

■ CHRISTOF DEJUNG

Spielhöllen des Kapitalismus? Terminbörsen, Spekulationsdiskurse und die Übersetzung von Rohstoffen im modernen Warenhandel

49

Ende des 19. Jahrhunderts kam es in verschiedenen Industrieländern zu einem erbitterten Streit über den Warenterminhandel. »Der Terminhandel dient nicht ... einem wirklichen Handelsbedürfnis, als der reinen Spekulation und schädigt die vaterländische Produktion«, meinte etwa ein deutscher Sachverständiger.¹ Demgegenüber betonten andere Experten gerade den Nutzen der Terminbörse für den effektiven Warenhandel. Sie führten ins Feld, dass die Termingeschäfte als Preisversicherung im volatilen Rohstoffgeschäft dienten und so den Rohstoffhandel zum Vorteil der Industrie und Handelswelt kalkulierbarer und weniger risikoreich machten.² Die Debatten um den Terminhandel zeigen unter anderem, welche Herausforderungen sich der modernen Gesellschaft durch die Herausbildung einer zunehmend selbstreferentiell werdenden Finanzökonomie stellten, in der die klassischen Referenzen der Ökonomie – Arbeit, Tausch, Produktion – scheinbar entwertet worden waren.³

Die Geschichte der Terminbörsen ist jedoch weit mehr als eine Diskursgeschichte. Ihre Entstehung lässt sich nur vor dem Hintergrund des sprunghaften Anwachsens des Rohstoffhandels in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts verstehen, der wiederum eine direkte Folge der Industrialisierung darstellte. Während die Geschichte der industriellen Produktionsweise im 19. und 20. Jahrhundert seit jeher die Aufmerksamkeit der Unternehmens- und Wirtschaftsgeschichte gefunden hat⁴, ist die Geschichte des Handels und der mit ihm zusammenhängenden weltumspannenden Finanz- und Dienstleistungssysteme, zu denen auch die Terminbörse zu zählen ist, weit weniger gut erforscht.

Eine Untersuchung des Terminhandels stellt deshalb eine Möglichkeit dar, das wirtschaftshistorische Erkenntnisinteresse über das Feld der bloßen Produktionsgeschichte hinaus auf eine Analyse des Kapitalismus zu richten.⁵ Zum einen kann so gezeigt werden,

- 1 Otto Bähr, *Das Börsenspiel nach den Protokollen der Börsenkommission*, Leipzig 1894, S. 44. – Für Hinweise und Kommentare zu früheren Versionen dieses Textes danke ich Monika Dommann, Alexander Engel, Bernd-Stefan Grewe, Barbara Grimpe, Sandra Maß, Alexander Nütznadel, Jürgen Osterhammel, Niels P. Petersson, Daniel Speich und Mischa Suter.
- 2 So z. B. Max Weber, *Börsenwesen. Schriften und Reden 1893–1898*, 2. Halbband, Tübingen 2000, S. 640f.
- 3 Urs Stäheli, *Spektakuläre Spekulation. Das Populäre in der Ökonomie*, Frankfurt/M. 2007, S. 11f.
- 4 Insbesondere in den klassischen Studien der Disziplin: David S. Landes, *The Unbound Prometheus. Technological Change and Industrial Development in Western Europe from 1750 to the Present*, Cambridge 2003 [1969]; Alfred D. Chandler, *Scale and Scope. The Dynamics of Industrial Capitalism*, Cambridge/MA 2004 [1990].
- 5 Das Fehlen von Kapitalismusanalysen, das vor allem in der deutschsprachigen Forschung zu beobachten ist, wurde in den letzten Jahren verschiedentlich bemängelt: Thomas Welskopp, *Das Unternehmen als Körperschaft. Entwicklungslinien der institutionellen Bindung von Kapital und Arbeit im 19. und 20. Jahrhundert*, in: Karl-Peter Ellerbrock/Clemens Wischermann (Hg.), *Die Wirtschaftsgeschichte vor der Herausforderung durch die New Institutional Economics*, Dortmund 2004, S. 192–215; Jürgen Kocka, *Writing the History of Capitalism*, in: *GHI Bulletin* 47 (2010), S. 7–24. Eine wichtige Ausnahme für eine kulturhistorische Analyse des

wie die Beschleunigung der Kommunikation durch das Aufkommen der Telegraphie zu einer Umdeutung der Waren führte, die an den Rohstoffbörsen gehandelt wurden. Erst indem unspezifische Rohstoffe gemäß genau definierten Produktstandards klassiert wurden, konnten sie zur Grundlage für den Mitte des 19. Jahrhunderts aufkommenden Handel mit Terminkontrakten werden.⁶ Und erst durch derartige Übersetzungsprozesse konnte mit dem Terminhandel ein Wirtschaftssystem zweiter Ordnung entstehen, welches parallel zum effektiven Handel funktionierte und sich einzig und allein an der Entwicklung von Preisen – und nicht mehr an den spezifischen Eigenschaften bestimmter Lieferungen von Baumwolle, Kaffee oder Weizen – orientierte.⁷ Terminkontrakte erhielten somit eine Ähnlichkeit zum Medium des Geldes, da sie nur noch eine indirekte Beziehung zu den Waren aufwiesen, auf die sie sich bezogen. Arjun Appadurai spricht in diesem Zusammenhang von einer Metafetischisierung des ökonomischen Austausches, da an den Rohstoffbörsen die Waren nicht mehr nur als Substitute von Produktionsverhältnissen erscheinen – wie dies Karl Marx in seinem bekannten Diktum vom Fetischcharakter der Ware postuliert hatte – sondern die Börsenkontrakte weitgehend von den eigentlichen Waren abgekoppelt wurden.⁸ In gewisser Hinsicht könnte diese neue Geschäftsform deshalb als Hinweis auf eine »Agonie des Realen« gelesen werden, wie sie Jean Baudrillard festzustellen glaubte, oder sie könnte mit Zygmunt Baumann als Zeichen für eine zunehmende »Verflüssigung der Moderne« angesehen werden.⁹ Während derartige Deutungen in der neueren, poststrukturalistisch ausgerichteten Wirtschaftssoziologie weit verbreitet sind, müssen sie aus wirtschaftshistorischer Perspektive insofern relativiert werden, als Terminmärkte keineswegs vollständig von der Realwirtschaft abgekoppelt, sondern weiterhin mit dieser verbunden waren. Dies hat nicht nur mit der Genese des Terminhandels zu tun, sondern auch mit dessen Auswirkungen. Börsengeschäfte wurden gerade deshalb als Bedrohung für die soziale Ordnung empfunden, weil die als riskant erachteten Terminoperationen nicht bloß Anleger schädi-

Dienstleistungssektors der modernen Wirtschaft stellen neuere Untersuchungen zur Geschichte des Kreditwesens dar, so z. B. Rowena Olegario, *A Culture of Credit. Embedding Trust and Transparency in American Business*, Cambridge/MA 2006; Mischa Suter, *Jenseits des »cash nexus«*. Sozialgeschichte des Kredits zwischen kulturanthropologischen und informationsökonomischen Zugängen, in: *WerkstattGeschichte* 53 (2009), S. 89–99. Eine soeben erschienene Publikation zeigt, dass sich inzwischen sowohl Kultur- wie auch Wirtschaftshistoriker mit dem Phänomen des Kapitalismus auseinanderzusetzen begonnen haben: Gunilla Budde (Hg.), *Kapitalismus. Historische Annäherungen*, Göttingen 2011.

- 6 Diese Produktkategorien können als kognitive Infrastrukturen aufgefasst werden, die erst die Grundlage für die Entstehung von Märkten darstellen: Rainer Diaz-Bone/Gertraude Krell, *Einleitung. Diskursforschung und Ökonomie*, in: Dies. (Hg.), *Diskurs und Ökonomie. Diskursanalytische Perspektiven auf Märkte und Organisationen*, Wiesbaden 2009, S. 9–34, hier S. 24.
- 7 Karin Knorr Cetina/Alex Preda, *Introduction*, in: Dies. (Hg.), *The Sociology of Financial Markets*, Oxford 2005, S. 1–14, hier S. 4f.; Andreas Langenohl, *Finanzmarktöffentlichkeiten. Die funktionale Beziehung zwischen Finanzmarkt und öffentlichem Diskurs*, in: Diaz-Bone/Krell (Hg.), *Diskurs und Ökonomie*, S. 245–266, hier 261 f.
- 8 Arjun Appadurai, *Introduction. Commodities and the Politics of Value*. In: Dies. (Hg.), *The Social Life of Things. Commodities in Cultural Perspective*, Cambridge 1986. S. 3–63, hier S. 49f.; Karl Marx, *Der Fetischcharakter der Ware und sein Geheimnis*, in: Dies., *Das Kapital. Kritik der politischen Ökonomie. Erster Band*, Berlin 1974 [1867], S. 85–98.
- 9 Jean Baudrillard, *Agonie des Realen*, Berlin 1978; Zygmunt Baumann, *Leben in der Flüchtigen Moderne*, Frankfurt/M. 2007.

gen konnten, wenn diese sich verspekuliert hatten, sondern durch ihre Volatilität auch die übrige Gesellschaft in Mitleidenschaft zu ziehen drohten.

Zum anderen weisen die bis heute bestehenden Debatten um die Legitimität von Börsenspekulationen darauf hin, dass eine absolute Trennung zwischen der Sphäre der Ökonomie und der übrigen Gesellschaft – wie sie von der neoklassischen Wirtschaftswissenschaft und der sich an ihr orientierenden Wirtschaftsgeschichte vertreten wird – zu kurz greift. Die Geschichte des Terminhandels zeigt, dass ökonomische Prozesse häufig mit narrativen Mustern und strukturierten Plots verbunden sind. Wie Niklas Luhmann postulierte, ist das System Wirtschaft immer als ein Vollzug von Gesellschaft zu verstehen und ist stets in diese eingebettet. Eine Analyse der ökonomischen Sphäre soll deshalb nicht zuletzt ermöglichen, Aussagen über die moderne Gesellschaft zu machen.¹⁰ In kulturhistorischer Perspektive ist insbesondere die Frage aufschlussreich, wie ökonomische Sachverhalte diskursiv gefasst werden, welche Narrative und Bilder von ihnen bestehen und wie diese wiederum auf die Wirtschaft zurückwirken. Eine Möglichkeit, sich diesem Verhältnis zu nähern, bieten wirtschaftsrechtliche Auseinandersetzungen, hinter denen sich nicht selten Debatten um die *moral economy* einer Gesellschaft verbergen.¹¹ Die neuere Institutionenökonomie hat dargelegt, dass Märkte nie ganz frei, sondern stets durch formelle und informelle Regeln geprägt sind.¹² Anhand der Frage, ob und wie Terminmärkte rechtlich eingeeht werden sollen, und der Debatten um die Legitimität von Börsengeschäften kann man somit Aufschlüsse über den Platz bestimmter Ausprägungen des Ökonomischen in der Gesellschaft erhalten. Nach Ansicht von Urs Stäheli wird bei Spekulationsdiskursen immer auch um die Grenze zwischen Ökonomie und ihrem Außen gerungen. Der Börsenspekulant wird dabei zur ambivalenten Verkörperung des Homo oeconomicus.¹³ Die kontrastierenden Vorstellungen von einer legitimen Geldanlage einerseits und einer moralisch verwerflichen Spekulation andererseits verweisen auf das widersprüchliche Verhältnis verschiedener gesellschaftlicher Teilsysteme zur Dynamik des kapitalistischen Wirtschaftssystems.¹⁴ Dieses System war nicht zuletzt deshalb so bedrohlich, weil es aufgrund der potentiell globalen Mobilität des

10 Niklas Luhmann, *Die Wirtschaft der Gesellschaft*. Frankfurt/M. 1988, S. 8–10. Vgl. für das Konzept der *embeddedness*: Mark Granovetter, *Economic Action and Social Structure. The Problem of Embeddedness*, in: *American Journal of Sociology* 91 (1985), S. 481–510; Mitchel Y. Abolafia, *Markets as Cultures. An Ethnographic Approach*, in: Michel Callon (Hg.), *The Laws of the Market*, Oxford 1998, S. 69–85.

