

2A 8532

KAPITEL IV

Börsenkrisen und Börsengesetzgebung
von 1914 bis 1945 in Deutschland

von
Friedrich-Wilhelm Henning

1. Der Umfang des Handels mit Wertpapieren von 1914 bis 1945

Um den Umfang des Handels mit Wertpapieren an den Börsen zu bestimmen, ist es zunächst erforderlich, diesen Handel abzugrenzen. An den Effekten- oder Fondsbörsen wurden Aktien, Kuxe, Anleihen der öffentlichen Hand, Anleihen der Unternehmen, Pfandbriefe von Hypothekenbanken, von Landschaftsbanken und von Rentenkassen, ferner Bezugsrechte gehandelt.¹ Diese Wertpapiere stehen im Mittelpunkt der folgenden Erörterungen.

Auf die eng mit den Effektenbörsen verbundenen Wechsel- und Devisenbörsen² wird nur in dem Umfang eingegangen werden, wie diese für die Effektenbörsen von Bedeutung waren. Gerade in der Zeit der Inflation bis 1923 waren die Devisengeschäfte eine wichtige Basis für einen erheblichen Teil der Effektingeschäfte, und zwar nicht nur bei einer Beteiligung ausländischer Kapitaleigner am Börsengeschehen.³ Das deutsche Geld (Mark) wurde mindestens an den westdeutschen Börsen immer mehr direkt oder indirekt durch Devisen bedrängt. Hinzu kam, daß im freien Verkehr die Devisen unbemerkt von der Öffentlichkeit leichter verwendet werden konnten. Diese enge Verbindung zwischen Effekten- und Devisenhandel kam z. B. ebenfalls darin zum Ausdruck, daß die Geschäfte mit Devisen oder Geldsorten, mit Wechseln und mit Effekten häufig an der Börse auch organisatorisch zusammengefaßt wurden.⁴

In Zeiten mit einer normalen Geldwertstabilität war es nicht üblich, daß die an der Börse tätigen Banken die ihnen zur Verfügung stehenden Devisen direkt verkauften. Devisen wurden in solchen Zeiten weniger aus Spekulationsgründen gehandelt, sondern nach dem Bedarf. Die Banken hatten im allgemeinen Forderungen erworben, die „spitz“ waren, d. h. die aus der Abwicklung anderer Geschäfte durch Kunden stammten und daher keine oder nur selten runde Beträge enthielten. Man brachte seitens der Bank daher diese Devisen erst bei einer ausländischen Bank zur Gutschrift und trassierte aus diesem Guthaben einen meistens ebenfalls „spitzen“ Betrag, entsprechend der Nachfrage an der Börse oder auch der Nachfrage außerhalb der Börsen, einer Nachfrage die meistens ebenfalls auf einen bestimmten Zweck ausgerichtet war. Dieser Zweck war aber in normalen Zeiten, d. h. in Zeiten mit frei verfügbarer und konvertierbarer Währung, nur ausnahmsweise der Erwerb von Effekten. Obgleich man mit Hilfe des Börsentermingeschäfts gerade bei Devisen die Kursschwankungen für die Erzielung von Gewinnen auszunutzen versuchte, wurde dadurch aber gleichzeitig auch der Ausgleich begünstigt, zumal wenn man ebenfalls zur Sicherung Gegengeschäfte der entsprechenden Art und des entsprechenden Umfangs einbezog.

Die so abgegrenzten Effektenbörsen wiesen in der Zeit von 1914 bis 1945 erhebliche Wandlungen auf, vor allem Beeinträchtigungen aufgrund außerwirtschaftlicher Rahmenbedingungen charakterisierten die Entwicklung. Krisenhafte Situationen traten dabei immer wieder wegen der starken Angebots- und Nachfrageänderungen auf, mit entsprechenden starken Kursverlusten, d. h. eben Börsenkrisen. Voraussetzung für Börsenkrisen war häufig aber eine Hausse-Spekulation, d. h. ein übermäßiges Anstei-

gen der Kurse. Beide Vorgänge, sowohl ein starker Rückgang als auch ein starker Anstieg der Kurse, brachten Unruhe nicht nur in die Effektenmärkte, sondern auch in die wirtschaftliche Entwicklung, wie sie andererseits von den Aussichten, mindestens von den Erwartungen hinsichtlich dieser wirtschaftlichen Entwicklung abhängig waren. Es handelte sich mithin um ein Wechselverhältnis.

