

EINLEITUNG

Der wirtschaftliche Wiederaufbau Westdeutschlands nach dem Zweiten Weltkrieg ging seit 1950 dynamischer und reibungsloser vor sich, als man es im In- und Ausland für möglich gehalten hatte. Zur Beschreibung der überraschend schnellen Erholung machte bald das Schlagwort vom „Wirtschaftswunder“ die Runde. Seit nunmehr rund zweieinhalb Jahrzehnten bildet der Zeitraum zwischen 1945 und 1957 einen Schwerpunkt der wirtschaftshistorischen Forschung in der Bundesrepublik. Sie hat mittlerweile eine Reihe plausibler Erklärungen für die rasche Aufwärtsentwicklung herausgestellt und so für eine „versachlichte“ Wahrnehmung des Wiederaufbauprozesses gesorgt. Dabei fanden nicht nur die Erfolgsgeschichten Berücksichtigung wie etwa die Wiedereingliederung Westdeutschlands in die Weltwirtschaft, der Beginn der europäischen wirtschaftlichen Zusammenarbeit oder die Versorgung großer Bevölkerungsgruppen mit Wohnraum und Arbeitsplätzen. Auch die wirtschaftlich äußerst problematischen Anfangsjahre der Bundesrepublik, in denen die Aufbaumühnungen wiederholt in akute Gefahr gerieten, sowie höchst umstrittene Projekte der Wirtschaftspolitik (Investitionshilfegesetz, Wettbewerbsgesetz etc.) wurden thematisiert. Die vorliegende Arbeit hat zum Ziel, die wirtschaftshistorische Forschung zu einem Bereich der Wirtschaft zu ergänzen, der bislang nicht im Zentrum der Aufmerksamkeit stand: Die Rolle des Kapitalmarkts, genauer des Wertpapiermarkts, bei den Rekonstruktionsbemühungen des Wiederaufbaujahrzehnts.

Als sich nach Ankündigung des Marshallplans seit Mitte 1947 die Anzeichen verdichteten, dass Westdeutschland eine wichtige Stellung im europäischen Wiederaufbau einnehmen würde, sahen sich die politischen Entscheidungsträger vor finanziellen Herausforderungen gestellt, die überwältigend anmuteten: Die Beseitigung von Kriegszerstörungen und Demontageverlusten, die Umstellung von Kriegs- auf Friedenswirtschaft, die drängende gesellschaftliche Eingliederung von Vertriebenen, Flüchtlingen und Kriegsheimkehrern sowie die infrastrukturelle Neuordnung von Wirtschaftsräumen erforderten private und öffentliche Investitionen in enormen Größenordnungen. Dem stand ein Finanzvermögen der Einwohner gegenüber, das nach zwei ruinösen Kriegen, zwei Nachkriegsinflationen und nur wenigen kurzen Erholungsphasen in den vorangegangenen drei Jahrzehnten stark zusammengeschmolzen war.

Es war die große Diskrepanz zwischen dem hohen Kapitalbedarf von Staat und Wirtschaft auf der einen und der prognostizierten geringen (freiwilligen) Kapitalbildung der privaten Haushalte auf der anderen Seite, die den Staat veranlasste, dem drohenden Kapitalmangel durch den massiven Einsatz wirtschafts- und finanzpolitischer Instrumente entgegenzuwirken. Die Beschaffung von Kapital zur Finanzierung des Wiederaufbaus war Anfang der Fünfzigerjahre das

wirtschaftliche Kernproblem der jungen Bundesrepublik, bei dem sich der „funktionsunfähige“ Wertpapiermarkt als größtes Sorgenkind entpuppte: Während einige Bereiche der privaten Kapitalbildung wie etwa das Kontensparen, das Versicherungssparen und das Bausparen bereits wenige Monate nach der Währungsreform einen vielversprechenden Aufschwung erlebten, der bei den Finanzintermediären die Grundlage für ein reges Kreditgeschäft schuf, blieb die Diskrepanz zwischen Angebot und Nachfrage über lange Jahre hinweg ein charakteristisches Merkmal des Wertpapiermarkts. Wenige Zahlen illustrieren das Problem: Der Anteil des Wertpapierabsatzes an der Aufbringungen aller langfristigen Mittel in Westdeutschland (ohne Selbstfinanzierung) betrug im Jahr 1950 nur drei Prozent, während er im Durchschnitt der Jahre 1925 bis 1928 (nach der Währungsreform von 1923/24) deutlich über 40 Prozent gelegen hatte. Das Gesamtvolumen umlaufender Wertpapiere war Ende der Fünfzigerjahre immer noch weit geringer als vor dem Ersten Weltkrieg: Während Ende 1913 Wertpapiere inländischer Emittenten im Nennwert von 48,3 Mrd. M im Umlauf waren, waren es 1957, knapp zwölf Jahre nach Kriegsende, trotz einer massiven Ausweitung des Kapitalstocks erst 21,8 Mrd. DM. Der Prozess des Wiederauffüllens der Wertpapierbestände war Ende der Fünfzigerjahre also bei weitem noch nicht abgeschlossen.¹

GEGENSTAND DER UNTERSUCHUNG

Die staatlichen Organe griffen in Westdeutschland länger und tiefer in den Wertpapiermarkt ein als in den meisten anderen privatwirtschaftlich organisierten Bereichen der Volkswirtschaft. Aktivitäten, die in Bezug auf Ausmaß und Dauer vergleichbar sind, gab es wohl nur in den notorischen „Subventionszweigen“ der Agrar- und Wohnungswirtschaft. Der Umfang der kapitalmarktpolitischen Maßnahmen sowie die anhaltende öffentliche Diskussion um ihre Ausgestaltung lassen darauf schließen, dass der Staat gerade hier gefordert war, sein Verhältnis zur Wirtschaft zu bestimmen. Aus mehreren Gründen ist die Untersuchung des Wertpapiermarktes in besonderer Weise geeignet, dieses Verhältnis näher zu beleuchten:

