

Einleitung

Bernd Rudolph

„Der Vorstand der Deutsche Börse AG sieht das Unternehmen dank seines umfassenden Angebots entlang der Wertschöpfungskette im Wertpapierhandel und dank seiner Innovationskraft im internationalen Wettbewerb weiterhin sehr gut positioniert und rechnet vor diesem Hintergrund langfristig mit einer positiven Entwicklung der Ertragslage.“, so hieß es im Prognosebericht der Deutsche Börse AG im Frühjahr 2020. Man verfolge „dabei das Ziel, agiler, effektiver und mit verstärktem Kundenfokus zu agieren und langfristig zum weltweit präferierten Marktinfrastrukturanbieter mit Spitzenposition in allen ihren Tätigkeitsfeldern zu werden“.²

Derart wettbewerbsorientierte und unternehmerische Äußerungen einer Börse erscheinen heute selbstverständlich, vor vierzig Jahren waren sie noch völlig undenkbar. Die deutschen Börsen waren jahrhundertealte Institutionen in der Tradition korporativer Selbstorganisation ohne erwerbswirtschaftliche Ausrichtung. In der NS-Zeit hatten sie zudem ihre Funktionen als anerkannte Handelsplätze für Wertpapiere mehr oder weniger ganz eingebüßt. Dies galt auch für die bereits 1585 für den Handel mit Wechseln entstandene Frankfurter Börse, die unter den deutschen Börsenplätzen in der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts noch führend gewesen war, nach der Reichsgründung 1871 aber mehr und mehr hinter die Leitbörse in Berlin zurückfiel. Domäne der Frankfurter Börse war der Handel mit Staatsanleihen, der insbesondere durch die Gebrüder Bethmann, das Bankhaus Metzler und das Bankhaus Rothschild etabliert worden war, so dass auch in den Börsengremien die Privatbankiers besonders stark vertreten waren. Da nach der Inflation 1924 viele Privatbankiers und nach 1933 insbesondere die jüdischen Privatbankhäuser im Zuge der Arisierung von Großbanken übernommen worden waren, begannen die Börsen nach dem Ende des Zweiten Weltkriegs mit einer neuen Governance-Struktur. Sie mussten darüber hinaus auf einer äußerst schwachen geschäftlichen Basis neu aufbauen, wobei ihnen die Politik keineswegs ihre Geschäftstätigkeit erleichterte. Im Gegenteil wurde der Kapitalmarkt in Deutschland viele Jahre lang vernachlässigt, ignoriert oder fast ausschließlich zur Mittelbeschaffung für die öffentliche Hand genutzt.

Auch wenn sich die Börsen im Rahmen ihrer Möglichkeiten um einen wachsenden Handel bemühten, so war von Innovationen im heutigen Sinn wenig zu spüren und auch ein internationaler Wettbewerb war wegen der abgeschotteten nationalen Finanzmärkte in Europa und weltweit noch kein Thema. Nicht nur vernachlässigte die Politik den Kapitalmarkt, sondern auch die Anleger machten lange Zeit einen Bogen um börsengehandelte Produkte, und die Unternehmen, die in den Nachkriegsjahren auf ihre Selbstfinanzierungskraft setzten, nutzten eher den guten Draht zu ihrer Hausbank, wenn sie

Fremdkapital benötigten, als über eine öffentliche Anleiheemission oder sogar einen Gang an die Börse nachzudenken.

Dabei waren die Börsen in ihrem lokalen Umfeld durchaus angesehene und für das Gesicht eines Finanzplatzes bedeutende Institutionen. So hielt bemerkenswerterweise der Bundesminister für Wirtschaft, Ludwig Erhard, am 9. Februar 1957 die Festansprache zur „*feierlichen Eröffnung des wiederhergestellten großen Börsensaals der Frankfurter Wertpapierbörse*“. Aber auch die anderen Börsen in Westdeutschland, die außer der Frankfurter alle ihren Sitz in einer Landeshauptstadt hatten, galten als wichtiges Aushängeschild in ihrer Region.