Gerade im Bereich der Effektingeschäfte zeigten sich die starken Eingriffe in die wirtschaftliche Entwicklung und damit die wirklichen Ursachen der wirtschaftlich schädlichen Faktoren. Kriege und Wirtschaftskrisen wurden in erheblichem Maße durch Eingriffe des Gesetzgebers ergänzt, so daß sowohl das Börsengeschehen innerhalb der einzelnen Länder als auch die internationalen Börsenbeziehungen erheblich beeinträchtigt, zeitweise sogar unterbrochen wurden.

Diese Einflüsse waren allerdings in den einzelnen Teilperioden sehr unterschiedlich, so daß sich eine zeitliche Periodisierung angelehnt an eben diese Einflüsse anbietet.

Will man diese Änderungen nicht nur verbal charakterisieren, sondern auch quantitativ ermitteln, dann können im wesentlichen zwei statistische Reihen herangezogen werden: (1) Der Umsatz an den Börsen wird in der Entwicklung der Börsenumsatzsteuerzahlungen deutlich, wenn auch mit einigen Einschränkungen, auf die noch näher einzugehen ist. (2) Die Menge der überhaupt vorhandenen und handelsfähigen Wertpapiere weist auf das Potential hin, ohne daß sich daraus allerdings Rückschlüsse auf den wirklichen Effektenhandel ablesen lassen. Immerhin wird aber daraus ersichtlich, in welchem Maße der Handel mit Effekten ausgedehnt werden konnte. In welchem Maße dies dann wirklich geschehen ist, deutet die Entwicklung der Börsenumsatzsteuer an. Der Umfang des im Effektenhandel einsetzbaren Materials läßt auch Rückschlüsse auf den Kapitalbedarf der Wirtschaft und der öffentlichen Hand zu.

Die Entwicklung der Erträge der Börsenumsatzsteuer von 1910 bis 1943 zeigt deutlich die einzelnen Teilperioden, vgl. Tabelle 1.⁵

Diese Zahlen können aber nur ein Indiz für die Entwicklung des Wertpapiergeschäfts sein, da sich die Steuersätze und die Steuertatbestände wandelten. Hinzu kamen unterschiedliche Steuersätze für verschiedene Wertpapiergruppen, d. h. die Steuersatzstruktur war in allen Teilperioden sehr breit aufgefächert. Die Börsenumsatzsteuer lag z. B. in den dreißiger Jahren im Normalfall bei 0,4 bis 5 Promille. Bei Geschäften zwischen Banken betrug der Satz die Hälfte und bei Geschäften mit dem Ausland ein Viertel.

Dabei gab es folgende Abstufungen für die normalen Verkäufe: 0,4 Promille galten für Schuldverschreibungen des Reiches, der Länder, der Gemeinden, der Gemeindeverbände, der Zweckverbände, des Umschuldungsverbandes der Deutschen Gemeinden und der Deutschen Reichsbahn. 0,6 Promille waren bei Schuldverschreibungen inländischer öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten, Hypothekenbanken, Schiffspfandbriefbanken, Eisenbahngesellschaften, gemeinnütziger Wohnungsunternehmen, ferner bei Vorzugsaktien der Reichsbahn zu zahlen. Mit 1 Promille waren alle anderen Schuldverschreibungen belastet, mit 1,5 Promille die Aktien. Die seltener gehandelten Anteile an Gesellschaften mit beschränkter Haftung waren sogar mit einer Steuer in Höhe von 5 Promille belastet.