- Der Wertpapiermarkt wird gemeinhin, besonders wenn Wertpapierkauf und -verkauf über die Börse abgewickelt werden, als „Herzstück“ einer Marktwirtschaft angesehen, da er sowohl für das Finanzsystem als auch für die Realwirtschaft von Bedeutung ist und – unter geeigneten rechtlichen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen – eine Reihe von Merkmalen aufweist, die der Idealform eines vollkommenen Marktes nahe kommen: Der Wertpapiermarkt betrifft ein „homogenes“ Gut (Effekten), die Fungibilität der gehandelten Werte ist aufgrund einer großen Anzahl von Anbietern und Nachfragern gewährleistet, der Organisationsgrad des Marktes ist hoch, die

1 Dabei ist das verkleinerte Staatsgebiet zu berücksichtigen. Ausgleichend wirkt die nicht berücksichtigte Inflation.

Transaktionskosten sind aufgrund hoher Informationsdichte und Transparenz niedrig und schließlich erfolgt eine umfassende Transformation von Fristen, Risiken und „Losgrößen“.² Aufgrund seiner engen Verbindungen zu den übrigen Bereichen des Kredit- und Finanzwesens sowie zur Güterwirtschaft kann der Wertpapiermarkt als Gradmesser für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung sowie für den „Freiheitsgrad“ der Wirtschaftsordnung dienen.

- Am Wertpapiermarkt wirkt der Staat in vier verschiedenen Funktionen:
 - als Gesetzgeber, der durch direkte Interventionen bzw. finanzpolitische Maßnahmen Einfluss nehmen kann,
 - als Kapitalnachfrager,
 - als Kapitalanbieter sowie
 - als Währungshüter (durch die Zentralbank).

Diese verschiedenen Rollen und die mit ihnen jeweils verbundenen, oft gegensätzlichen Interessen verlangen ein Abwägen der zu verfolgenden staatspolitischen Ziele und ihrer ordnungspolitischen Vereinbarkeit.

- Die Investitionsfinanzierung über den Wertpapiermarkt berührt zahlreiche Politikfelder und Wirtschaftsbereiche, so dass eine Untersuchung der Kapitalmarktpolitik Aufschlüsse über die Wechselwirkungen und gegenseitigen Abhängigkeiten verspricht. Es handelt sich dabei beispielsweise um die alliierte Besatzungspolitik, die US-Auslandshilfe für Westeuropa (Marshallplan), die Steuerpolitik, die Wohnungsbaupolitik, die Währungspolitik sowie die Geschäfts- und Interessenpolitik der Finanzintermediäre und Wirtschaftsunternehmen.

Als Teilbereich des organisierten Kapitalmarkts steht der Wertpapiermarkt in engen, wechselseitigen Beziehungen zu den übrigen Kapitalmarktsegmenten (nicht organisierter Kapitalmarkt), insbesondere zum langfristigen Kredit- und Einlagengeschäft der Finanzintermediäre sowie dem Geschäft mit Schuldscheindarlehen. Insofern diese Beziehungen Einfluss auf die Entwicklung des Wertpapiermarktes nahmen, sind sie in der vorliegenden Untersuchung zu berücksichtigen. Ähnliches gilt für den Geldmarkt, bei dem die Abgrenzung zum Wertpapiermarkt allerdings schwieriger ist, da beide den Handel mit verbrieften Vermögenswerten beinhalten. Als Markt für liquide Mittel des Kreditsektors nimmt der Geldmarkt jedoch prinzipiell eine andere Funktion wahr als der Wertpapiermarkt, der sich mit der langfristigen Investitionsfinanzierung befasst. Entsprechend sind an beiden Märkten schwerpunktmäßig unterschiedliche Akteure tätig: Am Geldmarkt dominieren die Kreditinstitute, während auf dem Wertpapiermarkt üblicherweise neben den Banken private Haushalte, institutionelle Anleger (Kapitalsammelstellen), öffentlich-rechtliche Körperschaften und Großunternehmen engagiert sind.

Für die vorliegende Untersuchung bietet das einfache Kriterium der Laufzeiten eine zweckmäßige Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes, die im Untersuchungszeitraum ebenfalls in der politischen und wirtschaftlichen Praxis (und der amtlichen Statistik) Anwendung fand: In den Fünfzigerjahren war der

2 Bruns, Entwicklungsprobleme, S. 11 f.; Kress, Kapitalmarktregulierung, S. 31 f.

Markt für langfristige Wertpapiere (Laufzeiten der Wertpapiere zwischen drei und 40 Jahren) stark gegenüber dem kurzfristigen Geldmarkt (Laufzeit der Wertpapiere bis zu zwei Jahren) abgegrenzt. Da die Bandbreite der gehandelten Wertpapiere recht übersichtlich war, genügt ihre Aufzählung zur Bestimmung des Begriffs „Wertpapiermarkt“: Auf dem Rentenmarkt beschränkte sich das Angebot auf Anleihen der öffentlichen Gebietskörperschaften (Bund, Länder, Städte- und Gemeindeverbände), Pfandbriefe, Kommunalobligationen (von einem Realcreditinstitut aufgrund eines Darlehens an eine Gemeinde oder einen Gemeindeverband ausgegebene Schuldverschreibung), Unternehmensanleihen/ Corporate Bonds (damals Industrieobligationen genannt) sowie Wandelanleihen. Auf dem Aktienmarkt wurden Aktien, Kuxe und Bezugsrechte angeboten. Zu Überschneidungen zwischen langfristigem Wertpapiermarkt und kurzfristigem Geldmarkt kam es lediglich in wenigen Fällen. So konnten etwa Bundesschatzwechsel je nach Ausstattung zu beiden Märkten gezählt werden.³