11 Vgl. zum Konzept der *moral economy*: Edward P. Thompson, *Plebeische Kultur und moralische Ökonomie. Aufsätze zur englischen Sozialgeschichte des 18. und 19. Jahrhunderts*, Frankfurt/M. 1980.

12 Douglass C. North, *Institutionen, institutioneller Wandel und Wirtschaftsleistung*, Tübingen 1992; Rudolf Richter, *Institutionen ökonomisch analysiert. Zur jüngeren Entwicklung auf einem Gebiet der Wirtschaftstheorie*, Tübingen 1994; Clemens Wischermann/Anne Nieberding, *Die institutionelle Revolution. Eine Einführung in die deutsche Wirtschaftsgeschichte des 19. und frühen 20. Jahrhunderts*, Stuttgart 2004.

13 Stäheli, *Spektakuläre Spekulation*.

14 So wird nach Ansicht von Marx die historische Entwicklung in erster Linie durch die Widersprüche zwischen der Entwicklung der Produktivkräfte und ihrer Fesselung durch Recht, Politik und Moral in Bewegung gehalten. Vgl. hierzu u. a. Bernhard Giesen, *Die Entdinglichung des Sozialen. Eine evolutionstheoretische Perspektive auf die Postmoderne*, Frankfurt/M. 1991, S. 77. In eine ähnliche Richtung argumentiert Daniel Bell, *Die kulturellen Widersprüche des Kapitalismus*, Frankfurt/M. 1991. Eine eindringliche Warnung vor den desaströsen Folgen einer sozial entbetteten Wirtschaft wird formuliert von Karl Polanyi, *The Great Transformation. Poli-*

Kapitals häufig die Interventionsmöglichkeiten der einzelnen Nationalstaaten überforderte. Arjun Appadurai hat die Ansicht geäußert, dass es dadurch, dass die moderne Produktion und Distribution der Waren immer komplexere Strukturen nach sich ziehe, zwischen ökonomischem System und der übrigen Gesellschaft zu einer Entfremdung komme. Aus diesem Grund wachse auch das Bedürfnis nach einer Mythisierung der Waren und des Warentausches. Der Kapitalismus, so Appadurai, sei deshalb nicht nur ein technisch-ökonomisches System, sondern auch ein Kultursystem.¹⁵

Der Terminhandel ist ein ausgezeichnetes Beispiel, um diesen Fragen nachzugehen. Gerade weil sich die ökonomische Theorie bis heute uneinig ist, ob Finanzmärkte den Gesetzen des effizienten Marktes gehorchen oder nicht vielmehr als eine durch faktische Ahnungslosigkeit und Herdenverhalten der Anleger gekennzeichnete Erscheinung anzusehen sind, besteht ein Bedarf nach einer kulturhistorischen Analyse dieses Phänomens.¹⁶ Ein solcher Zugang zeigt nicht zuletzt, dass die Frage, was eigentlich »die Wirtschaft« sei, weit schwieriger zu beantworten ist, als man aufgrund der Allgegenwart von ökonomischen Themen in der Tagespresse und angesichts des scheinbaren Deutungsmonopols der Wirtschaftswissenschaften vermuten könnte. »Wirtschaft« ist nicht zuletzt eine Diskursformation, in der unterschiedliche Transaktionen des täglichen Lebens als Teil eines bestimmten sozialen Feldes, eben dem der Ökonomie, identifiziert werden.¹⁷ Wo aber die Grenzen dieses Feldes sind und welche in ihm getätigten Transaktionen als legitim anzusehen sind, kann nicht eindeutig bestimmt werden. Die Frage nach dem Wesen der Wirtschaft ist Gegenstand der gesellschaftlichen Auseinandersetzung, und die Antworten auf diese Frage fielen zu verschiedenen historischen Zeiten und in verschiedenen kulturellen Kontexten höchst unterschiedlich aus.

Der Aufsatz gliedert sich in fünf Teile. Im ersten Abschnitt wird die Entstehung des modernen Terminhandels geschildert und es wird gezeigt, dass diese Geschäftsform nur aufgrund der Etablierung von Produktstandards an den Rohstoffbörsen möglich wurde, die die Basis der Terminkontrakte darstellten. Im zweiten Abschnitt wird dargelegt, dass die Terminbörsen auf zwei unterschiedliche Weisen genutzt werden konnten: einerseits als Preisversicherung für Kaufleute, die im effektiven Rohstoffhandel tätig waren, andererseits für spekulative Geschäfte. Wie im dritten Abschnitt geschildert wird, entbrannte ab Mitte des 19. Jahrhunderts in verschiedenen Industrieländern eine hitzige Debatte über die Börsenspekulation. Die Grenze zwischen moralisch verwerflicher Spekulation und legitimem Wirtschaften war jedoch äußerst schwierig zu ziehen und verschob sich fortwährend. Im vierten Abschnitt wird gezeigt, dass die Entstehung des Terminhandels als Symptom für eine zunehmende Selbstreferentialität des Ökonomischen angesehen werden kann – eine Entwicklung, die mehr oder weniger zeitgleich auch in den Wirtschaftswissenschaften stattfand. Im fünften und letzten Teil schließlich wird dargelegt, dass diese Entwicklung zu sozialen Gegenreaktionen führte und dass in verschiedenen Ländern politische Vorstöße zur rechtlichen Einschränkung des Terminhandels erfolgten. Wie eng die Terminmärkte

tische und ökonomische Ursprünge von Gesellschaften und Wirtschaftssystemen, Frankfurt/M. 1978 [1944].

15 Appadurai, Introduction, S. 4f. und 48.

16 Vgl. für die ökonomischen Debatten um Rationalität und Irrationalität der Finanzmärkte: Joseph Vogl, *Das Gespenst des Kapitals*, Zürich 2010, S. 21–24.

17 Joseph Vogl, *Kalkül und Leidenschaft. Poetik des ökonomischen Menschen*, München 2002, S. 9–11.

mit wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen zusammenhängen, zeigte sich nach dem Zweiten Weltkrieg, als der Terminhandel als Folge der politischen Kontrolle des Welthandels zeitweise zum Erliegen kam.

Die Herausbildung des modernen Terminhandels

Der Terminhandel bildete sich Mitte des 19. Jahrhunderts an verschiedenen Rohstoffbörsen in den USA und in Europa als neuartiges Instrument aus.¹⁸ Zwar war es bereits seit Jahrhunderten üblich gewesen, dass ökonomische Akteure Rohstoffe wie Weizen, Kaffee oder Baumwolle an einem Handelsplatz verkauften, bevor die Ware tatsächlich dort eingetroffen war – und manchmal fanden die Verkäufe bereits statt, bevor die entsprechenden Produkte geerntet worden waren. Von dieser als Zeithandel – im englischen als Handel mit *forward contracts* – bezeichneten Geschäftsform unterschied sich der Terminhandel – oder Handel mit *futures contracts* – jedoch in zweierlei Hinsicht. Erstens bestand ein Spezifikum von Termingeschäften darin, dass sie mit standardisierten Kontrakten durchgeführt wurden, welche wiederum von Warenbörsen zur Verfügung gestellt wurden. In den Terminkontrakten waren die Quantitäten und Qualitätsmerkmale der jeweiligen Rohstoffe sowie die Laufzeiten und Vertragsbedingungen genau festgelegt. Die Vertragspartner mussten sich bloß noch auf den Preis und die Anzahl der Kontrakte einigen. Diese standardisierten Kontrakte konnten an der Börse, an der sie entworfen wurden, frei gehandelt werden. Dies war insofern einfach, als der Preis der einzige Punkt war, welcher jeweils neu festgelegt wurde. Ein zweiter Unterschied zwischen Zeit- und Terminhandel bestand darin, dass es im Terminhandel – anders als bei den Zeitgeschäften – nicht mehr um die Ablieferung von effektiver Ware ging. Der Terminhandel funktionierte als reines Differenzgeschäft. Wenn ein Börsenhändler einen Terminkontrakt kaufte und dieser aufgrund von fallenden Rohstoffpreisen an Wert verlor, so musste er nach Ablauf des Kontraktes dem Verkäufer die Differenz auszahlen; wenn die Preise aber stiegen, dann erhielt er die Differenz als Gewinn ausgezahlt. Es verwundert wenig, dass viele Beobachter diese Art von Geschäften als bloße Spekulation, als Kurswette und damit als reines Glücksspiel bezeichneten.¹⁹

Die ersten Börsen, an denen regelmäßig und in größerem Umfang standardisierte Terminkontrakte gehandelt wurden, waren die Getreidebörse in Chicago und die Liverpools Baumwollbörse in den 1860er Jahren.²⁰ Bis in die 1870er Jahre entstanden in Europa, den USA und Südamerika rund 20 weitere Terminmärkte an Rohstoffbörsen wie New York, London, Bremen, Amsterdam oder Le Havre.²¹ Terminkontrakte konnten ausschließlich an Orten gehandelt werden, an denen auch effektiv Rohstoffe wie Weizen, Kaffee, Zucker oder Baumwolle umgesetzt wurden. Dies insbesondere deshalb, weil es die Rohstoffbörsen

18 Carl Johannes Fuchs, *Der Waren-Terminhandel, seine Technik und wirtschaftliche Bedeutung*, Leipzig 1891, S. 4–25.

19 Tamara S. Wagner, *Financial Speculation in Victorian Fiction. Plotting, Money and the Novel Genre, 1815–1901*, Columbus 2010.

20 William Cronon, *Nature's Metropolis. Chicago and the Great West*, New York 1991, S. 124; Nigel Hall, *The Liverpool Cotton Market. Britain's First Futures Market*, in: *Transactions of the Historic Society of Lancashire and Cheshire* 149 (1999), S. 99–117.

21 Kenneth J. Lipartito, *The New York Cotton Exchange and the Development of the Cotton Futures Market*, in: *Business History Review* 57 (1983), S. 50–72; Jonathan Ira Levy, *Contemplating Delivery. Futures Trading and the Problem of Commodity Exchange in the United States, 1875–1905*, in: *American Historical Review* 111 (2006), S. 307–335, hier S. 308.

waren, die die Qualitätsstandards aufgestellt hatten und garantierten, auf denen die Terminkontrakte beruhten. Außerdem gab es nur an den Rohstoffbörsen genügend Kaufluote, die an derartigen Kontrakten Interesse hatten.²² Auch wenn der Terminhandel sich bis zu einem gewissen Maße vom effektiven Rohstoffhandel gelöst hatte, bestand zwischen den beiden Geschäftsformen weiterhin ein innerer Zusammenhang.