Rechtlich, technisch und organisatorisch hinkten die deutschen Börsen und darunter auch die aufstrebende Frankfurter Wertpapierbörse der Entwicklung des Bankensektors und auch ihrer angelsächsischen Konkurrenz hinterher. In den 1960er-Jahren waren es ministerielle Initiativen und nicht unternehmerische Interessen, die die Börsen zum Überdenken ihrer Geschäftsstrategien zwangen. Trotz mancher Reformansätze sowie der Bemühungen, die Arbeitsweise und die Funktionen der Börse einem breiteren Publikum näher zu bringen, beendeten erst das wachsende Interesse internationaler Anleger sowie Ereignisse wie der Big Bang 1986 in London den Dornröschenschlaf der deutschen Börsen. Im nachfolgenden Jahrzehnt bis zur Jahrtausendwende erfolgten dann entscheidende Weichenstellungen für die Frankfurter Wertpapierbörse, in deren Folge sich die Deutsche Börse AG einen Platz an der internationalen Spitze sicherte.

Die dynamische Entwicklung der Frankfurter Wertpapierbörse sowie der Deutsche Börse AG als Trägerin der Frankfurter Wertpapierbörse zu einer weltweit anerkannten Institution für den Wertpapier- und Derivatehandel ist somit ein überaus lohnender Betrachtungsgegenstand.

Für das Institut für Bank- und Finanzgeschichte, das 2016 einen entsprechenden Impuls des 2018 verstorbenen ehemaligen Börsenpräsidenten Michael Hauck aufnahm, gilt dies umso mehr, als das 1992 vom IBF vorgelegte Handbuch zur Deutschen Börsengeschichte genau zu der Zeit endet, zu der sich das Ausmaß der Veränderung der deutschen Börsenlandschaft abzuzeichnen beginnt. Doch nicht nur die jüngere Börsengeschichte, sondern auch die Entwicklung in den vorausgehenden Jahrzehnten der Frankfurter Wertpapierbörse wird im vorliegenden Buch dank der Einbeziehung einer Vielzahl unveröffentlichter Quellen weiter vertieft. An dieser Stelle sei insbesondere der Deutsche Börse AG, die Zugang zu ihren historischen Aktenbeständen gewährt hat, sowie allen weiteren im Rahmen dieser Studie besuchten Archiven sehr herzlich für ihre Unterstützung gedankt.

Das vorliegende durch die Michael Hauck Stiftung ermöglichte Buch erreicht sein Ziel und auch das des Stifters, wenn es bei aller Komplexität des Themas gelingt, einen breiten Leserkreis anzusprechen und auch Nicht-Börsenspezialisten in die Lage zu versetzen, sich ein wissenschaftlich fundiertes Bild vom fundamentalen Wandel des Börsenwesens zu machen. Auch möchte das Buch den Anstoß zu weiterer Forschung geben,

die beispielsweise der quellengestützten Untersuchung aller deutschen Börsenplätze im fraglichen Zeitraum oder über einen längeren Zeitstrahl gelten könnte oder auch dem historischen Vergleich mit anderen europäischen Börsenplätzen. Dieses Werk konzentriert sich auf die Frankfurter Wertpapierbörse bzw. die Deutsche Börse AG vom Ende der Weimarer Zeit bis in die Gegenwart.

Wenngleich sich das Buch der Entwicklung der Frankfurter Wertpapierbörse widmet, so stellt es doch keine Unternehmensgeschichte im engeren Sinne dar. Intensiv behandelt werden die Einbettung der Funktionen und Leistungen der Börse in die jeweilige Kapitalmarktentwicklung und die technischen und strategischen Antworten, die die Börse jeweils gefunden hat, um den Herausforderungen der nationalen und internationalen Kapitalmarktentwicklung gerecht zu werden. Etliche dieser Aspekte prägen das Geschäft der Börse bis in die Gegenwart, sodass die Lektüre auch aus aktueller Perspektive lohnt. Die Veränderungen im Aufbau der Börse, die strategische und operative Entwicklung, die ökonomischen Erfolge und Misserfolge sowie die Herausbildung einer Unternehmensidentität sind keine isoliert behandelten Themen, sondern werden als charakteristische Merkmale des Börsengeschehens in die Darstellung der wichtigsten Entwicklungsphasen der Börse eingebettet. Auch enthält das Buch keine ausführlichen Portraits handelnder Personen, Untersuchungen zur Belegschaft, zur Unternehmenskultur oder zur gesellschaftlichen Rolle.