Die staatliche Kapitalmarktpolitik kann auf den Primärmarkt (Emissionsmarkt), der die erstmalige Unterbringung neuer Wertpapiere betrifft, oder auf den Sekundärmarkt (Umlaufmarkt) abzielen, der den Handel mit umlaufenden Wertpapieren umfasst. Ersterer gibt Auskunft über die Kapitalkraft und Aufnahmefähigkeit des Wertpapiermarktes, Letzterer über die Effizienz des Kapitaltauschs (Fungibilität, Preisbildung, „Marktbreite“ etc.).⁴ Die vorliegende Untersuchung deckt beide Märkte ab, wobei in den Jahren 1945 bis 1948 der Sekundärmarkt im Vordergrund des wirtschaftspolitischen Interesses stand und seit der Währungsreform der Primärmarkt in den Mittelpunkt rückte.

Vom Geschehen am Wertpapiermarkt in der Frühphase der Bundesrepublik ist bis heute die so genannte „Wertpapierbereinigung“ in Erinnerung geblieben. Mit ihr sollte sichergestellt werden, dass nach den Wirren der Kriegs- und Nachkriegsjahre nur solche Wertpapierstücke in den Handel gelangten, deren Inhaber auch die rechtmäßigen Besitzer waren. Zu diesem Zweck musste jedes Wertpapier ein amtliches Verfahren durchlaufen, das einen erheblichen bürokratischen Aufwand verursachte. Obwohl das Verfahren den Wertpapierhandel über Jahre hinweg erschwerte, handelte es sich letztlich nur um eine verwaltungstechnische Maßnahme, die keine Einwirkung auf die Kapitalbildung bzw. die Investitionsfinanzierung bezweckte und daher kein Instrument der Kapitalmarktpolitik war. Die Wertpapierbereinigung und ihre Vorläufer werden daher in der vorliegenden Arbeit nicht schwerpunktmäßig behandelt.

3 Zu den zahlreichen Definitionsversuchen der Begriffe „Kapitalmarkt“ und „Geldmarkt“ vgl. Brahms, Kapitalmarktentwicklung, Kap. I; Flöge, Verbesserung, S. 54 f.; Tuchtfeldt, Kapitalmarkt, S. 433 ff.

4 Merkel, Theorie, S. 65 f.; Wiegers, Kapitalmarktpolitik, S. 27 ff.

FRAGESTELLUNG

Wenn sich die politischen Entscheidungsträger dazu berufen sahen, im Bereich der Kapitalmarktpolitik tätig zu werden, stellt sich unweigerlich die Frage, unter welchen ordnungspolitischen Voraussetzungen bzw. anhand welcher Maßstäbe dies geschah. Nach Kriegsende fanden die deutschen und alliierten Finanzexperten einen Wertpapier-„markt“ vor, der nach 1931 Schritt für Schritt aller marktwirtschaftlichen Elemente beraubt und schließlich in die Lenkungswirtschaft des NS-Regimes eingefügt worden war. Von einem Normalzustand, der üblicherweise durch eine von Kapitalangebot und -nachfrage bestimmte Preisbildung, freien Marktzutritt sowie einen engen Renditezusammenhang zwischen den Teilmärkten (für Staatspapiere, Pfandbriefe, Aktien etc.) gekennzeichnet ist, war der Wertpapiermarkt weit entfernt.

Seit der Währungsreform und dem „LeitsätzeGesetz“ vom Juni 1948 begann sich zwar in Westdeutschland die „Soziale Marktwirtschaft“ als wirtschaftspolitische Leitvorstellung durchzusetzen. Doch für die Rolle des Staates in der Wirtschaft gab das Konzept – da von seinen „geistigen Vätern“ weder einvernehmlich noch präzise definiert – keine eindeutigen, konkreten Handlungsmuster vor; erst recht bot es keine Leitlinien für staatliches Handeln in wirtschaftlichen Ausnahmesituationen, wie sie nach dem Zweiten Weltkrieg herrschten. Auch der Parlamentarische Rat vermied es, bei der Erarbeitung des Grundgesetzes allgemeinverbindliche ordnungspolitische Aussagen zu treffen. Aus der verfassungsrechtlichen Offenheit, die vom Bundesverfassungsgericht wiederholt bestätigt wurde (z. B. Urteil zum Investitionshilfegesetz von 1953), folgt die Notwendigkeit einer kontinuierlichen Interpretation der Prinzipien, an denen sich das staatliche Einwirken auf die Wirtschaft orientieren sollte. Die Entscheidungsträger waren angehalten, immer wieder um ordnungspolitische Vorstellungen und ihre praktische Umsetzung zu ringen, was die wirtschaftspolitische Praxis im Jahrzehnt des Wiederaufbaus vor dem Hintergrund laufend wechselnder ökonomischer, sozialer und politischer Rahmenbedingungen gleichermaßen interessant wie umstritten machte.