Tabelle 1:

*Entwicklung der Börsenumsatzsteuereinnahmen von 1910 bis 1944
in Mill. M/RM*

(Umsatz von Wertpapieren, Gewinnanteilen und Zinsbogen)

1910	60	1927	66
1911	66	1928	48
1912	66	1929	30
1913	72	1930/31	19
1914		1931/32	11
1915		1932/33	9
1916		1933/34	13
1917		1934/35	14
1918		1935/36	14
1919		1936/37	17
1920	50	1937/38	16
1921	35	1938/39	15
1922	20 000	1939/40	16
1923	40 000	1940/41	21
1924	113	1941/42	18
1925	40	1942/43	17
1926	83	1943/44	13

Die Reichsgoldanleihe von 1923 und Schatzanweisungen des Reiches und der Länder waren steuerfrei, die Schatzanweisungen hatten dieses Privileg aber nur, wenn sie spätestens drei Jahre nach Geschäftsabschluß fällig wurden. Man wollte hier offensichtlich die kurzfristige Verschuldung der Gebietskörperschaften nicht mit zu hohen Kosten belasten.

Zu diesen im Steuertarif begründeten Unsicherheiten hinsichtlich der Aussagekraft der Steuereinnahmen kommt das Problem, daß zeitweise die Börsenumsatzsteuer mit der Gesellschafts- und der Wertpapiersteuer in den amtlichen Statistiken gemeinsam aufgeführt wurde. Dies beruhte auf der gesetzlichen Regelung vom 8. April 1922, als die drei genannten Steuern durch das Kapitalverkehrssteuergesetz zusammengefaßt wurden.⁶ Die Sätze lagen je nach Wertpapier und der am Umsatz beteiligten Personen bei 0,1 bis 1,2 Promille.⁷

Aus der Zeit vor dem Ersten Weltkrieg bis 1922 hatten die Sätze bei 0,2 bis 6 Promille gelegen, allerdings galt der höchste Zusatz nur für die Emission ausländischer Renten und Obligationen. Im allgemeinen ging die Belastung nicht über 2 Promille hinaus. Während des Ersten Weltkrieges erhöhte sich die Besteuerung im Rahmen der Anhebung der Stempelsteuern. Dieser erhöhte Steuersatz, ebenfalls wieder mit einer breit aufgefächerten Struktur, blieb wegen des weiterhin hohen Finanzbedarfs des Reiches auch nach dem Kriegsende erhalten.⁸

Gerade diese Vielfalt der Steuersätze zeigt, daß die Struktur der vorhandenen und der tatsächlich gehandelten Wertpapiere von großer Bedeutung für die Höhe der Einnahmen aus Börsenumsatzsteuern war. Ab Herbst 1944 wurde keine Börsenumsatzsteuer mehr erhoben. Dies war ein Teil der Vereinfachung des Steuersystems.⁹

Eine weitere Unsicherheit beim Vergleich der einzelnen Teilperioden ergibt sich daraus, daß die Zahlenangaben für die Inflationszeit nicht zum Vergleich herangezogen werden können. Für die gesamte Zeit kommt hinzu, daß das Kursniveau auch für den Anfall an Steuern von entscheidender Bedeutung war. So mußte ein starkes Absinken der Kurse für Wertpapiere in der Weltwirtschaftskrise dazu führen, daß auch die fälligen Steuerbeträge erheblich zurückgingen, selbst wenn in Nominalwerten der Börsenumsatz gleichgeblieben wäre. Die zeitweise Schließung der Börsen beeinträchtigte ebenfalls den Umsatz von Effekten und verminderte dadurch die Steuereinnahmen.¹⁰

Gerade diese unterschiedlichen Einflüsse mußten auch zu einer Differenzierung der Steuereinnahmen zwischen den einzelnen Teilperioden beitragen, diese jeweils mit einem besonderem Charakteristikum versehen. Zum Teil kam es aber auch zu einer Neutralisierung der genannten Einflüsse, weil die Börsenumsatzsteuer eben nicht nur von den Umsätzen an der Börse zu leisten war, sondern jedes Anschaffungsgeschäft von Wertpapieren erfaßte.¹¹

Einen Teil der genannten Probleme kann man auch aus der langfristigen Entwicklung des für den Handel verfügbaren Materials ablesen, vgl. Tab. 2.¹²

Gegenüber den Angaben in der Quelle wurden einige Ergänzungen vorgenommen. Die Schuldverschreibungen der Gebietskörperschaften für das Jahr 1927 wurden hier aus den beiden benachbarten Werten interpoliert.

