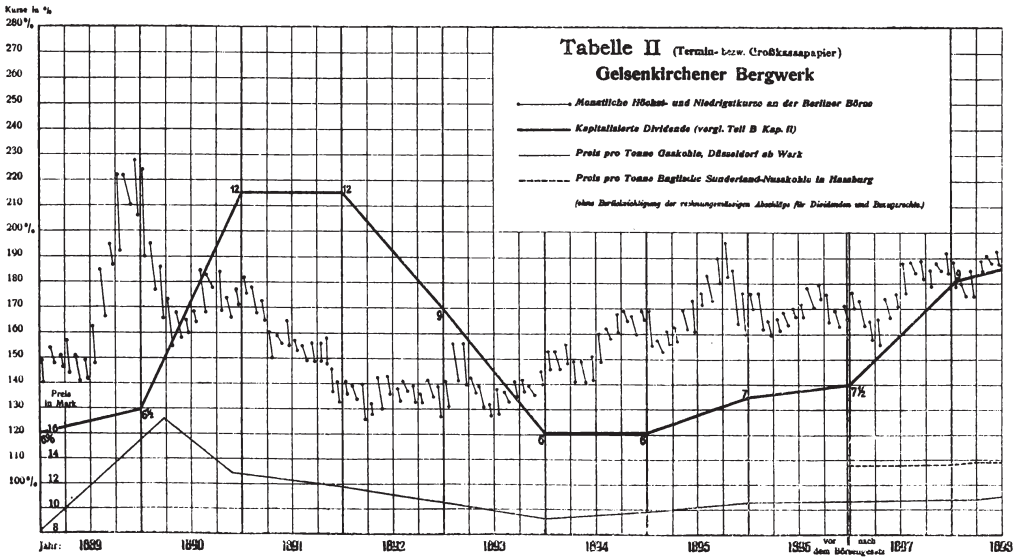
DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH



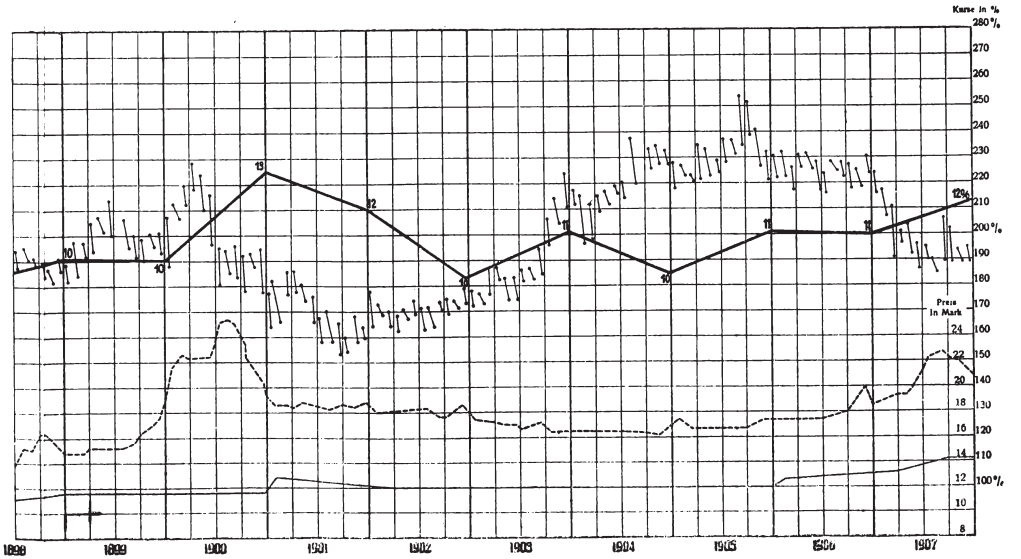


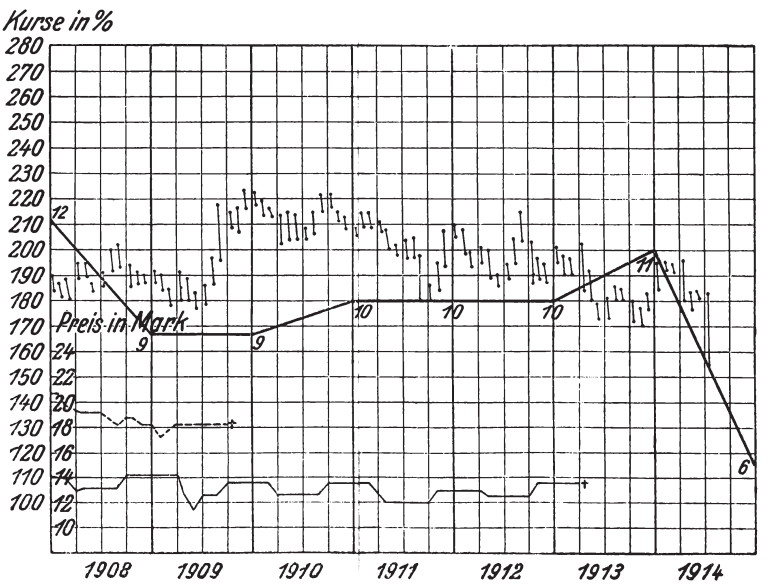
† für den November 1908 fehlen Angaben.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH



DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

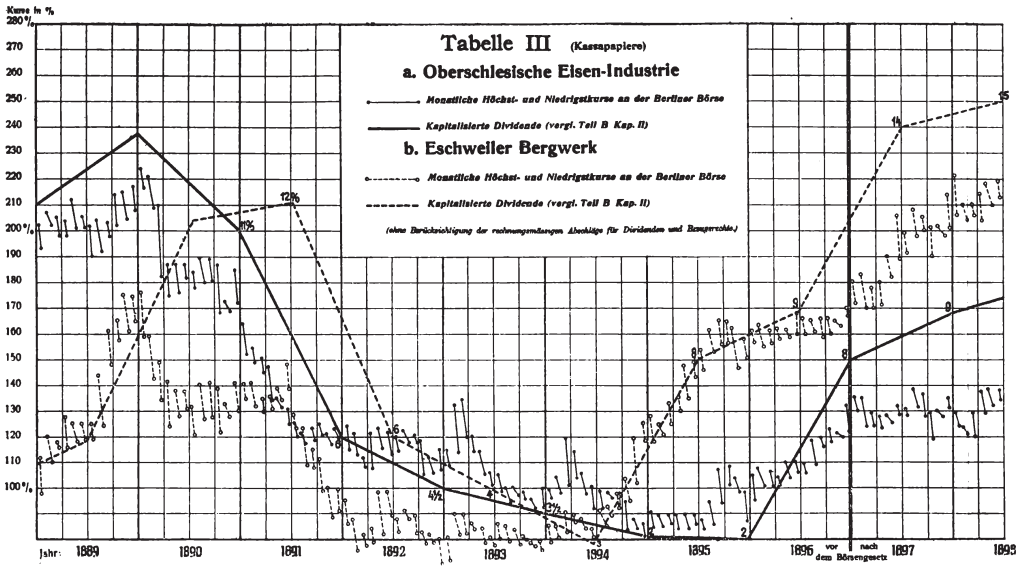




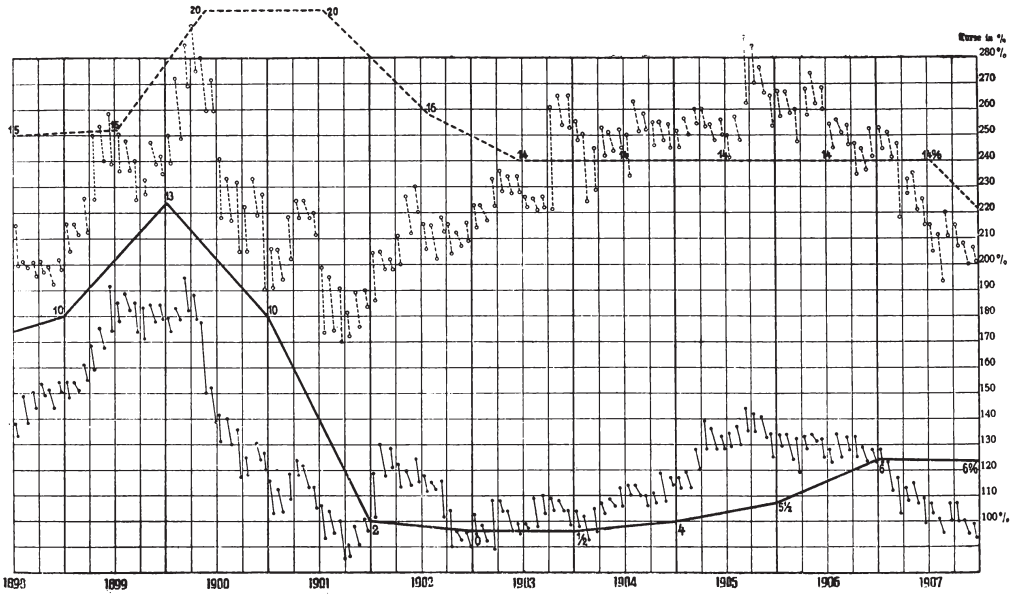
† weitere Angaben fehlen.

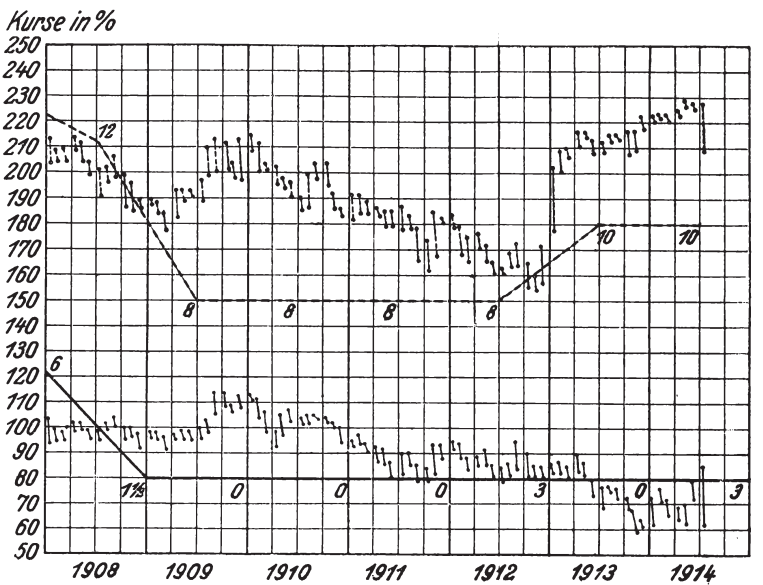
DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Prion: Zu S. 180/185 und 193/200.



DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH





DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 dadurch zu erklären sein, daß die Verwaltung die ursprünglich vielleicht höher gedachte Dividende im Hinblick auf die kommenden Ereignisse, Abflauen der Konjunktur, Führung eines Prozesses, in letzter Stunde noch ermäßigt hat. Bei dem zu Anfang des Jahres 1890 eintretenden Rückschlag ist der Kurssturz dementsprechend: in der Zeit vom 1. Januar bis 1. März büßt das Papier nicht weniger als 115% ein. Allerdings ist hierbei schon der Kurs vorübergehend unter seinen inneren 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 zu sprunghaft erfolgt, so daß die Krisis 1895 ebenfalls einen starken Rückschlag bringt und eine Erhöhung erst später einsetzt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 des 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[6].

Die Kursbewegung des ersten Kassapapieres, der Aktien der Rheinischen Stahlwerke[6], 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[6].

Noch genauer paßt sich der Kurs des zweiten Kassapapieres, der Aktien der Oberschlesischen Eisenindustrie, in seiner Bewegung der des Wertes der Aktien an. Insbesondere fehlen hier 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 Kassapapieres, 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 ist also folgendes festzustellen:

Eine vollkommene Übereinstimmung des Kurses mit dem jeweiligen Wert der Aktien ist naturgemäß nicht zu verlangen, 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 kleine Schwankungen

[6] Die Tabellen sind — der Druckkosten wegen — nicht veröffentlicht worden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 in die Augen. Nicht nur, daß die Abweichungen vom inneren Wert zeitweilig oder immer groß sind, sondern auch in den Abweichungen selbst läßt sich keine Ordnung sehen; es herrscht anscheinend größte Regellosigkeit. Nur die Aktien der Laurahütte zeigen eine verhältnismäßig richtige Kursbewegung, obwohl 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 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 besser, d. h. beide Kurven decken sich ständig. (Übrigens ein unmittelbarer 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) Linie des inneren Wertes zurückbleiben, beweist, daß die Kassapapiere mit einer höheren Verzinsung oder, da die Terminpapiere diese Linie mehr streifen, daß diese mit einer geringeren Verzinsung gehandelt werden, also einen höheren Wert haben. Dieser wurde oben 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 vollkommener 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 besser gewesen als die der Terminpapiere.

Ferner gewährt die graphische Darstellung einen lehrreichen 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

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Nachfrage nach Eisen bemerkbar machte und sich die Haltung des Eisenmarktes zusehends befestigte. Im Zusammenhang hiermit trat eine beträchtliche Kursheraufsetzung 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 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 und II) zeigt 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, 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 ursprüngliche Höhe erreichen. Der Stillstand der Eisenpreise auf 75 Mark — nach 105 Mark (Ende 1889) — ließ die Börse zur Überlegung kommen, daß der Kursrückgang übereilt, nicht in den Verhältnissen der Gesellschaften begründet gewesen war, weshalb sie auf Grund für kurze Zeit unverändert bleibender Eisenpreise die Kurse bis Ende 1890 wieder steigerte.

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 weitere Erscheinung zutage, daß sich die Börse schon 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 Indu-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

strie herausbildet. Letztere ist vor der Hand noch gut beschäftigt, die Gesellschaften zahlen hohe Dividenden und beurteilen, beeinflußt hierdurch, die Aussichten als günstig, während die Kurse schon gefallen sind und weitere Neigung zum Fallen zeigen. An der Börse sieht man aber weiter: nicht mehr die laufende Dividende, sondern die nächstfolgenden gelten bereits 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.

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 Niedrigstkurse nicht aus. Auf der Tabelle IV sind daher die täglichen (Kassa-) Kurse[7] der Aktien der vier Gesellschaften graphisch eingezeichnet worden. Daneben ist der innere Wert der Aktien verwandt worden, so daß die Vorgänge auf den 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[8].

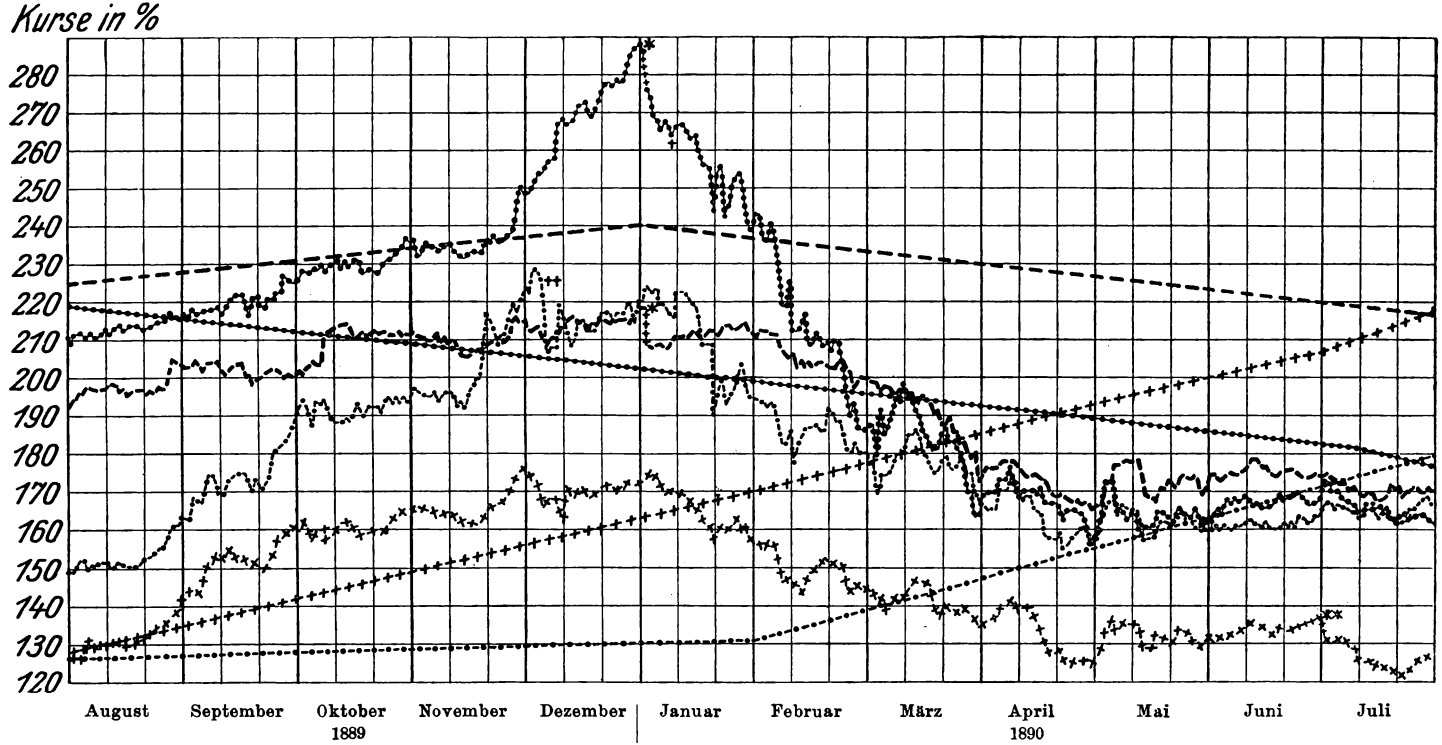
Sie zeigt zunächst, daß sich während der Aufschwungszeit die Kurse der Terminpapiere weit über den inneren Wert der Aktien erheben und die Kurse der Kassapapiere hinter ihrem Wert zurückbleiben. Bei der Aufwärtsbewegung der Kurse ist ein Unterschied bei den einzelnen Papieren bis Mitte November nicht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

[7] Nach dem Hertelschen Kurszettel für die Berliner Börse.

[8] Die Tabelle ist der erheblichen Druckkosten wegen nur in Bruchstücken veröffentlicht worden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle IV. Vor dem Börsengesetz (1889—1890).



a) Terminpapiere: Bochumer Gußstahl ◆◆◆◆◆◆◆◆◆◆◆◆ Gelsenkirchener Bergw. ····· b) Kassapapiere: Oberschles. Eisen-Ind. — — — — Eschweiler Bergwerk ++++ Kurse und kapitalisierte Dividende in der gleichen Kennzeichnung. Die kapitalisierte Dividende wird durch die langen, geraden Linien dargestellt. Couponabschlag bei: Bochumer Gußstahl (✳) = 8%, Gelsenkirchener Bergwerk (Anfang April 1890) = 2½%, Oberschles. Eisen-Industrie (✳) = 10%, Eschweiler Bergwerk (✳✳) = 7%. Abschlag wegen Abtrennung des Bezugsrechtes: † läßt sich nicht mehr ermitteln, †† = 10%.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

dem 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.