Das Fehlen feststehender theoretisch-normativer Grundprinzipien in der Ordnungspolitik schließt somit die Überprüfung der Wirtschaftspolitik anhand genau definierter Kriterien und Modelle weitgehend aus. Um die Motive und Wirkungen wirtschaftspolitischer Maßnahmen, etwaige Einflussnahmen durch Gruppeninteressen und das Ringen um Kompromisse nachvollziehen zu können, bleibt die Möglichkeit einer „Realbeschreibung“.⁵ Sie kann die Theorie geleitete Forschung der Wirtschaftswissenschaften ergänzen, die erfahrungsgemäß Probleme hat, Entwicklungsverläufe nach ordnungspolitischen Brüchen bzw. nach Umwälzungen von Wirtschaftssystemen zu erklären. Dies zeigen nicht nur die Untersuchungen zur westdeutschen Nachkriegsgeschichte, sondern auch in jüngerer Zeit die Forschungen zur wirtschaftlichen Transformation der ehemaligen Ostblockstaaten: Für die Analyse von ordnungspolitischen Übergangsphasen fehlen einer-

5 Jaeger, Geschichte, S. 7.

seits kontinuierliche Datenreihen zur statistischen Erfassung der Wirtschaftsentwicklung, andererseits üben zahlreiche exogene Faktoren eine dominierende Wirkung aus, die kaum in aussagefähige Modelle integriert werden können.⁶

Kompliziert wurde das ordnungspolitische Ringen im Westdeutschland der Nachkriegsjahre dadurch, dass die Wirtschaftspolitik zunächst von den alliierten Besatzungsmächten bestimmt, ab 1947 jedoch sukzessive den westdeutschen politischen Körperschaften überlassen wurde. Da sich die Besatzungsmächte weitreichende Kontrollrechte vorbehalten, überlappten sich die wirtschafts- und finanzpolitischen Entscheidungskompetenzen auf westdeutscher und alliierter Seite bis in die Fünfzigerjahre hinein. Die ordnungspolitischen Vorstellungen divergierten nicht nur zwischen den alliierten und deutschen Stellen, sondern auch zwischen den einzelnen Besatzungsmächten oftmals stark und führten regelmäßig zu Konflikten und ineffizienten Verfahren in Gesetzgebung und wirtschaftspolitischer Praxis.

Die Kompetenzteilung brachte es mit sich, dass unterschiedliche nationalstaatliche Traditionen auf das Verhältnis von Staat und Wirtschaft in Westdeutschland einwirkten. Die Befürworter einer vorwiegend marktwirtschaftlich orientierten Wirtschaftsordnung, die staatlichen Eingriffen reserviert gegenüber standen, erlangten in den westdeutschen gesetzgebenden Körperschaften seit Ende der Vierzigerjahre zwar eine fragile Mehrheit (auch wenn es selbst in den bürgerlichen Parteien weiterhin führende Köpfe gab, die dem Marktgedanken skeptisch gegenüber standen). Aber sie trafen sowohl auf deutscher Seite als auch bei den Besatzungsmächten auf ordnungspolitische Traditionen, die eine skeptische Haltung gegenüber den Selbstregulierungskräften des Marktes zeigten.

Die westdeutschen Politiker und Finanzexperten besaßen gerade in der Kapitalmarktpolitik langjährige Erfahrungen mit staatlichen Eingriffen am Aktien- und Rentenmarkt, die zum Zwecke übergeordneter politischer Ziele vollzogen worden waren. Der Wertpapiermarkt war faktisch seit 1914, also seit mehr als 30 Jahren, immer wieder nachhaltig gestört bzw. zerrüttet worden, so dass sich die Zeitgenossen im Jahr 1945 kaum noch an „normale“ Marktverhältnisse erinnern konnten. Es war aufgrund dieser habituellen Gewöhnung kein Tabubruch, die Kapitalkraft des Wertpapiermarkts in „außergewöhnlichen“ Phasen vollkommen in den Dienst übergeordneter sozial- oder wirtschaftspolitischer Ziele zu stellen. Die Regierungskoalition der bürgerlichen Parteien besaß bis 1953 nur ein fragiles Übergewicht im Bundestag und die oppositionelle SPD hoffte nicht ohne Grund, im Falle eines Regierungswechsels ihre Vorstellungen von einer weitreichenderen staatlichen Wirtschaftsplanung – gerade hinsichtlich der Investitionsplanung und -finanzierung – durchsetzen zu können.

Auf die Besatzungspolitik des wichtigsten westlichen Alliierten, der USA, wirkte sich die tiefgreifende Neuorientierung der US-Wirtschaftspolitik seit

6 Bei dem Vergleich zwischen dem NS-Regime und den ehemals sozialistischen Staaten sind natürlich die vielen tief greifenden Unterschiede hinsichtlich der Eigentumsordnung, der Intensität der Lenkungswirtschaft, des Rechtswesens, der Dauer des Systems etc. zu berücksichtigen. Vgl. Schwarz, Chaos, S. 16 f., 43–55; Lohmann, Transformation, S. 20 ff.

Beginn der New Deal-Ära aus, die sich nach dem Zweiten Weltkrieg von der Innen- auf die Außenpolitik ausweitete und in die Konzeption des Marshallplans einfluss. Das Leitbild der klassischen Theorie, die sich an den Prinzipien der freien Konkurrenz durch komparative Vorteile, der stabilen Wechselkurse und eines ungehinderten Welthandels orientierte, war nach der Weltwirtschaftskrise den Vorstellungen eines „korporativen Kapitalismus“ gewichen, der neue Aspekte wie Wirtschaftsplanung, wirtschaftskoordinierende bzw. -kontrollierende Institutionen sowie Kooperationen zwischen politischen und unternehmerischen Führungskreisen betonte. Mit den neuen Instrumenten sollten stabilere Verhältnisse auf den nationalen und internationalen Märkten (unter US-amerikanischer Hegemonie) geschaffen, die Volatilität der konjunkturellen Entwicklung gemäßigt und der Wohlstand in breiten Bevölkerungsschichten gefördert werden – um auf diese Weise die Grundlagen des Kapitalismus trotz der durch die Weltwirtschaftskrise ausgelösten Ängste zu bewahren. Von dem Wandel der ordnungspolitischen Leitvorstellungen war auch das Bemühen der amerikanischen Besatzungsmacht geprägt, das Problem der westdeutschen Investitionsfinanzierung in den Griff zu bekommen. Die amerikanische Militärregierung hegte die Hoffnung, das Problem in einer marktwirtschaftlich geprägten Wirtschaftsordnung durch die oben erwähnte Kombination von Planung, Expertenbeteiligung und neuen Institutionen in den Griff zu bekommen. Beim „Juniorpartner“ der USA, den Briten, war die Skepsis gegenüber marktnahen Lösungen der Investitionsproblematik insbesondere während der Regierungszeit der Labour Party in Großbritannien (1945-1951) stark ausgeprägt, so dass sie einer Verstärkung lenkungswirtschaftlicher Elemente in der Frühphase der Bundesrepublik durchaus positiv gegenüberstanden.