Bei den Schuldverschreibungen der Unternehmen, ohne die Kreditinstitute, wurde für die Jahre von 1924 bis 1926 davon ausgegangen, daß noch keine Aufwertungsschuldverschreibungen bestanden, daß diese erstmals für 1927 relevant wurden. Möglicherweise waren die Werte für diese Jahre vor 1927 daher durchaus bereits höher. Für die Zeit ab 1941 waren die Aufwertungsschuldverschreibungen offensichtlich völlig oder fast völlig abgetragen. Es wurde daher davon ausgegangen, daß die Gesamtsumme der Schuldverschreibungen den Schuldverschreibungen außerhalb der Aufwertungseffekten entsprach.

Bei der Gesamtsumme der Schuldverschreibungen für das Jahr 1927 wurden die nach den obigen Angaben ermittelten Zahlen der einzelnen Teilschuldner addiert. Das Ergebnis kann angenähert als ein der Wirklichkeit entsprechender Wert angesehen werden.

Auch bei den umlaufenden Wertpapieren ergeben sich wie bei der Börsenumsatzsteuer Bedenken gegen einen durchgehenden Vergleich der Daten. Für die Zeit des Ersten Weltkrieges, der Nachkriegsinflationszeit und des Zweiten Weltkrieges gilt dies in besonderer Weise. Darüber hinaus zeigen sich Sprünge von 1926 bis 1928 und 1939/40, die teilweise auf unterschiedlichen Quellen (1926/28) und teilweise auf der 1938 erfolgten Ausdehnung des Deutschen Reiches durch die Einverleibung Österreichs und des Sudetengebietes (1939/40) beruhen.

Trotz dieser Bedenken im Detail läßt sich im langfristigen Trend feststellen, daß eine Periodisierung des gesamten Zeitraums von 1914 bis 1945 vor allem anhand der Börsenumsätze vorgenommen werden kann. Die Entwicklung des zur Verfügung stehenden Börsenmaterials ist hierfür weniger geeignet.

Während das Volumen der Schuldverschreibungen und der Aktien in den Jahren vor dem Ersten Weltkrieg langsam anstieg, und zwar von 1910 bis 1914 um zusammen etwa 10 Prozent, wuchs die Börsenumsatzsteuer in dieser Zeit um etwa 20 Prozent, d. h., die Umsätze wuchsen etwa doppelt so schnell wie die Ausdehnung des verfügbaren Materials. Von wenigen Situationen, insbesondere seit dem Frühjahr 1914 abgesehen, waren die Kursschwankungen nur wenig ausgeprägt. Man wird daher trotz der offensichtlichen Beschleunigung des Umsatzes um etwa 10 Prozent nicht von einer Überhitzung sprechen können.

Während des Ersten Weltkrieges wurde vor allem die Menge der Schuldverschreibungen im weitesten Sinne, insbesondere der Staatsschuldtitel, ausgedehnt, während das Volumen der Aktien keine grundlegende Änderung aufzuweisen hatte. Am Anfang des Krieges ging das Volumen der Aktien geringfügig zurück, möglicherweise, weil einige Unternehmen aufgrund des Mangels an Rohstoffen aus dem Ausland (z. B. Baumwolle) aufgegeben wurden. Dann war aber ab 1917 ein Anstieg um einige Prozentpunkte zu verzeichnen, was wohl mit der Entstehung oder Ausdehnung von Unternehmen der Kriegsgüterproduktion zusammenhing. Die Effektenumsätze wuchsen nicht entscheidend an. In zunehmendem Maße wurden Wertpapiere zwischen den Banken, d. h. außerhalb der Börsen gehandelt, aber offensichtlich ebenfalls ohne überhitzte Preise.¹³

In der Inflationszeit bis zum Ende des Jahres 1923 wurde die Zahl der Aktien ausgedehnt. Die Erhöhung des Grundkapitals erfolgte im Wege der Anpassung an den sinkenden Geldwert und die steigenden Umsätze der Unternehmen, was aber in Tabelle 2 nicht zum Ausdruck kommt, da die entsprechenden statistischen Angaben für die Inflationsjahre fehlen. Aus den Bilanzen einzelner Aktiengesellschaften läßt sich diese Entwicklung jedoch ablesen. So wurde das Grundkapital der Deutschen Bank 1922 und 1923 in zwei Schritten von 0,4 auf 1,5 Milliarden M angehoben. 1914 hatte es noch bei 200 Millionen M gelegen und war bis 1920 in drei Schritten (1914, 1917 und 1920) auf 400 Millionen M erhöht worden. Die Eröffnungsbilanz zum 1. Januar 1924 führte ein Grundkapital von 150 Millionen Goldmark an.¹⁴

Außer diesen Änderungen in den bestehenden Aktiengesellschaften kam es zu einer Erweiterung der durch Aktiengesellschaften geprägten Wirtschaftsbereiche, worauf das Anwachsen des Volumens der Aktien von 1918 bis 1925 hauptsächlich zurückzuführen ist.