Nichts anderes zeigt die folgende 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 Kursänderung der Aktie über kurz oder lang zu erwarten steht. Die Verkäufer der Aktien sind entweder solche, die mit fremden 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 dagegen schwerfällig in seinen Verkaufsentschließungen, zumal wenn er nur Börsengerüchte hört. Im Kassageschäft kommt es deshalb darauf an, ob bei allgemeiner Unruhe die Aktien der Gesellschaft in festen Händen sind oder nicht. Im ersteren Falle haben die Aktionäre die Kursbewegung — sozusagen — selbst in der Hand. Auf der anderen Seite kommen in Zeiten rückgängiger Börsenbewegung als Käufer nur interessierte Bankers oder Großaktionäre, die ihren Besitz durch Zukauf verbilligen wollen, in Frage. Aus dieser Lage der Dinge ergibt sich die Tatsache, daß die Kurse der Kassapapiere bei großer Verkaufslust beträchtlich fallen, ja unverkäuflich werden können, wenn die vorbenannten Käufergruppen nicht eingreifen. Hieraus wird die Schlußfolgerung gezogen, daß die Kassapapiere allgemein größere Kursschwankungen aufweisen. In Wirklichkeit müssen die Schwankungen in dem Maße abnehmen, wie erstens die kursregelnde Tätigkeit der Bankers zunimmt, oder zweitens die Aktien in festen Händen sind. Zu diesen Umständen kann jedoch noch eine dritte Möglichkeit treten, nämlich die, daß der Markt des Papieres trotz seines Charakters als Kassamarkt verhältnismäßig groß ist, und demzufolge hinreichend Käufer und Verkäufer auch mit Spekulationsabsichten vorhanden sind.

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 verhältnismäßig bedeutenden Markt. Verfolgt man die Kursbewegung dieser Papiere während der Zeit, in der die Börse den heftigsten Erschütterungen (Januar bis März 1890) ausgesetzt war,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 als in den anderen Tagen des allgemeinen Rückganges. Ebenso ist das Tempo des Kursrückganges nicht wesentlich anders als vorher zur Zeit des Aufschwunges. Jedenfalls ist die Anpassung des Kurses an den sich ändernden Wert in verhältnismäßig vollkommener 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 vorher bei Gelsenkirchener Kursstürze von einem Tage zum anderen in einem Umfang von 10% und mehr stattgefunden haben, tritt bei der Panik am 20. Januar 1890 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 allgemeinen 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 vielmehr die leisesten Anzeichen einer solchen, um mit erneuten Blankoabgaben aus der nach unten gehenden Bewegung Nutzen zu ziehen. 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 Hausseengagements wird nicht etwa von der Spekulation durch Käufe oder Deckungskäufe aufgehalten, sondern die Panik wird durch Blankoabgaben vergrößert, die die Kurse weiter nach unten bringen. 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 Krisis im ersten Viertel des Jahres 1890 folgenden

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Zeit der Stockung zeigen die Kurse äußerlich ein Bild ruhiger Entwicklung. Zu beachten bleibt jedoch, daß die Kurse der Kassapapiere häufig nur nominell sind und Geschäfte kaum abgeschlossen werden. Dagegen hört in den Terminpapieren das Geschäft niemals ganz auf; fortwährende Schwankungen von Tag zu Tag, jetzt naturgemäß höchst geringfügige, kennzeichnen das Hin und Her der Spekulation. Die Haltung der 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 tritt dies deutlich in die Erscheinung.

Es verdient schließlich noch hervorgehoben zu werden, daß selbst in dieser geschäftslosen Zeit die dem Kassageschäft nachgesagten großen Kurssprünge nicht festzustellen sind. Die Kursbewegung unterscheidet sich nicht von der der Terminpapiere. Es mag vielleicht der eine oder andere Verkäufer seine Aktien im Kassahandel nicht rechtzeitig losgeworden sein, weil er einen Kurssturz befürchtete und deshalb versucht hat, nach und nach Teilbeträge zu verkaufen; aber äußerlich, in der Kursentwicklung, wird diese Behauptung „von den großen Kursschwankungen im Kassageschäft", die in der Börsenenquete eine große Rolle gespielt hat, nicht bestätigt.

B. Nach dem Börsengesetz von 1896.

1. Das Börsengesetz von 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, vorwiegend 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 die Zahlungseinstellungen einzelner, Börsengeschäfte vermittelnder Privatbankers und endlich der Staatsbankerott einiger Überseeländer, deren Anleihen im deutschen Publikum Unterkunft gefunden hatten, lenkten die Öffentlichkeit dermaßen auf die Börsenzustände, daß es 1891 zu einer Aussprache im Reichstag kam. In der daraufhin durchgeführten Börsenenquete der Jahre 1892—1893 gelangte die Komission zu der Erkenntnis, daß es unbedingt geboten sei, das in Börsendingen uner-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

fahrene 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, den zutage getretenen Mißständen abzuhelfen. In dem dem Reichstag vorgelegten Gesetzentwurf wurde das für die Produktenbörse vorgesehene Börsenregister auch für die Wertpapierbörse eingebracht, obwohl die Zweckmäßigkeit dieser Einrichtung gerade für das Wertpapiergeschäft, an dem die verschiedenen Kreise der Bevölkerung beteiligt sind, besonders stark angezweifelt wurde. Der Gedanke des Börsenregisters war an sich sehr brauchbar: 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 oder ihrer gesellschaftlichen Stellung verträgt, von der öffentlichen Eintragung Abstand nehmen und dann nur schwer Gegenkontrahenten für trotzdem eingegangene Termingeschäfte finden würden. Von der Berufsspekulation nahm man dagegen als selbstverständlich an, daß sie von der Eintragung ihrer Namen in das Börsenregister allgemein Gebrauch machen würde. Auf den unerwarteten Fehlschlag, den das Börsenregister darstellte, sowie auf die hierdurch hervorgerufene Unsicherheit der abgeschlossenen Geschäfte, denen ständig der Registereinwand drohte, ist hier nicht näher einzugehen. Der Reichstag ging 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 — von denen die graphischen Darstellungen handeln — 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 des „vorzüglichen Instrumentes der Spekulation" 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 aufhören und in Aktien anderer Gesellschaften nur dann gestattet sein, wenn deren Aktienkapital mindestens 20 Millionen Mark

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

beträgt. Für die Rechtsgültigkeit des Abschlusses von Geschäften in zum Terminhandel zugelassenen Werten bedarf es der Eintragung beider Parteien in das Börsenregister.

Anstatt nun sich diesen Vorschriften zu fügen, griff der Börsenverkehr neue Geschäftsformen für den verbotenen Terminhandel auf, die sich ihrem ganzen Wesen und ihrer wirtschaftlichen Wirkung nach als glatte Umgehungsformen darstellen. Diese waren: Das Kassakontokorrentgeschäft der Maklerbanken und das handelsrechtliche Lieferungsgeschäft nach Art. 354—357 des HGB. Ihre Technik ist wiederholt dargestellt worden[9]; wesentlich ist, daß unter ihrer Anwendung Abschlüsse auf einen späteren Termin — Ultimo — getätigt werden konnten. Als für die Preisbildung wichtig ist deshalb festzustellen, daß nach 1896 — also trotz Börsengesetz — eine grundsätzliche Änderung gegen früher nicht eingetreten ist. Allerdings haben die neuen (Umgehungs-)Formen den früheren Terminhandel in Industrieaktien niemals ganz ersetzen können, weil ihnen die Leichtigkeit und Bequemlichkeit des einstigen Terminabschlusses fehlte. So hat z. B. der Kassakontokorrentverkehr, der hauptsächlich von den Börsenbesuchern benutzt wurde, zur Voraussetzung, daß Einschüsse erfolgen, und daß eine Zinsberechnung mit wechselnden Zinssätzen für Guthaben und Schulden im Laufe des Monats stattfindet, was früher alles nicht in Betracht kam. 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 das dem Wesen nach ein Termingeschäft darstellende handelsrechtliche Lieferungsgeschäft Platz greifen, doch war die Anwendung durchaus nicht allgemein und nicht zuletzt von der Kreditwürdigkeit des Kunden abhängig. Am 20. März 1900 erklärten jedoch die der Stempelvereinigung in Berlin angehörenden Banken und Bankers, daß sie fortan nur noch solche Geschäfte für ihre Kunden ausführen würden, die den Vorschriften des Börsengesetzes entsprechen. Von diesem Augenblick an 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, also den Terminhandel, weiter führten. Die Maklerbanken fanden nunmehr großen Zulauf von seiten der kleinen Bankers und Spekulanten,

[9] Vgl. Chr. Knipper, Der Berliner Effektenhandel, Leipzig 1902.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

die nicht auf den Terminhandel verzichten wollten und konnten. Die Feststellung dieser tatsächlichen Verhältnisse ist zur Beurteilung der Frage der Preisbildung nach 1896 — wie zu zeigen sein wird — von nicht geringer Bedeutung.

Zunächst ist es von Interesse, zu verfolgen, wie die am 1. Januar 1897 in Kraft tretenden Bestimmungen des Börsengesetzes bereits während des Jahres 1896 ihre Schatten vorauswarfen und in der Preisbildung zum Ausdruck kommen. Nach der Spekulationskrise vom November und Dezember 1895, die nochmals die ungünstigen Wirkungen des unbegrenzten Terminhandels offenbart hatte, 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 bevorzugt wurden, während die Terminpapiere ob der Ungewißheit, was aus dem Termingeschäft nach dem 1. Januar 1897 werden würde, 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 an ihren Kursen aufzuweisen haben[10]. Nun würde diese Er-

[10] Vgl. „Deutscher Ökonomist" vom 12. Dezember 1896. Es wurden notiert:

	am 19. Oktober 1895 Prozent	am 3. Dezember 1896 Prozent	Differenz
Kassapapiere:			
Cölner Bergwerk	175	218	+ 43
König Wilhelm	145	184	+ 39
Luise Tiefbau	68	100	+ 32
Nordstern	166	221	+ 55
Pluto	166	190	+ 24
Terminpapiere:			
Gelsenkirchener	191	168	— 23
Harpener	187	168	— 19
Hibernia	185	181	— 4
Bochumer	175	161	— 14
Laura	156	159	+ 3

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

scheinung an sich noch nichts besagen, da entsprechende Vorgänge in dem „inneren" Werte eingetreten sein könnten. Doch zeigen die Tabellen, daß in Wirklichkeit grundsätzliche Veränderungen eingetreten sind. Danach haben die Terminpapiere ihren Mehrwert, den sie gegenüber gleichartigen Kassapapieren bis 1896 aufwiesen, im Jahre 1897 verloren; ihre Wertbemessueng erfolgte nunmehr nach demselben Maßstabe wie bei den Kassapapieren. Der weitere Verlauf der Preisbildung hat dem „Deutschen Ökonomisten" recht gegeben, wenn er 1896 voraussagte, daß der bisherige Spekulationswert der Terminpapiere in Fortfall kommen würde.

2. Die allgemeine Börsenentwicklung bis zur Börsengesetznovelle von 1908.

Von der Darstellung des tatsächlichen Verlaufes der Preisbildung für diese Zeit (1896 bis 1908) — wie sie oben für die Zeit von 1888 bis 1896 gegeben worden ist — wird Abstand genommen. Die Veränderungen in den persönlichen Faktoren — Entwicklung der Großbanken —, börsentechnischen wie wirtschaftlichen Faktoren sind im ersten Teil hinreichend besprochen worden. Wenn hierdurch auch das Zusammenspiel der Faktoren eine Änderung erfahren hat, so bleiben doch die aus dem tatsächlichen Verlauf der Jahre 1888 bis 1896 gewonnenen allgemeinen Erkenntnisse grundsätzlich weiter bestehen. Ein Blick auf die im Manuskript vorliegende, nicht zur Veröffentlichung kommende Darstellung zeigt, daß sich auch zur Kenntlichmachung der einzelnen Abschnitte der allgemeinen Börsenentwicklung: Aufschwung von 1897 bis 1900, Krise 1901, Stockung 1901 bis 1903, Aufschwung 1903 bis 1906, Krise 1907, unzählige Wiederholungen des für die voraufgegangene Zeit Gesagten ergaben.

Es soll daher im nachfolgenden gleich auf die Frage nach der Preisbildung eingegangen werden.

3. Die Kursentwicklung einzelner Aktien.

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

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 vorwegge-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

nommen 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 ziemlich gradlinig; nur zweimal läßt sich eine größere Abweichung feststellen, und zwar jeweils in der zweiten Hälfte des Jahres 1898 und 1899. Die Gründe hierfür liegen in den kriegerischen Verwickelungen der damaligen Zeit (spanisch-amerikanischer Krieg, Faschodaangelegenheit, Transvaalkrieg). Hervorzuheben ist, 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 pflegt. 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 Großkassapapieres Laura zeigt ebenfalls die Vorauswirkungen des Terminhandelsverbots in deutlicher Weise. Vom Jahre 1897 an bis zum Jahre 1899 bleibt der Kurs ständig hinter der Kurve des inneren Wertes zurück. Ebenso paßt sich die Aufwärtsbewegung der Wertschwankung genau an. 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

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 vollständig decken.

Im ganzen unregelmäßig ist die Kursbewegung des Kassapapieres 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:

Die ehemaligen Termin- bzw. jetzigen Großkassapapiere haben den einstigen Spekulations(mehr)-wert eingebüßt, und ihre Preisbildung stimmt mit dem auf Grund der kapitalisierten Dividende gefundenen inneren Wert verhältnismäßig gut überein. Verglichen mit der oben für die Zeit der Terminhandelsfreiheit, also vor 1896, nachgewiesenen Preisbildung ist die nach 1896 zweifellos als vollkommener 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 der Oberschlesischen Eisenindustrie-Aktien, die nach wie vor einwandfrei ist, zurückstehen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 die Preise für englisches Roheisen und für englische Kohle eingezeichnet worden, die ein genaueres Bild von der jeweiligen Marktlage geben. Aus Tabelle A 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 der Eisenpreise an, als 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 Hausse zur Depression) zutage. Die Tabelle zeigt, daß der Rückgang der Kurse und damit der allgemeine Börsenumschwung genau auf den Tag mit dem Aufhören der Preissteigerung, bzw. mit dem ersten Nachlassen des englischen Roheisenpreises zusammenfällt, und daß der Rückgang der Kurse erst dann zum Stillstand kommt, als die Herabsetzung der Eisenpreise unterbrochen wird. Bemerkenswert ist hierbei, daß der deutsche Roheisenpreis — trotz des inzwischen eingetretenen Rückganges des englischen Preises und des zur Tatsache gewordenen Niederganges der Börsenkonjunktur — noch länger als ein Jahr auf seinem Höchststande verharrt, um dann allerdings um so schneller ermäßigt zu werden.

Nicht ganz in derselben Weise hat sich die Kursbewegung mit der Entwicklung des Kohlenpreises in Übereinstimmung befunden (Tab. II). Bei der Aufwärtsbewegung bis zum Jahre 1899 decken sich beide Linien vollkommen. Dagegen wurden Gelsenkirchener (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 darauf zurückzuführen ist, daß sich die Spekulation in erster Linie von der Steigerung der Eisenpreise be-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

einflussen ließ, die jener voraufging. Noch deutlicher zeigt sich diese Erscheinung bei Eintritt der Krise. Mit dem Rückgang der Eisenpreise, der Kurse der Hüttenaktien, überhaupt der ganzen Börsenentwicklung gehen gleichzeitig die Kurse der Kohlenaktien zurück, obwohl der Preis für Kohlen noch etwas steigt und erst einige Zeit später eine Herabsetzung erfährt. Bemerkenswert ist, 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 ermäßigt.

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

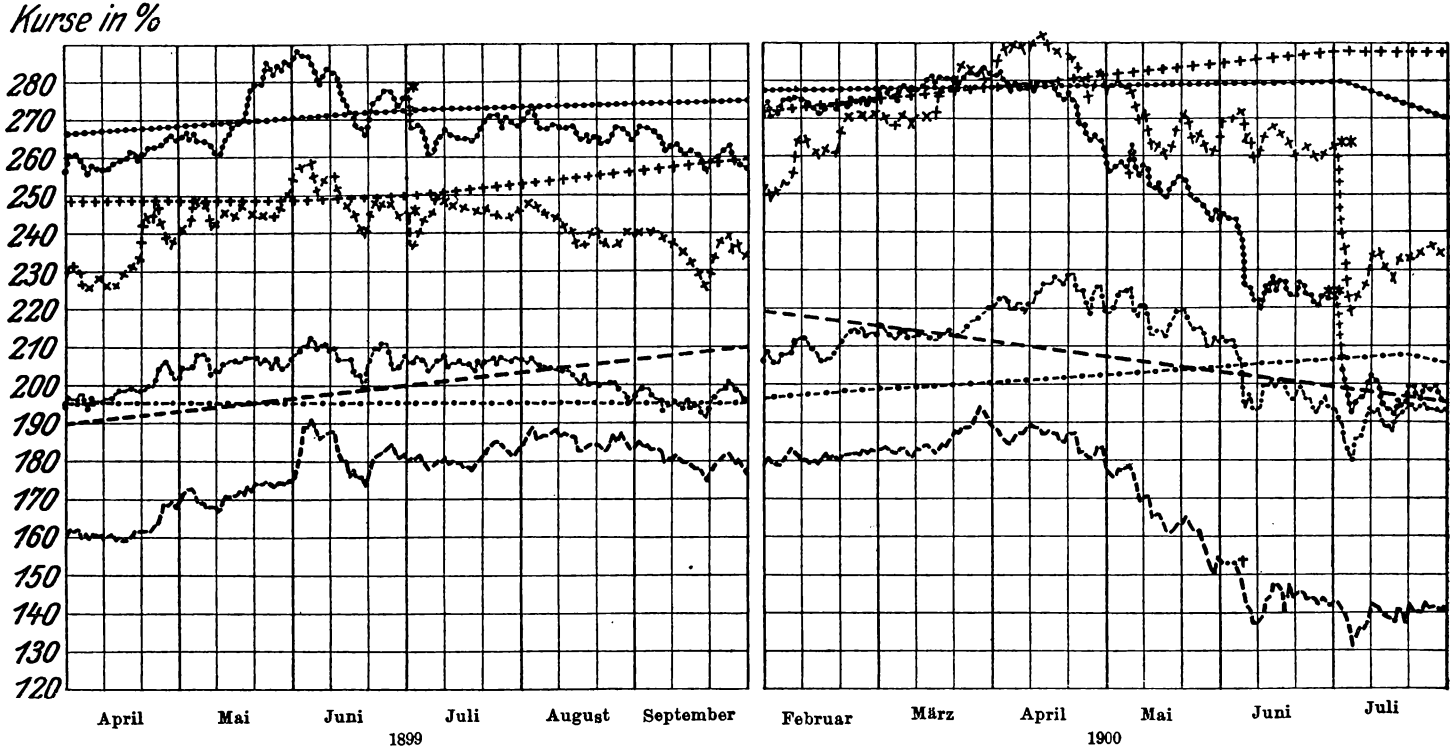
Ehe wir zu einem abschließenden Urteil kommen, ist die Preisbildung in bezug auf ihre Gleichmäßigkeit und Stetigkeit sowie auf die tägliche Anpassung des Kurses an den inneren Wert zu prüfen.