Das Buch ist in vier chronologische Hauptkapitel eingeteilt, innerhalb derer die Autoren die inhaltlich gebotenen Akzente bzw. Schwerpunkte setzen, je nach den im jeweiligen Zeitabschnitt vorherrschenden Einflussfaktoren für die Börsenentwicklung und den sich daraus ergebenden Problemstellungen. Gelegentlich greifen solche Themenschwerpunkte auch zeitlich über ein Kapitel hinaus. Sie werden dann ausführlicher dort erörtert, wo sie die größte Rolle spielen, Querverweise zwischen den Kapiteln sollen Redundanzen vermeiden helfen.

Schließlich gibt es zentrale Themen, zu denen aus der Perspektive mehrerer, wenn nicht jedes Kapitels etwas beizutragen ist und die sich wie ‚rote Fäden‘ durch die Darstellung ziehen. Sie betreffen Fragen wie z. B. das Spannungsfeld zwischen öffentlich-rechtlichem und privatwirtschaftlichem Rahmen des Börsengeschäfts, die Folgen der föderalen Struktur des deutschen Börsenwesens, die Frage, welche Auswirkungen die beherrschende Rolle der Großbanken im deutschen Finanzsystem für die Börsenentwicklung besaß, worin die Ursache für die geringe Börsenbeteiligung privater Anleger zu suchen war, und schließlich die Frage, welche Rolle die Börsen im deutschen Finanzsystem im Zeitablauf einnehmen konnten.

Eine Reihe der das Börsengeschehen in der Bundesrepublik Deutschland prägenden Merkmale hatte seine Wurzeln in der Zeit vor 1945. Dass die Börsen in Deutschland während eines Großteils des 20. Jahrhunderts nicht dem Idealtypus eines organisierten (Primär-)Marktes mit transparenter Preisbildung entsprachen, resultierte nicht so sehr aus

gezielten, gegen die Börse gerichteten politischen Maßnahmen, sondern war zunächst Ergebnis von Verwerfungen in und zwischen den beiden Weltkriegen. So untersucht das den Auftakt des Buchs bildende Kapitel von Boris Gehlen zum Zeitraum 1933 bis 1945, wie das Geschäftsvolumen der Frankfurter Wertpapierbörse nach der Inflation aus ökonomischen und seit 1931/33 aus politischen Gründen schrumpfte, wenn sie ihre Stellung als zweitwichtigste Börse im Deutschen Reich auch behaupten konnte. Insbesondere die Kapitallenkung während des Nationalsozialismus degradierte die Frankfurter Börse (wie alle anderen Börsen im Deutschen Reich) zu einer nachgeordneten Stelle der Rüstungsfinanzierung, die vornehmlich öffentliche Anleihen emittieren bzw. handeln konnte. Am Ende des Zweiten Weltkriegs konnte von einem regulären Börsengeschäft daher keine Rede mehr sein.

Ein weiteres Erbe dieser Zeit war der zunehmende Bedeutungsverlust der Privatbankiers für die Börsen. Lange Zeit waren sie mit ihrer Expertise im Industriekundengeschäft, wie auch ihre zahlenmäßige Stärke in den Börsengremien zeigt, deren wichtige Stützpfeiler gewesen. Der Bedeutungsverlust nahm, wie Gehlen zeigt, bereits in der Zwischenkriegszeit seinen Anfang und ist in einen langfristigen (Konzentrations-)Trend einzuordnen, der bereits mit dem Ende der Großen Inflation in den 1920er-Jahren einsetzte. Ein tiefgreifender Einschnitt in der langen Frankfurter Börsentradition war die durch die Arisierungsmaßnahmen herbeigeführte dauerhafte Verdrängung jüdischer Privatbankiers.

Die Desintegration der internationalen Kapitalmärkte, die Kapitalknappheit im Inland und regulatorische Maßnahmen schwächten die Börsen und vor allem die Aktienmärkte auch in der frühen Bundesrepublik. Während die Börsen in der Zeit des Nationalsozialismus der Finanzierung der Rüstungsindustrie dienten, wurden sie nun Wiederaufbauzwecken untergeordnet. Dies änderte sich erst schrittweise mit dem Abschluss des Wiederaufbaus, einer zunehmenden Globalisierung sowie der Integration von Kapitalmärkten seit den 1970er-Jahren.

