



IBF Paper Series

04-22

## Rezension

Michael Buchner: Die Spielregeln der Börse. Institutionen, Kultur und die Grundlagen des Wertpapierhandels in Berlin und London, ca. 1860–1914 (Die Einheit der Gesellschaftswissenschaften im 20. Jahrhundert - 3), Mohr Siebeck, Tübingen 2019, 506 Seiten, 79,00 Euro.  
ISBN: 978-3-16-157642-3

Rezension von  
*apl. Prof. Dr. Johannes Bähr,*  
Goethe-Universität Frankfurt am Main

IBF Paper Series  
Banking and Finance in Historical Perspective  
ISSN 2510-537X

Herausgeber / Editorial Board  
Prof. Dr. Carsten Burhop  
Prof. Dr. Joachim Scholtyseck  
Prof. Dr. Moritz Schularick

Redaktion / Editorial Office  
Hanna Floto-Degener  
Geschäftsführerin  
IBF - Institut für Bank- und Finanzgeschichte e.V.  
Theodor-W.-Adorno-Platz 1  
Hauspostfach 13  
D-60323 Frankfurt am Main  
Germany  
Tel.: +49 (0)69 6314167  
Fax: +49 (0)69 6311134  
E-Mail: [floto-degener@ibf-frankfurt.de](mailto:floto-degener@ibf-frankfurt.de)  
Satz: Felix Krieger

© IBF - Institut für Bank- und Finanzgeschichte / Institute for Banking  
and Financial History, Frankfurt am Main 2022

## Apl. Prof. Dr. Johannes Bähr



Johannes Bähr ist außerplanmäßiger Professor an der Goethe-Universität in Frankfurt am Main. Er lehrt und forscht unter anderem zu Themen der Unternehmens- und Bankengeschichte, der Wirtschaft im Dritten Reich sowie der deutschen und europäischen Wirtschaftsgeschichte nach 1945.

Die Börsen sind von der wirtschaftshistorischen Forschung in Deutschland lange recht stiefmütterlich behandelt worden. Abgesehen von dem vor fast dreißig Jahren erschienenen Handbuch Deutsche Börsengeschichte erschöpfte sich die einschlägige Literatur weitgehend in rein institutionengeschichtlichen Überblicksdarstellungen und Abschnitten in bankhistorischen Veröffentlichungen. Michael Buchners Heidelberger Dissertation über den Börsenhandel in London und Berlin in der Zeit des klassischen Goldstandards setzt demgegenüber mit einer theoriegestützten, vergleichenden Untersuchung neue Maßstäbe. Auf einer breiten Grundlage von Archivquellen werden die institutionellen Prägungen und die Verhaltensmuster der Akteure mit einem Instrumentarium aus dem Angebot der Neuen Institutionenökonomie analysiert. Dabei richtet sich der Blick zunächst auf den organisatorischen Rahmen. In drei, nach dem Ablauf eines Börsengeschäfts gegliederten Fallstudien folgen Vergleiche zwischen den Grundmustern im Kommissionswesen, bei der Preisfindung und Preisverbreitung sowie bei der Abwicklung und im Clearing.

Im ausführlichen ersten Teil der Studie werden die gegensätzlichen Verfassungen und Arbeitsweisen der beiden untersuchten Börsen stringent herausgearbeitet. Die ältere und größere Börse in London war seit Anfang des 19. Jahrhunderts ein privater Verein mit exklusivem Zugang für zahlende Mitglieder. Der Aktienhandel auf dem Parkett war den Brokern und Jobbern vorbehalten, die einen jeweils eigenen Berufsstand mit hoher Expertise bildeten. Im Gegensatz dazu war die von der Berliner Korporation der Kaufmannschaft gegründete und getragene Börse ein öffentliches Gut. Für den Zugang musste nur eine Eintrittskarte erworben werden. Während die London Stock Exchange in einem Wettbewerb mit außerbörslichen Händlern stand und verhindern musste, dass sich der Handel an andere Plätze verlagerte, besaß die Berliner Börse ein staatlich garantiertes Handelsmonopol. Hier entstand jedoch durch den Wertpapierhandel der Banken eine starke Konkurrenz im eigenen Haus. Die Berliner Großbanken entwickelten sich zu einer „Börse an sich“ (S. 429). Aufgrund ihrer Distributions- und Informationskanäle wurden sie auf dem Wertpapiermarkt - ähnlich wie auf dem gesamten Kapitalmarkt des Kaiserreichs - zu einflussreichen „Gatekeepern“ (S. 175). Letztlich spiegelten sich in den gegensätzlichen Regeln die Unterschiede zwischen einem marktbasierten und einem bankenbasierten Finanzsystem wider. Trotz der unterschiedlichen Prinzipien arbeiteten beide Börsen nach Buchners Urteil ähnlich effizient.

