

Die Regulierung des Börsenterminhandels im Deutschen Kaiserreich

Alexander Engel

Center for European Studies, Harvard University

Institut für Wirtschafts- und Sozialgeschichte, Universität Göttingen



Derivate und Finanzstabilität – Erfahrungen aus vier Jahrhunderten

Berlin | 10. Mai 2012

- (1) Entwicklung und Kritik des Terminhandels
- (2) Etappen der Gesetzgebung
- (3) Maßnahmen des Börsengesetzes 1896
- (4) Auswirkungen
- (5) Novellierung des Börsengesetzes 1904–1908
- (6) Schluss

Börsenterminhandel in Wertpapieren

- Ursprünge im Aktienhandel 16./17. Jh. (NL/EN); frühes 19. Jh.: Staatspapiere; mit Industrialisierung Boom der Aktienmärkte. Zweck: Differenzspekulation
- I.d.R. entweder nur Kassahandel (→ USA) oder nur Terminhandel (→ Kontinentaleuropa), d.h. Liquidierung an Stichtagen (oft: Monatsende)

Börsenterminhandel in Waren

- ab 1850 Berliner Spot- und Terminpreise für Getreide (Chicago: 1877)
- wichtigste dte. Terminmärkte nach 1880: Getreide (v.a. Berlin), Rübenzucker (Magdeburg), Rohrzucker & Kaffee (HH), Baumwolle (HB), Wolle (Leipzig)
- In öffentlicher Wahrnehmung nicht als Derivate konzeptualisiert: Glattstellung als Ausnahme-, effektive Erfüllung als Regelfall angenommen

Angriffe auf den Terminhandel

- Glattstellung in der Praxis die Regel: Missbrauch, Börsenspiel?
- Häufige Corner
- Tauziehen marktmanipulierender Bullen und Bären? Demnach Preise (1) auf falschem Niveau, (2) willkürlich-zufällig oder (3) volatiler

Verteidigung des Terminhandels und der Spekulation

- Vorteil arbeitsteiliger Spezialisierung (Differenzspekulant \leftrightarrow Effektivkaufm.)
 - Exaktere vorausschauende Preisfindung (weniger Volatilität)
 - Market Making \rightarrow Liquidität \rightarrow Hedging/Risikotransfer
- Prinzip und Technik sind richtig und wichtig, lediglich Missstände der Praxis (etwa: störender Einfluss der urteils- und kapitallosen Amateurspekulation)

(2) Etappen der Gesetzgebung



Vorab: ‚Börsensteuer‘

- v.a. zwecks Steuergerechtigkeit: 1881 Einführung Reichstempelabgabe auf Wertpapiere (Emissionssteuer) und Schlussscheine (Transaktionssteuer)
- auf Wertpapierumsatz 0,1 ‰, Warenumsatz 0,2 ‰ (1894 verdoppelt)

Regulierung des Terminhandels: ein internationales Phänomen

- ‚Bärenjagd‘: in den 1890er Jahren zunächst direkte Verbotsversuche
 - Baisse-Spekulation sei verantwortlich für Agrarpreisdepression
 - Erfolgchancen, wenn politischer Einfluss der Agrarier (USA, GER, AUT)
- Nach 1900 differenziertere Regulierungsbemühungen
 - Trennung ‚berechtigter‘ von ‚unberechtigter‘ Spekulation
 - Etablierung obrigkeitlicher Aufsicht und Kontrolle

(2) Etappen der Gesetzgebung



Entwicklung der deutschen Gesetzgebung

- Öffentliche Debatte infolge einer Verkettung von Bankzusammenbrüchen und Cornern um 1890
- Einsetzung einer Börsen-enquêterkommission 1892/93, ausgewogen mit Gegnern/Befürwortern bzw. Agrariern, Kaufleuten, Akademikern etc. besetzt
- Börsengesetz 1896 (in Kraft zum 01.01.1897) unter agrarischem Einfluss, betreffend Terminhandel (Abschnitt IV) z.T. wesentlich gegen die Empfehlungen der Kommission
- Kontrovers diskutiert, erweist sich in der Praxis als schlecht konstruiert: Maßnahmen zeigen nicht die intendierten Wirkungen
- (liberalisierende) Novellierung beginnt 1904, in Kraft schließlich Mai 1908