Diesen Zeitraum behandelt Bernd Rudolph im zweiten Kapitel, das dem Zeitabschnitt von 1945 bis 1980 und damit dem geschäftlichen und politischen Neubeginn bzw. Wiederaufbau gilt. In diese Phase fallen auch die Auswirkungen erster Krisenerscheinungen in der Marktwirtschaft und politisch-ökonomischer Zerwürfnisse. Die deutschen Börsen verstanden sich damals noch weitgehend als Schwesterbörsen und versuchten, insbesondere im Hinblick auf ihre politischen und ökonomischen Umfeldbedingungen als Einheit zu agieren. Gemeinsam bemühten sie sich, die richtigen Antworten auf die sich ändernden Kapitalmarktbedingungen zu finden, was punktuelle Konkurrenzkämpfe der Börsen untereinander nicht ausschloss.

Impulse zur Weiterentwicklung des Börsengeschäfts im Hinblick auf die Wiederbelebung des Terminhandels, die Verbesserung des Anlegerschutzes und die Handelsusancen gingen in den ersten Nachkriegsjahrzehnten, wenn überhaupt, eher von staat-

lichen Organen aus. Die Großbanken, die im Kaiserreich als äußerst aktive Akteure des Börsenwesens aufgetreten waren, zeigten kein nennenswertes Interesse. Für sie waren die Börsen, zumal im rein nationalen Rahmen, in Zeiten der ‚Deutschland AG‘ weniger wichtig. Vielmehr pflegten sie durch ihre Kapital- und Personalverflechtungen sowie die Ausübung ihrer Hausbankfunktionen einen für lange Zeit stabilen Gegenentwurf zur Kapitalbeschaffung über die Börsen. Daran änderte sich erst allmählich etwas, als mit der neuerlichen Internationalisierung von Kapitalströmen seit den 1970er-Jahren das Vorhandensein eines hochrangigen Börsenplatzes in unmittelbarer Nähe zur Bankenzentrale zu einem globalen Wettbewerbsfaktor avancierte.

Die sich hieraus und aus der zunehmenden Elektronisierung ergebende Dynamik änderte das Börsengeschehen in Deutschland von Grund auf und erforderte ein Umdenken auf vielen Ebenen. Beispielsweise konnte von Transparenz im heutigen Sinn für die meisten Anleger weder im Hinblick auf die Auftragslage noch bezüglich der aktuellen Informationen über die gehandelten Effekten und ihre Emittenten die Rede sein. Die Kursmakler verfügten über ein Informationsmonopol im Hinblick auf die Auftragslage im Handelsraum, denn das Orderbuch war ausschließlich von ihnen selbst einsehbar. Erst mit dem Aufkommen elektronischer Handelssysteme wurde Transparenz über die Auftragslage hergestellt. Die Verbesserung der Informationslage der Anleger über die Emittenten wurde 1970 formal, aber nur in rudimentärer Form mit den Empfehlungen zu freiwilligen Insiderregeln in Angriff genommen. Auch über die Qualität der Handelsplätze bestand keine Transparenz. So kämpften die Regionalbörsen über viele Jahre hinweg gegen die ex post-Veröffentlichung ihrer Börsenumsätze, weil sie bei geringeren Umsatzzahlen negative Signale für die Marktteilnehmer fürchteten. Inhaltlich ließen die handelsrechtlichen Vorschriften in Deutschland noch traditionell größeren Spielraum für die Wertansätze in der Bilanz. Und als man die Rechnungslegungsvorschriften für kapitalmarktorientierte Unternehmen anzupassen begann, galten sie erst einmal nur für große Gesellschaften, die an den internationalen Kapitalmärkten engagiert waren.

Das explosive Gemisch aus Elektronisierung, Forcierung des Anlegerschutzes und internationalem Wettbewerb krepelte die Börsen in der Bundesrepublik, später im wiedervereinigten Deutschland dann grundlegend um. Diese Phase, in der in der Frankfurter Wertpapierbörse kein Stein auf dem anderen blieb, behandelt das von Günter Franke verfasste Kapitel zum Zeitraum 1980 bis 2000. Sie brachte einschneidende Änderungen in der Tektonik der deutschen Börsenlandschaft, in institutionellen und technischen Rahmenbedingungen, in Markt mikrostrukturen und in der Geschäftsentwicklung, um an dieser Stelle nur einige Gesichtspunkte anzusprechen. Das Kapitel von Günter Franke arbeitet die wesentlichen Triebkräfte und Akteure dieses ‚Big Bang‘ für das deutsche Börsensystem ebenso wie die damit verbundenen massiven Interessenkonflikte heraus.