Tabelle V gibt die tägliche Kursbewegung für alle Papiere während der Zeit des Aufschwungs 1899/1900 und der Krise 1900 wieder. Hierin kommt die bereits hervorgehobene Anpassung des Kurses der Großkassapapiere an ihren Wert in der vielfach mit Überspekulation bezeichneten Zeit der Hochkonjunktur deutlich zum Ausdruck, insbesondere in dem übereinstimmenden Verlauf der Kurse von Laura und Bochumer, die als völlig gleichwerte Papiere gehandelt wurden. Die Darstellung zeigt ferner, daß die drei Großkassapapiere in den 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 das „leichte Wellengekräusel" festzustellen, daß man den Terminpapieren der früheren Zeit — damals 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 großen Kurssprünge vergegenwärtigt, die bei einer ähnlichen Lage 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 ver-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle V. Nach dem Börsengesetz (1899—1900).



Zeichenerklärung siehe Tabelle IV. Couponabschlag bei: Bochumer Gußstahl: ✳ = 12 2/3 %, ✳✳ = 12 2/3 %. Eschweiler Bergwerk: ✳ = 11 %, ✳✳ = 16 %.
Abschlag wegen Abtrennung des Bezugsrechtes: Bochumer Gußstahl (†) = läßt sich nicht mehr ermitteln. Oberschles. Eisen-Ind. (†) = 0,50 %.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

minderte Rentabilität der Aktien, kann von einem außergewöhnlichen Kurssturz bei den Großkassapapieren im Jahre 1900 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. Doch wird ein gleicher Kursfall während der Abwärtsbewegung nicht ein einziges Mal 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 vollkommener geworden. An ihr ist vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus billigerweise nicht viel mehr auszusetzen.

In bezug auf die Kassapapiere zeigt die graphische Darstellung 1899/1900 (Tabelle V) dagegen, daß die Preisbildung nicht mehr einwandfrei zu nennen ist. Wie aus der Darstellung hervorgeht, vollziehen sich zwar die periodischen Schwankungen in starker Anlehnung an die der Großkassapapiere; in ihrem Ausmaß jedoch sind die Kursveränderungen 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 die Preisbildung der Kassapapiere weniger dem inneren Werte entspricht und, verglichen mit der früheren Zeit, zweifellos ungenauer

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

geworden ist. Dagegen hält sie einen Vergleich mit der Preisbildung der Terminpapiere vor 1896 aus.

Da nun trotz des Börsengesetzes ständig ein beschränkter Terminhandel auch nach 1896 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 die große Menge des unerfahrenen Publikums nicht hemmungslos beteiligt. Der Zustand, wie ihn die Börse unter Umgehung des Börsengesetzes geschaffen hat, hat die gröbsten Schäden des früheren Terminhandels beseitigt und ist frei von den Nachteilen des nachmaligen 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, jedoch den Teilnehmerkreis auf die berufsmäßigen und urteilsfähigen Spekulanten zu beschränken. (Ist durch die Börsengesetznovelle von 1908 geschehen; Näheres siehe unten.)

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 solchen Spekulanten zugute, die über entsprechende Mittel sowie Erfahrung verfügten, um sich die neue Einrichtung zunutze zu machen. Das große Publikum, das früher in die Schlingen der erfahrenen Börsenmänner ging, spekulierte jetzt 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 übersehen ist schließlich, daß durch die Konzentrierung des Kassa- bzw. Wertpapiergeschäfts 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; 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 darin, daß der Markt nicht mehr wie früher mit „Unsummen spekulativer Engagements" über-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

laden war, die in kritischen Zeiten plötzlich zusammenbrechen konnten. So blieb bei der Überschreitung des Höhepunktes der Börsenentwicklung die Panik der früheren Jahre aus, d. h. der Tag, an dem die Kurse der Spekulationspapiere durch eine allgemeine Lösung des Engagements mit einem Schlage in die Tiefe stürzten.

Dem in dieser Periode von der Spekulation bevorzugten Kassageschäft fehlte die dem Terminhandel eigentümliche große marktbildende Kraft. Dabei ist bei den Kassapapieren die kursregelnde 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 gleichguten Erfolge aufzuweisen hat, wie der von der Berufsspekulation gehandhabte Terminhandel, so kann man dies nicht der Form des Kassageschäfts allein zur Last schreiben. Denn durch die gewohnheitsmäßige Ausnutzung der im Kassageschäft üblichen Lieferungsfrist — Kassafixen — ist, wie früher erwähnt, auch hier eine Art Baissespekulation möglich, die gerade in kritischen Zeiten von größter Wirkung auf die Preisgestaltung sein muß.

Der Verlauf der Preisbildung in den Jahren 1903 bis 1907 bestätigt nicht nur die oben ausgeführten Ergebnisse der Preisbildung unter dem Börsengesetz, sondern zeigt auch, daß vorher nur in Ansätzen vorhanden gewesenen Erscheinungen in diesen Jahren zur Ausreife gelangt sind.

Zunächst zeigen die graphischen Darstellungen übereinstimmend, daß sich die Preisbildung bei allen Papieren weiter vervollkommnet hat, daß die Aufwärtsbewegung ziemlich einwandfrei und insbesondere die Herabsetzung der Kurse im Jahre 1907 allmählich und ruhig vor sich gegangen ist. In der dazwischenliegenden Zeit scheint allerdings die Bewegung der Kurse im Verhältnis zu dem inneren Wert der Aktien weniger regelmäßig verlaufen zu sein. Doch liegen für diese Abweichung besondere Gründe vor, die sogleich zu erörtern sind.

Was die Preisbildung in den Industriepapieren während der Zeit von 1903 bis 1907 besonders auszeichnet und ihre Gegenüberstellung mit der der Jahre 1897 bis 1902 rechtfertigt, das ist die Stetigkeit der von den Gesellschaften in den letzten Jahren gezahlten Dividenden, die auch den Kursschwankungen engere Grenzen gezogen hat. An Stelle der hohen Berge und tiefen Täler sind kleinere Hügel getreten, und damit sind auch die großen Kursausschläge in Fortfall gekommen. Besonders deutlich tritt dies bei den Kohlenpapieren in die Erscheinung, deren Dividenden sich kaum verändert haben.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Für die festgestellten Abweichungen der Preisbildung von ihrer Grundlinie sind zwei Ereignisse verantwortlich zu machen, die ganz aus dem Rahmen des gewöhnlichen Börsenverkehrs herausfallen — und daher auch das öffentliche Interesse auf sich gelenkt haben. Diese beiden Ereignisse sind: der Versuch zur Verstaatlichung der Hibernia-Bergwerksgesellschaft und der Ausbruch des Russisch-Japanischen Krieges.

So wurde Mitte 1904 sozusagen der gesamte Preisbildungsmechanismus aufs empfindlichste gestört durch geheimnisvolle Käufe in Hibernia-Aktien, die sich später als ein Werk des preußischen Staates entpuppten. Die Steigerung des Kurses der Hibernia-Aktien übertrug sich bald auf die anderen Papiere des Bergwerks- und Industrieaktienmarktes, zumal an verschiedenen Stellen ebenfalls Verstaatlichungsgerüchte aller Art auftauchten. Das der Verstaatlichung zugrunde liegende Angebot der preußischen Regierung, das für die Hibernia-Aktien bei einer Dividende von 11 % einen Preis von 240 % vorsah, hatte zur 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 dem darin noch nach dem alten Schema eingezeichneten inneren Wert bewegen.

Übrigens waren es auch im Jahre 1905, dem Höhepunkt der Börsenentwicklung, außergewöhnliche Vorgänge, die die Haussestimmung der Spekulation entfachten. In diese Zeit fallen die Fusionsbestrebungen in der Industrie, Zusammenschließungen von Hütten und Zechen und sonstige Verschmelzungen, deren Folgen für die dabei beteiligten Gesellschaften im Augenblick nicht abzusehen waren. Von dem hierdurch begünstigten Spekulationstaumel wurden am meisten die Aktien der Deutsch-Luxemburgischen Bergwerksgesellschaft erfaßt, die beträchtliche Kursveränderungen durchmachten und zeitweise die gesamte Börsenentwicklung in ihren Bann zu schlagen vermochten.

Das andere große Ereignis war der Ausbruch des Russisch-Japanischen Krieges, der an fast allen europäischen Börsen heftige Bewegungen auslöste. Da diese „Börsenpaniken" lebhaft erörtert und als Material für die Beurteilung der Preisbildung verwendet worden sind, so soll im folgenden mit einigen Worten darauf eingegangen werden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Um die Preisbildung in jener kritischen Zeit richtig würdigen zu können, ist einiges über die allgemeine Lage vorauszuschicken[11], 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 zweiten Halbjahr 1903 die Berichte bereits von einer großen Hausse 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 die russisch-japanische 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 infolge 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 mal wieder „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 ein, obwohl von Petersburg und London gemeldet wird, daß dort bereits eine starke pessimistische Stimmung die Oberhand gewonnen habe.

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. Es ist nun in hohem Maße interessant, das Verhalten der einzelnen, an der Preisbildung beteiligten Kreise in jenen kritischen Augenblicken zu verfolgen.

[11] Auf Grund der Börsenberichte der „Frankfurter Zeitung", der „Vossischen Zeitung" und des „Berliner Aktionärs".

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 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 Verkaufsordres aus der Provinz" vor, zu denen sich „große Verkäufe für Wiener Rechnung" gesellten. Übereinstimmend heißt es in den Berichten weiter, daß 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 für die Spekulation ein Zeichen, daß starke Hände die Kurse stützen wollten, weswegen sie zu Deckungen schreitet. Nebenbei wird hierdurch die häufig zu beobachtende Erscheinung erklärt, daß sich bei Paniken die ersten Kurse der Hauptspekulationspapiere in der Regel tiefer stellen, als die später zur Notiz gelangenden offiziellen Kurse.

Hervorzuheben ist, 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 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 damaligen 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 vier Tagen geschäftlich ausnutzen, indem sie Stücke auf dem Kassamarkt in blanko verkaufen, die sie bis zum fünften Tage wieder zurückzukaufen trachten. Daß diese Blankoverkäufe die Entwertung von Kassapapieren in jener Zeit unter-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

stützt haben, geht aus vielen Anzeichen der Kursentwicklung hervor. Erstlich war der Kursrückgang bei den Kassapapieren am 8. Februar nur gering. Vermutlich haben die Spekulanten an diesem Tage Ware in blanko verkauft; denn das Publikum entschließt sicht 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 vielbesprochene Tatsache hin, daß bereits nach zwei Tagen auf dem Kassamarkt wieder eine starke Erhöhung der Kurse eingetreten ist. Wenn auch nicht ziffernmäßig festzustellen ist, wieweit 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 in jenen Tagen 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 drehte sich hierum der Streit der Tagespresse, und selbst die Auseinandersetzung der „Frankfurter Zeitung" mit der „Kreuzzeitung"[12] leidet unter diesem Mangel. Letztere machte die Börse für die allgemeinen Kursverwüstungen verantwortlich, während die „Frankfurter Zeitung" die Schuld auf das Börsengesetz schob, durch „das die Kontremine ausgeschaltet worden sei, die den Kurssturz aufgehalten hätte". Ohne auf die ziffernmäßige 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 zweifellos bestätigt —, daß die Berliner Börse von jeher mit ihrer Kontremine Mißgeschick gehabt hat. Jedesmal, wenn ein außergewöhnliches Ereignis auf die Berliner Börse einstürmte, dann fehlte — nach den Börsenberichten der damaligen Zeit — regelmäßig die Kontremine, die „zu Deckungen" geschritten

[12] Vgl. „Frankfurter Zeitung" vom 14. Februar 1904ff., „Kreuzzeitung" vom 12. Februar 1904ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 die wirtschaftlichen Verhältnisse und die gesamte Börsenlage zur Zeit des Ausbruches des Krieges. Die Wirtschaftsentwicklung und damit die Aussichten für die finanziellen Erträgnisse 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, 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 Kriegsbesorgnisse erst spät und plötzlich kamen, und bis zum letzten Augenblick kaum jemand ernstlich an einen Krieg glaubte. Falls aber wirklich ein Bedürfnis bestanden hätte, in Industriepapieren à la baisse zu spekulieren, so ist nicht zu übersehen, daß dazu die Möglichkeit in dem Großkassageschäft vorlag, an dem die Berufsspekulation in erster Linie beteiligt war.

Viel wichtiger erscheint ein anderer Umstand, der 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 groß; jedenfalls war in den Börsenberichten übereinstimmend zu lesen, daß die Pariser Börse weit mehr unter den kriegerischen Ereignissen 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 der Terminhandel in unbeschränkter Weise. Bemerkenswert ist daher der während der Krise erfolgte Eingriff der Regierung. Als nämlich die Panik ihren Höhepunkt erreicht hatte, trat der Finanzminister Rouvier mit den Börsenbehörden in Verbindung, um erstens die Alarmnachrichten zu ent-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

kräftigen, und ferner Maßregeln zu treffen, welche den weiteren Kursrückgängen einen Damm entgegensetzen sollten. Rouvier, bekanntlich ein genauer Kenner des Börsenwesens, wandte sich 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, daß der Terminhandel in der Möglichkeit, unbeschränkte Summen in blanko zu verkaufen, eine sehr gefährliche Seite besitzt, die gerade dann am schlimmsten 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 Augenblicken aus, und an ihre Stelle treten neue Abgaben, um die Baissespekulation möglichst lohnend zu machen, was aber gleichbedeutend mit einer Verschlimmerung der „Panik" ist. Die agrarische Presse, die gerade auf diesen Punkt mit Vorliebe hinweist, auch anläßlich des Russisch-Japanischen Krieges, hat daher gar nicht so unrecht, wie dies von der börsenfreundlichen Presse immer hingestellt zu werden pflegt. Nur ist es nicht angängig, diese Wirkungen des Terminhandels für alle Verhältnisse und alle Zeiten zu verallgemeinern.

4. Die Kursentwicklung nach der Börsengesetznovelle von 1908 (bis 1914).

Im April des Jahres 1908 wird die Novelle zum Börsengesetz verabschiedet. Das Börsenregister für Wertpapiere kommt in Wegfall; das Verbot des Terminhandels in Industrieaktien wird beseitigt. Dagegen wird nunmehr der Kreis derjenigen Personen, die rechtskräftige Termingeschäfte abschließen können, vom Gesetz bestimmt: Kaufleute, soweit sie im Handelsregister eingetragen sind, eingetragene Genossenschaften sowie Bankers und Börsenbesucher. Wie man sieht, liegt dieser Regelung der Gedanke zugrunde, den in Börsendingen sachverständigen Personen den Terminhandel in vollem Umfang wieder zur Verfügung zu stellen. Doch läßt das Gesetz die Möglichkeit zu, daß auch andere Personen von den Terminhandel Gebrauch machen können; in diesem Falle ist die Rechtsgültigkeit der Geschäfte davon abhängig, daß besondere Sicherheiten gestellt werden, die nicht zurückverlangt werden können. Damit ist grundsätzlich die volle Terminhandelsfreiheit wieder hergestellt; praktisch wird natürlich die Stellung der Sicherheit — bei jedem einzelnen Geschäft — das Publikum daran

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

erinnern, daß es der Gesetzgeber für richtig gehalten hat, vor der Benutzung des Terminhandels eine Warnungstafel aufzurichten. Es unterliegt keinem Zweifel, daß die Warnungstafel wirken wird, zumal das Publikum auch im Kassageschäft seinem Spekulationsbedürfnis Rechnung tragen kann und in den voraufgegangenen Jahren daran gewöhnt worden ist.

Wenn man die Kursentwicklung und die Preisbildung nach dem Erlaß der Börsengesetznovelle von 1908 beurteilen will, so ist vorweg zu bemerken, daß die kurze Zeit, die (bis 1914) zur Verfügung steht, zutreffende Schlußfolgerungen kaum zuläßt. Von Bedeutung ist vielleicht, daß die Versuche, den nunmehr wieder zum Terminhandel zugelassenen Aktien den früheren Spekulationswert durch Steigerung der Kurse zurückzugeben, zum Scheitern verurteilt waren, weil die Depression, die dem Börsenjahr 1908 das Gepräge gab, sich als zu stark erwies.

Aus den beigegebenen Tabellen ist weiter ersichtlich, daß in der zweiten Hälfte des Jahres 1909 eine Hausse zum Durchbruch kommt, die — angeregt durch die große Geldflüssigkeit und die ersten Anzeichen einer Besserung der Wirtschaftslage — bei allen (eingezeichneten) Papieren eine starke Abweichung von der Dividendenlinie herbeiführt. Weiter ist bemerkenswert, daß hiermit der Höhepunkt der Kursentwicklung überhaupt erreicht wird, obwohl die Erhöhung der Preise erst später einsetzt und bis zum Jahre 1912 anhält. Bereits im Jahre 1910 werden Stimmen laut, daß die Hausse zu Ende sei und tatsächlich gehen die Kurse mit kleinen Unterbrechungen bis zum Jahre 1913 zurück, so daß auch hier wieder die Erscheinung zutage tritt, daß die hohen Dividenden bei rückgängigen Kursen ausgezahlt werden.

So ist im ganzen die Kursentwicklung ruhiger geworden. Es wäre aber verfehlt, hierfür allein die veränderte Börsengesetznovelle verantwortlich zu machen. Auf zwei Erscheinungen ist vielmehr hinzuweisen: 1. Die Stabilität der Dividenden hat Fortschritte gemacht — man beachte die Linie bei Bochumer 12—14 %, bei Gelsenkirchener 9—11 % — und 2. eine planmäßige Politik der Reichsbank sucht auf die Börsenkredite einzuwirken. Im ersten (systematischen) Teil ist wiederholt betont worden, daß Dividendenpolitik und Kreditspekulation die beiden Punkte seien, von denen eine „Reform" der Preisbildung wirksamer ausgehen könne als von den technischen Hilfsmitteln des Kassa- oder Termingeschäfts. Als Mitte 1912 noch einmal eine Steigerung der Kurse infolge lebhafter Beteiligung des Publi-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

kums einzutreten droht, erläßt der Staatskommissar an der Berliner Börse eine Warnung, die die Hausse sofort zum Stillstand bringt, aber auch dafür sorgt, daß der Ausbruch des Balkankrieges (am 1. Oktober 1912) keine besonders starke Bewegung an der Börse auslöst.

Leider läßt sich der Vergleich zwischen der Kursentwicklung der Kassapapiere und der Terminpapiere für die Zeit 1908 bis 1914 nicht mehr durchführen, da die bisherigen Kassapapiere Rheinstahl und Oberschlesische am 1. Januar 1909 in den Terminhandel überführt worden sind. Das übrig gebliebene Kassapapier: Eschweiler Bergwerk zeigt im ganzen die gleiche Kursentwicklung wie die Terminpapiere. Von der Heranziehung anderer Kassapapiere ist Abstand genommen worden, weil die nach 1914 einsetzenden Ereignisse (II und III) den Börsenverkehr von Grund auf umgestaltet haben.

C. Die Preisbildung in der Literatur.

Nachdem im vorstehenden versucht worden ist, die Preisbildung an der Wertpapierbörse, insbesondere auf dem Aktienmarkt der Berliner Börse, vor und nach dem Börsengesetz von 1896 und der Börsengesetznovelle von 1908 auf empirischer Grundlage zu erfassen, ist es nicht ohne Belang, die Ansichten in der Literatur hierüber zu verfolgen und mit den gefundenen Ergebnissen zu vergleichen. Denn in dem Streit um die Reform der Börse hat die Frage der Preisbildung von jeher eine Hauptrolle gespielt.