(3) Maßnahmen des Börsengesetzes 1896



Definition von Börsentermingeschäften in Waren oder Wertpapieren (§ 48)

- Wenn auf festbestimmte Lieferungszeit oder -frist geschlossen
- Wenn nach Geschäftsbedingungen des Börsenvorstands für Terminhandel
- Wenn eine amtliche Feststellung von Terminpreisen für Geschäfte dieser Art an der Börse erfolgt

Börsenterminhandel partiell untersagt (§ 50)

- Kein BTH in Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen
- Kein BTH, wenn Unternehmenskapital unter zwanzig Millionen Mark
- Kein BTH in Getreide und Mühlenfabrikaten
- Bundesrat kann weitere Verbote (oder Bedingungen) aussprechen

(3) Maßnahmen des Börsengesetzes 1896



Börsenaufsicht (§§ 1-4)

- Bundesrat ernennt ein Sachverständigengremium (Börsenausschuss)
- Börsenbetrieb nur mit Genehmigung der Landesregierung
- Börsenaufsicht durch Landesregierung, kann an örtliche Handelskammer delegiert werden. Staatskommissare überwachen die Börsenorgane
- Börsenordnung genehmigungspflichtig durch die Landesregierung
- Landesregierung kann Vertretung von Landwirtschaft und Müllerei in den Vorständen der Produktenbörsen erzwingen

Börsenregister

- Öffentliches Register aller, die an Börsentermingeschäften teilnehmen wollen
- Börsentermingeschäfte nur klagbar, wenn beide Parteien registriert

(4) Auswirkungen



Scheitern des Registers

- Als Exklusionsinstrument gegen ungeeignete Spekulanten gedacht, doch schreckt die Bloßstellung durch öffentliche Eintrag alle Beteiligten ab
- Nur wenige Eintragungen, insbesondere nicht von Seiten der Hauptakteure
- Geschäfte auf Ehrenwort statt Klagbarkeit gegründet

Widerstand der Berliner Produktenbörse

- Selbstauflösung aus Protest gegen agrarische Vorstandsvertreter (7/16)
- ‚Schattenbörse‘ in Nachbargebäuden (zunächst im Feenpalast ggü.)
- Offizielle Re-Etablierung April 1900, nach Neuverhandlung der Vorstandszusammensetzung

(4) Auswirkungen



Umgehung des Warenderminhandelsverbots

- Berliner Händler gehen zu handelsrechtlichen Lieferungsgeschäften nach HGB über: keine Börsentermingeschäft nach § 48 BörsG, denn
 - erlauben dem Verkäufer Nachfristen (faktisch nie wahrgenommen)
 - Geschäftsbedingungen auf Schlusschein, nicht vom Börsenvorstand
- Effekt: faktische Emulation des Börsenterminhandels, Ausschluss von Outsidern, Berliner Produktenbörse verliert an internationalem Einfluss