Noch bis Mitte der 1980er-Jahre koexistierten die Frankfurter Wertpapierbörse und die deutschen Regionalbörsen in friedlicher Weise, auch wenn sich die Gewichte allmählich zu Gunsten von Frankfurt verschoben. Noch dominierte auch der traditionelle Parkett-handel, getragen von deutschen Kreditinstituten, amtlichen Maklern und freien Maklern. Der amtliche Kursmakler galt als Symbol fairer Preisbildung, der Handel an den Börsen benötigte zahlreiche überwiegend manuell ausgeführte Arbeitsschritte und war entsprechend teuer. Dass Kreditinstitute und Makler viel Geld durch Kursschnitte sowie durch ihren Informationsvorsprung im Hinblick auf die Entwicklung der Unternehmen und die Auftragslage verdienten – heute würde man von Insiderhandel und Frontrunning sprechen –, war in der Öffentlichkeit kaum bekannt. Mit dieser Struktur und manchen Missständen räumten dann aber zahlreiche Änderungen auf, die durch den wachsenden Druck aus den USA und der Europäischen Kommission forciert wurden. Die immensen Kosten der Elektronisierung, die steigenden Anforderungen an die Börsenorganisation und das Erfordernis, einen Handelsplatz zu schaffen, der mit der internationalen Entwicklung Schritt halten konnte, beschleunigten den Strukturwandel der deutschen Börsenlandschaft, der schließlich in die Gründung der Frankfurter Wertpapierbörse AG und bald darauf der Deutsche Börse AG mündete. Damit wurde die öffentlich-rechtliche Infrastruktur der Börse in die Hand eines privaten, gewinnorientierten Dienstleistungsunternehmens gelegt. In gewisser Weise kehrte man mit dieser Ablösung der öffentlich-rechtlichen Trägerschaft zu der seit Gründung der Frankfurter Börse bis 1808 bestehenden privaten Struktur zurück.

Die Europäische Gemeinschaft verabschiedete mehrere Direktiven, die den Anlegerschutz erheblich stärkten. Gleichzeitig trieb sie die Liberalisierung des Kapitalverkehrs voran, so dass der Handel über die Grenzen hinweg erleichtert wurde, wofür im Übrigen auch die Elektronisierung sorgte. Günter Franke untersucht, wie sich der Handel von der traditionellen Präsenzbörse zur elektronischen Computerbörse verlagerte, die die Funktion des Kursmaklers zumindest im liquiden Wertpapierhandel weitgehend obsolet werden ließ. Die Computerbörse schuf Zugangsmöglichkeiten zum standortunabhängigen Handel für nationale und ausländische Händler und arbeitete insgesamt erheblich schneller und effizienter als der Parketthandel, so dass die Transaktionskosten des Handels sanken. Der Anpassungsprozess wurde auch durch den gewachsenen internationalen Börsenwettbewerb beschleunigt.

Die Elektronisierung eröffnete bessere Möglichkeiten, den Handel zu überwachen und den Anlegerschutz zu stärken. Der elektronische Handel konzentrierte sich in Deutschland zunächst weitgehend auf den Finanzplatz Frankfurt. Die Regionalbörsen hingegen verloren an Geschäft, bis sie neue Geschäftsmodelle entwickelten und sich insbesondere mit Blick auf die Privatkundschaft profilieren konnten. Vorreiter der Elektronisierung war die Deutsche Terminbörse, die 1990 ihr Geschäft als voll auto-

matisierte Computerbörse aufnahm und zum Vorbild anderer Börsen weltweit avancierte. Sie löste das bis dahin wenig erfolgreiche Segment für Termingeschäfte an der Kassabörse ab.