Das Erkenntnisinteresse der vorliegenden Untersuchung gilt den Fragen, welche Stellung der Wertpapiermarkt in der gesamtwirtschaftlichen Investitionsfinanzierung und Kapitalbildung im Zeitraum von 1945 bis 1957 einnahm und welchen Einfluss wirtschafts- bzw. finanzpolitische Maßnahmen darauf hatten. Als Teil des Kapitalmarktes kann der Wertpapiermarkt theoretisch durch andere Finanzierungsquellen substituiert werden, indem beispielsweise durch Veränderungen des institutionellen Arrangements das volkswirtschaftliche Sparen und die Kapitalverteilung auf Finanzintermediäre verlagert oder durch steuerpolitische Maßnahmen die Selbstfinanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen ausgeweitet werden.⁷ Gab es also nach 1945/48 eine eigenständige Kapitalmarktpolitik, die einen „funktionsfähigen“ Wertpapiermarkt als gesamtwirtschaftlich/ -gesellschaftlich bedeutsamen Aspekt betrachtete, oder waren Effektenemission und -handel eher anderen, als wichtiger eingestuften Zielsetzungen untergeordnet? Als solche kamen etwa Ziele der Struktur-/ Subventionspolitik, der Fiskalpolitik oder der Sozial-/ Umverteilungspolitik in Frage.

Aus ordnungspolitischer Perspektive ist zu klären, ob sich die Entscheidungsträger in der Kapitalmarktpolitik von erkennbaren Ordnungsprinzipien leiten ließen, die eine kohärente längerfristige Strategie ermöglichten und einen aktiven Gestaltungswillen erkennen ließen. Oder überwogen kurzfristige Ad-hoc-Maß-

7 Wolf, Probleme, S. 120 f.

nahmen, die jeweils nur aktuellen Fehlentwicklungen entgegenwirken sollten? In diesem Zusammenhang ist von Bedeutung, wie stark angesichts des Ausmaßes der Kriegszerstörungen und des Umfangs der gesellschafts- und wirtschaftspolitischen Aufgaben das Vertrauen der Entscheidungsträger in die Selbstregulierungskräfte des Marktes waren, auf die man sich auf dem Gütermarkt seit dem Leitsätzegezet vom Juni 1948 bzw. endgültig nach Überwindung der Koreakrise seit 1952 weitgehend verließ: Wollten die Verantwortlichen in Wirtschaft und Politik die Kapitalbildung und Investitionsfinanzierung im Rahmen eines Systemwechsels von der „gelenkten Wirtschaft“ der NS-Zeit zu einer weitgehend freien Marktwirtschaft sicherstellen oder favorisierten sie ein – vorübergehendes oder längerfristiges – Festhalten an lenkungswirtschaftlichen Maßnahmen?

Falls es eine eigenständige Kapitalmarktpolitik gab, die auf die Funktionsweise des Wertpapiermarktes abzielte, gilt es zu klären, welche Ziele sie konkret verfolgte. Grundsätzlich kommen drei in Frage:

- die Wiederherstellung eines „funktionsfähigen“ Marktes für den Kauf und Verkauf von Wertpapieren: Dem Wertpapiermarkt würde in diesem Fall eine besondere Bedeutung als „Aushängeschild“ und Gradmesser der marktwirtschaftlichen Wirtschaftsordnung beigemessen. Im Vordergrund des staatlichen Interesses würden regulierende Maßnahmen stehen, die sich auf die Rahmenbedingungen des Marktgeschehens beschränken, um wichtige Voraussetzungen wie freien Marktzutritt, freie Preisbildung oder gleiche Wettbewerbsbedingungen zu gewährleisten.
- die Bevorzugung bestimmter, als volkswirtschaftlich vorrangig angesehener Kapitalnachfrager: In diesem Fall würden bestimmte Wirtschaftsbranchen bzw. öffentliche Institutionen durch staatliche Interventionen begünstigt, indem ihnen ein bevorzugter Zugriff auf Kapital gewährt würde bzw. indem die Kosten für ihre Kapitalaufnahme niedrig gehalten würden. Es wäre dann zu klären, ob mit den staatlichen Eingriffen akute Krisenerscheinungen bewältigt, spezifische Gruppeninteressen durchgesetzt oder bestimmte übergeordnete politische, soziale bzw. fiskalische Zwecke erreicht werden sollten.
- die Förderung der Kapitalanbieter: Der Staat würde in diesem Fall die Kapitalbildung der privaten Haushalte fördern, indem er für attraktive Kapitalerträge und damit für eine größere „Sparwilligkeit“ sorgen würde. Auf diese Weise würde sich das Kapitalaufkommen am Wertpapiermarkt zum Vorteil der Investitionsfinanzierung erhöhen. Auch konnte der Staat auf diese Weise die Bildung von Rücklagen zu Vorsorgezwecken (Krankheit, Alter, Arbeitslosigkeit etc.) fördern. In der Bundesrepublik konnte dieser Aspekt insofern von besonderer Bedeutung sein, als eine staatliche geförderte Vermögensbildung die junge Demokratie gesellschaftspolitisch absichern konnte. In diesem Falle wären es insbesondere die Bezieher von geringen und mittleren Einkommen, die für eine staatliche Sparförderung in Frage kamen.