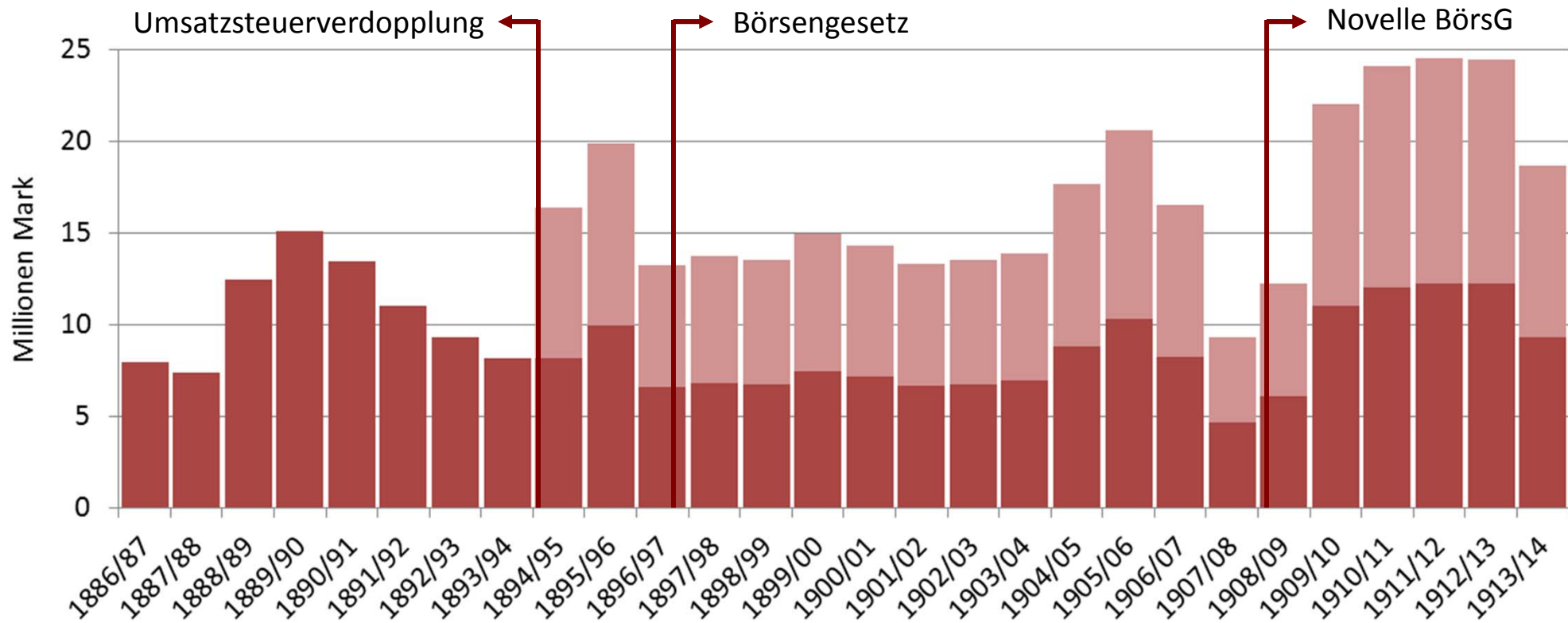
Effektenbörsen

- Übergang zu handelsrechtlichen Lieferungsgeschäften
- Verlagerung auf Kassaspekulation nach US-amerikanischem Vorbild

(4) Auswirkungen



Börsensteuer als Indikator für die Umsatzentwicklung des Börsenhandels



Erträge der Umsatzsteuerkomponente der Reichsstempelabgabe im Rechnungsjahr (01.04. – 31.03.)

Schlusscheine im **Wertpapierhandel**: 0,1 ‰, ab 1894/95 0,2 ‰

Schlusscheine im **Warenterminhandel**: 0,2 ‰, ab 1894/95 0,4 ‰

Quelle: Statistisches Jahrbuch des Deutschen Reiches, Übersichten zum Finanzwesen

(5) Novellierung des Börsengesetzes 1904–1908



Neuregelungen

- Abschaffung des Börsenregisters. Stattdessen:
Vollkaufleute, berufsmäßige Börsenhändler, zugelassene Börsenbesucher und Ausländer sind automatisch termingeschäftsfähig
- Termingeschäfte mit Outsidern werden verbindlich, wenn diese
vorschriftsmäßige Sicherheiten hinterlegen
- Bundesrat kann Terminhandel in einer Bergwerks- oder Fabrikaktie erlauben
- Explizite Erlaubnis zu handelsrechtlichen Lieferungsgeschäften
bei Getreide und Mehl;
Börsertermingeschäfte hier zwar nicht erlaubt, aber erfüll- und nicht strafbar

Inkompatible Intentionen der Börsengesetzgebung

- völlige Ausschaltung der Börsenspekulation in der Preisbildung
 - Nur als Partikularinteresse im Gesetz (Getreide/Mehl, Bergbau/Fabriken)
 - Verbot konnte weitgehend umgangen werden
 - Novelle erkennt das Scheitern dieses Ansatzes faktisch an
- Separierung von ‚berechtigter‘ und ‚unberechtigter‘ Spekulation
 - Handlungsbedarf, obwohl Finanztransaktionssteuer in Kraft
 - Register ungeeignet – genügt differenzierte Termingeschäftsfähigkeit?
 - Etablierung einer obrigkeitlichen Aufsicht, aber erst in den Anfängen
 - BörsG von 1908 (international) positiv gewertet

Börsenumsätze im Endeffekt wenig berührt

- Warenterminhandel außer Berliner Getreidebörse ohnehin unberührt
- Für die Wertpapierbörsen eher eine Frage der Handelstechnik (US-Vorbild)