Ein wenig rühmliches Kapitel dieses Zeitraums war die Schaffung des sogenannten Neuen Marktes zur Mitte der 1990er-Jahre, der sich trotz sorgfältiger Vorbereitung als Flop erwies. Er sollte mittelständischen Unternehmen, insbesondere Start-Ups der New Economy, bessere Finanzierungschancen eröffnen, wurde jedoch nach kurzen Höhenflügen und einem anschließenden dramatischen Kursverfall bereits im Jahr 2003 wieder geschlossen. Zwar gab es in anderen Ländern ähnliche Probleme, doch reihte sich dieser Misserfolg in die Reihe vielfältiger, letztlich nicht erfolgreicher Versuche ein, den Emissionsmarkt für Aktien in Deutschland auf ein mit den angelsächsischen Ländern vergleichbares Niveau zu heben.

Im vierten und letzten Kapitel behandeln Peter Gomber und Benjamin Clapham die an die Gegenwart heranreichende Börsenentwicklung im Zeichen der Digitalisierung. Hatte die Elektronisierung der Börse den Effekt, Handelsprozesse kostensenkend zu erleichtern, von überkommenen Handelsregeln zu befreien und für Kunden im Ausland weiter zu öffnen, so erwies sich aus Sicht der beiden Autoren die Digitalisierung als Auslöser und Treiber einer umfassenden Demokratisierung des Börsenhandels bzw. des gesamten Wertpapierhandels, indem sie hohe Transparenz und Liquidität sowie weiter sinkende Transaktionskosten ermöglichte. Die Deutsche Börse erkannte diese Chancen frühzeitig und griff sie mit großem Erfolg über die Realisierung von Skaleneffekten im Mengengeschäft mit den Handelssystemen Xetra und Eurex auf. Die Digitalisierungserfolge haben der Frankfurter Wertpapierbörse wachsende Marktanteile im nationalen Börsenhandel sowie international hohe Anerkennung als effizienter Marktplatz verschafft. Die Deutsche Börse AG als Trägergesellschaft konnte parallel dazu mit ihren beiden weiteren Standbeinen Eurex Clearing und Clearstream durch vertikale Integration sowie durch die Verbreiterung ihres Geschäftsmodells auf neue Services (zum Beispiel im Bereich Marktdaten) und neue Assetklassen (zum Beispiel im Bereich Foreign Exchange) zentrale Grundpfeiler ihres Erfolgs und ihrer eigenen Bewertung am Aktienmarkt aufbauen. Aber es gab auch Rückschläge – insbesondere die gescheiterten Versuche, die internationale Börsenkonsolidierung erfolgreich zu gestalten.

Mit der europäischen Finanzmarktregulierung stieg der Wettbewerb im Aktienhandel durch das Aufkommen neuer europäischer Handelsplattformen deutlich an und setzte die Börse unter Druck. Parallel dazu erfolgte ein weiterer wichtiger Schritt in der Elektronisierung des Wertpapierhandels, diesmal jedoch bei den Marktteilnehmern: das Aufkommen des algorithmischen Handels und des sogenannten Hochfrequenzhandels, also die Generierung von Wertpapieraufträgen bei den Teilnehmern nicht mehr alleine durch Menschen, sondern durch Algorithmen bzw. Software.

Als Folge des Wettbewerbs zwischen den europäischen Börsenplätzen und den neu aufgekommenen alternativen Handelssystemen sowie der weiteren Elektronisierung sanken die Handelsgebühren, erhöhte sich die Liquidität im Handel und konnten technologische Fortschritte verzeichnet werden. Seitens der regulierenden Behörden wurde seit der Finanzkrise versucht, die Rolle transparenter und öffentlicher Marktplätze weiter zu stärken und den Over-the-Counter-Handel (OTC) einzudämmen. Die Autoren schildern die im Zeitablauf wachsende Bedeutung der Dark Pools, die starke Kursreaktionen im Falle großer Transaktionen der institutionellen Marktteilnehmer vermeiden sollten. Auch hat man erstmals einen europaweit anwendbaren regulatorischen Rahmen für den algorithmischen und den Hochfrequenzhandel geschaffen.

Diese vielfältigen Themen beherrschen auch heute, im Jahr 2021, die Diskussion über das Börsenwesen und damit werden Börse und Wertpapierhandel mit all ihren Facetten auch in den kommenden Jahren ein sicher sehr spannendes Forschungsgebiet sein – sowohl für Ökonomen als auch für Wirtschaftshistoriker.