Stärker als im ersten Teil wird in den anschließenden Fallstudien der Ertrag des institutionenökonomischen Zugriffs deutlich. Buchner zeigt, dass sich die Prinzipal-Agenten-Konstellationen an den Börsen in London und Berlin trotz ähnlicher Informationsverteilung recht unterschiedlich gestalteten. In London bestand eine strikte Trennung zwischen Kommissions- und

Eigenhandel. Während die Broker ihren außerbörslichen Kunden die Sicherheit boten, dass sie nicht auf eigene Rechnung handeln konnten, waren sie bei den Geschäften mit den Jobbern wechselweise Prinzipal und Agent. Das Risiko der Übervorteilung wurde damit gewissermaßen in die Börse, auf die Abschlüsse zwischen professionellen Händlern, verlagert. In Berlin hatten selbst die vereidigten Makler keine vergleichbare Stellung. Sie wurden von den Banken als Erfüllungsgehilfen angesehen. Im Börsenhandel gaben hier die Banken den Takt an, da sie durch das in Deutschland geltende Selbsteintrittsrecht ein übertragenes Geschäft jederzeit mit sich selbst machen konnten. Ebenso gegensätzlich waren die in London und Berlin praktizierten Geschäftsformen bei der Preisfindung. Die Jobber handelten, indem sie einen Preis machten. Es galt der Preis, den der Kontrahent akzeptierte. Dieses Verfahren ermöglichte es, schnell abzuschließen. Wegen der diametral entgegengesetzten Interessen beider Seiten waren damit Risiken verbunden, die sich am ehesten durch eingespielte Geschäftsbeziehungen verringern ließen. Für den amtlichen Markt in Berlin galt ein Einheitskurs, der am Ende eines Börsentags ermittelt und auf einem amtlich festgestellten Kurszettel veröffentlicht wurde. Dieses umständliche Verfahren stärkte die Position der Banken noch zusätzlich, weil sie ihren Kunden die gleichen Preise bieten konnten wie die Makler.

Als bemerkenswerter „Nebenertrag“ liegt mit Buchners Dissertation erstmals eine archivgestützte Studie zur Berliner Börse im Kaiserreich vor. Besonders in den Fallstudien nehmen die Berliner Gegebenheiten mehr Raum ein als die Londoner, obwohl die Quellenlage für London weitaus besser ist. Dies mag auch daran liegen, dass zur Geschichte der Londoner Börse bereits eine umfangreiche Forschungsliteratur vorliegt. Entscheidender dürfte sein, dass sich das Regelwerk an der Berliner Börse durch den starken Einfluss der Banken komplexer gestaltete als im abgeschlossenen System der Londoner Börse.

„Spielregeln der Börse“ schließt an vergleichende Forschungen zu den Börsen in New York, London und Paris an, die eine ausgeprägte Pfadabhängigkeit der formalen Regeln feststellen konnten. Buchner zeigt, dass dies auch für informelle Regeln galt, an denen die Börsianer in London wie in Berlin ebenso konsequent festhielten wie an den jeweiligen Zugangsbestimmungen. Doch wirft gerade das Berliner Beispiel Fragen auf. Die Regeln entwickelten sich hier nicht so eindeutig nach diesem Muster wie in London. Durch das Börsengesetz von 1896 nahm der Einfluss des Staats zu. Die Banken und die Korporation der Berliner Kaufmannschaft konnten nicht verhindern, dass dieses Gesetz den Terminhandel

einschränkte und die Einsetzung eines Staatskommissars vorschrieb. Zwar wurden die Bestimmungen bereits nach 14 Jahren geändert, doch war die Regulierung des Handels an den deutschen Börsen eben nicht mehr allein eine Angelegenheit der Finanzwelt. Zu bedenken ist auch, dass viele der beschriebenen Regeln in Berlin erst im Untersuchungszeitraum entstanden sind. Die Berliner Börse war zwar von Anfang an eine Kaufmannsbörse, aber eine Provinzbörse, die als „Krämer-Gesellschaft“ verspottet werden konnte. Die Banken gewannen erst im Kaiserreich den maßgebenden Einfluss von „Gatekeepern“.

Im Fazit der ebenso inspirierenden wie ertragreichen Studie geht Buchner noch auf allgemeingültige Regeln des Börsenparketthandels ein. Dazu gehörte, dass die Stabilität des Geschäfts auf der Reputation beruhte, dass bei Zahlungsverzug eine Zwangsregulierung drohte und dass eine Verletzung der Regeln zum Ausschluss führte. Ob die insgesamt recht geringe Zahl von Verstößen durch einen ungeschriebenen Ehrenkodex der Börsianer oder deren Interesse an langfristiger Teilnahme am Wertpapierhandel zu erklären ist, lässt Buchner offen, da beide Erklärungen nicht empirisch überprüfbar sind. Die angeführten Belege scheinen dafür zu sprechen, dass die Moralvorstellungen eine stärker in der Finanzwelt verbreitete Deutung waren und andere Zeitgenossen eher zu der nüchterneren Einschätzung neigten.