Im globalen Warengeschäft lässt sich ab Mitte des 19. Jahrhunderts eine immer stärkere Standardisierung der gehandelten Rohstoffe beobachten, was zum einen eine Folge des Durchbruchs der industriellen Produktionsweise war. Um spezifische industrielle Produkte zu fertigen, benötigten die Hersteller Rohstoffe mit klar definierten Eigenschaften, und diese Eigenschaften mussten so konstant wie möglich sein.²³ Zum anderen spielte die Entwicklung der Kommunikation eine wichtige Rolle. Nach Einführung der Telegraphie konnten sich Geschäftspartner mit Hilfe dieser Standards auch dann über die Eigenschaften von Rohstofflieferungen verständigen, wenn sich weder die jeweiligen Geschäftspartner noch die betreffenden Waren an der Börse befanden.²⁴ Nicht nur die Rohstoffbörsen, sondern auch global tätige Handelshäuser etablierten in der Folge firmenspezifische, genau definierte Produkttypen, um ihren Kunden per Telegraph Offerten unterbreiten zu können.²⁵ Sie verwandelten damit mehr oder weniger undefinierte Rohstoffe in ein Produkt mit genau definierten Qualitätseigenschaften.²⁶ Die industrielle Produktionsweise und die Einführung der telegraphischen Kommunikation führten somit dazu, dass die Vielfalt und Heterogenität natürlicher Rohstoffe, die im effektiven Handel ge- und verkauft wurden, für den Zeit- und den Terminhandel auf einige wenige Typen reduziert wurden. Diese Reduktion der Vielfalt garantierte die Wiederholbarkeit und Erwartbarkeit der Transaktionen und stellte somit die Voraussetzung für die Etablierung eines derart komplexen Handlungszusammenhanges wie dem Terminmarkt dar, bei dem geschäftliche Operationen innerhalb von Stunden – statt wie zuvor innerhalb von Tagen und Wochen – vorgenommen werden konnten und bei dem sich die Kontraktpartner oft nicht mehr persönlich kannten, sondern nur noch über ihre telegraphisch an die Börse weitergeleiteten Kaufs- oder Verkaufsaufträge miteinander in Kontakt traten.²⁷ Die Handelswelt war somit in der Lage, global gültige Geschäftsregeln zu etablieren, ohne dass sie dabei auf internationale handelspolitische

22 Paul Gramse, Warentermingeschäft, Andienung und Andienungsschein, Marburg 1921, S. 4; Walter Hirt, Praxis des Rohstoff-Termingeschäftes. Leitfaden für private Investoren, Niederglatt 1976, S. 38.

23 Sven Beckert, Homogenisierung und Differenzierung. Die Entwicklung globaler Baumwollmärkte, in: WerkstattGeschichte 45 (2007), S. 5–12, hier 7.

24 Clara Ratzka-Ernst, Welthandelsartikel und ihre Preise. Eine Studie zur Preisbewegung und Preisbildung, o. O. o. J. (ca. 1910), S. 161 f.; Alston Hill Garside, Cotton Goes to Market. A Graphic Description of a Great Industry, New York 1935, S. 234. Der Baumwollterminmarkt in Liverpool entstand in den 1860er Jahren nicht zuletzt aufgrund der Einrichtung von Telegraphenlinien nach Indien und in die USA: Hall, The Liverpool Cotton Market, S. 102–106.

25 Christof Dejung, Hierarchie und Netzwerk. Steuerungsformen im Welthandel am Beispiel der Schweizer Handelsfirma Gebrüder Volkart (1851–1939), in: Hartmut Berghoff/Jörg Sydow (Hg.), Unternehmerische Netzwerke. Eine historische Organisationsform mit Zukunft?, Stuttgart 2007, S. 71–96, hier S. 83.

26 Vgl. hierzu Alexander Engel, Von *Commodities* zu Produkten. Die Transformation des Farbstoffmarktes im 18. und 19. Jahrhundert, in: Hartmut Berghoff (Hg.), Marketinggeschichte. Die Genese einer modernen Sozialtechnik, Frankfurt/M. 2007, S. 61–86.

27 Vgl. für diesen Gedanken Rudolf Schlögl, Symbole in der Kommunikation. Zur Einführung, in: Ders./Bernhard Giesen/Jürgen Osterhammel (Hg.), Die Wirklichkeit der Symbole. Grund-

Abkommen angewiesen waren. Dies ist ein weiterer Beweis für die bereits verschiedentlich konstatierte Fähigkeit zur kaufmännischen Selbstorganisation auf globaler Ebene.²⁸

Der Terminhandel warf aufgrund seines spezifischen Geschäftsfeldes einige rechtliche Fragen auf. Was sollte man beispielsweise tun, wenn ein Kaufmann sich weigerte, nach Ablauf eines Kontraktes den fälligen Differenzbetrag zu bezahlen? In den USA kam es Ende des 19. Jahrhunderts immer wieder zu Gerichtsverfahren, wenn sich ein Kaufmann weigerte, den Differenzbetrag zu entrichten, den er aufgrund der gesunkenen Preise hätte bezahlen müssen. Die betreffenden Kaufleute begründeten dies damit, dass bei den entsprechenden Termingeschäften nie eine Lieferung von realer Ware zur Disposition stand. Deshalb habe das ganze Geschäft rein fiktiven Charakter und der Terminkontrakt sei deshalb nichtig.²⁹ Ähnliche Schwierigkeiten gab es auch in Deutschland. Hier bestand zudem das Problem, dass etwa an der Berliner Börse Zeitgeschäfte zwischen 1840 und 1860 gesetzlich nicht geschützt waren, da sie mit Glücksspielen gleichgesetzt wurden und Spielschulden grundsätzlich nicht einklagbar waren.³⁰

Auch wenn diese unsichere Rechtslage öfters zu Unstimmigkeiten führte – ein grundlegendes Problem stellte sie für die Etablierung des Terminhandels nicht dar. Dies nicht zuletzt deshalb, weil an vielen Rohstoffbörsen aufgrund hoher Mitgliedschaftsgebühren und einer restriktiven Zulassungspraxis die Zahl der im Ring tätigen Händler relativ klein war.³¹ Die Börsenhändler kannten sich alle persönlich, was zu einer gewissen sozialen Kontrolle führte und es erlaubte, dass die Börsen einen hohen Grad an Selbstorganisation entwickelten. Zwar mussten die Börsenvorschriften mit den Gesetzen des jeweiligen Landes kompatibel sein. Doch bei Streitfällen zwischen den an den Terminbörsen tätigen Kaufleuten wurden kaum je öffentliche Gerichte angerufen. Geschäftliche Differenzen wurden in der Regel durch börseneigene Schiedsgerichte bereinigt. Diese korporative Organisation ermöglichte es, Termingeschäfte ohne Einbezug der ordentlichen Gerichte durchzuführen. Kaufleute, die einen Kontrakt nicht einhielten, wurden kreditlos gestellt und von der Börse ausgeschlossen.³² Zudem entwickelten die Börsen ein Set von Verhaltensregeln, die das möglichst reibungslose Funktionieren der Termingeschäfte sicherstellen sollten. Da der Terminmarkt

lagen der Kommunikation in historischen und gegenwärtigen Gesellschaften, Konstanz 2004, S. 9–38, hier S. 11.

28 Vgl. hierzu Miloš Vec, *Recht und Normierung in der Industriellen Revolution. Neue Strukturen der Normsetzung in Völkerrecht, staatlicher Gesetzgebung und gesellschaftlicher Selbstnormierung*, Frankfurt/M. 2006; Niels P. Petersson, *Anarchie und Weltrecht. Das Deutsche Reich und die Institutionen der Weltwirtschaft 1890–1930*, Göttingen 2009.

29 Levy, *Contemplating Delivery*, S. 319.

30 Knut Borchardt, *Max Webers Börsenschriften. Rätsel um ein übersehenes Werk*, München 2000, S. 27; Hartmut Berghoff, *Die Zähmung des entfesselten Prometheus? Die Generierung von Vertrauenskapital und die Konstruktion des Marktes im Industrialisierungs- und Globalisierungsprozess*, in: Ders./Jakob Vogel (Hg.), *Wirtschaftsgeschichte als Kulturgeschichte. Dimensionen eines Perspektivenwechsels*, Frankfurt/M. 2004, S. 143–168, hier S. 155.

31 Donald MacKenzie/Yuval Millo, *Constructing a Market, Performing Theory. The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange*, in: *American Journal of Sociology* 109 (2003), S. 107–145, hier S. 116f.

32 Berghoff, *Die Zähmung des entfesselten Prometheus?*, S. 155. Trotz der Tatsache, dass die globale Finanzökonomie ganz wesentlich auf technische Kommunikationsmedien abstützt, beruhte ihre institutionelle Absicherung somit nicht unwesentlich weiterhin auf einer hohen Dichte an face-to-face-Kontakten zwischen den verschiedenen Akteuren in den Metropolen des Welthandels. Vgl. hierzu Saskia Sassen, *Metropolen des Weltmarktes*, Frankfurt/M. 1996.

im Wesentlichen auf Informationen über zukünftige Entwicklungen beruhte – wie etwa der Größe der zu erwartenden Ernte in bestimmten Anbaugebieten – waren Informationen ein zentrales Gut. Nur auf ihrer Basis konnten sich die Akteure an der Börse ein Bild über die Marktlage machen und Entscheidungen treffen, die wiederum für das Funktionieren des Terminmarktes unerlässlich waren. Um zu verhindern, dass einzelne Börsenhändler versuchen könnten, durch das Verbreiten von Falschmeldungen die Preise zu beeinflussen, wurde das Streuen von Gerüchten an Einrichtungen wie der New Yorker Kaffeebörse oder der New Yorker Baumwollbörse grundsätzlich verboten. Händler, die dieses Verbot missachteten, wurden vom Börsengeschäft ausgeschlossen.³³

56 **Eliminierung von Preisrisiken – und die Entstehung neuer Risiken**

Wer jedoch kaufte und verkaufte die Terminkontrakte an den Rohstoffbörsen? Und aus welchen Motiven geschah dies? Je nachdem, wie diese Fragen beantwortet wurden, erschien die Terminbörse als eine legitime Einrichtung im globalen Warenverkehr oder als bloßes Spielkasino. Zum einen waren die Terminbörsen eine wichtige Einrichtung für die Stabilisierung des globalen Rohstoffhandels.³⁴ Sie stellten für die Personen, die im effektiven Rohstoffhandel tätig waren – also Großgrundbesitzer, Kaufleute und Industrielle – eine Möglichkeit dar, sich durch den Verkauf von Terminkontrakten Kapital zu beschaffen, noch bevor sie die Waren effektiv verkaufen konnten. Außerdem halfen Differenzgeschäfte diesen Akteuren, sich gegen Preisänderungen abzusichern. Eines der größten Probleme im Fernhandel bestand – und besteht bis heute – darin, dass sich die Waren oft monatelang im Besitz einer Firma befanden, bevor sie weiter verkauft werden konnten. Da die Handelsfirmen oft enorme Mengen umsetzten, konnten in dieser Zeit schon kleinere Preisschwankungen zu großen Verlusten führen, wenn nicht sogar zum Ruin der Firma. Terminkontrakte stellten eine Möglichkeit dar, diese Gefahr zu bannen. Wenn ein Handelshaus eine bestimmte Menge Kaffee, Weizen oder Baumwolle erworben hatte, für welche es noch keinen Käufer gefunden hatte, dann verkaufte es einen entsprechenden Terminkontrakt an der Börse. Sobald das Handelshaus die Ware verkauft hatte, kaufte es den Kontrakt zurück. Der entscheidende Punkt dieser als *hedging* bezeichneten Operation lag darin, dass die Preise der effektiven Rohstoffe und die Preise der Terminkontrakte sich parallel zueinander bewegten. Die Handelsfirma konnte den Kontrakt deshalb bei einem Abfall der Rohstoffpreise zu einem niedrigeren Preis zurückkaufen als dem, den sie ursprünglich dafür erhalten hatte. Der Gewinn an der Terminbörse entschädigte somit zumindest zum Teil für die Verluste im effektiven Warenhandel. Das *hedging* stellte also eine Art Preisversicherung für den Rohstoffhandel dar. Umgekehrt eliminierte es jedoch auch spektakuläre Gewinnmöglichkeiten, da Gewinne aus dem Warenhandel durch entsprechende Verluste an der Terminbörse wieder zunichte gemacht wurden. Aus diesem Grund sicherten die im Rohstoffhandel tätigen Akteure stets nur einen Teil ihrer effektiven Warengeschäfte durch *hedging* ab. Da die Margen im Rohstoffhandel Ende des 19. Jahrhunderts äußerst klein geworden waren, hätte ein