Bevor die von der Regierung geplante Börsenenquete durchgeführt wurde, lagen zwei Gutachten vor, die sich über die Mißstände an der Börse aussprachen. Munck[13] 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. Insbesondere 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, ein 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

[13] Munck, Mißbräuche an den Börsen. Gutachten. Berlin 1892.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

fordert er eine Beschränkung der Terminhandels auf die Fälle, in denen er Bedürfnis ist. Mehr Gewicht legt er auf die Feststellung der Börsenkurse. Er weist darauf hin[14], 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[15] sogar zu absichtlichen Fälschungen des Kurses gemißbraucht. Die Börsenvorkommnisse des Jahres 1889, die Munck im Auge hat, bestätigen die Richtigkeit dieser Bemerkung. Darin lag überhaupt die große Gefahr für das spekulierende Publikum, daß die seine Börsengeschäfte vermittelnden Bankers zum allergrößten Teil zugleich selbst die größten Spekulanten waren, die häufig genug in die Lage kamen, gegen ihre eigene Kundschaft zu spekulieren.

Eingehender ist Struck[16] 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 Berufsspekulation ab. Sie würde dadurch zum Vermittler zwischen den Kapitalisten und mache 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 Ereignisse, 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 Richtigstellung durch die Gegenpartei. Aber es sei irrig, daß Haussiers und Baissiers stets ausgleichend wirkten. Insbesondere könne die Beteiligung der sogenannten Mitläufer Übertreibungen hervorrufen. So sehr man den Struckschen Ausführungen im Prinzip 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 Börsenenquete-Kommission nimmt die Besprechung über die Preisbildung an der Wertpapierbörse in Ver-

[14] A. a. O. S. 30.

[15] A. a. O. S. 45.

[16] Verhandlungen des 17. deutschen Juristentages. Gutachten von Prof. Dr. E. Struck zu Aachen. S. 251 der Gutachten, S. 173 der Verhandlungen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

bindung 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 ausgleichend wirke.

Hierzu ist folgendes zu bemerken. Zu der Zeit als die Vernehmung der Sachverständigen zur Börsenenquete erfolgte, wies der Kurszettel der Berliner Börse 15 Terminpapiere und etwa 200 Kassapapiere auf. Auf Termin wurden 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 relativ groß: 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 beschränkt und zudem der Beeinflussung durch die „Interessenten" ausgesetzt. Die Verschiedenheiten in den Voraussetzungen, unter denen die beiden Geschäftsformen auf dem Aktienmarkt zur Anwendung gelangen, lassen 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 nicht an, die aus berechtigten oder unberechtigten Gründen plötzlich erfolgte Kursveränderung von soundso viel Prozenten irgendeines Winkelpapierchens zu dem Schlusse zu benutzen, daß, da die 15 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 zum mindesten eigentümlich, daß nicht sofort für alle Papiere der Terminhandel zwingend 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 Gesell-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

schaften über ein bestimmtes Mindestkapital verfügen, und wenn sich in den Aktien ein ständiger lebhafter Verkehr gezeigt hat. Hieraus folgt 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 Börsenenquete 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 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 ihm nach dem Ertrage wert ist und ebenso der Verkäufer keinesfalls weniger erhalten, als der innere Wert beträgt. Nun steht der innere Wert der Aktien durchaus nicht zu allen Zeiten fest; sowohl die Vermögensveränderungen als auch die wechselnden Gewinnerträgnisse der einzelnen Gesellschaften machen ihn zu einer mehr oder weniger schwankenden Größe. Ändert sich der innere Wert der Aktie, so hat auch der Preis das Bestreben, sich dieser Veränderung anzupassen. Infolgedessen gibt es berechtigte und unberechtigte Kursschwankungen. Deshalb ist es falsch, lediglich die absolute Größe einer Kursveränderung als Maßstab für die Beurteilung der in dem betreffenden Papier zur Anwendung kommenden Geschäftsform zu benutzen.

Es ist aber selbst für den Praktiker recht schwierig, wenn er nicht gerade in einem besonderen Falle die Kursschwankungen fortlaufend 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 Kursveränderungen größer oder geringer waren, und endlich ob den Kursschwankungen berechtigte Wertschwankungen zugrunde lagen oder nicht. Hierzu bedurfte es eingehender 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 Börsenenquete-Kommission eine graphische Darstellung mit Kursen verschiedener Termin- und Kassapapiere vor, die jedoch, wie bereits

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Bachmann[17] in ausführlicher Weise nachgewiesen hat, eine so große Zahl von Fehlerquellen in sich trug, daß sie in keiner Weise als Beweismaterial gelten konnte.

Die Stellung der Börsenenquete-Kommission zur Preisbildung wird in dem Bericht[18] an den Reichskanzler wie folgt dargetan:

a) Der Terminhandel gewährleiste 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 Preisausschläge 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 im Terminhandel 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 Terminspekulanten, die ohne nähere Kenntnis von der Lage des betreffenden Unternehmens sind, unendlich größer sei als die Zahl derjenigen, die ein sachgemäßes Urteil über diese Verhältnisse hätten. Als eine notwendige Folge ergebe 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 von Sachverständigen. Es würde also nicht eine zuverlässige und richtige Preisentwicklung durch den Terminhandel herbeigeführt.

Nach den auf Grund der Tabellen ermittelten Ergebnissen treffen die Bemerkungen unter a) bis c) für den Markt der Industrieaktien der Jahre 1888 bis 1896 nicht zu:

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.

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

[17] A. a. O. S. 43 (s. Anm. 23).
[18] S. 75ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 lassen sich Kursschwankungen in ungefähr jener Höhe mehrfach für die Terminpapiere nachweisen.

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 für den Verlauf der Preisbildung auf dem Markt der Industrieaktien während der Jahre 1888 bis 1896 allein zu.

Gustav Cohn[19], selbst ein Sachverständiger in der Börsenenquete, 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 Börsenenquete 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 mit ganz verschiedenen Aktienkapitalien und noch größerem Unterschiede in den gezahlten Dividenden) so haben die Schlußfolgerungen daraus keinerlei Wert. Übrigens erklärt Cohn an anderer Stelle, daß für „sorgfältige Untersuchungen in dieser Beziehung noch viel Raum sei".

Gschwindt[20], der zuerst das reichhaltige Material der Börsenenquete literarisch verarbeitet hat, betont dagegen, daß die Frage nach dem Einfluß des Terminhandels auf die Preisgestaltung[21] als noch umstritten anzusehen sei. Die deduktive Behauptung von der ausgleichenden Wirkung der Terminhandels sei trotz der graphischen Darstellung nicht erfahrungsgemäß vollkommen erwiesen. Allerdings hätten die Untersuchungen auch keine Argumente für das Gegenteil zutage gefördert. Bei der Besprechung der mehrfach erwähnten graphischen Tabelle der Börsenenquete verfällt Gschwindt leider in denselben Fehler wie die Börsenenquete-Kommission vor ihm, indem er nämlich die Kursschwankung der Aktien der Patzenhofer Brauerei

[19] Gust. Cohn, Beiträge zur deutschen Börsenreform. Leipzig 1895, S. 72.
[20] L. Gschwindt, Die Effektenbörse nach den Erhebungen der Börsenenquetekommission. Stuttgart 1897.
[21] A. a. O., S. 34.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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[22]. 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 Papieres, 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 hauptsächliche Unterschied zwischen einem Termin- und Kassapapier ist die Größe des Marktes; diese aber ist in erster Linie für die Preisschwankungen entscheidend. Naturgemäß ist es unmöglich, dafür den genauen Beweis auf empirischer Grundlage zu erbringen. Entweder das Papier hat einen großen Markt, dann ist es 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 ein anderes Kassapapier betrachtet, das derselben Branche angehört, über ein gleich hohes Aktienkapital verfügt und in dem ein lebhafter Handel stattfindet. Hierbei bleibt natürlich 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.

Auch in bezug auf die Frage nach der Richtigkeit der Preisbildung tritt Gschwindt nicht der Auffassung der Börsenenquete-Kommission bei. Er hält nicht viel von der geistigen Tätigkeit der Spekulation und 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 mehr oder weniger urteilslos der Bewegung anschließt. Das deckt sich mit der hier vertretenen Anschauung, 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 Markt der Industrieaktien in den Jahren 1888 bis 1892 nicht der Fall gewesen ist.

[22] Vgl. H. Bachmann, S. 46.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Bachmann[23] blieb es vorbehalten, das der Börsenenquete-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 Börsenenquete-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 bis 1896 nicht vor großen Schwankungen bewahrt, sondern diese durch Hinzutritt des Spiels in außerordentlichem Maße erhöht hat[24], und daß ferner der Terminhandel zu falscher Bewertung der Papiere führt[25]. Für die letzte Behauptung fehlt jedoch der Tatsachenbeweis. Auch die graphischen Darstellungen, die Bachmann bringt, zwingen zu einer näheren Betrachtung, zumal die Methode der Darstellung von der von uns gewählten abweicht.

Mit Spiethoff[26] ist anzuerkennen, daß es grundsätzlich richtig ist, die Preisschwankungen prozentual vom Kurswert anstatt vom Nennwert des Wertpapieres zu berechnen, wenn man deren Größe messen will[27]. Folgerichtig müßte diese Berechnung, wenn die Schwankungen für eine längere Zeit dargestellt werden sollen, von dem jedesmaligen, also täglichen Kurse während dieser Zeit erfolgen, wohingegen Bachmann, sicherlich aus Bequemlichkeitsgründen, den für größere Zeitabschnitte errechneten ungefähren Durchschnittskurs der Berechnung zugrunde legt. An anderer Stelle[28] weist er 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 Bachmannschen Tabellen ist auch die Methode 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 Papieres zurückgehen, sobald sich die ersten Anzeichen von dem zu erwartenden Mindererträgnis ein-

[23] H. Bachmannn. Die Effektenspekulation mit besonderer Berücksichtigung der Ergebnisse der Deutschen Börsenenquete. Zürich 1898.

[24] A. a. O., S. 48.

[25] A. a. O., S. 55.

[26] A. Spiethoff, Schmollers Jahrbuch, Jahrg. 1900, 2. Heft. S. 351.

[27] H. Bachmann, a. a. O., S. 9.

[28] A. a. O., S. 43.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

stellen. Ein derartiger Rückgang der Dividende bedeutet eine erhebliche Verminderung der Rentabilität der Aktien und dementsprechend 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 in der graphischen Darstellung im Vergleich zur Kursentwicklung anderer Aktien, deren Wert derselbe geblieben ist, als eine unverhältmäßig große Preisschwankung, obwohl in Wirklichkeit nur eine Anpassung erfolgt ist. Aus einer solchen Darstellung läßt sich also niemals ersehen, ob die Kursschwankungen dem inneren Werte[29] entsprechend waren, oder ob sie unabhängig von diesem durch äußere Umstände, sei es Treiben 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 Gewinnerträgnisse der zum Vergleich herangezogenen Gesellschaften ziemlich stetig sind oder doch zum mindestens 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 Börsenenquete 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. Abgesehen von dieser Eigenschaft bleiben sie immer noch die Aktien der ersten Banken, deren große Aktienkapitalien einen ausgedehnten Markt verbürgten. Dagegen bestehen die herangezogenen 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

[29] Diese Methode eignet sich zur Darstellung solcher Papiere, deren eigentlicher Wert ein für allemal feststeht, wie beispielsweise bei erstklassigen festverzinslichen Werten.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

interessierter Kreise unterworfen. Ähnlich verhält es sich mit der zweiten zum Vergleich herangezogenen Gattung von Papieren, den Eisenbahnpapieren.

Trotz der nicht einwandfreien Beweisführung sind die Schlußfolgerungen Bachmanns dennoch 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 gehen 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 Börsenenquete-Kommission und dem Regierungsentwurf stand. Während jedoch zur Zeit des Börsenaufschwungs von 1896 bis 1899 das Verbot des Terminhandels nicht sonderlich fühlbar wurde (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 ausgleichende 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 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?

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Ebenso bleibt es 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 lebhaftere 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 Kapitalisten 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 des Tagesspekulation mildernd oder verschärfend ein?

Größere Beachtung beansprucht dagegen die vom Zentralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes herausgegebene Denkschrift über die Wirkungen des Börsengesetzes, weil darin versucht wird, den ziffermäßigen Beweis für die Richtigkeit der in Börsenkreisen umlaufenden Behauptungen zu erbringen. Zunächst kehrt auch hier der allgemeine Satz[30] 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[31], daß „in Ermangelung 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 über die angeblichen Übertreibungen schwer etwas zu sagen ist, 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,

[30] Denkschrift des Zentralverbandes, S. 26.

[31] Denkschrift, S. 27.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

daß — wenn sie die 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 eine Behauptung, für die keine Begründung, geschweige denn ein zahlenmäßiger Beweis erbracht worden sei. Die von uns aufgestellten graphischen Darstellungen liefern ein anderes Ergebnis.

Bei den Kursschwankungen, „die das Terminhandelsverbot nicht verhindert, sondern begünstigt hat“[32], setzt die ziffernmäßige Beweisführung der Denkschrift ein. Auf einer Tabelle VIII[33] 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 dieses Terminhandelsverbots auf die Preisschwankungen „aufs deutlichste“ hervorgehen. Es wurde schon häufig betont, daß einfache Zusammenstellungen über die Höhe der Kursschwankungen an sich 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 Gewinnerträgnisse der meisten Gesellschaften nur gering, und es fehlte lange an Anzeichen, die auf eine Steigerung derselben hindeuteten. Deshalb konnten auch 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 Erträgnisse 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.

---

[32] Denkschrift des Zentralverbandes, S. 27.

[33] Denkschrift, S. 60.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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 bis 1890 als Gegenstück zu den in den Zusammenstellungen enthaltenen Aufschwungsjahren 1896 bis 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 Behauptung — größere absolute Kursschwankungen nach 1896 — nicht zu beweisen gewesen wäre. Merkwürdig ist nur bei dieser ganzen Sache, daß das „Bankarchiv", die vom Zentralverband herausgegebene Zeitschrift, an einer früheren Stelle[34] diesen Vergleich der Jahre 1889/90 mit 1900/01 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, 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 jedoch 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 in diesem Falle einwandfrei dargetan.

Nach dem Voraufgegangenen ist über die Tabelle IX[35], 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 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- und Niedrigstkurse der Kassapapiere

[34] „Bankarchiv", April 1902, S. 123.

[35] Denkschrift des Zentralverbandes, S. 61.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

„drastisch die deroutierende Wirkung des Terminhandelsverbots" abzuleiten[36].

Den Haupttrumpf spielt endlich die Denkschrift damit aus, daß sie die beiden vorerwähnten — durchaus unbrauchbaren — Tabellen (erstens ehemalige Termin- und Großkassapapiere und zweitens reine Kassapapiere von 1893 bis 1902) mit einer dritten Tabelle[37] 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[38]." 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 durchweg recht bedeutend 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 gar keine Veranlassung vor, daß der Kurs dieser Aktien größere Schwankungen durchmachen mußte. Dagegen sind die Dividenden von allen in den ersten beiden Tabellen, sowohl als Großkassa- als auch als Kassapapiere benannten Gesellschaften der Montanindustrie 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 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 Kursschwankungen vergrößert — erbringen wollte, als durchaus miß-

[36] Denkschrift des Zentralverbandes, S. 27.

[37] Denkschrift, S. 62.

[38] Denkschrift, S. 28.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

lungen bezeichnet werden. Den Ausführungen der Denkschrift würde 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 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 in der wissenschaftlichen Literatur auch schon bis jetzt ganz überwiegend der Fall gewesen[39].

Für die vorliegende zweite Auflage des Buches wird von einem näheren Eingehen auf die Literatur nach dieser Richtung hin abgesehen. Dagegen sollen noch ein paar Stimmen erwähnt werden, die nach Erscheinen der ersten Auflage sich mit der Frage der Preisbildung beschäftigt haben. Im Jahre 1914 bestätigt Göppert[40] den oben erwähnten Hinweis, daß die Frage des Einflusses des Terminhandels auf die Kursbildung durch das von der Denkschrift des Zentralverbandes beigebrachte Material eigentlich als entschieden angesehen worden sei. Göppert fügt hinzu, daß für feststehend angenommen worden ist, daß der Terminhandel ausgleichend wirke, „obwohl bei näherer Betrachtung des Zahlenmaterials nicht entgehen konnte, daß Unvergleichbares verglichen war". Ebenso bestätigt Fr. Schmidt die Richtigkeit meiner Feststellungen in seiner Abhandlung „Zur Preisbildung an der Effektenbörse"[41]. Er fügt allerdings hinzu, daß nicht nur die Berufsspekulation nach 1896 in den Umgehungsformen (Großkassageschäft) weiter auf Termin spekuliert habe. Das ist richtig. Gemeint war: Die große Masse des Publikums war auf das reine Kassageschäft abgedrängt worden, während einzelne große (und vor allem mehr sachverständige) Privatspekulanten sich auch der Umgehungs-(Terminhandels-)formen bedienen.

Lansburgh widmet in seiner Schrift[42] der Frage der Preisbildung im Kassaverkehr und im Zeitgeschäft ein besonderes Kapitel. Hier heißt es S. 30:

[39] Eine Ausnahme macht J. Lescure in seinem Buche: Le marché à terme de bourse en Allemagne, Paris 1908, der die obigen Tabellen mit fast denselben Argumenten angefochten hat (S. 194ff.). Vgl. meine Besprechung in Schmollers Jahrbuch 1908, S. 1288.

[40] H. Göppert, Über das Termingeschäft in Wertpapieren, Berlin 1914, S. 63.

[41] Zeitschrift für Sozialwissenschaft, IX. Jahrgang 1918.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

„Aus gewissen Widersprüchen in der Denkschrift, die deutlich die nachträglichen Korrekturen erkennen lassen, geht einwandfrei hervor, welche Zahlenakrobatik getrieben werden mußte, damit die Statistik das gewollte Ergebnis lieferte und die Überlegenheit des Termingeschäfts nachwies."

Sodann bestätigt Lansburgh die Ergebnisse, die in der ersten Auflage dieses Buches niedergelegt worden sind:

„Tatsächlich ist die Probe, welche die Praxis auf diese Theorie — des Kursausgleichs — gemacht hat, nicht immer zugunsten der berufsmäßigen Börsenspekulation ausgefallen. Der Augenschein hat vielmehr gezeigt, daß die Preisbewegung durch den umsatzsteigernden Börsenhandel — soll wohl Zeithandel heißen (D. V.) — in vielen Fällen nicht beruhigt, sondern im Gegenteil weder seinen Zweck der Erzeugung einer ständigen Kursgleichmäßigkeit, noch den Zweck der Preisnivellierung erfüllt hat" (S. 11/12).

Und weiter:

„daß es Umstände gibt, unter denen das berufsmäßige Effektenhändlertum, allen Theorien zum Trotz, seine spekulativen Umsätze nicht zum Vorteil, sondern zum Nachteil der Ausgleichsmöglichkeit und der Preisbildung zwischen die kapitalistischen Umsätze schaltet. Der Börsenpreis ... wird nicht selten erst durch ihr Eingreifen in eine extreme Richtung gedrängt." (S. 13.)