Die Entstehung dieses Buchs wurde vom Rat und dem Engagement einer Vielzahl von Personen getragen, denen ich an dieser Stelle auch im Namen meiner Mitautoren sehr herzlich danken möchte. Ein besonderer Dank gebührt Alix Puhl und Gregor Hauck, die das von ihrem Vater angeregte und ermöglichte Projekt mit wohlwollendem Interesse und großer Geduld begleitet haben. Für die uneingeschränkte Bereitstellung bisher der Öffentlichkeit nicht zugänglicher historischer Akten der Deutsche Börse AG, die dem Buch über weite Strecken zu einer ergiebigen Quellenbasis verhalf, möchten wir Dr. Theodor Weimer, dem Vorsitzenden des Vorstands der Deutsche Börse AG, sehr herzlich danken. Unser Dank gilt insbesondere Dr. Oliver Ramonat für die unermüdliche Unterstützung unserer Rechercheanliegen, dem Leiter des Hessischen Wirtschaftsarchivs, Dr. Ulrich Eisenbach, sowie den Mitarbeitern des Hessischen Hauptstaatsarchivs. Dr. Rüdiger von Rosen und Artur Fischer haben mit ihren privaten Beständen und persönlichen Perspektiven auf die jüngere deutsche bzw. die Frankfurter Börsengeschichte den Autoren der beiden mittleren Kapitel die Recherchen zu diesem Buch erheblich erleichtert. Ihnen sei ebenso gedankt wie den die Börsenentwicklung teils akademisch teils als dramatis personae begleitenden Personen, die den Autoren für vertiefende Gespräche zur Verfügung standen, insbesondere Claus-Jürgen Diederich, Uwe E. Flach, Frank Gerstenschläger, Michael König, Berthold Kracke, Thomas Munz, Rainer Riess, Volker Potthoff, Michael Zollweg, Hans-Jürgen Schäfer, Martin Reck, Lutz Raettig und Hartmut Schmidt.

Entwicklungslinien der Frankfurter Wertpapierbörse bis zum Ende des Zweiten Weltkriegs

Boris Gehlen

I. Ursprünge und Entwicklung der Frankfurter Börse bis zum Ende der 1920er-Jahre

Die Anfänge der Frankfurter Börse reichen bis in die Frühe Neuzeit zurück. Dem Beispiel europäischer Handels- und Messeplätze folgend entstand seit 1585 auch in Frankfurt ein organisierter Markt, der den Warenhandel ergänzte und an dem Kaufleute zu festgelegten Zeiten vor allem Wechsel handelten.³ Die Mehrzahl der Börsenbesucher stammte aus Italien und den Niederlanden. Die Frankfurter Börse hatte folglich seit ihren Anfängen eine europäische Bedeutung, stand aber lange im Schatten der Amsterdamer Börse. Das Wechselgeschäft blieb bis weit in das 18. Jahrhundert die maßgebliche Börsentransaktion, ehe gegen Ende des Jahrhunderts das (Staats-)Anleihegeschäft seinen Aufschwung nahm und den Finanzplatz Frankfurt erheblich aufwertete. Treibende Kraft waren die Frankfurter Privatbankhäuser, die vereinzelt bereits erfolgreich Staatsanleihen in Amsterdam platziert hatten. Seit 1778 emittierten die Gebrüder Bethmann auch in Frankfurt Anleihen für Herrscherhäuser und Territorialstaaten und begründeten somit die zentrale Stellung Frankfurts für die Finanzierung von (internationalen) Staatsschulden. Das Bankhaus Metzler und vor allem das Bankhaus Rothschild folgten dem Beispiel Bethmanns.⁴

Durch die Spezialisierung auf das Anleihegeschäft war die Frankfurter Börse die bedeutendste Börse im deutschen Raum geworden, doch sie verlor diese Position seit der Mitte des 19. Jahrhunderts an Berlin. Einerseits versäumte es die Frankfurter Börse, frühzeitig den Aktienhandel, den Zukunftsmarkt der Zeit, zu entwickeln, andererseits gewann Berlin im Zuge der Einigungskriege und der Entstehung des Deutschen Reichs politisch und wirtschaftlich an Bedeutung, während die Eingliederung der freien Stadt Frankfurt in den preußischen Staat 1866 einen Bedeutungsverlust mit sich brachte. Die Entwicklung wurde nach der Reichsgründung 1871 noch verstärkt, da sich zentrale Finanzinstitutionen (Reichsbank, Großbanken) in Berlin konzentrierten und den dortigen Finanzplatz aufwerteten. Entsprechend war Berlin vor 1913 die mit Abstand bedeutendste deutsche Börse und sollte dies auch bis 1945 bleiben; Frankfurt war nicht zuletzt auf-

grund der Brückenfunktion zum süddeutschen Raum trotz eines deutlichen Abstands bei allen Kennziffern der zweitgrößte Wertpapierhandelsplatz im Deutschen Reich.⁵