33 Robert G. Greenhill, *British Export Houses, the Brazilian Coffee Trade and the Question of Control, 1850–1914*, University of Cambridge, Centre of Latin American Studies, Working Papers No. 6, o. J. [ca. 1972], S. 27; Lipartito, *The New York Cotton Exchange*, S. 58.

34 Vgl. für das Folgende: Garside, *Cotton Goes to Market*, S. 207–237; Jeffrey Williams, *The Economic Function of Futures Markets*. Cambridge 1986, S. 230; Hall, *The Liverpool Cotton Market*, S. 100 f. und 108.

Absichern aller Transaktionen durch Operationen an der Terminbörse die Gewinne aus dem effektiven Warengeschäft allzu sehr schmälern oder gar zu Verlusten führen können.

Durch das *hedging* wurde der Rohstoffhandel bis zu einem gewissen Grad besser berechenbar. Während bis dahin die starke Volatilität im Rohstoffhandel immer wieder zu Konkursen von Firmen geführt hatte, wurden diese Preisrisiken nun durch die Terminbörsen entschärft. Dies erleichterte es den Handelsfirmen, Bankkredite für ihre Geschäfte zu erhalten, da die Banken Rohstoffe, die durch Terminkontrakte abgesichert waren, als ausreichende Sicherheit für die Kreditvergabe ansahen. Zuvor war die Finanzierung von Rohstoffgeschäften aufgrund der großen Preisschwankungen als zu risikoreich angesehen worden.³⁵ Indem die Rohstoffhandelsfirmen so vermehrt Geschäfte auf eigene Rechnung machten, konnten sie Skalenerträge erzielen. Dies hatte einen markanten Konzentrationsprozess im Rohstoffhandel und nicht zuletzt auch eine Verschiebung der globalen Machtverhältnisse zur Folge. Den Kaufleuten aus den Rohstoff produzierenden Ländern fehlten oft die nötigen Geschäftsbeziehungen, um bei den westlichen Banken günstige Kredite zu erhalten oder um ihre Transaktionen an den Börsen durch Termingeschäfte abzusichern. Dies führte dazu, dass der weltweite Rohstoffhandel ab Mitte des 19. Jahrhunderts zunehmend durch Handelsfirmen aus den Industrieländern kontrolliert wurde, während zuvor Kaufleute aus den Rohstoff produzierenden Ländern einen beträchtlichen Anteil dieses Geschäftszweiges bestritten hatten.³⁶

Durch die Einführung des Terminhandels wurde somit das dem Rohstoffhandel immanente Preisrisiko zumindest zum Teil in den Terminkontrakt ausgelagert. Der Terminhandel erfüllte gewissermaßen die Funktion einer ökonomischen Zeitmaschine, durch welche das Handelsgeschäft für die Marktteilnehmer tendenziell weniger riskant und die geschäftliche Zukunft besser kalkulierbar wurde. Doch schon bald zeigte sich, dass die Annahme, man könnte die Risiken des Rohstoffhandels durch den Terminhandel aus der Welt schaffen, nicht haltbar war. Der Terminhandel reduzierte auf der einen Seite zwar durch das *hedging* tatsächlich die Preisrisiken der im Rohstoffhandel tätigen Kaufleute. Auf der anderen Seite schuf er aber neue Risiken, indem er spekulatives Handeln erleichterte.³⁷ Diese Entwicklung wurde von vielen Beobachtern mit Sorge beobachtet: »Durch alle jene Umsätze, die von Spekulanten an und außerhalb der Börse gemacht werden ohne das Bedürfnis, Waren zu liefern oder zu beziehen, nur zu dem Zwecke der Gewinnerzielung durch Preisdifferenzen, entsteht *ein Markt im Markte*«, welcher »durch seine ungerechtfertigten Preisfluk-

35 Lipartito, The New York Cotton Exchange, S. 52.

36 Marika Vicziany, Bombay Merchants and Structural Changes in the Export Community 1850 to 1880, in: Kirti N. Chaudhuri/Clive J. Dewey (Hg.), Economy and Society. Essays in Indian Economy and Social History, Delhi 1979, S. 163–196; Volker Wunderlich, Die Kolonialware Kaffee von der Erzeugung in Guatemala bis zum Verbrauch in Deutschland. Aus der transatlantischen Biographie eines »produktiven Genußmittels« (1860–1895). in: Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte 1994/1, Berlin 1994, S. 37–60, hier S. 45; Katharina Trümper, Kaffee und Kaufleute. Guatemala und der Hamburger Handel 1871–1914, Hamburg 1996, S. 65; Christof Dejung, Unbekannte Intermediäre. Schweizerische Handelsfirmen im 19. und 20. Jahrhundert, in: *traverse* (2010)1, S. 139–155, hier S. 147.

37 Dies kann als Beleg für die bisweilen selbstzerstörerische Dynamik des modernen Kapitalismus gelesen werden, wie sie etwa Joseph Schumpeter konstatierte: Joseph Schumpeter, The Instability of Capitalism, in: *Economic Journal* 38 (1928), S. 361–386.

tuationen zu einem den effektiven Markt beunruhigenden Element« werde, bemerkte der deutsche Nationalökonom Josef Hellauer im Jahr 1920.³⁸

Die Spekulation war somit eine zweite Möglichkeit, Terminbörsen zu nutzen. Vor Einrichtung des Terminhandels waren spekulative Praktiken bloß für diejenigen Kaufleute möglich gewesen, die auch tatsächlich im Warenhandel tätig waren. Die Terminbörse eröffnete demgegenüber neue Geschäftsmöglichkeiten für Anleger, welche nicht an den eigentlichen Rohstoffen interessiert waren. Diese mussten sich nun nicht mehr mit geschäftlichen Details wie der Selektion der Ware, dem Transport oder der richtigen Lagerung befassen – Dinge, die zum Alltagsgeschäft der Handelsfirmen gehörten –, sondern sie erwarben die Terminkontrakte einzig in der Hoffnung, Preisänderungen richtig vorherzusehen und so durch ein Differenzgeschäft einen Gewinn erzielen zu können. In der Folge begannen denn auch mehr und mehr Kleinanleger die Terminbörsen zu nutzen. Ein deutscher Sachverständiger kommentierte dies Ende des 19. Jahrhunderts so: »Das Effektivgeschäft ist aristokratisch; es erfordert weit größere Mittel. Kommt ein Termingeschäft auf, kann jeder Schnorrer das Geschäft machen. Uns ist dieses Eindringen der Termingeschäfte von kleinen Leuten sehr unsympathisch gewesen.«³⁹

Diese Kleinanleger konnten die Börse bloß deshalb nutzen, weil faktisch die in den Terminkontrakten festgeschriebenen Verpflichtungen nie eingehalten wurden. Theoretisch wäre die Person, die einen Terminkontrakt verkauft hatte, verpflichtet gewesen, am Tag, an dem der Kontrakt ablief, die entsprechende Warenmenge an der Börse abzuliefern. Umgekehrt wäre der Käufer verpflichtet gewesen, die Ware dort in Empfang zu nehmen. Tatsächlich war aber für beide Parteien klar, dass es nicht um die Lieferung der Ware ging, sondern dass nach Ablauf des Kontraktes ein reines Differenzgeschäft erfolgen sollte. Für kritische Beobachter erschien der Terminhandel aufgrund dieses inneren Widerspruchs zwischen theoretischen und tatsächlichen Kontraktbedingungen als bloße »Fiktion« und letzten Endes als rein spekulative Tätigkeit.⁴⁰

Spekulationsdiskurse und die Frage nach dem legitimen Wirtschaften

Ab Mitte des 19. Jahrhunderts wurde in den Medien und politischen Gremien der industrialisierten Welt eine erbitterte Auseinandersetzung über Sinn und Unsinn der Terminbörsen geführt. Diese stellte bis zu einem gewissen Grad die Weiterführung einer früheren Diskussion um die Spekulation dar. Sie unterschied sich aber in einem Punkt signifikant von älteren Debatten. Bis zum Ende des 18. Jahrhunderts wurden geschäftliche Investitionen mit dem Glücksspiel gleichgesetzt und als nicht-ökonomische Tätigkeit angesehen. Es war zwar möglich und rechtlich gestattet, sich mit Spekulationen zu bereichern, doch galt ein solches Handeln als unmoralisch. Mit dem Durchbruch der kapitalistischen Wirtschaft ließ sich die Unterscheidung zwischen Spekulation und legitimem Wirtschaften immer schwerer aufrechterhalten.⁴¹ Nicht nur wurden Investitionen zu einem Kernbereich des Ökono-

38 Josef Hellauer, *System der Welthandelslehre. Ein Lehr- und Handbuch des internationalen Handels*. Bd. 1: Allgemeine Welthandelslehre, Berlin 1920, S. 235 f.