Für sein Einwirken auf den Wertpapiermarkt steht dem Staat ein Instrumentarium zur Verfügung, das sich aus finanzpolitischen Maßnahmen, geldpolitischen Ent-

scheidungen und direkten Eingriffen zusammensetzt.⁸ Es wird eine Aufgabe der vorliegenden Arbeit sein, die angewandten Instrumente der Kapitalmarktpolitik zu identifizieren und ihre Wirkungsweise zu erklären: Durch Steuergesetze können sowohl die Kapitalbildung als auch die Investitionstätigkeit mehr oder weniger zielgerichtet gefördert bzw. gehemmt werden. Die Geldpolitik kann in den Dienst des Kapitalmarktes gestellt werden, indem sie bewusst die Renditeunterschiede zwischen Geld- und Kapitalmarkt verändert und so das Anlage- bzw. Investitionsverhalten beeinflusst. Direkte staatliche Eingriffe befassen sich mit konkreten Geboten und Verboten der Kapitalverwendung. Die kapitalmarktpolitischen Maßnahmen können hinsichtlich ihrer Intensität in drei verschiedene Kategorien eingeteilt werden.⁹ Regulierung, Intervention oder Dirigismus. Bei der Regulierung stehen Maßnahmen zur Verhinderung von Marktversagen im Vordergrund, die möglichst „marktkonform“ aus Gemeinwohlgründen auf die Änderung von Rahmenbedingungen abzielen. Als Interventionen werden einzelne staatliche Eingriffe verstanden, die ohne Rücksicht auf ordnungspolitische Prinzipien zur Durchsetzung von Vorteilen für bestimmte Marktteilnehmer vorgenommen werden. Mit Dirigismus wird schließlich ein systematisches Eingreifen des Staates bezeichnet, mit dem zum Zwecke der Wirtschaftslenkung der Marktmechanismus in ganzen Wirtschaftsbereichen vollständig oder in großen Teilen außer Kraft gesetzt wird.

Die vorliegende Untersuchung erfolgt vor dem Hintergrund, dass bis in die 1990er Jahre hinein immer wieder Defizite am deutschen Wertpapiermarkt beklagt wurden: die starke Geldmarktabhängigkeit des Rentenmarktes aufgrund des umfangreichen Engagements der kurzfristig orientierten Kreditinstitute; die dadurch bedingten Kursrisiken am Anleihemarkt; der geringe Anteil der privaten Haushalte am Wertpapiererwerb und daraus resultierend die geringe Bedeutung des Wertpapiersparens für die private Vermögensbildung; der umsatzschwache Börsenhandel; die Konzentration des Aktienkapitals in den Händen weniger, meist institutioneller Investoren, woraus eine geringe Bedeutung des Aktienmarktes als Primär- und Sekundärmarkt resultierte; der weitgehende Rückzug der Wirtschaftsunternehmen als Kapitalnachfrager auf dem Renten- und dem Aktienmarkt.¹⁰ Zudem wurde dem deutschen Finanzsystem in den zurückliegenden Jahren insbesondere von der anglo-amerikanischen Forschung wiederholt eine Rückständigkeit gegenüber den kapitalmarktorientierten Finanzsystemen vor allem der USA und Großbritanniens attestiert. Ihre Kritik konzentrierten die Forscher auf den unterentwickelten deutschen Aktienmarkt, indem sie die geringe Marktkapitalisierung der deutschen Aktiengesellschaften als Folge einer bewussten Einschränkung des Wettbewerbs interpretierten.¹¹

Die genannten Defizite und Kritikpunkte sind in erster Linie Ausdruck der Etablierung eines bankorientierten Finanzsystems in der Bundesrepublik

8 Röhl, Entwicklung, S. 4 f.

9 Müller/ Vogelsang, Regulierung, S. 33 ff., 101 ff.

10 Flöge, Verbesserung, S. 20 ff., 37 ff., 68 ff.; Häuser, Geldmarktabhängigkeit, S. 310–318.

11 Zum Beispiel: La Porta/ Lopez de Silanes/ Shleifer/ Vishny, Law; Rajan/ Zingales, Reversals.

Deutschland (im Vergleich zum anglo-amerikanischen kapitalmarktorientierten Finanzsystem) und können zweifellos nicht mit der Kapitalmarktpolitik der Fünfzigerjahre hinreichend erklärt werden. Dennoch ist die Frage nach möglichen Pfadabhängigkeiten legitim: Sind die genannten Schwächen nicht auch eine Folge der Position, die der Gesetzgeber dem Wertpapiermarkt frühzeitig neben dem langfristigen Kreditgeschäft, der Selbstfinanzierung der Unternehmen und dem unorganisierten Kapitalmarkt zugewiesen hat?