Die Menge der ausgegebenen und der gehandelten Schuldverschreibungen stieg ins Unermeßliche, als eine wichtige Komponente der inflationären Finanzpolitik der öffentlichen Hand, vor allem des Reiches. Der Anstieg der Einnahmen aus Börsenumsatzsteuern ist zwar erheblich gewesen, aber ebenfalls nur Teil des inflationären Prozesses und daher nicht aussagefähig. Alle drei Reihen zeigen deutlich die wirtschaft-

lichen Unsicherheiten der Inflationszeit und damit auch die relative Geschlossenheit dieser Teilperiode von 1919 bis 1923.

Nach der Währungsstabilisierung kam es zu einem wirtschaftlichen Aufschwung, der sich auch in einem Anstieg des Aktienkapitals um etwa 20 Prozent ausdrückte. Parallel stieg das Volumen der Schuldverschreibungen, wobei die privaten Titel schnell von weniger als 1 Milliarden RM auf 11,6 Milliarden RM anwuchsen, worunter fast 3 Milliarden RM Aufwertungsschuldverschreibungen waren (private Unternehmen und Kreditinstitute). Die zeitliche Ordnung der Entstehung der Aufwertungsschulden ist bei den privaten Unternehmen offensichtlich nicht genau einzuordnen. Sie fand irgendwann zwischen 1924 und 1927 statt, so daß eher das Ergebnis als die Entwicklung in diesen drei Jahren zu betrachten ist. Immerhin hatte aber die Aufwertung auch für die private Wirtschaft keine geringe Bedeutung, denn schließlich erhöhte jedes auch nur teilweise Wiederaufleben alter Schulden die Unternehmenskosten.

Die staatlichen Titel waren in noch stärkerem Maße durch Aufwertungsschuldverschreibungen geprägt. 5,4 Milliarden RM Aufwertungstiteln standen nur knapp 3,4 Milliarden RM seit der Währungsreform entstandener neuer Schuldverschreibungen im Jahre 1929 gegenüber. Der Staat als der größte Nutznießer der Inflation hatte mithin auch die höchste Belastung durch Aufwertungsschuldverschreibungen zu verzeichnen.¹⁵

In der Weltwirtschaftskrise kam es zu einer erheblichen Verminderung der Börsenumsätze, vor allem aufgrund der Schließung der Börsen vom Juli 1931 bis zum April 1932. Die Mengen des verfügbaren Materials hatten sich bei den Aktien vermindert und waren bei den Schuldverschreibungen, vor allem bei denen des Staates, ausgedehnt worden, allerdings nicht in einem solchen Maße, daß dadurch gesamtwirtschaftliche Impulse eintraten, d. h. durch ein deficit spending der Gebietskörperschaften kam keine solche zusätzliche Nachfrage auf und damit erhielt die gesamtwirtschaftliche Entwicklung keine entscheidenden zusätzlichen Impulse.

Ab 1933 ergab sich eine neue Konstellation. Juristische Personen wurden steuerlich benachteiligt. Ihre teilweise Umwandlung in Personalgesellschaften verminderte das Aktienmaterial. Die zunehmende Verschuldung des Staates und auch der privaten Unternehmen dehnte das Material der Schuldverschreibungen erheblich aus. Es kam hier zu einer Verdoppelung des jeweiligen Bestandes. Da die Börsenumsatzsteuer nicht im gleichen Maße anstieg, haben die Umsätze an der Börse offensichtlich mit dieser Ausdehnung des Materials nicht Schritt gehalten, d. h. die Nationalsozialisten sorgten dafür, daß die „Börsenspekulation“ nicht zu sehr ausgedehnt wurde. Der Rückgang der Börsenumsatzsteuereinnahmen beruhte aber möglicherweise auch darauf, daß die stärker gehandelten Titel des Reiches nur einem Steuersatz von 0,4 Promille unterlagen, während die Aktien, deren Umsatz zurückging, mit 1,5 Promille belastet wurden.