39 Bähr, *Das Börsenspiel*, S. 42 f.

40 Levy, *Contemplating Delivery*, S. 311.

41 Alex Preda, *The Investor as Cultural Figure of Global Capitalism*, in: Knorr Cetina/Ders. (Hg.), *The Sociology of Financial Markets*, S. 141–162, hier S. 155–158; Wagner, *Financial Speculation in Victorian Fiction*, S. 7 f.

mischen. Durch das Aufkommen der Börsen wurde auch die Vorstellung dessen, was Wirtschaft war oder sein sollte, einer grundsätzlichen Revision unterzogen. Die Tätigkeit an den Terminbörsen setzte scheinbar die klassischen Referenzen des Ökonomischen außer Kraft, welche innerhalb eines Produktionsparadigmas formuliert waren. So wurde durch das Börsengeschäft etwa die Materialität ökonomischer Güter oder der Wert des körperlichen Prozesses der Arbeit in Frage gestellt.⁴² Ein zeitgenössischer Beobachter verurteilte denn auch Anfang des 20. Jahrhunderts die »spekulative Habgier«, die Bereitschaft »ein Etwas für ein Nichts einzutauschen« als das »größte Übel, welches die [B]örse im Gefolge« habe.⁴³ Spekulation war für viele Zeitgenossen nicht nur eine ökonomische Unsitte, sondern geradezu eine Bedrohung des gesellschaftlichen Zusammenhalts. Der amerikanische Kirchenvertreter und Publizist Washington Gladden meinte hierzu 1884: »If ›society is produced‹ ... by an exchange of services, gambling is the antithesis of society.«⁴⁴

Die Vorbehalte gegen den Terminhandel wurden nicht zuletzt dadurch genährt, dass an den Terminbörsen weitaus mehr Transaktionen getätigt wurden als tatsächliche Ablieferungen von Rohstoffen erfolgten. So war Ende des 19. Jahrhunderts das Volumen der an deutschen Börsen mittels Terminkontrakten gehandelten Rohstoffe zwischen 10 und 50mal höher als das Volumen der tatsächlichen Geschäfte mit effektiver Ware.⁴⁵ Dies lag zum einen tatsächlich an den spekulativen Geschäften, die an den Börsen getätigt wurden. Zum anderen aber auch daran, dass die Waren oft durch mehrere Hände gingen, bis sie von den Anbaugebieten in den Industrieländern ankamen und jede der Parteien ihre Position durch Terminkontrakte absicherte.

Was genau aber Spekulation war und insbesondere, wie sie von einer legitimen Geldanlage unterschieden werden konnte, bereitete den zeitgenössischen Experten einiges Kopfzerbrechen. In den zahlreichen Stellungnahmen zum Terminhandel versuchten Juristen und Wirtschaftssachverständige, zwischen einer richtigen und einer falschen Art der Geldanlage zu unterscheiden. Spekulation wurde dabei als eine moralisch fragwürdige Tätigkeit bezeichnet, die sich durch ihren exzessiven und manipulatorischen Charakter sowie durch ein rein egoistisches Gewinnstreben auszeichne. Die seriöse Geldanlage dagegen sei geprägt durch Zuverlässigkeit und Ehrlichkeit und sie habe letzten Endes auch einen gesamtgesellschaftlichen Nutzen.⁴⁶ Tatsächlich ließen sich die beiden Operationen jedoch bloß schwer auseinander halten. Zum einen wiesen auch ganz normale ökonomische Tätigkeiten stets einen spekulativen Charakter auf. Wenn etwa ein Kaufmann einen Warenposten erwarb, weil er auf eine Preissteigerung hoffte, dann tat er dies – ähnlich wie der Spekulant – in der Hoffnung, seinen Gewinn zu optimieren. Zum anderen ließ sich nicht bestreiten, dass auch die spekulative Tätigkeit an den Börsen einen volkswirtschaftlichen Nutzen haben konnte. Dies nicht zuletzt, da die Spekulanten durch ihre Tätigkeit den Markt mit Liqui-

42 Urs Stäheli, Normale Chancen? Die Visualisierung von Investmentchancen in der Finanzwerbung, in: Sabine Massen/Torsten Mayerhauser/Cornelia Renggli (Hg.), Bilder als Diskurse – Bilddiskurse, Weilerswist 2006, S. 27–52, hier S. 27.

43 C. Heine, Die Baumwolle. Ihre Kultur, Ernte, Verarbeitung und der internationale Baumwollhandel, Leipzig 1908, S. 214f.

44 Washington Gladden, Three Dangers, in: Century. A Popular Quarterly 28 (1884), S. 620–627, hier S. 625.

45 Knut Borchardt, Einleitung, in: Max Weber, Börsenwesen, Schriften und Reden 1893–1898, 1. Halbband, Tübingen 1999, S. 1–111, hier S. 16.

46 Bähr, Das Börsenspiel, S. 62; Preda, The Investor as Cultural Figure, S. 155–158; Wagner, Financial Speculation in Victorian Fiction, S. 7f.

dität versorgten und da nur dank ihnen die Terminmärkte überhaupt funktionieren konnten.⁴⁷ Außerdem konnte die Spekulation durchaus eine moderierende Wirkung auf das Handelsgeschäft haben. Da Spekulanten notwendigerweise eine Gegenposition zu vorherrschenden Markttrends einnahmen, konnten ihre Börsengeschäfte auch vorherrschende Preistrends entschärfen.⁴⁸ So ist letztlich wohl weniger die Frage relevant, inwiefern sich seriöses Wirtschaften und Spekulation überhaupt unterscheiden lassen. Wesentlich weiter führt die Erkenntnis, dass die Überzeugung von Politikern, Volkswirtschaftlern, Juristen und Publizisten, hier eine Unterscheidung treffen zu *müssen*, einen Hinweis auf das ambivalente Verhältnis großer Teile der Gesellschaft gegenüber der Dynamik der kapitalistischen Wirtschaft gibt.

60

Interessanterweise lässt sich bei den etablierten Akteuren im globalen Rohstoffhandel eine ähnliche Ambivalenz feststellen. Noch bis weit ins 20. Jahrhundert hinein standen viele Handelsfirmen der Terminbörse äußerst skeptisch gegenüber. Sie empfanden die Terminbörse mehr oder weniger als spekulative Unsitte. Und Spekulation war unter renommierten Kaufleuten eine Todsünde, da ein spekulierender Kaufmann im Falle einer Fehlspekulation nicht nur die eigene Firma, sondern auch diejenigen seiner Kunden und Zulieferer mit in den Abgrund reißen konnte. So untersagte etwa der Partnerschaftsvertrag der amerikanischen Handelsfirma Alexander Sprunt and Son, damals der bedeutendste Exporteur von amerikanischer Baumwolle, bis Anfang des 20. Jahrhunderts ausdrücklich jegliche Operationen an der Terminbörse. Nach 1900 wurden zwar Termingeschäfte durchgeführt, aber bloß zur Absicherung des effektiven Handelsgeschäftes. Rein spekulative Börsengeschäfte waren vom Partnerschaftsvertrag der Firma weiterhin untersagt.⁴⁹ Die lange Zeit spürbare Skepsis der etablierten Handelshäuser gegenüber dem Terminhandel war wohl mit ein Grund dafür, dass spekulative Tätigkeiten an den Rohstoffbörsen lange Zeit einen weit geringeren Stellenwert hatten, als man es aufgrund der häufigen Erwähnung in zeitgenössischen Schriften erwarten würde. So ergaben Schätzungen, dass 1914 bloß 15 % der Transaktionen an der Baumwollbörse von New York zum Zweck der Spekulation erfolgten. Der weitaus größere Teil der Börsengeschäfte diente der Absicherung realer Handelsgeschäfte.⁵⁰

Im Laufe der Zeit scheint bei den Handelshäusern jedoch ein Umdenken stattgefunden zu haben. Sie gingen zunehmend dazu über, auch spekulative Börsengeschäfte zu tätigen. Dies war nicht ohne Risiko. Als etwa in den frühen 1930er Jahren die in Bombay gelegene Filiale der im Baumwollgeschäft tätigen Schweizer Handelsfirma Gebrüder Volkart hohe Verluste als Folge von Börsenspekulationen eingefahren hatte, verlangte die Firmenleitung, dass »spekulative Unternehmungen ... als solche, d. h. losgelöst von der Transaktion in effektiver Ware, überhaupt aus unserem Kodex ausgemerzt« werden sollten.⁵¹ Doch schon wenige Jahre später begann Volkart – mit dem Segen des Hauptsitzes – umfangreiche Geschäfte an den Baumwollbörsen von New York, Liverpool und Bombay zu machen. Dabei machte man sich den Umstand zunutze, dass die Preise von indischer und amerika-

47 Hirt, Praxis des Rohstoff-Termingeschäftes, S. 29.

48 Lipartito, The New York Cotton Exchange S. 52.

49 John R. Killick, The Transformation of Cotton Marketing in the Late Nineteenth Century. Alexander Sprunt and Son of Wilmington, N.C., 1884–1956, in: Business History Review 55 (1981), S. 143–169, hier S. 157.

50 Harry Bates Brown, Cotton. History, Species, Varieties, Morphology, Breeding, Culture, Diseases, Marketing, and Uses. New York 1938, S. 476.

51 Firmenarchiv Gebrüder Volkart, Winterthur, Dossier 59: PR-Privatarchiv: Notizen/Briefe/Personelles etc., Cotton: Winterthur an Bombay, 22. März 1932.

nischer Baumwolle eine innere Abhängigkeit aufwiesen und dass sich die relativen Preise von Terminkontrakten für amerikanische Baumwolle in New York leicht unterschieden von denjenigen für indische Baumwolle an der Börse von Bombay.⁵² Derartige Börsenoperationen erforderten nicht nur eine globale innerbetriebliche Kommunikationsstruktur und ein ausgefeiltes Wissen über den Rohstoff Baumwolle und das Handelsgeschäft, sondern sie wiesen offenkundig auch eine spekulative Note auf. Ab Mitte des 20. Jahrhunderts tätigten die meisten größeren Handelsfirmen neben dem Geschäft mit effektiver Ware auch Geschäfte an den Terminbörsen. Die beiden Geschäftsarten wurden dabei von unterschiedlichen Einheiten der Firmen durchgeführt – es erfolgte also gewissermaßen eine Verdoppelung der Handelstätigkeit. Indem das früher als Spekulation verschrieene Termingeschäft zu einer gängigen Praxis wurde, kam es zu einer Verschiebung dessen, was als legitime kaufmännische Tätigkeit angesehen wurde.

Zunehmende Selbstreferentialität des Ökonomischen

Hinter den Warenterminbörsen verbarg sich ein doppeltes Normalisierungsdispositiv.⁵³ Erstens wurde die Heterogenität der weltweit verfügbaren Rohstoffe in Relation zu einigen wenigen standardisierten Durchschnittstypen gesetzt, auf deren Basis die Terminkontrakte abgeschlossen werden konnten. Zweitens erfolgte im Terminhandel eine Trennung zwischen Terminkontrakten und den effektiven Waren, die – semiotisch gesprochen – als zunehmende Trennung von Signifikat und Signifikant interpretiert werden könnte.⁵⁴ Wie Karin Knorr Cetina und Alex Preda festgehalten haben, stellten Terminbörsen gewissermaßen eine Ökonomie zweiter Ordnung dar. Die gehandelten Güter in diesem Sektor der Wirtschaft waren nicht mehr reale Waren, welche vom Produzenten zum Konsumenten geleitet wurden, sondern Kontrakte, die zirkulierten.⁵⁵ Die maßgeblichen Kommunikationssignale waren nicht mehr die Eigenschaften der entsprechenden Produkte, sondern bloß noch die Preise.⁵⁶ Die Terminkontrakte wurden somit zu einer eigentlichen Papierwährung.⁵⁷ Gemäß Georg Simmel ist Geld gerade deswegen ein so hervorragendes und universell verwendbares Tauschmedium, weil es außer seiner Funktion als Zahlungsmittel keinen weiteren Gebrauchswert hat.⁵⁸ Da die Terminkontrakte sich nur indirekt auf die jeweiligen Waren bezogen, konnten auch Personen ihr Kapital in Terminkontrakten

52 Jakob Andereg, Volkart Brothers 1851–1976. A Chronicle, Winterthur 1976, S. 395.

53 Vgl. für das Konzept des Normalismus: Jürgen Link, Versuch über den Normalismus. Wie Normalität produziert wird. Opladen 1999.