GANG DER UNTERSUCHUNG

Für eine chronologische Gliederung der vorliegenden Arbeit spricht – neben der Vielzahl der auf den Wertpapiermarkt einwirkenden Faktoren, die einen systematischen Zugriff erschwert – der Umstand, dass sich die Rahmenbedingungen für den Wertpapiermarkt zwischen 1945 und 1957 mehrfach grundlegend änderten und so der Betrachtungszeitraum mehrere eigenständige Phasen umfasst. Wesentliche Einschnitte, die meist Folgeerscheinungen weltpolitischer bzw. gesamtwirtschaftlicher Entwicklungen darstellten, waren 1) das kapitalmarktpolitische „Interregnum“ der Besatzungszeit zwischen 1945 bis 1948, in der die Fragen der Kapitalbildung und der Investitionsfinanzierung kaum eine Rolle spielten, 2) die Aufnahme von Investitionsplanungen im Rahmen des Marshallplans seit 1948 und das darauf zurückzuführende Gesetz über den Kapitalverkehr (Kapitalverkehrsgesetz) vom September 1949, 3) die drohende Gefahr von Produktionsengpässen infolge des Koreabooms 1950/51 und das Inkrafttreten des Ersten Gesetzes zur Förderung des Kapitalmarktes (Kapitalmarktförderungsgesetz) im Dezember 1952 sowie 4) der weitgehende Verzicht auf staatliche Einwirkungen auf den Wertpapiermarkt seit Anfang 1955.

Die Untersuchung beginnt mit einer Analyse der staatlichen Eingriffe auf den Wertpapiermarkt in der Zeit zwischen der Reichsgründung im Jahr 1871 und dem Ende des Zweiten Weltkriegs (Kapitel I). Dieser Rückblick, der weitgehend auf der Auswertung von Sekundärliteratur beruht, gibt Aufschluss darüber, inwiefern der deutsche Staat kapitalmarktpolitische Ziele verfolgte und welches Instrumentarium er entwickelte, um den Wertpapiermarkt zu regulieren bzw. zu bestimmten Zwecken zu manipulieren. Finanzexperten, die nach 1945 in verantwortliche Positionen rückten (Finanz-/ Wirtschaftspolitiker, Bankmanager, Zentralbanker), hatten den größten Teil ihrer beruflichen Erfahrungen während der Weimarer Republik und der NS-Zeit gemacht. Da die Problematik des Kapitalmangels und die Sicherstellung der Investitionsfinanzierung zwischen 1914 und 1945 stets im Vordergrund der Wirtschafts- und Finanzpolitik gestanden hatten, ist es nahe liegend, dass die Erfahrungen der ersten Jahrhunderthälfte auf die nach 1945 getroffenen Entscheidungen einwirkten.

Im Zeitraum zwischen dem Ende des Zweiten Weltkriegs und der Jahreswende 1947/48 stellte die alliierte Besatzungspolitik sicherheitspolitische Aspekte in den Vordergrund, nicht den wirtschaftlichen Wiederaufbau Deutschlands. Wirtschaftspolitisch war für die Besatzungsmächte in jenen Jahren von übergeordneter

Bedeutung, den ärgsten Gütermangel durch Beseitigung von Produktionsengpässen zu überwinden und dabei ihre jeweiligen Zonen von Mittelzuweisungen aus dem Heimatland unabhängig zu machen. Angesichts der staatlichen Mangelwirtschaft und des zerrütteten Währungssystems mit blühendem Schwarz- und Kompensationshandel waren die Voraussetzungen für eine konstruktive Rolle des Wertpapiermarktes nicht gegeben. In Kapitel II wird den Fragen nachgegangen, welche Funktionen dem Wertpapiermarkt trotz starker exogener Einflüsse und fehlender langfristiger Perspektiven zufielen und welche Ausgangssituation sich daraus für die Frühphase der Bundesrepublik ergab.

Das Hauptaugenmerk der Untersuchung liegt auf der Kapitalmarktpolitik der Jahre 1948 bis 1955, in denen vielfältige Versuche unternommen wurden, den Wertpapiermarkt für die umfangreichen Finanzierungserfordernisse des Wiederaufbaus wieder „fit“ zu machen. Es gab in diesem Zeitraum zwei Wendepunkte in der Wirtschaftsentwicklung Westdeutschlands, die auch für den Wertpapiermarkt neue Rahmenbedingungen setzten: Der Einbezug Westdeutschlands in den Marshallplan führte zum Kapitalverkehrsgesetz von 1949, das durch die staatliche Kontrolle des Marktzugangs (Emissionskontrolle) und der Preise (Zinsfestlegung) eine effiziente, den volkswirtschaftlichen Bedürfnissen angemessene Verwendung des Kapitalaufkommens am Wertpapiermarkt sicherstellen sollte. Mit der Vorgeschichte und den Wirkungen des Gesetzes befassen sich Kapitel III und IV.

Der Ausbruch des Koreakriegs im Juni 1950 und der anschließende Wirtschaftsboom verschärfen die Anforderungen an den westdeutschen Wertpapiermarkt, da die gesamtwirtschaftliche Kapitalnachfrage exorbitant anstieg, drohende Produktionsengpässe in den Grundstoffindustrien verhindert werden mussten und zugleich bis dahin wichtige Kapitalquellen zu versiegen drohten. Es verstärkten sich Initiativen, die eine Steigerung der Leistungsfähigkeit des Wertpapiermarktes mit einer Rückführung des staatlichen Einflusses verbinden wollten. Beiden Anforderungen sollte das Kapitalmarktförderungsgesetz von 1952 gerecht werden, mit dessen Entstehungsgeschichte und Wirkungsweise sich die Kapitel V, VI und VII beschäftigen.