Obgleich dann im Zweiten Weltkrieg das Material sowohl im Bereich der Aktien als auch der Schuldverschreibungen erheblich zunahm, gingen die Einnahmen aus den Börsenumsatzsteuern zurück, nachdem sie zunächst noch aufgrund der Einbeziehung Österreichs und des Sudetenlandes ausgedehnt worden waren. Das Börsengeschehen ging im Grunde wie schon von 1933 bis 1939 parallel zur zunehmenden Einschränkung

der Marktwirtschaft zurück. Nicht mehr der freie Kapitalmarkt, sondern die staatliche Lenkung der Kapitalströme wurde für die Versorgung der Wirtschaft, vor allem der Rüstungs- und Kriegswirtschaft entscheidend. Die Mittel für die infolge des Krieges wachsenden Staatsausgaben wurden im übrigen zum weit überwiegenden Teil auf dem Wege der „geräuschlosen“ Finanzierung beschafft. Lediglich die Reichsschatzanweisungen konnten von allen Kaufinteressenten erworben werden.¹⁶

Angelehnt an diese kurz skizzierten Teilperioden wird in den folgenden Ausführungen die Entwicklung des Börsenrechts, der Börsenkrisen und damit des Börsengeschehens dargestellt werden.

2. Der Einfluß des Ersten Weltkrieges auf die Effektenbörsen (1914 bis 1918)

Schon die letzten Monate vor dem Ausbruch des Ersten Weltkrieges hatten eine erhebliche Nervosität in die wirtschaftlichen Bereiche aller derjenigen europäischen Länder gebracht, die in einen Krieg zwischen den europäischen Großmächten hineingezogen zu werden drohten, aber auch in die Länder, die Aussicht hatten, neutral bleiben zu können. Die internationalen wirtschaftlichen Verbindungen waren eigentlich so intensiv¹⁷, daß im Falle eines Krieges jedes beteiligte Land erheblichen Schaden erleiden mußte. Die Wertpapierbeziehungen waren zwar aus politischen Gründen zwischen Frankreich und Deutschland seit 1871 sehr gehemmt gewesen, sofern sie über die Börse laufen sollten¹⁸, was aber nicht ausschloß, daß außerhalb der Börse Kapitalbeziehungen aufgebaut wurden.¹⁹ Die Schüsse von Sarajewo waren jedoch keineswegs die Startschüsse für die internationalen wirtschaftlichen Turbulenzen. Die Politiker hatten über Jahrzehnte nationale Gegensätze auch dort herausgestellt und fast gepflegt, wo sie im Kern überhaupt nicht vorhanden waren.

Dies gilt ebenfalls für die Börsen. Weltweit waren gerade die Effektenbörsen bereits seit dem Frühjahr 1914 parallel zu den allgemeinen wirtschaftlichen Unsicherheiten durch erhebliche Schwankungen gekennzeichnet.²⁰ Dies verstärkte sich noch in den Wochen zwischen dem Mord in Sarajewo am 28. Juni 1914 und dem Beginn des Ersten Weltkrieges am 1. August 1914.²¹ Die Kurse einzelner Effekten zeigen dies deutlich. Vor allem die verschiedenen durch eine mögliche Kriegsführung in Gefahr geratenden Versicherungswerte zeigten Schwächetendenzen.²² Im Grunde gab es bei den meisten Effekten erhebliche Kurseinbrüche.²³

Zu wirklichen Turbulenzen kam es an den deutschen Wertpapierbörsen aber erst ab dem 20. Juli 1914. Eine deutsche Großbank hatte ihren „bevorzugten Kunden“ wegen der Kriegsgefahr zu Verkäufen geraten, die dann auch prompt vorgenommen wurden. Man ging daher dazu über, die Kurse derjenigen Aktien und sonstigen Wertpapiere zu streichen, die einen besonders starken Einbruch zu verzeichnen hatten. Am Samstag,