54 In der Terminologie von Peirce können Terminkontrakte dabei einerseits als Indexe verstanden werden, da ihr Wert mit dem Preis der effektiven Waren auf den Spotmärkten gekoppelt ist und somit auf diesen verweist. Andererseits können sie als Symbole interpretiert werden, da ihr Bezug zu den Waren einzig und allein in der Vorstellung des Betrachters erfolgt: Charles S. Peirce, Semiotische Schriften, Band 1, Frankfurt/M. 2000. Welche der beiden Interpretationen gewählt wird, hängt nicht zuletzt davon ab, wie die Terminmärkte genutzt wurden: als Preisversicherung für das effektive Warengeschäft (dann wären Terminkontrakte als Indexe zu werten) oder als Möglichkeit zur reinen Börsenspekulation (dann wäre ihr Bezug zu den Waren nur noch rein symbolischer Natur.)

55 Knorr Cetina/Preda, Introduction, S. 4f.

56 Vgl. Langenohl, Finanzmarktöffentlichkeiten, S. 261 f.

57 Hall, The Liverpool Cotton Market, S. 100.

58 Georg Simmel, Philosophie des Geldes, Frankfurt/M. 1989 [1900].

anlegen, die kein Interesse an Schweinebäuchen, Baumwollballen oder Weizensäcken hatten. Zwar konnten an den eigentlichen Terminmärkten oft nur eingetragene Mitglieder tätig sein – an der New Yorker Baumwollbörse etwa war die Zahl der Mitglieder auf 450 beschränkt – aber oft waren diese als Agenten für Nichtmitglieder tätig, wodurch auch ein breites Publikum Terminkontrakte erwerben konnte.⁵⁹

Indem Geld sich zum systemspezifischen Medium der kapitalistischen Wirtschaft entwickelt hat, können Märkte auch dann Koordinationsleistungen erbringen, wenn die einzelnen Akteure wenig davon wissen, was andere Menschen tun und lassen, welche Weltbilder sie sich ausdenken und welche Ziele sie verfolgen.⁶⁰ Dies gilt auch für Terminmärkte. Wie Simmel angemerkt hat, ist die Börse das »entschiedenste Symbol für diese ganze Korrelation«, da sich an ihr »die ökonomischen Werte und Interessen vollständig auf ihren Geldausdruck reduziert« hätten, was es ermögliche, »daß die Werte in kürzester Zeit durch die größte Zahl von Händlern hindurchgejagt werden«.⁶¹ Es spielt keine Rolle, weshalb sich Kaufleute oder Fabrikanten an der Terminbörse betätigen. Ob sie dies tun, weil sie sich gegen Preisrisiken versichern möchten oder weil sie in spekulativer Absicht auf Preissteigerungen hoffen, ist für die Preisnotierungen an den Terminbörsen unerheblich. Wenn die Nachfrage steigt, werden die Preise steigen und im gegenteiligen Fall sinken. In ökonomischen Handbüchern wird das Wuseln an den Terminmärkten denn auch häufig als Paradebeispiel zitiert, wie aus scheinbarem Chaos eine Ordnung entstehen kann. Die auf ökonomischen Kosten-Nutzen-Überlegungen basierenden Handlungen von unzähligen Brokern, Händlern und Spekulanten resultierten schließlich in den jeweils aktuellen Preisnotierungen, ohne dass jemand den Markt kontrollieren könne.⁶²

Diese Entwicklung war nicht zuletzt eine Folge der Beschleunigung der Kommunikation. Die Telegraphie war nicht bloß die Voraussetzung für die Entwicklung des Termingeschäftes, sie sorgte bald auch schon für seine Dynamisierung und weltumspannende Reaktionsfähigkeit. So konnte die telegraphische Nachricht über Ausfälle in der brasilianischen Kaffeeernte die Preise an den Kaffeebörsen in Hamburg oder New York in Kürze in die Höhe schießen lassen – wodurch über Nacht Millionengewinne oder entsprechende Verluste möglich wurden.⁶³ Der deutsche Nationalökonom Gustav Cohn hielt deshalb 1894 fest, dass durch die Telegraphie »das spekulative Element im Handel wesentlich gesteigert« worden sei, da die Informationen über die Verfügbarkeit der Waren, welche dem Preismechanismus zugrunde lagen, wesentlich schneller zirkulierten als die Waren selbst: »Das Object des Handels, die Waare, die zu Wasser und zu Lande, mit Mühen und Gefahren durch Straßen und Meere herangebracht und fortgeführt wird, blieb in ihrer trägen Schwere trotz aller Kanäle und Eisenbahnen schleppend hinter dem Meinungsaustausch und dessen Resultate, dem Einswerden über den Preis, weite Strecken her.«⁶⁴

Obwohl die Terminbörsen nach wie vor auf reale ökonomische Vorgänge bezogen waren und die dort notierten Preise letzten Endes immer auch von realiter vorhandenen

59 Garside, *Cotton Goes to Market*, S. 138–148.

60 Hansjörg Siegenthaler, *Geschichte und Ökonomie nach der kulturalistischen Wende*, in: *Geschichte und Gesellschaft* 25 (1999), S. 276–301, hier S. 290.

61 Simmel, *Philosophie des Geldes*, S. 707.

62 Williams, *The Economic Function of Futures Markets*, S. 1.

63 Wunderlich, *Die Kolonialware Kaffee*, S. 46.

64 Gustav Cohn, *Zeitgeschäfte und Differenzgeschäfte*. Volkswirtschaftliche Studie, Jena 1867, S. 5.

Angebots- und Nachfrageverhältnissen abhingen, kann ihre Etablierung doch als Entwicklung in Richtung einer immer stärkeren Formalisierung und einer zunehmenden – wenn auch nie vollständigen – Selbstreferentialität und sozialen Entbettung des Ökonomischen gesehen werden. Eine ähnliche Entwicklung vollzog sich Ende des 19. Jahrhunderts in der ökonomischen Theorie. So wandte sich namentlich die Grenznutzenschule, die seit der Jahrhundertwende die Wirtschaftswissenschaften dominierte, von den klassischen Arbeitswerttheorien ab und betonte, dass der Wert eines Produktes im Wesentlichen durch die Nachfrage bestimmt werden könne.⁶⁵ Die Ökonomie führte ihre theoretische Produktivität als wissenschaftliche Disziplin nicht zuletzt darauf zurück, dass sie von kulturellen Faktoren und historischen Kontexten abstrahieren konnte und ihren zunehmend formalisierten Modellen ein zeitloses Menschenbild zugrunde legte. Mit dem Homo Oeconomicus wurden die ökonomischen Akteure so modelliert, als ob sie in einer spezifischen Weise rational handeln würden.⁶⁶ Durch diese Entwicklung wandelte sich die Ökonomie von einer Subdisziplin der Staatswissenschaften zu einer eigenständigen akademischen Disziplin. Inwiefern diese Entwicklung mit der zunehmenden Selbstreferentialität des Ökonomischen zusammenhing, die an den Terminbörsen beobachtet werden kann, ist beim heutigen Stand der Forschung schwierig zu entscheiden. Mike Emmission und Michel Callon haben die These aufgestellt, dass die Axiome der Wirtschaftswissenschaft aufgrund ihres hegemonialen Anspruchs nicht auf den akademischen Diskurs beschränkt blieben, sondern auch im Alltag das Verständnis dessen prägten, was als »die« Wirtschaft angesehen werden sollte.⁶⁷ Ebenso denkbar ist jedoch auch ein umgekehrter Wirkungszusammenhang: dass die Etablierung des Terminhandels auch den Erkenntnisprozess der Wirtschaftswissenschaften mit beeinflusste.

Der zunehmend lauter vorgebrachte Objektivitätsanspruch der Wirtschaftswissenschaft lässt sich unter anderem an Darstellungsformen wie den zahlreichen Kurvendiagrammen ablesen, die sich ab Mitte des 19. Jahrhunderts explosionsartig verbreiteten und die nicht zufällig eine Ähnlichkeit zu naturwissenschaftlichen Kurven aufwiesen. Der Konjunkturverlauf sollte durch graphische Darstellungen visualisiert werden. Das Börsenbarometer sollte – analog zum Barometer – die Schwankungen von Angebot und Nachfrage wiedergeben. Diese Darstellungsform implizierte eine Analogie zwischen der Entwicklung der Wirtschaft und Naturphänomenen. Auch bei Barometern und Fieberkurven herrschte die Meinung vor, dass sie ohne menschliches Zutun natürliche Zustände messen könnten. Dies schien die Ansicht nahe zu legen, dass es sich bei diesen Graphiken um die authentische

65 Hartmut Berghoff/Jakob Vogel, Wirtschaftsgeschichte als Kulturgeschichte. Ansätze zur Bergung transdisziplinärer Synergiepotentiale, in: Dies. (Hg.), Wirtschaftsgeschichte als Kulturgeschichte, S. 9–41, hier 9; Franziska Schößler, Börsenfieber und Kaufrausch. Ökonomie, Judentum und Weiblichkeit bei Theodor Fontane, Heinrich Mann, Thomas Mann, Arthur Schnitzler und Émile Zola, Bielefeld 2009, S. 16.

66 Jakob Tanner, Die ökonomische Handlungstheorie vor der »kulturalistischen Wende«? Perspektiven und Probleme einer interdisziplinären Diskussion, in: Berghoff/Vogel (Hg.), Wirtschaftsgeschichte als Kulturgeschichte, S. 69–98, hier S. 69 und 79.

67 Mike Emmission, »The Economy«. Its Emergence in Media Discourse, in: Howard David/Paul Walton (Hg.), Language, Image, Media, Oxford 1983, S. 139–155; Michel Callon, Introduction. The Embeddedness of Economic Markets in Economics, in: Ders. (Hg.), The Laws of the Market, S. 1–57.