Nach Überwindung der Krisenerscheinungen verzichtete der Gesetzgeber ab Januar 1955 auf jegliche steuerlichen Sonderregelungen für den Wertpapiermarkt. Nach einer kurzen Erholungsphase drohte der Wertpapiermarkt jedoch seine Funktionsfähigkeit während eines massiven Wirtschaftsbooms erneut einzubüßen, so dass die Möglichkeiten und Grenzen der staatlichen Kapitalmarktpolitik erneut in den Vordergrund rückten. Mit dieser Diskussion des Jahres 1957 schließt die Arbeit: Der Gesetzgeber startete keine neuen kapitalmarktpolitischen Experimente, wandte sich von der allgemeinen Förderung der Kapitalbildung und Investitionsfinanzierung ab und stellte fortan die gleichmäßige Vermögensbildung der privaten Haushalte in den Mittelpunkt. Die Stabilisierung des Wertpapiermarktes überließ er einem neu eingerichteten, im Grunde privatwirtschaftlichen Gremium, dem Zentralen Kapitalmarktausschuss, in dem führende Kreditinstitute auf informelle Weise die Emissionsbedingungen und -zeitpunkte koordinieren sollten.

FORSCHUNGSSTAND UND QUELLENLAGE

Weder der Wertpapiermarkt noch die Kapitalmarktpolitik im westdeutschen Wiederaufbau fanden bisher eine größere Aufmerksamkeit der Wirtschaftshistoriker. Ein Grund dürfte darin liegen, dass der Wertpapiermarkt in den Fünfzigerjahren – obwohl oft im Vordergrund der zeitgenössischen wirtschaftspolitischen Diskussionen – für die reale Wirtschaftsentwicklung nur untergeordnete Bedeutung besaß. Zudem ist die wirtschaftshistorische Forschung in der Bundesrepublik generell aufgrund der starken Stellung der Banken im deutschen Finanzsystem eher bankenorientiert, weniger kapitalmarktorientiert. Quellengestützte, wirtschaftshistorische Werke, die einen Schwerpunkt auf den Wertpapiermarkt nach 1945 legen, sind rar und sind zudem auf bestimmte Teilaspekte beschränkt: So legte Knut Borchardt 1971 im Rahmen einer Festschrift einen fundierten Abriss der Entwicklung der Wohnungsbaufinanzierung und des Pfandbriefmarktes zwischen 1870 und 1970 vor, auf den heute noch häufig verwiesen wird (Borchardt, Realkredit- und Pfandbriefmarkt). Im Jahr 1994 beschäftigte sich York Dietrich im Rahmen seiner Dissertation mit der Vermögenspolitik der Regierungsparteien CDU/CSU zwischen 1949 und 1962 und berücksichtigte unter diesem Blickwinkel auch die kapitalmarktpolitischen Initiativen (Dietrich, Eigentum). Neben diesen Werken standen einige geschichtswissenschaftliche Arbeiten zur Verfügung, die wichtige Bezugspunkte zur Kapitalmarktpolitik aufweisen. Dies betrifft etwa Arbeiten zur Steuerpolitik der Bundesregierung (Murscheid, Steuerpolitik; Franzen, Steuergesetzgebung), zur Investitionshilfe der Wirtschaftsunternehmen in der schwierigen Situation des Korea-Booms (Adamsen, Investitionshilfe) sowie zur Wohnungsbaupolitik in der frühen Bundesrepublik, die weitreichende Auswirkungen auf den Wertpapiermarkt hatte (Schulz, Wiederaufbau). Auch biografische Werke über Protagonisten der Wirtschafts- und Finanzpolitik halfen bei der Bewertung der kapitalmarktpolitischen Diskussionen und Entscheidungen (Hentschel, Erhard; Henzeler, Schäffer).

Anders als in der Geschichtsforschung wurde der Wertpapiermarkt und die Kapitalmarktpolitik in der zeitgenössischen wirtschaftswissenschaftlichen Literatur häufig thematisiert. Einige Werke, die für die vorliegende Arbeit herangezogen werden konnten, bieten fundierte Überblicke über das Geschehen am Renten- und Aktienmarkt (Brahms, Kapitalmarktentwicklung; Dannemann Struktur; Gamerding, Kapitalmarkt; Harder, Funktionswandel; Merkel, Theorie; Röhl, Entwicklung; Strathus, Kapitalmarkt). Hinzu kommen Arbeiten, aus denen wertvolle Informationen über spezielle Aspekte der Kapitalmarktproblematik gewonnen werden konnten, etwa zur Zinsdiskussion im Jahr 1950 (Hahn, Sanierung; Zins- und Mietpreisbildung), zur Kapitalbildung (Roskamp, Capital formation), zur Unternehmensfinanzierung (Dorner, Industriefinanzierung; Bornemann/Linnhoff, Währungsreform; Bornemeyer, Finanzierung) oder zur Wohnungsbaufinanzierung (Büning, Auswirkungen; Paul, Pfandbriefinstitute; Rieger, Hypothekarkredit- und Pfandbriefinstitute).

Die vorliegende Untersuchung stützt sich überwiegend auf unveröffentlichte Quellen. Sie stammen in erster Linie von den gesetzgebenden Körperschaften und

den zuständigen obersten Bundesbehörden. Bei Ersteren handelt es sich um Akten der amerikanischen Militärregierung (OMGUS), des Zonenbeirats der britischen Besatzungszone, des Länderrats der amerikanischen Besatzungszone, des bizonalen Wirtschaftsrats, des bizonalen Länderrats, des Deutschen Bundestags sowie der Bundesregierung. Bei Letzteren um Schriftgut des bizonalen Verwaltungsrats, der Verwaltung für Wirtschaft, der Verwaltung für Finanzen, des Bundeswirtschaftsministeriums, des Bundesfinanzministeriums, des Bundeswohnungsbauministeriums sowie der Bank deutscher Länder. Die Stellungnahmen aus Wirtschafts- und Bankkreisen zur Kapitalmarktpolitik werden durch die Überlieferung der öffentlichen Verwaltung sowie veröffentlichte Quellen (Rundschreiben, Verbandspublikationen, Presseartikel etc.) abgedeckt.