Zeigen diese Ausführungen volle Übereinstimmung mit der im vorliegenden Buch vertretenen Auffassung, so ist es doch erforderlich, mit ein paar Worten auf die grundsätzliche Stellungnahme zur Frage der Preisbildung einzugehen. Göppert folgert aus meiner Feststellung, daß die reinen Kassapapiere nach 1896 eine schlechtere Preisbildung aufweisen als vor 1896, daß „also eine Änderung in der benutzten Handelsform die eingetretene Änderung der Kursbildung nicht erklären kann". Nach Göppert ist vielmehr die Ursache für die Verschlechterung der Kursbildung in der Tatsache zu suchen, daß nach 1896 die reine Spekulation immer mehr auf den Kassahandel übergegriffen und dadurch eine Unruhe in die Kursbildung hineingebracht habe. Göppert sagt, daß der Terminhandel wohl — und allein — die Fähigkeit besitze, die marktbildende Kraft zu verstärken, nicht aber über die Fähigkeit verfüge, Angebot und Nachfrage vorteilhafter auszugleichen als im Kassageschäft. Überhaupt will Göppert einen Zusammenhang zwischen Handelsform und Preisbildung nicht gelten lassen.

In besonderer Weise wird diese Frage von Lansburgh zur Erledigung gebracht. Er meint, es sei ebenso falsch, dem Terminhandel preisnivellierende Eigenschaften anzudichten, wie ihm umgekehrt eine Tendenz zur Preisfälschung oder Erzeugung lebhafter Kursschwan-

[42] A. Lansburgh, Zur Systematik der Preisbildung an der Effektenbörse, Stuttgart 1917.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

kungen nachzusagen (S. 28). In Wirklichkeit komme es weit weniger auf die technischen Formen, als auf den geschäftlichen Inhalt an. Jedes spekulative Geschäft könne sich sowohl im Terminhandel als auch in der Kassaform betätigen. Es sei nur erforderlich, daß sich der Kredit einschalte. „Der Kredit uniformiert die Börsengeschäfte, wenn auch nicht in ihrer handelsrechtlichen Erscheinungsform, so doch in ihrem wirtschaftlichen Sinn und Effekt in solchem Grade, daß der Spekulant kaum etwas von den grundsätzlichen Verschiedenheiten in der Behandlung und Durchführung der Geschäfte bemerkt" (S. 25). „Der Kredit verwandelt das Kassageschäft in ein Surrogat des Zeitgeschäfts" (S. 31). Im ersten (systematischen) Teil habe ich mit besonderem Nachdruck den Nachweis zu führen versucht, daß das Kassageschäft im Verkehr des Publikums mit der Bank seinen eigentlichen Charakter als Kassageschäft, d. h. als Bargeschäft, verloren habe. Ebenso, daß das Kassageschäft an der Börse auf dem Wege der Geldbeschaffung mittelst des Lombardgeschäfts erfüllt werden kann. Schließlich ist auch der im Kassageschäft möglichen Baissespekulation auf dem Wege des „Kassafixens" gedacht worden. Aber den Schritt, den Lansburgh tut, indem er das Kassageschäft mit Hilfe des Kredits zum Termingeschäft macht, glaube ich in dieser Weise nicht mitmachen zu können.

Denn wenn auch, was durchaus zuzugeben ist, die Abwicklung des Kassageschäfts nicht in bar, sondern mit Hilfe des Kredits möglich ist und in weitem Umfange erfolgt, so fehlt diesem Kassageschäft auf Kredit doch ein Merkmal, das dem Terminhandel eigen ist, nämlich: die organisierte Abwicklung durch die börsentechnischen Einrichtungen eines ausgebildeten Liquidations- und Prolongationsverfahrens, das in vollendeter Form mit dem Terminhandel verwachsen ist. Wenn Lansburgh auf das Beispiel Neuyork hinweist, so ist demgegenüber zu sagen, daß das Neuyorker Kassageschäft in Wirklichkeit gar kein Kassageschäft, sondern eben ein — sehr — kurzfristiges (Tages-) Termingeschäft ist, bei dem die Abwicklung auf dem Wege eines organisierten Geld- und Stückeleihverkehrs erfolgt. Lansburgh meint nun, daß, wenn auch in Berlin ein so ausgebildetes Kassageschäft nicht bestehe, es doch jederzeit möglich sei, Kassageschäfte abzuschließen, die nach ihrem Zweck und ihrer Wirkung auf die Preisbildung ausgesprochene Zeitgeschäfte seien (S. 29). Zunächst: Die fehlenden Einrichtungen der Liquidation und Prolongation verhindern, selbst wenn im einzelnen Geld und Stücke leihweise beschafft werden können, daß das Kassageschäft ein eigentliches Termingeschäft darstellt; ohne diese

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Einrichtungen wird das Kassageschäft höchstens zu einem entarteten Kassageschäft, wenn man nicht einfach auf die Unterscheidung Kassageschäft und Terminhandel verzichten will. Unter Kassageschäft ist eben die Geschäftsform zu verstehen, bei der grundsätzlich Barzahlung und Stückelieferung alsbald, d. h. am andern Börsentage vor sich gehen muß, in erweitertem Sinne: Kredit im Kontokorrent oder im Börsenlombard in Anspruch genommen werden kann und in Ausnahmefällen durch Kassafixen auch Blankoverkäufe möglich sind. Setzt man jedoch dieses letztere — uneigentliche — Kassageschäft dem Terminhandel gleich, dann lautet die Frage nicht mehr: Preisbildung im Kassa- oder Terminhandel, sondern: Wie stellt sich die Preisbildung in einem kurzfristigen Termingeschäft (tägliche Abwicklung, wenn auch unorganisiert) oder in einem mittelfristigen Termingeschäft (8- bis 14tägige Abwicklung) oder in einem langfristigen Termingeschäft (monatliche Abwicklung)? Insofern ist Lansburgh zuzustimmen, daß für die Frage, in welcher Weise diese Geschäftsformen auf die Preise einwirken, immer auch Umfang und Art der den Spekulanten zur Verfügung stehenden Kredite von entscheidender Bedeutung sind.

Übrigens schränkt Lansburgh die hier betonte Gleichstellung von Kassa- und Termingeschäft selbst wieder etwas ein, wenn er in seinem später erschienenen Buche „Die Börse“[43] folgendes schreibt:

„Immerhin muß man mit der gegebenen Tatsache rechnen, daß das Kassa- und Spekulationsgeschäft hinter dem Termin-Spekulationsgeschäft an Umfang erheblich zurückbleibt, und zwar nicht nur wegen seiner größeren Schwerfälligkeit — der jedesmaligen Geldbeschaffung —, sondern auch wegen der wohlbegründeten Abneigung, welche die großen Geldgeber, nämlich die Banken, gegen das Ausleihen von Effekten haben, weil dieses Ausleihen das Effektenangebot vergrößert, d. h. die ihnen meist recht unbequeme Baissespekulation begünstigen würde.“

An diesen Schwierigkeiten des Kassageschäfts hat sich — soweit ich sehe — nichts geändert.

II. Der Verlauf der Preisbildung während des Krieges und der Inflation.

Auf eine eingehende Darstellung der Börsenentwicklung sowie der Preisbildung für die Zeit von 1914—1923, der Kriegs- und Inflationsjahre, kann Abstand genommen werden[44]. Wie Krieg und

[43] Argentarius, Briefe eines Bankdirektors an seinen Sohn. 1922. S. 56.

[44] Für dieses Jahrzehnt gibt es eine Reihe von Darstellungen, besonders in Dissertationen, die jeweils nach örtlichen und zeitlichen Gesichtspunkten die Bewegung oder erhebliche Teile derselben schildern. Hervorgehoben seien: W. Klebba, Börse

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Nachkrieg die Wirtschaft und die Finanzen ruiniert, Bilanzen und Währung in Unordnung gebracht haben, so spiegelt sich dieses Zerrbild mehr oder weniger getreu in dem Verkehr mit Geldkapitalien und Effekten an der Börse wider. Gar manches von dem, was an der Börse vorgegangen ist, hat Ursachen gehabt, die, aus der Not des Tages geboren, längst wieder verschwunden und vergessen sind. Auf der anderen Seite sind doch eine Reihe von Vorgängen und Erscheinungen zu erkennen, die, wenn sie auch durch andere Ereignisse überholt erscheinen, ihre Rückwirkungen bis in die jüngste Zeit hinein nicht verleugnen können.

Es soll daher im folgenden versucht werden, lediglich die wichtigsten Ereignisse und Entwicklungen der Jahre 1914—1923 in kurzen Strichen festzuhalten.

Die um die Mitte des Jahres 1913 beginnende Depression setzte sich im Jahre 1914 weiter fort. Ungünstige Nachrichten aus Wirtschaft und Politik bringen die Kurse zum Sinken. Im April wird die Lage so bedrohlich, daß die Großbanken beschließen, mit Interventionskäufen einzugreifen. Doch hält die Verschlechterung der Wirtschaftslage an; die Kurse gehen weiter zurück, zumal auch die Beteiligung des Publikums sich in engsten Grenzen hält. Es ist bemerkenswert, daß unter diesen Umständen das Attentat von Sarajewo (28. Juni) keinen größeren Einfluß auf die Kursgestaltung ausübt. Erst als die politische Lage eine Zuspitzung erfährt, wird die allgemeine Tendenz an der Börse schwächer. In der dritten Juliwoche treten dann im Zusammenhang mit dem Ultimatum Österreichs an Serbien große Kursrückgänge ein: wahllos sucht sich Spekulation und Publikum von seinem Besitz zu trennen; Interventionskäufe der Banken haben keinen Erfolg mehr. Am 29. Juli wird der Terminhandel eingestellt, am 30. Juli die Börse „bis auf weiteres" geschlossen. Um die im Gange befindliche Ultimoliquidation leichter zu gestalten, werden als Liquidationskurse die Kurse vom 25. Juli (statt vom 31. Juli) bestimmt, wo die Börse noch nicht so stark unter dem Druck der Verkäufe stand, wie in den späteren Tagen.

---

und Effektenhandel im Kriege unter besonderer Berücksichtigung der Berliner Börse, Berlin 1920; Fr. Kronenberger, Die Preisbewegung der Effekten in Deutschland während des Krieges, Berlin 1920, und Wolfgang Mattersdorf, Die Preisbildung am Aktienmarkt der Berliner Börse während der Inflation, Dissertation Rostock 1925 (unter weitester Fassung des Begriffs Inflation, nämlich der Periode von 1914 an).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Mit der Schließung der Berliner Börse zu Kriegsbeginn sollen zwei Ziele erreicht werden: erstens Vorbeugung einer weiteren Panik durch Angst- und Zwangsverkäufe und zweitens Heranziehung aller verfügbaren Kapitalien für die Kriegsfinanzierung. Doch bleiben die Räume der Börse für tägliche Zusammenkünfte der bisherigen Börsenbesucher geöffnet. Im Zusammenhang hiermit entwickelt sich bald ein sogenannter inoffizieller Börsenhandel, der anfänglich von den Aufsichtsstellen bekämpft, später stillschweigend geduldet wird. Für den Abbau der bestehenden Ultimoengagements wird an der Börse ein Sondermoratorium eingerichtet; es erreicht unter jeweils einmonatlicher Prolongation erst im November 1915 sein Ende. So können die Gewinnaussichten der zu lohnenden Preisen zu Heereslieferungen herangezogenen Gesellschaften, vor allem der Waffen-, Munitions- und Fahrzeugfabriken und Werften, aber auch der Eisen- und Hüttenwerke im allgemeinen, den Antrieb zu einer Hausse geben, die durch das siegreiche Vorrücken der deutschen Truppen gefördert wird.

Die Beteiligung des Publikums wird allerdings durch das Verbot der Veröffentlichung von Kurslisten erschwert. Da amtliche Kurse nicht vorliegen, werden die Aufträge — zunächst von den Privatbankers, später auch von den Großbanken, die sich anfänglich von dem inoffiziellen Handel fernhalten — auf dem Wege des Eigenhandels zur Erledigung gebracht, d. h. der Banker kauft die Effekten für eigene Rechnung vom Auftraggeber und verkauft sie in gleicher Weise an einen Dritten. Der hierbei mögliche und in starkem Maße ausgenutzte Kursschnitt bringt den Bankers im einzelnen reichliche Zwischengewinne, führt aber im Zusammenhang mit dem Verbot der Veröffentlichung der Kurslisten dem Markt nur wenig Verkäufe zu, so daß die Kurse leicht steigen können. Die Marktverengung wird gefördert durch die Beschränkung der Gründungen und Kapitalerhöhungen — ebenfalls zugunsten der Kriegsfinanzierung — sowie durch die Schließung der Zulassungsstellen, die eine Vermehrung des börsenmäßigen Aktienmaterials verhindert. Als am 31. Dezember 1916 zum ersten Male für sämtliche Börsenwerte Kurse festgestellt und veröffentlicht werden (Steuerkurse), stellen sich gegenüber dem Stande von 1914 erhebliche Kurssteigerungen heraus, die bei einzelnen Rüstungspapieren 50% und mehr ausmachen.

Im Jahre 1917 nimmt die Bewegung ihren Fortgang. Es bleibt schließlich nicht unbekannt und unerörtert, daß der sogenannte inoffizielle Börsenverkehr entgegen dem ausdrücklichen Verbot einen erheblichen Umfang angenommen hat, der die Frage nach der Auf-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

hebung des Verbots aufwirft. Von seiten der Börsenkreise wird darauf hingewiesen, daß sich für viele Effektenbesitzer ein Bedürfnis für gelegentlichen Besitzwechsel nicht leugnen lasse, und daß sich die Kursgestaltung ruhiger vollziehe, wenn durch Wiedereinführung einer amtlichen Kursnotiz ein größeres Angebot von Effekten herauskommt und die Überwachung der Kursfestsetzung durch den Börsenvorstand erfolgt. Auf der anderen Seite waren es die Klagen über den ungerechtfertigten Kursschnitt, die für eine Änderung des bestehenden Verkehrs angeführt werden. In der Tat erfolgt am 3. Dezember 1917 eine — zunächst beschränkte — Wiederaufnahme des amtlichen Börsenverkehrs, und zwar für die Dividendenpapiere (Aktien), die bereits vor dem Kriege amtlich notiert worden sind. Als Ersatz für den verbotenen Terminhandel wird neben dem Einheitskurs für die am meisten gehandelten Effekten die sogenannte variable Notiz (Schwankungskurse) geschaffen, die sich in dem bis dahin üblichen Freiverkehr herausgebildet hatte. Das Kurszettel-Veröffentlichungsverbot bleibt indessen bestehen und fällt erst nach Kriegsende.

Im Jahre 1918 findet also — in Aktien, nicht in festverzinslichen Anleihen — ein offizieller Börsenverkehr statt, doch ohne Bekanntgabe der amtlich festgestellten Kurse (!). In der Tendenz der Börse bleibt zunächst alles unverändert; erst mit der Änderung der militärischen Lage tritt der Umschwung ein: zum erstenmal seit langer Zeit — im September 1918 — bedecken sich die Maklertafeln mit Minus-Minus-Zeichen, der Kursrückgang tritt ein. Am Jahresende haben die Kurse fast durchweg die gesamten Steigerungen einer vierjährigen Aufschwungszeit wieder verloren.

Das hervorstechende Merkmal der nun folgenden fünf Jahre — 1919 bis 1923 — ist — mit nur kurzen Unterbrechungen — die Anlehnung der Preisbildung auf dem Aktienmarkt an die über Deutschland hereinbrechende Geldentwertung. Je mehr die Kaufkraft der deutschen Währung sinkt, in desto größerem Maße werden freie Mittel in Sachwerten und sie repräsentierenden Aktien angelegt, wobei keine noch so geringe Rentabilität gegenüber der Hoffnung auf Substanzerhaltung Grund zur Zurückhaltung bietet. In Papiermarkt zeigen dementsprechend die Kurse fast stets eine stark steigende Tendenz, die nur bei vorübergehender Höherbewertung der deutschen Mark umschlägt. Bei einer Umrechnung in Gold wird aber erst die ungeheure Verwüstung klar, von der der Aktienmarkt während dieser Jahre betroffen worden ist: vom Herbst 1919 an überschreitet der Aktienindex des Statistischen Reichsamts bis zur Stabilisierung niemals mehr

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

den Stand von 20 Gold-Prozenten; der Index geht sogar zeitweise bis auf 2,72% hinunter[45]. Man wolle sich erinnern, daß hinter diesen erschütternden Ziffern zeitweilig ein ungeheurer Andrang von Käufern, die Aufblähung der Bankbetriebe und des Bankwesens, die Unmöglichkeit, die sich türmenden Aufträge auszuführen, und der Ausfall von zahlreichen Börsenversammlungen stehen. Und so sicher es ist, daß alles dies nur die Begleiterscheinungen einer zu Tode getroffenen Volkswirtschaft darstellt: die Frage, ob die Börse in einer solchen Zeit ihre Aufgabe erfüllt habe, ob die Kursbildung richtig gewesen ist oder nicht, solche Fragen erscheinen uns heute müßig, nachdem wir hoffen können, daß die unglückseligen Zeiten des Krieges und der Inflation endgültig der Vergangenheit angehören.

III. Der Verlauf der Preisbildung in der Zeit nach der Stabilisierung (1924—1929).

1. Die Kursentwicklung und Preisbildung in den Jahren 1924 bis 1929 (nach der Stabilisierung) soll im nachfolgenden wiederum nur insoweit zur Darstellung kommen, als sich Besonderheiten oder Abweichungen von der in diesem Buche ursprünglich bis zum Jahre 1910 behandelten Zeit ergeben.

Dann ist die Tatsache an die Spitze zu stellen, daß das, was für die Zeit 1889 bis 1910 wissenschaftlich zu klären (und in den — alten — graphischen Darstellungen zu verdeutlichen) versucht worden ist, inzwischen gewissermaßen zu einer offiziellen Angelegenheit geworden ist. Eine Reihe von Tageszeitungen und Fachzeitschriften, sowie behördliche Stellen (Reichskredit-Anstalt, Statistisches Amt, Institut für Konjunkturforschung) stellen sogenannte Börsenindizes auf, um die Kursveränderungen von Aktien und Anleihen zur Darstellung zu bringen. Ohne näher auf die besonderen Methoden ihres Aufbaus einzugehen — sie weichen hinsichtlich der Auswahl und Anzahl der Papiere, des Ausgangspunktes sowie der Berechnung der Kursunterschiede voneinander ab —, ist von ihnen so viel zu sagen, daß sie jeweils nur ein Durchschnittsbild der Börsenentwicklung abgeben, mit allen Vorteilen und Nachteilen, die einer Durchschnittszahl eben anhaften. Große Ausschläge in den Kursen einzelner Papiere, die für den

[45] 1913 = 100 gesetzt, die Goldumrechnung über Dollarmittelkurs Berlin. — Zum Aktienindex selbst vgl. die Veröffentlichung des Statistischen Reichsamts: Zahlen zur Geldentwertung in Deutschland 1914 bis 1923, Sonderheft 1 zum 5. Jahrgang von „Wirtschaft und Statistik", Berlin 1925, S. 44.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Verlauf der Börsenentwicklung charakteristisch sein können, gehen mehr oder weniger in der Durchschnittsrechnung unter: eine bewegte Börse sucht dann vergeblich ihr Spiegelbild in den Veränderungen des Aktienindex. Andererseits kann die auf besonderen Ursachen beruhende Kursveränderung eines einzelnen Papiers unter Umständen den Aktienindex nach einer Richtung umbiegen, die nicht mit der Gesamtlage und -entwicklung übereinzustimmen braucht. Es ist daher gut und notwendig, wenn die Auslegung und Beurteilung der in den Indizes zum Ausdruck kommenden Veränderungen unter Heranziehung der tatsächlichen Einzelheiten erfolgt. Eine Vervollkommnung stellen die sogenannten Gruppenindizes dar, die jeweils eine möglichst den gleichen Bedingungen unterworfene Gattung von Papieren enthalten. Sonst bleibt dem einzelnen Effektenbesitzer nichts anderes übrig, als sich über die Kursveränderungen seiner Papiere besondere Aufzeichnungen zu machen, wenn er sehen will, was er verdient oder verloren hat — hierzu sind die üblichen Börsenindizes natürlich nicht geeignet.