Sprache der Natur handle.⁶⁸ Dementsprechend sollten die Diagramme der Warenterminbörsen dadurch, dass sie die Stimmungen der an der Börse tätigen Trader abbildeten, Aufschluss über die hinter den Preisen stehenden quasi-natürlichen Gesetze von Angebot und Nachfrage liefern. Der Kaufmann, der an den Börsen Terminkontrakte kaufte und verkaufte, wurde deshalb ab Ende des 19. Jahrhunderts in ökonomischen Handbüchern als eine Figur gesehen, die ähnlich dem Naturwissenschaftler nach dem objektivierbaren Konjunkturverlauf hinter dem tumultartigen Börsengeschehen suchte; der aus der Masse der durch die Börsenticker permanent übermittelten Preisinformationen diejenigen Informationen ausfilterte, die ihm möglichst zuverlässige Hinweise über die Entwicklung der Rohstoffmärkte gaben und aus deren Auswertung er einen geschäftlichen Vorteil ziehen konnte.⁶⁹ So hielt denn auch Gustav Cohn 1894 fest, die Börse sei, »ohne Zweifel, ein eminent kennzeichnendes Resultat unserer gesamten wirtschaftlichen Entwicklung, der klassische Ort der kosmopolitischen freien Konkurrenz, die Doctrin der 'free-traders' in vorbildlicher Erscheinung. – Die mächtige Centralisierung der Preise, nicht für ein Land allein, sondern für ganz Europa, am Ende für den ganzen Erdkreis..., die rapide Ausgleichung nach allen Richtungen, die Verbindung von Vergangenenem und Zukünftigem in blitzschneller Vorausberechnung kommender Dinge aus dem Zusammenwirken einer Menge von Nachrichten und Meinungen, die einander bekämpfen und am Ende in's Ebene setzen – mit Alle diesem ist die ›Börse‹ ein abgekürztes Bild der Idee des Handels überhaupt.«⁷⁰

Politische Interventionen

Auch wenn die Terminmärkte von einer höchst amorphen Gruppe von Akteuren genutzt wurden, die jeweils sehr unterschiedliche Ziele verfolgten, so waren die Börsen doch Kristallisationspunkte eines äußerst spezifischen ökonomischen Wissens. Dieses war wenig formalisiert und richtete sich in erster Linie am Bemühen aus, die fiebrig ausschlagenden Preiskurven richtig deuten und in gewinnbringende Operationen umsetzen zu können. Die Eigenlogik der Termingeschäfte war jedoch höchst dissonant zu den Vorstellungen, die die breitere Öffentlichkeit von der Wirtschaft hatte. Immer lauter erklang deshalb der Ruf, das ungezügelte Treiben an den Börsen durch politische Interventionen zu unterbinden – oder zumindest einzuschränken. Der Jurist Otto Bähr etwa kritisierte 1894 »den Unfug des Börsenspiels« und meinte: »In ihren ersten Anfängen mögen ja die Termingeschäfte ersten wirtschaftlichen Zwecken gedient haben. Aber bald gewahrte man, daß sie im Hinblick auf den jederzeit feststellbaren Kurswert des Kaufgegenstandes sehr bequem zum Spiel verwendet werden können. Man kaufte und verkaufte lediglich in der Absicht, die Differenz zu gewinnen. Der Kauf wurde dadurch zum Spiel im wirtschaftlichen Sinne. Diese Art der Termingeschäfte hat heute die ganze Börse überwuchert.«⁷¹

68 Philip Mirowski, *More Heat than Light. Economics as Social Physics, Physics as Nature's Economics*, Cambridge 1989; Jakob Tanner, *Wirtschaftskurven. Zur Visualisierung des anonymen Marktes*, in: David Gugerli/Barbara Orland (Hg.), *Ganz normale Bilder. Historische Beiträge zur visuellen Herstellung von Selbstverständlichkeit*, Zürich 2002, S. 129–158, hier S. 144–149.

69 Karl J. T. Wach, *Der Terminhandel in Recht und Praxis*, Köln 1986, S. 89; Preda, *The Investor as Cultural Figure*, 153 f.

70 Cohn, *Zeitgeschäfte und Differenzgeschäfte*, S. 4 f.

71 Bähr, *Das Börsenspiel*, S. 5 und 11.

Die Kritik an den Termingeschäften beruhte im Wesentlichen auf zwei Argumenten. Zum einen sollte verhindert werden, dass sich Personen ohne Kapitalreserven und ohne eigentlichen ökonomischen Sachverstand an den Börsen um Kopf und Kragen spekulieren. Gerade die kapitalschwachen und ökonomisch ungebildeten Kleinanleger würden die Stabilität der Börse bedrohen, da sie im Falle von Preisschwankungen zu Panikverkäufen neigten. Zum anderen verzerre die Börsenspekulation die Preise, weshalb sie schädlich für die Realwirtschaft sei. Vor allem agrarische Kreise behaupteten, dass der Terminhandel einen Mechanismus der Importerleichterung darstelle, der die Konkurrenzfähigkeit der einheimischen Landwirtschaft bedrohe.⁷² Solche Vorbehalte waren Ende des 19. Jahrhunderts insofern nahe liegend, als mit der Integration der Weltmärkte immer größere Personenkreise in den Einflussbereich der kapitalistischen Wirtschaft gezogen worden waren. Durch global spürbare Wirtschaftskrisen wie derjenigen von 1857 oder der Gründerkrise der 1870er Jahre hatte die moderne Gesellschaft schmerzlich erfahren müssen, welche gravierenden Auswirkungen spekulative Tätigkeiten auf das Leben von Millionen von Menschen haben konnten.⁷³

Ende der 1890er Jahre erfolgte im Deutschen Reich deshalb eine Reform der Börsengesetze, die ein Verbot von Termingeschäften beinhaltete. Vor allem agrarische Interessenverbände, die in den »Börsenspielen« die Ursache für die wirtschaftliche Not vieler Landwirte sahen, hatten auf ein Verbot der Termingeschäfte gedrängt. Der Hass auf die Spekulanten, die ohne große Anstrengung Riesengewinne machten, war nicht selten verbunden mit antisemitischen Vorstellungen, da zahlreiche Börsenhändler jüdischer Herkunft waren.⁷⁴ Zahlreiche Zeitgenossen sahen die Hysterie und Rastlosigkeit der Börse als Ausdruck einer typisch jüdischen Geisteshaltung. Das Stereotyp des Juden, der seinen angeblichen Reichtum durch Habgier und Wucherzinsen unrechtmäßig erworben habe, verband sich dabei mit den Vorbehalten gegenüber der Börse, an der mit noch nicht bestehenden Gütern spekuliert wurde und an der unermessliche Gewinne auf kaum nachvollziehbare Art und Weise erworben werden konnten.⁷⁵ Auch in Österreich erzwang eine Koalition aus Landwirtschaftsverbänden und antisemitischen Organisationen im Jahr 1902 ein Verbot des Getreideterminhandels. Diese Maßnahmen zeigten jedoch schon bald äußerst negative Folgen sowohl für die Handelsstädte Berlin und Wien wie auch für die Lebensmittelversorgung der Bevölkerung. Da die Kaufleute ihre Geschäfte nicht mehr durch Termingeschäfte absichern konnten, verlagerte sich der Getreidehandel nach der Jahrhundertwende von Berlin und Wien an andere Handelsplätze – eine Gefahr, auf die nicht zuletzt Max Weber in einer Reihe von Aufsätzen hingewiesen hatte.⁷⁶ Zudem gingen die Getreideimporte nach Deutschland und Österreich zurück, was zu schmerzhaften Preissteigerungen führte.⁷⁷ Diese negativen Folgen der neuen Börsengesetze waren ein Grund dafür, dass die Einschränkung des Terminhandels nach einigen Jahren Schritt für Schritt wieder gelockert werden musste. Die Auswirkungen des

72 Arthur Nußbaum, Kommentar zum Börsengesetz für das Deutsche Reich vom 22.6.1896/8.5.1908. Nebst einer Darstellung der Rechtsgrundsätze über den Effektenhandel zwischen Bankier und Kunden, München 1910, S. XV-XVIII.

73 Peter M. Martin/Bruno Hollnagel, Die großen Spekulationen der Weltgeschichte. Vom Altertum bis zur *New Economy*, München 2002, S. 105–161.

74 Borchardt, Einleitung, S. 1 f., 25 ff.

75 Schößler, Börsenfieber und Kaufrausch, S. 41.

76 Weber, Börsenwesen. Vgl. auch Borchardt, Max Webers Börsenschriften, S. 12.

77 Hermann E. Thomann, Die Baumwollspekulation und ihre Bekämpfung. Ein Beitrag zu den Bestrebungen der Baumwollkongresse, Zürich 1905, S. 47 ff.

Verbots von Termingeschäften zeigen somit, dass die Vorstellung des Terminhandels als einer von der Realwirtschaft abgekoppelten Tätigkeit zu kurz greift. Der Terminhandel funktionierte zwar nach anderen Logiken als der effektive Rohstoffhandel, er war aber in verschiedener Hinsicht eng mit diesem verbunden. Außerdem zeigt dieses Beispiel, dass die Einflussmöglichkeiten der Nationalstaaten einzig auf das eigene Territorium beschränkt waren. Dadurch waren die Staaten oft nicht in der Lage, die überstaatliche Mobilität des Kapitals wie gewünscht zu kontrollieren. Deshalb und aufgrund der Komplexität des Wirtschaftssystems zogen politische Interventionen oft nicht intendierte Folgen nach sich.

Die Debatte um eine rechtliche Einhegung der Terminbörsen war kein spezifisch europäisches Phänomen. Auch in den USA kam es Ende des 19. Jahrhunderts zu einer erregt geführten Diskussion um die Legitimität des Terminhandels. In den USA wurde die Börse jedoch nie derart pauschal verurteilt wie in Deutschland und in Österreich. Der freie Markt galt in den USA nicht per se als Bedrohung, sondern im Gegenteil als integraler Bestandteil der amerikanischen Gesellschaft, wenn nicht gar als deren Basis.⁷⁸ Die Auseinandersetzung in den USA drehte sich deshalb weniger um ein völliges Verbot von Termingeschäften als vielmehr darum, welche Art von Termingeschäften als legitim gelten sollten. Im Unterschied zu Europa existierten in den USA neben den etablierten Börsen noch tausende von so genannten *bucket shops*.⁷⁹ Diese wurden von nicht konzessionierten Maklern geführt und boten auch für Kleinanleger die Möglichkeit, auf steigende oder fallende Rohstoffpreise zu wetten. Die *bucket shops* waren vor allem den Vertretern der Rohstoffbörsen in New York und Chicago ein Dorn im Auge. Die Börsenverantwortlichen monierten, dass diese *shops* von Leuten ohne vertieftes Wissen um ökonomische Zusammenhänge frequentiert würden, und dass es ausgeschlossen sei, dass diese Leute jemals die in den Kontrakten angesprochenen Waren in Empfang nehmen würden. Auch befürchteten sie, die *bucket shops* würden längerfristig die Legitimität des seriösen Börsengeschäftes in Frage stellen. Der Supreme Court gab 1905 dem Drängen der Börsen nach und verbot die *bucket shops*. Dies war aber insofern ein fragwürdiger Entscheid, als auch bei den Termingeschäften an den Börsen die Waren faktisch nie in den Besitz der jeweiligen Händler übergingen. Außerdem hatten auch die *bucket shops* eine *hedging*-Funktion. Die *bucket shops* wurden nämlich unter anderem von kleinen Bauern und Händlern frequentiert, die keinen Zugang zu den Terminbörsen hatten. Sie nutzten die *shops*, um sich zumindest ein Stück weit gegen die Bedrohung durch volatile Rohstoffpreise abzusichern.

Dies zeigt, dass sich der Streit um die Termingeschäfte nicht bloß um die Frage drehte, ob die Terminbörsen als bloße Spielhöllen oder als legitime ökonomische Einrichtung angesehen werden sollten. Selbst wenn die Terminbörse dem effektiven Warengeschäft nützte, stellte sich immer noch die Frage, für wen sie zugänglich war. Tatsächlich boten die Rohstoffbörsen nur den großen Handelshäusern, Industrieunternehmen und Landbesitzern eine Möglichkeit, sich gegen die Volatilität der Rohstoffmärkte abzusichern. Für kleinere Marktteilnehmer bestand diese Möglichkeit nach dem Verbot der *bucket shops* auch in den USA nicht mehr. Sie mussten darauf hoffen, durch den Staat vor dem rauen Wind des freien Marktes geschützt zu werden.