Die deutschen Börsen des 19. Jahrhunderts hatten organisatorisch vieles gemein. Mit wenigen Ausnahmen waren öffentlich-rechtliche Handelskammern oder – wie lange Zeit in Berlin – Korporationen mit handelskammerähnlichen Funktionen Trägerinnen der Börse, d. h. die organisierten lokalen Kaufleute bestimmten die Organisation und die Geschäftstätigkeiten von Börsen in erheblichem Maße selbst. Zwar unterstanden die Handelskammern staatlicher, für Frankfurt hieß das: preußischer Aufsicht, aber bis zum Ende des 19. Jahrhunderts beschränkte sich die Staatsaufsicht darauf, die von den örtlichen Kaufmannschaften ausgearbeiteten Börsenordnungen zu genehmigen. Doch seit jeher waren Börsen Orte auch übertriebener Spekulation. Finanzkrisen lösten regelmäßig Diskussionen über den Nutzen von Börsen und mithin politische Debatten über eine mögliche Staatsintervention aus. Im letzten Drittel des 19. Jahrhunderts führten vor allem die Gründerkrise 1873 und Verfehlungen im Börsenterminhandel zu regulatorischen Konsequenzen. Im Nachgang der Gründerkrise novellierte der Gesetzgeber 1884 das Aktienrecht und 1896 folgte ein heftig umstrittenes Börsengesetz, dessen Entstehung auch international höchst aufmerksam verfolgt wurde. Dem Börsengesetz ging 1892/93 eine umfassende Börsenenquete voraus, die von einer Kommission aus Praktikern, Wissenschaftlern und Politikern erarbeitet wurde. Die Enquete war sachlich ausgewogen und ihre Vorschläge bestätigten im Wesentlichen die bisherige Selbstverwaltung der Börsen. Die nachfolgende parlamentarische Debatte zur Börsengesetzgebung wurde allerdings von populistischen Zuschreibungen überlagert, die – verkürzt ausgedrückt – die Börsen zu ‚Spielhöllen‘ stilisierten, ihnen abträgliche ökonomische Effekte unterstellten (‚Volksausraubung‘) und die in besonderem Maße antikapitalistische und antisemitische Klischees bedienten. Die Börsenkritik rührte zwar im Wesentlichen daher, dass weite Teile der Bevölkerung den Börsenhandel und seine Dynamik nicht einmal ansatzweise verstanden oder verstehen wollten, aber sie bediente sehr wirkmächtige Feindbilder, von denen das des ‚internationalen Finanzjudentums‘ seit der Gründerkrise 1873 zu einem festen Bestandteil der Rhetorik rechtsgerichteter Parteien geworden war. Im Kern verbanden sich auf diese Art und Weise Antikapitalismus, Antisemitismus und Globalisierungskritik; beides wiederholte sich in den 1890er-Jahren, als sich die globalen Getreidemärkte aufgrund drastisch sinkender Transportkosten integrierten und sich an den Börsen mit dem Getreideterminhandel das komplementäre Hedging-Instrument etablierte. Aus Sicht der konservativen Agrarier war besonders der Getreideterminhandel am Verfall der Preise schuld und sie agitierten, begünstigt durch Spekulationskandale, deshalb so massiv gegen die Börsen, dass das avisierte Börsengesetz 1896 in eine Globalisierungsdebatte hineingezogen wurde, die mit den sachlichen Grundsätzen der Börsenorganisation nichts zu tun hatte. Stattdessen rückte mit dem nationalen Gemeinwohl ein Maßstab in den Vordergrund zumindest der politischen Rhetorik, der sich nicht mehr ausschließlich an der Funktionalität von Märkten