Die eigentliche Bedeutung der Börsenindizes, insbesondere des Aktienindex, liegt in der Kennzeichnung der allgemeinen Börsenentwicklung. Vor allem lockt eine Gegenüberstellung der Kursentwicklung mit der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung und der Entwicklung des Geldmarktes (wie es übrigens auf den beiliegenden, vor 20 Jahren erschienenen Tabellen geschehen ist). Man hat aus der jedem Börsenkenner geläufigen, unter bestimmten Voraussetzungen zu beobachtenden Tatsache, daß zuerst die Börsenkurse im Verlaufe einer Konjunktur den Höhepunkt erreichen, dann die Warenpreise und schließlich die Zinssätze folgen, die Lehre von dem „Barometer der drei Märkte" (Effekten-, Waren- und Geldmarkt) geschaffen. Insbesondere wird diese neue Weisheit mit einem erheblichen Aufwand an wissenschaftlichem Scharfsinn (und nicht zu vergessen: an Mitteln) von dem Harvardinstitut verkündet. Hierbei wird sogar der Versuch gemacht, die Zeitdauer zwischen den Hoch- und Tiefpunkten der drei Märkte (Effekten-, Waren- und Geldmarkt) zu berechnen — zu dem Zweck, aus einem gegebenen Zustand eines dieser Märkte auf die Entwicklung der anderen Märkte zu schließen. Es ist das Verdienst des deutschen Instituts für Konjunkturforschung, in seinen ebenfalls diesen Fragen gewidmeten Arbeiten auf die Bedingtheit und die Grenzen solcher auf die Wirtschaftsentwicklung bezüglicher Gesetze hingewiesen zu haben. Natürlich gibt es Vorgänge auf allen Märkten, die bestimmte Folgen auf den anderen Märkten nach sich ziehen, wenn gewisse Vorbedingungen, d. h. bestimmte Kräfteverhältnisse zwischen den einzelnen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Märkten bestehen. Um die ersteren zu erkennen, bedarf es nicht der Formulierung von Gesetzen (wie z. B. lebhafter Geschäftsgang, höhere Preise, Nachfrage von Kapital für die Betriebe, Abstoßung von Effekten, Kursrückgänge). Worauf es ankommt, ist allein, das jeweilige Kräfteverhältnis zwischen den einzelnen Märkten zu erkennen, d. h. aber nichts mehr und nichts weniger, als die gesamte Wirtschaftsverfassung und die Faktoren, die auf sie einwirken, in ein Urteil einzufangen — was von jeher der Börsenspekulant sich als Aufgabe gesetzt hat. Natürlich ist es für diese Urteilsbildung (und damit für die Beurteilung der Konjunktur und ihre Weiterentwicklung) von großer Bedeutung, wenn es gelingt, auf dem Wege der Statistik und der Enquete die Summe der unwißbaren, bzw. der Erfassung unzugänglichen Umstände auf ein Mindestmaß zu verringern.

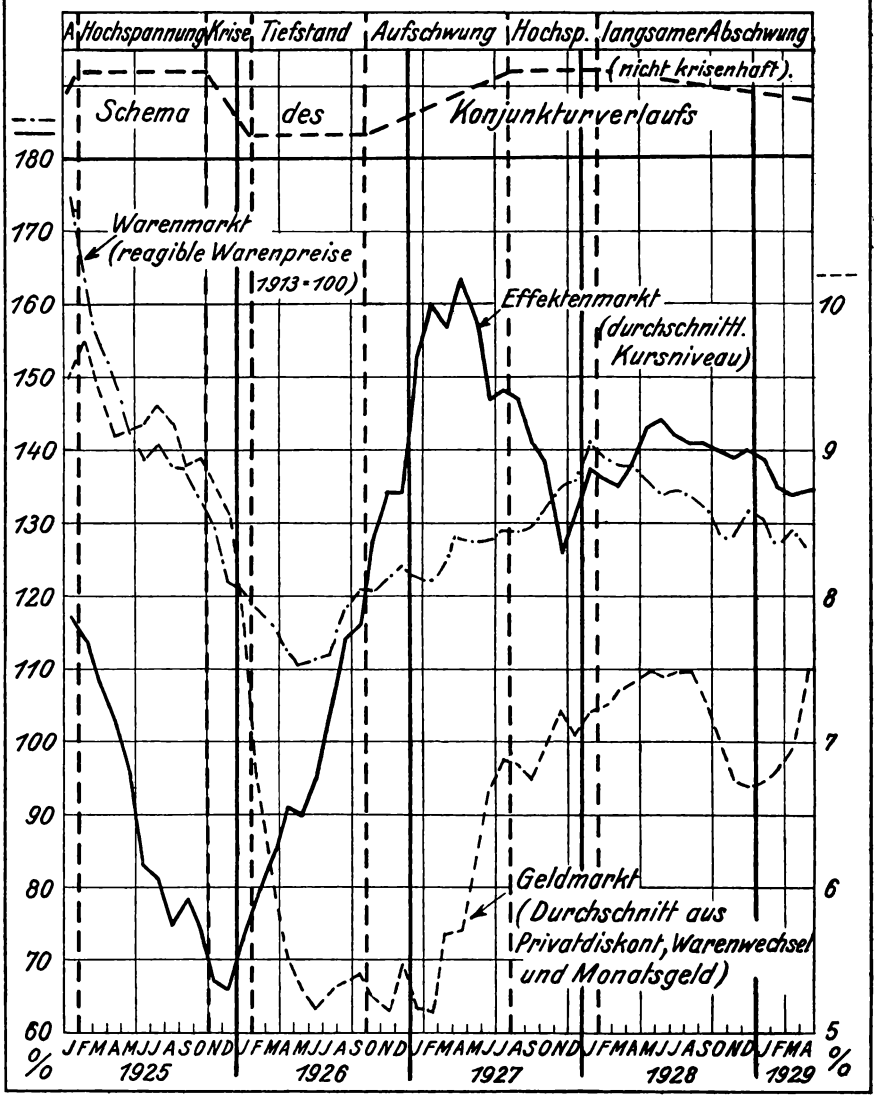
Vergleicht man auf der Tabelle VI die drei Kurven — Effektenmarkt, Warenmarkt und Geldmarkt — in der Zeit nach 1924, so ist es allgemein üblich, das Jahr 1926 als Ausgangspunkt zu nehmen, weil man meint, daß erst seit dieser Zeit wieder ein „normaler" Börsenverkehr zu beobachten sei. In der Tat ist die Kursbewegung Anfang 1924 stark von außergewöhnlichen Ereignissen beeinflußt: übergroße Kapitalknappheit, Wirkungen der Frankeninflation, erste Schätzungen über die Goldmarkumstellung sowie die im April einsetzende Kreditrestriktion, alles Ereignisse, die den Kursstand von 150,3 im Monat Februar auf 57,8 im Monat Juni herabdrücken. Dem im Juli 1924 einsetzenden Aufschwung geht die Kurserhöhung im Juni 1924 voraus. Dagegen findet der Rückgang der Kurse bereits ab Februar 1925 statt, während der Aufschwung in der Tabelle bis September 1925 anhält. Wenn bei einer solch kurzen Dauer der Konjunktur — im ganzen 1½ Jahre — der Absturz der Kurse bereits 8 Monate vorher beginnt, so können wiederum nur außergewöhnliche Umstände dies erklären: Die weitgehende Dividendenlosigkeit trotz Goldmarkumstellung und die finanziellen Schwierigkeiten großer Unternehmungen (Stinnes).

In dem zweiten Konjunkturablauf 1926/1927 beginnt die Kurssteigerung just in dem Augenblick — Februar 1926 —, von dem an nach den Angaben des Instituts für Konjunkturforschung der Tiefstand der Wirtschaftskonjunktur seinen Anfang nimmt. Die Änderung der Wirtschaftslage wird von dem Institut auf den Monat Oktober gelegt, wo der Aufschwung einsetzt. Bis zu dieser Zeit haben sich die Kurserhöhungen in gerader Linie fortgesetzt; sie erreichen ihren Höhepunkt Mitte Mai 1927, wo sie durch die Androhung der Reportkündigung von seiten der Großbanken ein plötzliches Ende finden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle VI

Das Barometer der drei Märkte



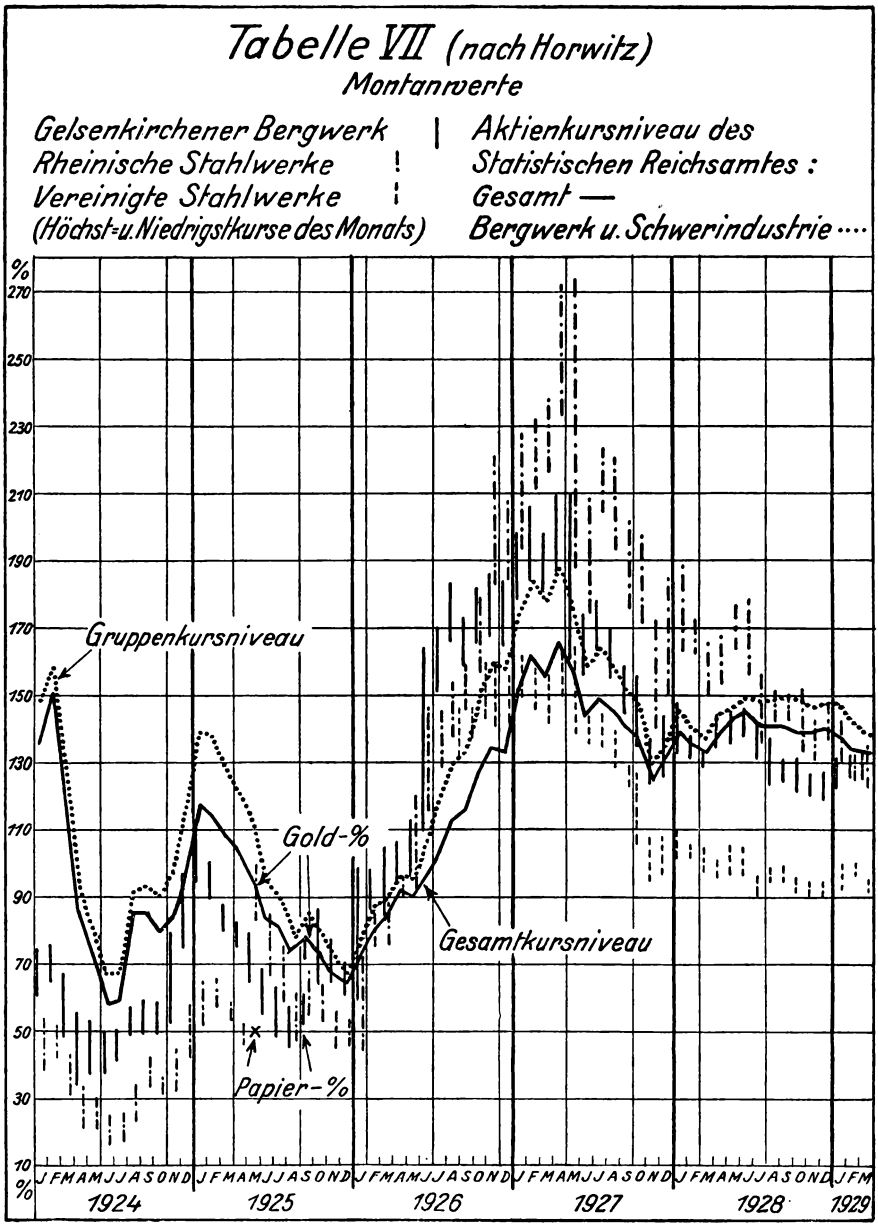
DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

In der Wirtschaftslage tritt eine Änderung erst Anfang 1928 ein, so daß also auch hier der Kursrückgang 7 Monate früher liegt bei einer Aufschwungszeit von insgesamt nur 14 bis 15 Monaten. Doch was wäre geschehen, wenn der Kurseinbruch Mitte Mai 1927 nicht gewaltsam herbeigeführt worden wäre? Vielleicht wäre der Zusammenbruch dann später erfolgt. Aber weiter: der Kursauftrieb des Jahres 1926 erfolgte unter starker Einwirkung der Entwicklung des Geldmarktes. Infolge Einströmens von Auslandskrediten trat eine Verflüssigung des Geldmarktes ein, wodurch die Zinssätze herabgesetzt werden konnten. Als die Reichsbank Anfang 1927 den Diskontsatz auf 5% (gegen 10% zu Anfang 1926) ermäßigte, konnte es nicht ausbleiben, daß sich auch die Rentabilitätsansprüche für Kapitalanlagen, insbesondere bezüglich der Aktien, veränderten, d. h. aber nichts anderes, als daß die Kurse, so wie sie waren, plötzlich eine andere Bedeutung bekamen (Steigerung der Kurse wegen Herabgehens des Kapitalisierungszinssatzes). Und wenn hierzu noch eine Änderung der Dividendenpolitik gekommen wäre, dann . . . Doch soll das nicht weiter ausgeführt werden, da es in Wirklichkeit eben anders gekommen ist. Mit diesen Einwänden soll nur angedeutet werden, daß es auch für den zweiten Konjunkturablauf kaum angängig sein dürfte, von normalen Entwicklungen zu sprechen, zumal auch dieses Mal ein außergewöhnliches Ereignis der Wirtschaft, dem Geldmarkt und der Börse zugute kam: der englische Bergarbeiterstreik. Trotzdem soll nicht unerwähnt bleiben, daß sich bei dem Abstieg der Konjunktur die Reihenfolge der drei Märkte wieder eingestellt hat: Mai 1927 Rückgang der Effektenkurse, Januar 1928 Rückgang der Warenkurve und August 1928 Rückgang der Zinssätze[46].

Horwitz hat seiner Arbeit: Die Kursbildung am Aktienmarkt der Berliner Börse, graphische Darstellungen beigegeben, auf denen neben dem allgemeinen Index und dem Gruppenindex die monatlichen Höchst- und Niedrigstkurse einer Anzahl von Papieren eingezeichnet sind. Die Ergebnisse sind in mehrfacher Hinsicht interessant. Auf der ersten Tabelle werden dargestellt: Gelsenkirchener, Rheinstahl und Vereinigte Stahlwerke. Es zeigt sich, daß in der Zeit 1924/25 die Kurs-

[46] Ähnlich heißt es in den Vierteljahrsheften zur Konjunkturforschung, 3. Jahrgang 1928, Heft 2, B: Untersuchungen zur Frage der Marktzusammenhänge: „In Deutschland blieb zwar die Aufeinanderfolge von Effekten-, Waren- und Geldmarkt sowohl bei dem 1926 einsetzenden Konjunkturaufschwung als auch bei dem seit Herbst 1927 zu verzeichnenden Konjunkturabstieg gewahrt. Aber auch hier besteht kein irgendwie festlegbarer Normalabstand in der Aufeinanderfolge."

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH



DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

kurven von Gelsenkirchener und Rheinstahl sowohl hinter dem Gesamt- als auch hinter dem Gruppenindex zurückbleiben (daß hierbei der Kurs von Gelsenkirchen — im Zusammenhang mit der ungeklärten Lage der Reparationen und der Micum-Verträge sowie des Todes von Stinnes auf 33,5% zurückgeht, soll — als ein charakteristisches Merkmal der damaligen Lage der gesamten deutschen Wirtschaft — nicht unerwähnt bleiben). In der Aufschwungszeit steigen beide Aktien über die Indexkurven, wobei zu bemerken ist, daß der Gruppenindex stärker ansteigt als der Gesamtindex, ein Zeichen für die stärkere Kursbewegung in diesen Papieren überhaupt. Die besonderen Gründe für die Steigerung der Kurse sind in dem Umstande zu suchen, daß beide Gesellschaften zu den Gründern der Vereinigten Stahlwerke gehören und die Kursentwicklung der Aktien der neuen Gesellschaft entscheidend wird. Nichtsdestoweniger ist es richtig, die Kursbewegung von Gelsenkirchen und Rheinstahl auch mit der Einführung des Terminhandels (1. Oktober 1925) in Zusammenhang zu bringen, der es ermöglicht hat, die Geschäfte stark zu erweitern. Was in der Tabelle besonders auffällt, das ist: Rheinstahl steigt in großen Sprüngen in den Haussemonaten April bis Mai 1927 weit über den Gruppenindex, um nach der Börsenkrisis vom 13. Mai 1927 um so tiefer zu stürzen. Infolge von Gerüchten, die von einer engen Verbindung zwischen Rheinstahl und der I. G. Farben wissen wollen, schließen sich die Aktien von Rheinstahl der Kursbewegung von I. G. Farben an. Im Jahre 1928 bewegt sich Rheinstahl wieder — wie 1924/25 — unter dem Gruppenindex — die andere Folge des Terminhandels.

Die Kursbewegung der Aktien der Vereinigten Stahlwerke ist ein Kapitel für sich. Nicht etwa, weil der Einführungstermin schlecht gewählt ist; im Gegenteil: die Aufwärtsbewegung der Börsenentwicklung ist (Oktober 1926) im besten Zuge und hält noch ein weiteres halbes Jahr an. Der Kurs der Vereinigten Stahlwerke steigt im Zusammenhang mit der allgemeinen Börsenentwicklung sogar bis auf 165% (Einführungskurs 130%). Was jedoch Bedenken erregt, ist: daß der Kurs die Erhöhung des Gruppenindex nicht ganz mitmacht, und daß seine Abwärtsbewegung viel früher einsetzt als die Gesamtentwicklung. Und schließlich: daß der Gesamtrückgang des Kurses der Vereinigten Stahlwerke größer ist als der Rückgang des allgemeinen Aktienindex, und daß er Ende 1928 sogar unter pari bewertet wird. Die Feststellung ist — in diesem Zusammenhang — von besonderem Interesse, daß eine allgemeine Erörterung über den „inneren" Wert der

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Stahlvereinsaktie einsetzt: man bemängelt insbesondere die hohe Kapitalisierung der neuen Gesellschaft mit Rücksicht auf die eingebrachten Anlagen und den Umsatz) sowie die großen, sich aus der Anleiheverschuldung ergebenden festen Lasten. Im ganzen: ein unrühmliches Kapitel in der Geschichte des deutschen Emissionswesens — zumal die Gründung der Vereinigten Stahlwerke ein außergewöhnliches Ereignis darstellt und nicht einfach mit anderen Gründungen auf eine Stufe gestellt werden kann. Welch große Hoffnungen haben sich an die Gründung des deutschen Stahltrusts geknüpft — und welche Enttäuschungen hat es gegeben; man muß wirklich die Sanftmut und die Geduld des Aktionärpublikums bewundern, das so ruhig die riesigen Verluste an seinem Vermögen erträgt...