Ab Ende des 19. Jahrhunderts wurde der globale Rohstoffmarkt zunehmend durch politische Interventionen eingeschränkt – was längerfristig nicht ohne Auswirkungen auf den

78 Schößler, Börsenfieber und Kaufrausch, S. 317.

79 Der folgende Abschnitt beruht auf Levy, *Contemplating Delivery*; Stäheli, *Spektakuläre Spekulation*, S. 120–129.

Terminhandel blieb. Zahlreiche europäische Staaten führten ab den 1880er Jahren Zölle zum Schutz ihrer Agrarwirtschaft ein.⁸⁰ Ab den späten 1920er Jahren schützten Rohstoffproduzenten wie die USA und Brasilien sowie nach 1945 auch zahlreiche afrikanische und asiatische Länder ihre Bauern durch die Festsetzung von Mindestpreisen und die Gründung von staatlichen Exportorganisationen vor den Auswirkungen des Weltmarktes.⁸¹ Diese politischen Interventionen hatten längerfristig einen Einfluss auf die Terminbörsen, der so nicht geplant gewesen war. Durch die Preisstabilität kam der Terminhandel in den 1960er Jahren fast vollständig zum Erliegen. Verschiedene Börsen in London, Liverpool, Chicago und New York stellten gar zeitweise ihre Tätigkeit ein.⁸² Da die Weltmarktpreise relativ stabil blieben, gab es für Handelshäuser keine Notwendigkeit mehr, sich gegen Preisveränderungen abzusichern. Und für Spekulanten bestanden nun kaum mehr Gewinnmöglichkeiten. Durch die Eliminierung von Preisrisiken wurden Einrichtungen wie die Terminbörsen obsolet, da ihre Geschäfte ja gerade auf dem Vorhandensein dieser Risiken aufgebaut waren. Die Schließung der Terminbörsen war zwar durch die keynesianische Wirtschaftspolitik der Nachkriegszeit nicht wirklich intendiert worden. Sie war aber insofern eine logische Folge dieser Politik, als Keynes nicht nur staatliche Interventionen zur Stabilisierung der Wirtschaft empfohlen hatte. Er hatte auch davor gewarnt, dass die Börse von ihrer Struktur her »den Tätigkeiten eines Spielsaales« ähnele, und dass Börsengeschäfte aufgrund des Herdenverhaltens der Anleger über kurz oder lang zu Spekulationsblasen führen würden, deren Platzen eine Wirtschaftskrise nach sich ziehen könne.⁸³

Parallel zum Verblässen keynesianischer Ideen und dem Aufschwung des Neoliberalismus erfuhr jedoch in den 1970er Jahren auch der Terminhandel einen erneuten und bis heute anhaltenden Aufschwung. Hierfür können drei Hauptgründe ausgemacht werden: Erstens das Ende des Bretton Woods Systems 1973, da die Wiedereinführung freier Währungskurse zu einer zunehmenden Volatilität auch der Rohstoffpreise führte. Zweitens wurden im Zuge der ökonomischen Liberalisierung verschiedene rechtliche Beschränkungen aufgehoben, die im frühen 20. Jahrhundert und vor allem ab den 1930er Jahren eingeführt worden waren.⁸⁴ So wurde etwa der Glass-Steagall-Act von 1933, welcher eine Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken durchsetzte, schrittweise gelockert und 1999 ganz außer

80 Hans-Ulrich Wehler, *Deutsche Gesellschaftsgeschichte*, Bd. 3: Von der »Deutschen Doppelrevolution« bis zum Beginn des Ersten Weltkrieges, 1849–1914, München 1995, S. 639–649; Rita Aldenhoff-Hübinger, *Agrarpolitik und Protektionismus. Deutschland und Frankreich im Vergleich 1879–1914*, Göttingen 2002; Jürgen Osterhammel/Niels P. Petersson, *Geschichte der Globalisierung. Dimensionen, Prozesse, Epochen*, München 2003, S. 69 und 82; Sydney Pollard, *Free Trade, Protectionism, and the World Economy*, in: Martin H. Geyer/Johannes Paulmann (Hg.), *The Mechanics of Internationalism. Culture, Society, and Politics from the 1840s to the First World War*, Oxford 2004, S. 27–53; Youssef Cassis, *Les Capitales du Capital*, Genève 2005, S. 101 f.

81 C. F. Marshall, *The World Coffee Trade. A Guide to the Production, Trading and Consumption of Coffee*, Cambridge 1983, S. 39–44 und 106 f.; Philippe Chalmin, *Negociants et chargeurs. La saga du négoce international des matières premières* Paris 1985, S. 6; Thomas M. Bell/Fred E. M. Gillham, *The World of Cotton*, Washington, 1989, S. 7 f.; John M. Talbot, *Grounds for Agreement. The Political Economy of the Coffee Commodity Chain*, Lanham 2004.

82 MacKenzie/Millo, *Constructing a Market*, S. 112 f.; Talbot, *Grounds for Agreement*, S. 65.

83 John M. Keynes, *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*, Berlin 1936, S. 133–137.

84 Carmen M. Reinhart/Kenneth S. Rogoff, *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton 2009, S. 248–274; Vogl, *Gespenst des Kapitals*, S. 83–114.

Kraft gesetzt. Dies erhöhte die Kapitalmengen, die unter anderem in Termingeschäften an den Rohstoffbörsen angelegt wurden. Drittens schließlich führte der Durchbruch der Computertechnologie zur Entwicklung neuer Finanzprodukte und machte die Börsengeschäfte damit zunehmend komplexer und dynamischer.⁸⁵ All diese Entwicklungen schwächten die politische Kontrolle des Welthandels.⁸⁶ Sie beförderten stattdessen die Entstehung einer Wirtschaft dritter oder vierter Ordnung, welche – anders als die reinen Termingeschäfte zuvor – immer weniger in einer nachvollziehbaren Relation zur Realwirtschaft stand. Während etwa zu Beginn der 1970er Jahre Finanzderivate noch völlig bedeutungslos waren, betrug der Wert derartiger Finanzprodukte, die im Juni 2000 weltweit in Umlauf waren, über 108 Milliarden Dollar.⁸⁷

68

Diese neue Wirtschaftsordnung – von Susan Strange prägnant als »Kasinokapitalismus« bezeichnet⁸⁸ – war und ist bis heute wesentlich durch die Terminmärkte geprägt. An den Börsen können nun nicht mehr bloß Terminkontrakte auf Rohstoffe abgeschlossen werden, sondern auch auf Währungen, Aktienkurse oder Zinsschwankungen. Die Protagonisten dieses neuen Wirtschaftszweiges sind hoch spezialisierte Börsenhändler, die ihre Profite aus winzigen Kursschwankungen ziehen und deren Geschäfte vollautomatisch durch Computer erledigt werden. Oft werden Wertpapiere innerhalb einer einzigen Sekunde gekauft und wieder verkauft, in der Hoffnung, einen einzigen Cent Gewinn daraus zu ziehen.⁸⁹ Dass dieser Kasinokapitalismus jedoch bloß scheinbar selbstreferentiell und tatsächlich eng mit der Realwirtschaft verkoppelt ist, zeigte die jüngste Finanz- und Wirtschaftskrise in eindrücklicher Weise.

Schluss

Die Geschichte des Terminhandels zeigt, dass die Frage nach den Grenzen des sozialen Feldes der Wirtschaft und nach der Legitimität bestimmter ökonomischer Handlungen in verschiedenen historischen Epochen höchst unterschiedlich beantwortet wurde. Die Entwicklung der Terminbörsen ist weiter ein Beleg für die Fähigkeit der kapitalistischen Wirtschaft, neue Handlungszusammenhänge und -logiken und neue Wissensordnungen zu schaffen. Dies bedingte vielfache kulturelle Übersetzungsprozesse, indem zuerst unspezifische Rohstoffe durch Standardisierungsprozesse zu genau definierten Produkten gemacht wurden, die dann wiederum zur Grundlage von Terminkontrakten werden konnten. Obwohl diese nur noch eine lose Verbindung mit den entsprechenden Waren hatten und in ihrer Funktion eine Ähnlichkeit mit dem Medium des Papiergeldes aufwiesen, sollte man vorsichtig sein, den Terminhandel als rein semiotische Angelegenheit und als abgekoppelt von der

85 Ramón Reichert, *Das Wissen der Börse. Medien und Praktiken des Finanzmarktes*, Bielefeld 2009, S. 87–109.

86 Damit ergibt sich eine interessante Parallele zur Periodisierung, die Charles Maier mit seinem Territorialitätskonzept vorgeschlagen hat. Maier vertritt die Ansicht, dass die Phase des staatlichen Territorialitätsanspruches in den 1860er Jahren begann und in den 1970er Jahren, nicht zuletzt aufgrund des Durchbruchs von Computerisierung und Telekommunikation, zu Ende ging: Charles S. Maier, *Consigning the Twentieth Century to History. Alternative Narratives for the Modern Era*, in: *American Historical Review* 105 (2000), S. 807–831.

87 MacKenzie/Millo, *Constructing a Market*, S. 109.

88 Susan Strange, *Casino Capitalism*, Oxford 1986.

89 Andreas Hirstein, *Das digitale Herz des Kapitalismus*, in: *NZZ* am Sonntag, 21. November 2010, S. 65–66.

Realwirtschaft zu interpretieren. Die historische Rückschau zeigt vielmehr, wie eng die Geschäfte an den Terminbörsen stets mit der Realwirtschaft verbunden waren. Auch sollte man sich davor hüten, den Terminhandel allzu voreilig als Beleg für bestimmte teleologische Entwicklungen der Moderne – im Sinne einer zunehmenden Verflüchtigung des Materiellen oder einer vollständigen Selbstreferentialität sozialer Systeme – zu interpretieren. Die Rekonstruktion des Terminhandels im 19. und 20. Jahrhundert zeigt, dass derartige Entwicklungen stets kontingent und aufgrund von politischen und soziokulturellen Gegenbewegungen tendenziell auch reversibel waren. Zudem stellen die immer wieder auftauchenden Diskussionen um die angebliche Kasinomenalität des modernen Börsenwesens – und die dabei offensichtlich werdende Schwierigkeit, zwischen illegitimer Spekulation und legitimer Geldanlage zu unterscheiden – einen Hinweis auf das ambivalente Verhältnis großer Teile der Gesellschaft gegenüber der Dynamik der kapitalistischen Wirtschaft dar.

Die Geschichte der Terminbörsen ermöglicht es somit nicht nur, den bislang erst rudimentär erforschten Bereich von Finanzdienstleistungen und globalem Rohstoffhandel in den Blick zu nehmen, die ab Ende des 19. Jahrhunderts in enger Verbindung zur Entwicklung der industriellen Produktionsweise stand. Sie erlaubt auch eine Erweiterung der Wirtschaftsgeschichte in Richtung einer Politischen Ökonomie, indem wirtschaftliche Prozesse im Rahmen einer breiteren Kapitalismusanalyse in ihren gesellschaftlichen und politischen Kontexten untersucht werden können.⁹⁰ Jürgen Kocka hat kürzlich die Hoffnung geäußert, dass das Konzept des Kapitalismus eine Brücke darstellen könne, um die wachsende Kluft zwischen Kultur- und Wirtschaftsgeschichte zu überwinden.⁹¹ Angesichts der tief greifenden Umwälzungen, die die moderne Gesellschaft durch die Etablierung eines kapitalistischen Wirtschaftssystems erfahren hat, wäre es wohl tatsächlich ratsam, diese Anregung aufzunehmen.

90 Welskopp, *Das Unternehmen als Körperschaft*, S. 192.

91 Kocka, *Writing the History of Capitalism*, S. 11.