Auf einer weiteren Tabelle wird in gleicher Weise die Kursentwicklung der Aktien von I. G. Farben behandelt. (Auf S. 238 befindet sich ein Abdruck als Tabelle VIII.) Hier zeigen sich folgende Ergebnisse:

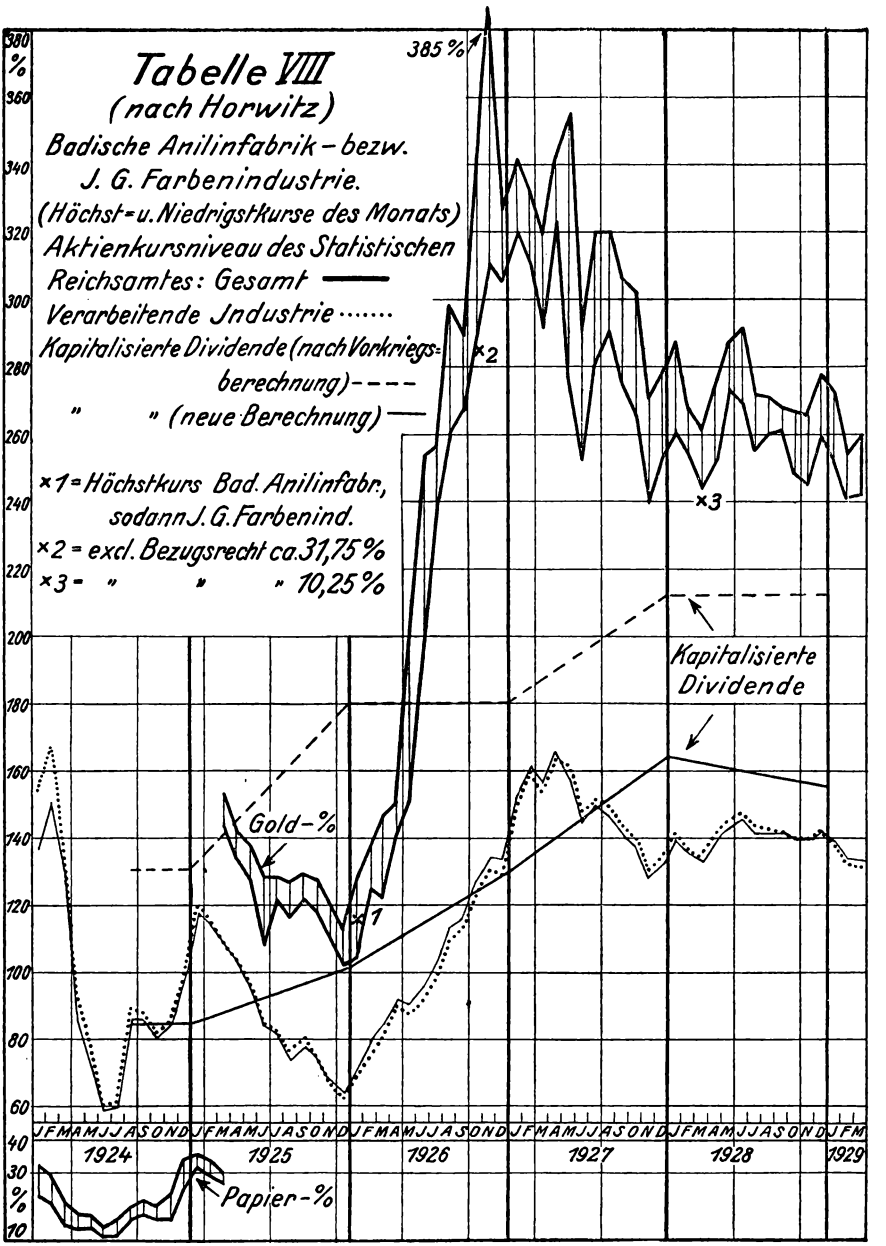
1. Zunächst fällt die große Übereinstimmung zwischen dem Gesamt- und dem Gruppenindex (verarbeitende Industrie) auf. Die Übereinstimmung zeigt, welche Bedeutung die Aktien der verarbeitenden Industrie für die Gesamtentwicklung der Börse haben.

2. Auch hier läßt sich die Tatsache feststellen, daß die Steigerung des Kurses der I. G. Farben-Aktien — zu Beginn des Aufschwungs — nach Wiedereinführung des Terminhandels eintritt.

3. Entscheidend ist jedoch die ab Mai 1926 zu beobachtende vollständige Loslösung der Kurskurve der I. G. Farben-Aktie von den Linien der Aktienindizes. Insbesondere in der Zeit von Oktober bis Dezember 1926 liegt der Kurs in einer Spanne von 200% über dem Aktienindex. Natürlich sind hierfür bestimmte Gründe vorhanden. Allgemeine: I. G. Farben sind das Spekulationspapier an sich geworden, das durch die große Beteiligung des Publikums eine höhere Bewertung erfährt. Besondere: Hoffnungen auf eine günstige Entwicklung der Farbenbranche im ganzen und der Ausdehnung der Betriebe der I. G. Farben, Steigerung der Gewinnergebnisse, günstige Vermutungen über die Dividenden- und Reservepolitik.

4. Im Gegensatz zur allgemeinen Börsenentwicklung wird der Höhepunkt der Kurslinie für I. G. Farben (385%) schon Ende

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH



DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

1926 erreicht, zu einer Zeit, wo der Gruppenindex den entscheidenden Schwung nach oben (bis 13. Mai 1927) erst tut.

5. Endlich: Die Kursschwankungen der I. G. Farben-Aktie erscheinen in der Abwärtsentwicklung (1. Januar 1927 bis 31. März 1929) zwar groß; doch ist — im ganzen betrachtet — der Rückgang allmählich und nicht — wie früher — plötzlich. Allerdings ist nicht zu erkennen, inwieweit die kursregelnde Tätigkeit interessierter Stellen mitgewirkt hat, von der vielfach in den Börsenberichten die Rede gewesen ist.

Die beiden Tabellen, so interessant ihre Ergebnisse zweifellos sind, sagen jedoch über die Hauptfrage, ob denn die Kursentwicklung der eingezeichneten Papiere richtig gewesen ist, noch nichts aus.

2. Und doch ist gerade diese Frage in der hier behandelten Zeit (1924—1928) Gegenstand lebhafter Erörterungen gewesen. Dabei ist die Unterfrage, ob die Kursbildung im Kassahandel oder im Termingeschäft vollkommener sei, gegenüber der allgemeinen Frage nach der Kursentwicklung überhaupt ein wenig in den Hintergrund getreten. Wie die graphische Darstellung der Börsenindizes der Frankfurter Zeitung — Tabelle IX — zeigt, weisen die darin eingezeichneten Linien:

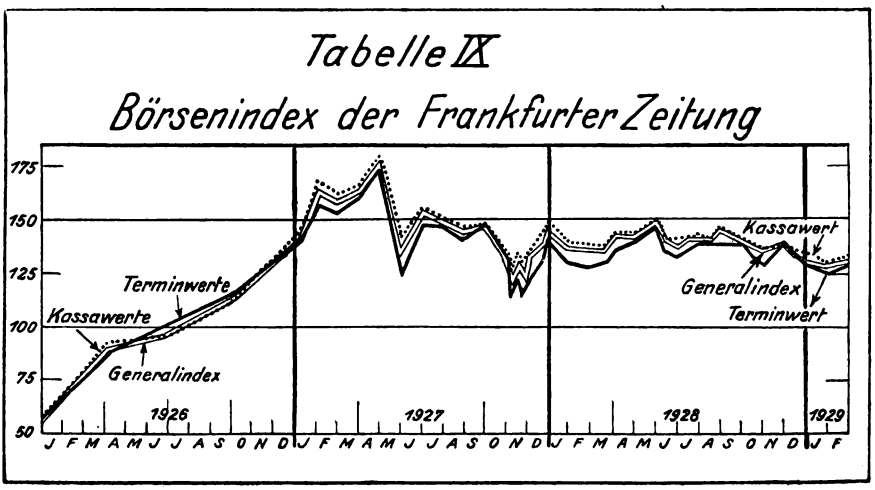
1. Gesamtaktienindex,
2. Index von Terminpapieren,
3. Index von Kassapapieren

eine große Übereinstimmung auf. Beim näheren Zusehen gewahrt man jedoch bemerkenswerte Einzelheiten, nämlich: daß lediglich beim ersten Aufschwung (1926) sich die Terminpapiere über den allgemeinen Aktienindex und die Kassapapiere erheben, daß dann aber von 1927 an die Kurve der Terminpapiere ständig unterhalb des Gesamtindex und der Kassapapiere verläuft. Oder anders gesehen: die Kassapapiere bewegen sich jetzt auf der höchsten Linie. Eine Erklärung hierfür kann nur darin gefunden werden, daß sich in den Kassapapieren die einseitig nach oben gerichtete Spekulationsneigung des Publikums mehr austoben kann als in den Terminpapieren, in denen immer wieder die pessimistische Stimmung der Börsenkreise durch Baissespekulationen einen Ausdruck findet. Im übrigen ist auf diese Frage unter 3. noch einmal zurückzukommeen.

Die Frage, auf die sich das Interesse einer weiteren Öffentlichkeit richtet, ist: Entsprechen die Kurse der Rentabilität, die man billiger-

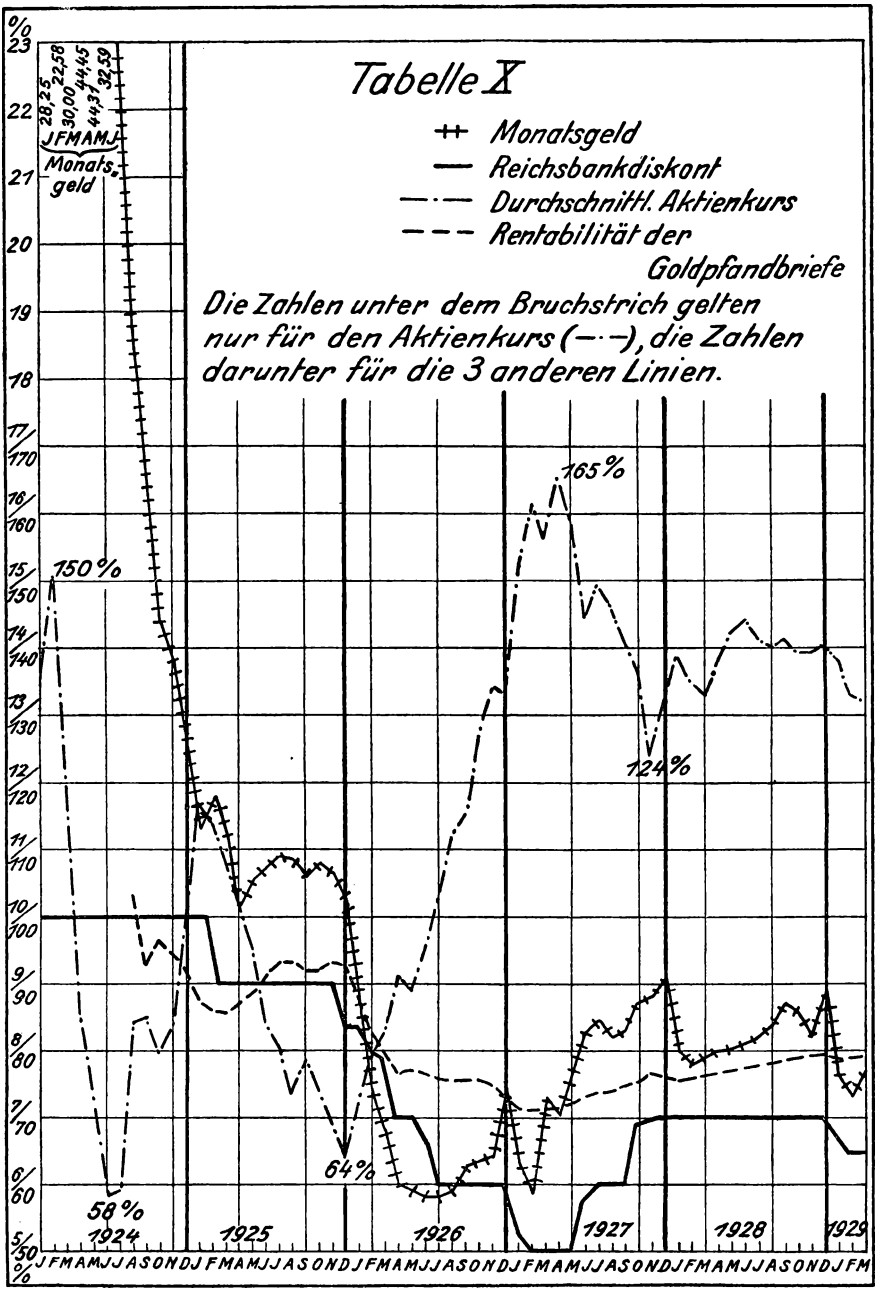
DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

weise von einer Kapitalanlage in Aktien erwarten kann? Immer wieder wird darauf hingewiesen, daß die Kursentwicklung, wie sie tatsächlich nach 1926 — und zwar für Aktien schlechthin — eingetreten ist, in die Irre gegangen, also falsch sei. Die Börse habe, so wird weiter betont, ihre Fähigkeit, den Kurs dem inneren Wert anzupassen, vollkommen verloren. Da die Dividenden, die die Gesellschaften in den Jahren 1924—1928 verteilt haben, nur gering, die Rentabilitätsansprüche — an anderen Anlagen gemessen — dagegen gestiegen seien, so seien die Kurse aller Aktien zu hoch, weil die tatsächliche Rente, die die Aktien bei diesen Kurswerten abwerfen, unzulänglich sei.



Auf der Tabelle X sind die Kurven der Zinssätze — Monatsgeld und Reichsbankdiskontsatz, der Aktienindex (nach den Angaben des I. f. K.) sowie der Rente der Goldpfandbriefe — eingezeichnet. Aus der Darstellung ist festzustellen: die (ungefähr) parallel laufende Entwicklung der Linie für das Monatsgeld und für die Rente der Goldpfandbriefe ist ein Zeichen dafür, daß sich die Kursentwicklung der festverzinslichen Papiere verhältnismäßig rasch den Veränderungen der Zinssätze angepaßt hat. Es ist selbstverständlich, daß die Rente der Goldpfandbriefe nicht die Ausschläge samt und sonders mitmacht, die sich bei dem viel empfindlicheren Zinssatz für Monatsgeld zeigen. Vergleicht man dagegen das Monatsgeld mit der Linie des Aktienindex, so läßt sich eine gleich große Übereinstimmung beider Linien nicht feststellen. So steigt zwar der Aktienindex in der zweiten Hälfte 1924, in welcher Zeit der Zinssatz für Monatsgeld schnell sinkt. Doch geht

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH



DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

dann der Rückgang der Kurse mit einem weiteren Rückgang der Zinssätze eine Zeitlang parallel. Von Anfang 1926 an ist die Übereinstimmung — Steigen der Kurse, Sinken der Zinssätze und umgekehrt — wieder hergestellt.

Entscheidend ist jedoch das Verhältnis der Aktienkurse zu den ausgeschütteten Dividenden. Nach „Wirtschaft und Statistik" stellte sich (in Prozenten):

Ende	Aktienindex an der Berliner Börse	Durchschnittliche Dividende	Aktienrente	Rente der Gold-Pfandbriefe im Durchschnitt des Monats Dezember	Monatsgeld im Jahresdurchschnitt
1913	170,69	10,02	5,87	—	—
1924	92,48	3,50	3,80	—	25,13
1925	88,19	4,14	4,70	9,00	10,82
1926	170,05	5,67	3,33	7,75	6,58
1927	161,51	7,19	4,45	7,33	7,82
1928	165,99	8,29	4,99	7,55	8,22

Aus dieser Zusammenstellung geht hervor:

1. daß zwar die durchschnittliche Dividende von 1924 bis 1928 erheblich gesteigert worden ist, ohne allerdings die Ziffer von 1913 wieder erreicht zu haben,
2. daß aber durch die Steigerung der Aktienkurse im Jahre 1926 die Aktienrente unter den tiefen Stand von 1924 gedrückt wird,
3. daß die Aktienrente in den Jahren 1927 und 1928 zwar wieder steigt, in der Hauptsache infolge Erhöhung der Dividenden, daß aber der Satz von 1913 noch nicht erreicht ist,
4. daß die Aktienrente beträchtlich hinter der Rentabilität der Goldpfandbriefe zurückbleibt, und endlich: daß der tiefste Stand der Rente (höchste Kurse der Aktien) mit dem niedrigsten Stand der Zinssätze zusammenfällt (Jahr 1926).

In der (von Horwitz übernommenen) Tabelle VIII — Aktienindex und Höchst- und Niedrigstkurse von I. G. Farben — habe ich, um das Verhältnis von Aktienkurs und Aktienrente zu kennzeichnen, zwei weitere Linien eingezeichnet. Die erste Linie stellt — nach dem Verfahren der Tabellen I—V, vgl. S. 180 — die kapitalisierte Dividende in der Rechnung der Vorkriegszeit, die zweite die kapitalisierte Dividende nach der durchschnittlichen Rente der Goldpfandbriefe in den Jahren 1924—1928 dar. Es wird deutlich, in welchen Abständen der

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Kursverlauf von der Dividendenlinie abweicht, selbst wenn man der Aktie die niedrige Verzinsung der Vorkriegszeit zubilligt. Dagegen paßt sich die Entwicklung des allgemeinen Aktienindex dieser Linie besser an.

Wie ist nun die geringe Rentabilität des in Aktien angelegten Kapitals zu erklären? Zunächst sei bemerkt, daß eine Statistik, die die Kurse mit den gezahlten Dividenden vergleicht, insofern ein falsches Bild ergibt, als nicht so sehr die gezahlten Dividenden für die Gestaltung der Kurse in Betracht kommen als die zukünftige, im Augenblick noch unbekannte und ungewisse Höhe der Dividende. Es empfiehlt sich daher, die Kurse des einen Jahres mit den Dividenden des nächstfolgenden Jahres in Beziehung zu bringen. Außerdem müssen die — oft sehr wertvollen — Bezugsrechte in die Berechnung der Rente eingestellt werden, was in der obigen Tabelle nicht geschehen ist. Und schließlich ist nicht zu übersehen, daß für den Kurs einer Aktie eben nicht nur der Ertragswert — kapitalisierte Dividende — maßgebend ist, sondern auch noch andere Bestimmungsgründe enthält (vgl. oben S. 132f.). Wenn schon in gewöhnlichen Zeiten die Verhältnisse bei den einzelnen Gesellschaften so verschieden lagen, daß es bei gleichen Dividenden weder gleiche Kapitalisierungszinssätze noch gleiche Kurse gab, um wieviel mehr müssen sich die sonstigen Bestimmungsgründe für die Preisbildung bemerkbar machen in Zeiten, wo jede überkommene Ordnung einer Neugestaltung gewichen ist. In der Tat sind in den Jahren 1924—1928 eben andere Bestimmungsgründe in den Vordergrund getreten. Ich lasse hier im Wortlaut folgen, was ich darüber bereits im Jahre 1927 geschrieben habe[47]:

Sie sind so bekannt, daß ihre einfache Aufzählung genügt. Die in den Händen der Verwaltung befindlichen Mehrstimmen-(Schutz-)aktien rufen die Zusammenfassung von entsprechenden Mengen gewöhnlicher Aktien hervor, wenn es darauf ankommen soll, den Maßnahmen der Mehrstimmenaktien zu begegnen. Durch die Bildung von Aktienpaketen in einer Hand entsteht in diesen oder jenen Aktien eine große Nachfrage, die die Kurse steigert. Natürlich liegen auch in diesen Fällen ernste Rentabilitätsüberlegungen vor; sie können jedoch für eine weitere Zukunft angestellt sein, im Augenblick durch andere Vorteile ersetzt werden. Das gilt insbesondere für solche Aufkäufe, die aus Gründen dauernder Beteiligungen oder Fusionen, schließlich

[47] Vgl. Zeitschrift für Handelswissenschaft und Handelspraxis, Jahrg. 1928, S. 1.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

zur Trustbildung erfolgen. Wie die Wirtschaftsführer durch Neuordnung ihrer Betriebe, durch Zusammenschlußbestrebungen und sonstige Pläne die Schwierigkeiten der ungeklärten Wirtschaftslage zu überwinden versuchen, so wird in gleichem Maße die Phantasie der Spekulanten angefacht, sich durch Aktienkäufe an den finanziellen Folgen der Neuordnung zu beteiligen. Dadurch wird der Boden vorbereitet für ein Mitgehen an der Börse, wenn die Aufkäufe von interessierter Seite ruchbar werden.

Zu diesen und anderen Sonderfaktoren der Preisbildung kommt, daß selbst dort, wo man der Rentabilität wieder einen größeren Spielraum einräumen möchte, dies gar nicht so einfach möglich ist, weil die Rentabilität noch nicht wieder das kleine Einmaleins der Dividenkapitalisierung wie früher ist. Die Ausführungen über die Dividenden- und Reservepolitik haben gezeigt[48], wie sehr die Gewinnhöhe durch Vorsichtsmaßnahmen beeinflußt wird, und wie insbesondere die ausgeschütteten Dividenden mehr das Ergebnis sorgfältiger Überlegungen als der entsprechende Ausdruck für den erzielten Betriebsgewinn sind. Hierbei spielen die Nachwirkungen aus der Goldmarkumstellung noch ebenso mit wie die positiven und negativen Ergebnisse der Rationalisierung. Alles dies läßt sich von außen her nur schwer erkennen; insbesondere die Auswirkung auf die wirkliche Gewinn- und Verlustrechnung schwebt für den Außenstehenden ganz in der Luft. Zum mindesten glaubt er als sicher annehmen zu dürfen, daß die gezahlten Dividenden eben nicht als eine maßgebliche Grundlage für die Rentabilitätsberechnung angesehen werden können, soll heißen: daß die zukünftige Rentabilität noch ungewiß ist. Wenn die Börse diese Ungewißheiten zeitweilig nach der Richtung hin auszulegen sich bemühte, daß die Zukunft günstiger werden müsse, so konnte das angesichts der Betonung der scharfen Zusammenlegung des Kapitals und der zu erwartenden Rationalisierungsergebnisse, von denen es immer hieß, daß sie sich in Zukunft einstellen würden, nicht weiter wundernehmen.

Immerhin: hinter diesen Überlegungen und Vorgängen steckt noch eine Erscheinung, die nicht übersehen werden darf, und das ist eine gewisse Strukturwandlung innerhalb dessen, was man Spekulation zu nennen pflegt. Aus der Inflationszeit hat sich noch viel von der spekulativen Einstellung, die damals der Selbsterhaltungstrieb herausforderte, erhalten. Weite Kreise der Bevölkerung hatten vermittelst

[48] Vgl. mein Buch: Kapital und Betrieb, Leipzig 1929, S. 181ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

der Spekulation vermeintliche oder echte Gewinne gemacht; sie stellten in den Jahren 1926 und 1927 die Hilfstruppen für den Glauben an eine weitere Kurssteigerung. Dazu kommt, daß sich auch innerhalb der für das Börsengeschäft in Betracht kommenden Käuferschichten eine Wandlung vollzogen hat. Der alte Rentnerstand, der die Aktien als Kapitalanlage erwarb, ist in der Inflation untergegangen; eine neue Rentnerklasse ist noch nicht wieder da oder erst im Werden begriffen. Die jetzigen Käufer sind andere Schichten, die sich am Börsengeschäft beteiligen, um durch Spekulationsgewinne ihr Einkommen zu erhöhen. Das alles muß natürlich auf das Börsengeschäft einwirken und trägt dazu bei, einen an sich berechtigten Optimismus leicht in der Kursentwicklung zu übertreiben. Natürlich werden sich hier Rückbildungen vollziehen, wenn aus den Übertreibungen Verluste entstehen und die erhofften Einkommenssteigerungen ausbleiben. So wird gewissermaßen von zwei Seiten — von den Unternehmungen wie von den Aktienkäufern — der Rückzug auf die Linie einer angemessenen Verzinsung zu erwarten sein.

3. Bleibt zum Schluß noch die Frage zu erörtern, wie sich die Preisbildung auf den einzelnen Märkten: Terminmarkt, Schwankungsmarkt und Kassamarkt nach der Stabilisierung gestaltet hat. Der Zusammenklang der drei Märkte im allgemeinen, d. h. unter Zugrundelegung der Aktienindizes, ist oben (S. 237) bereits dargelegt worden. Hier handelt es sich noch um die Feststellung, auf welchem Markt die Preisbildung sich am vollkommensten darbietet, insbesondere: bei welcher Geschäftsform der Ausschlag der Kursschwankungen am geringsten ist? Es handelt sich also um eine Nachprüfung und Kritik der täglichen Kursveränderungen.

Hierbei ist zunächst die Feststellung von Bedeutung, daß — im ganzen gesehen — die täglichen Kursveränderungen in den Jahren 1924 bis 1929 allgemein größer geworden sind, als sie in der Vorkriegszeit waren. Wenn damals Kursausschläge an einem Tage von 4—6% als recht beträchtlich, von 7—10% sogar als Ausdruck einer Krise angesehen wurden, so sind heute solche Tagesschwankungen viel häufiger anzutreffen. Sie erregen auch lange nicht mehr das Aufsehen wie früher und scheinen viel leichter überwunden zu werden. Die Ursachen für diese Erscheinung sind einmal darin zu suchen, daß die veränderte Kaufkraft des Geldes die größeren Kursunterschiede erträglicher macht, und daß — wie schon oben ausgeführt — die Spekulation von Einkommensbeziehern immer noch eine große Rolle neben dem eine Rente suchenden Anlagekapital spielt. Die größeren Kursausschläge

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

stellen sich als eine Folge der unsicheren Bewertungsgrundlagen dar: Gestaltung der Wirtschaft unter dem Druck der Reparationen, Entwicklung der Zinssätze und der Rentabilitätsansprüche sowie Handhabung der Dividenden- und Reservepolitik. Es ist anzunehmen, daß mit der fortschreitenden Ordnung all dieser Verhältnisse — wenn der innere Wert der Aktien wieder schärfer und eindeutiger zu erkennen ist — in der Zukunft auch die Kursschwankungen wieder zusammenschrumpfen werden.

Zur Beantwortung der Frage: bei welcher Geschäftsform die größeren, bzw. geringeren Kursveränderungen zu beobachten sind, können zwei Abschnitte in der Börsenentwicklung die Unterlagen liefern. Der erste Abschnitt betrifft die Zeit vom 11. bis 18. Mai 1927: Androhung der Kreditkündigung von seiten der Großbanken; der zweite Abschnitt betrifft die Zeit vom 18. bis 23. April 1929: Stocken der Reparationsverhandlungen in Paris.

Was zunächst den ersten Abschnitt anlangt, so stellen sich die Kursveränderungen nach dem „Deutschen Volkswirt“[49] wie folgt:

	vom 11. Mai		
	bis 18. Mai in Prozenten	bis 24. Mai in Prozenten	bis 1. Juni in Prozenten
am Terminmarkt.	— 7,6	— 13,2	— 22,1
am Schwankungsmarkt. . . .	— 4,4	— 9,7	— 17,7
am Kassamarkt	— 3,4	— 7,9	— 13,9

Zu dieser Berechnung ist zu bemerken, daß hierbei der Durchschnittskurs sämtlicher an der Berliner Börse notierten Aktien sowie die Unterschiede von Woche zu Woche, bezogen auf den Endkurs der letzten Woche vor dem „schwarzen Freitag“, zugrunde liegen. Es handelt sich also um ein mehr summarisches Verfahren: Was ist am Ende als Rest der Kursveränderungen übriggeblieben? Das Ergebnis ist: in allen drei Zeitpunkten der Größe nach die Reihenfolge: Terminmarkt, Schwankungsmarkt und Kassamarkt. Bemerkenswert ist ferner der gleichbleibende Abstand: die Kursveränderung im Terminhandel etwa doppelt so groß wie beim Kassageschäft.

Zu ähnlichen Ergebnissen führt die ebenfalls dreiteilige, jedoch nur für wenige Stichtage veröffentlichte Berechnung des Durchschnittskurses aller an der Berliner Börse notierten Aktien seitens der Deutschen Bank[50]. Die Kursveränderungen vom 9. bis 14. Mai betragen hiernach:

[49] 1. Jahrgang 1926/27, Beilage S. 519, 533, 551.

[50] Wirtschaftliche Mitteilungen vom 15. Mai 1927.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

am Terminmarkt . . . . . — 11,6%,
am Schwankungsmarkt . . . . . — 10,8%,
am Kassamarkt . . . . . — 9,3%.

Doch sind hier die Unterschiede zwischen den drei Märkten nicht mehr sehr erheblich.

Es bleibt daher noch übrig, auf die täglichen Kursveränderungen zurückzugehen. Zu diesem Zweck sind in der nachfolgenden Übersicht (von Horwitz) je drei Termin-, Schwankungs- und Kassapapiere gegenübergestellt worden:

Es betragen die Kursveränderungen (in Prozenten des Wertes):

	vom 11. Mai	
	auf den 12. Mai	auf den 13. Mai
a) Terminwerte:		
1. J. G. Farben	— 4,0	— 11,0
2. Rheinische Stahl	— 4,1	— 20,9
3. Gelsenkirchener	— 4,9	— 10,7
b) Schwankungswerte:		
1. Schlesische Portland	— 3,8	— 9,4
2. Rhein.-Westfäl. Elektrizitätswerke	— 3,1	— 9,7
3. Polyphonwerke	— 1,7	— 10,7
c) Kassawerte:		
1. Mix und Genest	— 1,7	— 5,3
2. Deutsche Ton- und Steinzeug . .	— 1,1	— 9,0
3. Buckau Maschinen	— 1,8	— 3,7

Zunächst: um eine möglichst gute Vergleichbarkeit zu haben, sind die Papiere nach dem Gesichtspunkt ausgewählt worden, daß sie einen verhältnismäßig großen Markt aufweisen (die Schwankungswerte sind inzwischen in den Terminhandel, die Kassapapiere in den Schwankungsmarkt überführt worden). Das Ergebnis ist auch hier: die größten Kurssenkungen — in Prozenten des Wertes — bei den Terminpapieren; es folgen die Schwankungswerte und dann die Kassapapiere. Beachtenswert ist die verhältnismäßig große Übereinstimmung in den einzelnen Gruppen (Ausnahme: Rheinstahlwerke am 13. Mai sowie Deutsche Ton- und Steinzeug gleichfalls am 13. Mai) sowie der Abstand zwischen Kassapapieren und Terminwerten. Zwischen den Terminpapieren und Schwankungswerten ist kaum noch ein Unterschied festzustellen. Bei diesen Feststellungen ist nun nicht außer acht zu lassen, daß der Grund für die Panik (schwarzer Freitag) nämlich die Androhung — und spätere Verwirklichung — der Kredit-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

kündigung in erster Linie den Terminhandel treffen mußte. Denn die Kreditkürzung bezog sich auf die Reports, als die Darlehen, mit denen die Berufsspekulation ihre Geschäfte im Termin- und Schwankungshandel finanziert. Trotzdem kann angenommen werden, daß eine allgemeine Kreditkündigung grundsätzlich die gleiche Wirkung auf die Kurse, wenn auch in den Ausmaßen abweichend, herbeigeführt haben würde.

In dem zweiten Abschnitt stellten sich die Kursveränderungen — in Prozenten — wie folgt:

	vom 18. bis 23. April 1929
a) Terminwerte:	
1. J. G. Farben	— 4,2
2. Rheinstahl	— 7,0
3. Gelsenkirchen	— 2,5
b) Schwankungswerte:	
1. Deutsche Ton und Stein	— 1,0
2. Buckau Maschinen	— 1,6
3. Mix und Genest	— 0,7
c) Kassawerte:	
1. Görlitzer Waggon	+ 0,9
2. Wegelin & Hübner	— 0,5
3. Neckarwerke	+ 0,4

Daß die Kursveränderungen, im ganzen gesehen, nicht übermäßig groß geworden sind, erklärt sich daraus, daß dieses Mal das kursbeeinflussende Ereignis: Stocken der Verhandlungen in Paris nicht — wie im Falle des 13. Mai 1927 — sozusagen über Nacht gekommen ist. Vielmehr hatte die Börse den wechselvollen Gang und die Möglichkeit der Verlegung schon seit längerer Zeit in der Kursentwicklung berücksichtigt. Trotzdem läßt sich auch hier das gleiche Ergebnis feststellen: größere Schwankungen im Termin- und Schwankungsmarkt.

Was ist zu diesen Ergebnissen zu sagen, und wie verhalten sie sich zu den Feststellungen aus der Vorkriegszeit, die die Grundlagen dieses Buches bilden? Man wolle sich erinnern, daß vor 1896 (vor dem Börsengesetz) die Kursschwankungen der Terminpapiere größer waren als die der Kassapapiere, und daß nach 1896 (bis 1908: Erlaß der Börsengesetznovelle) die Preisbildung im Kassageschäft unregelmäßiger war als die der Großkassapapiere (nachdem der Terminhandel verboten worden war). Die Zeit nach der Stabilisierung stimmt

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

mit der Zeit von 1908 bis 1913 überein: wieder größere Kursschwankungen im Terminhandel. Vergleicht man aber die Zeit 1908 bis 1913, bzw. 1925 bis 1929 mit der Zeit vor 1896, so ergibt sich, daß die Kursschwankungen im Terminhandel nach Erlaß der Börsengesetznovelle und — unter Berücksichtigung der veränderten Größe der Kursschwankungen überhaupt — nach der Stabilisierung geringer geworden sind.

Die Erklärung hierfür ist: vor 1896 hat die unbeschränkte und zügellose Beteiligung der Spekulation und des Publikums die Kursausschläge im Terminhandel vergrößert. Während des Verbots des Terminhandels hat die vermehrte Spekulation im Kassageschäft hier die Preisbildung ungenauer gemacht. Nach Erlaß der Börsengesetznovelle bleibt die große Masse des „Privat"publikums dem Terminhandel fern; Berufsspekulation und die sachverständigen Kreise des spekulierenden Publikums benutzen vorzugsweise das Termingeschäft und den Schwankungsmarkt. Doch ist das nicht so zu verstehen, daß diese Scheidung nach den Geschäftsformen (Termin-, Schwankungs- und Kassahandel) auch eine Scheidung nach den Papieren (Termin-, Schwankungs- und Kassapapiere) bedeuten würde. Im Gegenteil: auch die große Masse des spekulierenden Publikums beteiligt sich an der Spekulation in den Papieren des Terminmarktes, nur benutzt es hierbei eben mehr die Form des Kassageschäfts. Da die Zahl der Papiere, die am Termin-, bzw. am Schwankungsmarkt sowohl auf Zeit, bzw. zu variablen Kursen als auch per Kassa gehandelt werden, gegen früher stark vermehrt worden ist, so ist festzustellen, daß sich nunmehr in den Papieren des Termin- und Schwankungsmarktes der Hauptteil des gesamten Börsengeschäfts abspielt.

Es ergibt sich also — was sich übrigens mit der Stellungnahme von Göppert und Lansburgh deckt —, daß mit der Zunahme der Spekulation jeweils auch die Preisbildung in den betreffenden Papieren ungenauer wird, sei es nun, daß sich die Spekulation des Terminhandels oder des Kassageschäfts bzw. — wie es heute der Fall ist — der Werte des Termin- und Schwankungsmarktes bedient. Es wird darauf ankommen, jeweils das kleinere Übel herauszufinden. Soweit die Geschäftsformen hierbei in Betracht kommen, scheint der jetzige — gesetzliche und tatsächliche — Zustand dieser Forderung zu entsprechen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

BERICHTIGUNG UND NACHTRAG ZU SEITE 117 (LETZTER ABSATZ).

Während des Druckes sind Veränderungen eingetreten, so daß sich die Organisation der Berliner Liquidationskasse nunmehr — ein wenig ausführlicher — wie folgt stellt:

Jedes Vereinsmitglied hat bei seinem Eintritt in den Verein an die Liquidationskasse A.-G. eine Einlage in barem Gelde als Garantiesumme zu leisten, welche der Liquidationskasse A.-G. als Sicherheitsleistung für seine Verbindlichkeiten und Haftpflichten dient und ihm verzinslich gutgeschrieben wird. Die Höhe der Einlage richtet sich nach den Umsätzen und wird für jedes Mitglied in der Weise bestimmt, daß die Mitglieder in fünf Klassen eingeordnet werden, und zwar betragen die Einlagen für die erste Klasse 250000 ℳ, für die zweite 100000 ℳ, für die dritte 50000 ℳ, für die vierte 30000 ℳ und für die fünfte 20000 ℳ.

Außer dieser einmaligen Bareinlage hat jedes Vereinsmitglied für die von ihm abgeschlossenen Termingeschäfte, soweit sie mehr als 100000 ℳ ausmachen, Einschüsse in Höhe von 5% des ausmachenden Betrages (Mitglieder der fünften Klasse von 10%, und zwar von 50000 ℳ ab) zu leisten, und zwar in bar oder durch Hinterlegung von Wertpapieren. Die Wertpapiere werden, sofern es sich um erstklassige festverzinsliche und um terminfähige Wertpapiere handelt, mit 100% des Kurswertes, sonst mit 90% angerechnet.

Bei Kurssenkungen werden sofort entsprechende Nachschüsse fällig. Der Vorstand der Liquidationskasse hat ferner das Recht, jederzeit von einem Mitglied eine größere Sicherheit als 5 bzw. 10% zu verlangen.

Bei Versagen eines Mitgliedes haftet dessen Einlage und Deckung. Außerdem werden die Rücklagen des Vereins herangezogen, und ein etwaiger weiterer Rest wird nach einem bestimmten Verfahren umgelegt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-56788-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 08:23:14
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH