



Alexander Engel

# RISIKOÖKONOMIE

*Eine Geschichte des Börsenterminhandels*

campus



*Alexander Engel*, PD Dr. phil., ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Departement  
Geschichte der Universität Basel.

Alexander Engel

# Risikoökonomie

Eine Geschichte des Börsenterminhandels

Campus Verlag  
Frankfurt/New York

Gedruckt mit freundlicher Unterstützung des Förderungsfonds Wissenschaft der VG Wort  
Das Buch ist eine überarbeitete Fassung einer an der Georg-August-Universität Göttingen  
angenommenen Habilitationsschrift.

*Für M., P.-J. und T.*

ISBN 978-3-593-51330-0 Print  
ISBN 978-3-593-44679-0 E-Book (PDF)

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung ist ohne  
Zustimmung des Verlags unzulässig. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen,  
Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Trotz sorgfältiger inhaltlicher Kontrolle übernehmen wir keine Haftung für die Inhalte externer Links.  
Für den Inhalt der verlinkten Seiten sind ausschließlich deren Betreiber verantwortlich.

Copyright © 2021 Campus Verlag GmbH, Frankfurt am Main

Umschlaggestaltung: Campus Verlag GmbH, Frankfurt am Main

Umschlagmotiv: Chicago Board of Trade (31. Mai 1973) © U.S. National Archives and Records  
Administration / Public Domain

Gesetzt aus der Garamond

Druck und Bindung: Beltz Grafische Betriebe GmbH, Bad Langensalza

Printed in Germany

[www.campus.de](http://www.campus.de)

# Inhalt

Vorwort.....	7
Einleitung.....	10
Theoretische Vorüberlegungen.....	30
Der Risikobegriff.....	30
Risiko, Ökonomie und Gesellschaft.....	49
1. Die Kolonisierung der Zeit:	
Entstehung des Terminhandels bis 1870.....	71
1.1 Vegetieren oder spekulieren? Zur Bewertung kaufmännischen Risikohandelns.....	72
1.2 Merkantile Beschleunigung und Fungibilisierung von Gütern.....	87
1.3 Das ernste Spiel der Effektenspekulation – Schreckensbild und Vorbild.....	107
1.4 Erkaufte Zeit: Die Entstehung der modernen Warenterminmärkte.....	123
2. Widerliche Spieler, ehrbare Spekulanten:	
Entfaltung des Terminhandels, 1870–1930.....	144
2.1 Die Entwicklung der Börsenlandschaft bis 1930.....	145
2.2 Blicke auf und in die Börse – zeitgenössische Kulturkritik.....	168

2.3	»Herz des modernen Verkehrslebens«: Ansichten zur Funktion des Terminhandels .....	188
2.4	Die Frage des Börsenzugangs.....	210
3.	Im Zeitalter der gezügelten Märkte:	
	Einengung des Terminhandels, 1890–1965.....	241
3.1	Bärenjagd: Bemühungen um Terminhandelsverbote in den 1890er Jahren .....	243
3.2	Die Regulierung von Warenbörsen und die Unterbindung von Marktrisiken .....	264
3.3	Die Öffentlichkeitsarbeit des Chicago Board of Trade – Ringen um Deutungshoheit.....	287
3.4	Zank um Zwiebeln: Terminhandel als Nischenphänomen in der Nachkriegszeit.....	312
4.	Finanzialisierung:	
	Entgrenzung des Terminhandels, 1965–1990.....	338
4.1	Neue Risiken, neue Märkte: Revival des Warenterminhandels.....	341
4.2	Die Innovation der Financial Futures .....	365
4.3	» <i>The fastest game in town</i> «: Kultur und Populärkultur des Terminhandels.....	386
4.4	Die Konvergenz von Termin- und Wertpapiermärkten .....	412
5.	<i>A derivative world</i> :	
	Entkörperung des Terminhandels.....	436
	Schluss.....	471
	Quellen.....	488
	Literatur.....	511
	Verzeichnis der Abbildungen, Grafiken und Tabellen .....	540

# Vorwort

Ein Buchvorhaben ist ein Zeitgeschäft mit sich selbst: Man verspricht sich ein Manuskript, über dessen Hauptaspekte man bereits Klarheit hat, das aber noch nicht existiert – man kauft seine eigene hübsche Idee »auf dem Halm«, zur späteren Lieferung. Und man hofft, dass einem am Ende nicht wie Budenbrook die Ernte verhagelt sein wird.

Mehr als einmal habe ich in den letzten Jahren von mir selbst Lieferung eingefordert und dann doch Nachfristen gewähren müssen. Anfang Juni 2019 wurde das Geschäft endlich erfüllt. Die fertige Arbeit überstand eine erste Qualitätsprüfung, als die Habilitationskommission der Göttinger Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät sie im Dezember als Qualifikationsschrift akzeptierte, und eine zweite, als der Campus-Verlag Ende Februar 2020 die Veröffentlichung anbot. Freilich aber wäre das ganze Vorhaben ohne *debt leverage*, ohne Hebelung der Eigenleistung über Kreditaufnahme nicht durchzuführen gewesen. Vom Anfang bis zum heutigen Tag ist ein gewaltiger Schuldenberg aufgelaufen, den es nun abzutragen gilt: ein Berg an Dankeschulden.

Dass der Schuldenberg nicht finanzieller Natur ist, verdanke ich einer Vielzahl von Personen und Einrichtungen. Eine erste mehrmonatige Archivreise in die USA – vor allem nach Washington und Chicago – wurde mir durch ein Stipendium der *Schmölders Stiftung für Verhaltensforschung im Wirtschaftsleben* ermöglicht. Das *Center for European Studies* der Harvard University ernannte mich für das akademische Jahr 2011/12 zum *John F. Kennedy Memorial Fellow*, der DAAD steuerte die Reisekosten bei. Dies bescherte mir und meiner Familie nicht nur ein wunderbares Jahr in Massachusetts, sondern auch Freiräume zum Forschen, fantastische Recherchemöglichkeiten und Gelegenheit zum Austausch mit zahlreichen Gesprächspartner:innen in Cambridge und weit darüber hinaus. Mein besonderer Dank gilt der damaligen Geschäftsführerin des CES, Trisha Craig, sowie Sarah Delude und dem weiteren CES-Staff für ihre Unterstützung vor Ort. Stellvertretend für viele



hilfsbereite Menschen, denen ich in Archiven und Bibliotheken begegnet bin, möchte ich Valerie Harris und Jennifer Fowle Lurie hervorheben, die mich über die Jahre bei mehreren Besuchen der *Special Collections and University Archives* der *University of Illinois at Chicago* tatkräftig unterstützt haben.

Ich profitierte sehr davon, Teilaspekte des Projekts bei einer Vielzahl von Gelegenheiten im Vortrag vorstellen und mit Kolleg:innen diskutieren zu können, so etwa in den Göttinger Kolloquien des Instituts für Wirtschafts- und Sozialgeschichte und des Instituts für Soziologie, den Forschungskolloquien von Alexander Nützenadel (HU Berlin), Jan-Otmar Hesse (damals Bielefeld), Günther Schulz/Boris Gehlen (Bonn), Jochen Streb (Mannheim), Christopher Kopper (Bielefeld) und Matthias Pohlig (HU Berlin), dem Kolloquium der Forschungsstelle für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte in Zürich, der *Economic History Seminar Series at Queen's University*, Belfast, dem *Washington Area Economic History Seminar*, Washington, D.C. und dem *Visiting Scholars Seminar* des *Center for European Studies*, Harvard. Hinzu kamen Vorträge auf den Historikertagen in Mainz und Göttingen, dem 1. Deutschen Kongress für Wirtschaftsgeschichte in Münster, der AKKU-Jahrestagung in Dortmund, EBHA Meetings in Bergen und Uppsala, dem BHC Meeting in Philadelphia, an den Universitäten Mainz und Konstanz, der Harvard Business School, sowie Workshops und Konferenzen in Hannover, Münster, Berlin, Basel, Zürich, Luzern, Uppsala, Reading, Harvard, am German Historical Institute in Washington und in der Villa Vigoni. Mein herzlicher Dank gilt allen Veranstaltenden für die Gelegenheit zum Austausch und den Diskutant:innen für Ihre zahllosen hilfreichen Kritiken und Anregungen.

So sehr Forschungsstipendien und Reisemittel (und die mit ihnen ermöglichten Erfahrungen und Erkenntnisse) in einer Aufzählung finanzieller Unterstützungen hervorrangen, so kurz sind im Ganzen gesehen die Zeiträume, in denen sie tatsächlich das tägliche Brot sichern. Ich schätze mich außerordentlich glücklich, in der Zeit meiner Qualifizierung gut bezahlte wissenschaftliche Beschäftigung gefunden zu haben – zuletzt in der Schlussphase des Projekts, ab März 2019, bereits an der Universität Basel bei Susanna Burghartz – merci! Bis Herbst 2019 noch parallel und davor über so lange Jahre beschäftigte mich Hartmut Berghoff am Göttinger Institut für Wirtschafts- und Sozialgeschichte. Hierfür, und für die vielfältige lange Unterstützung, ein schlichtes, aber über die Maßen großes: Danke.

Ein weiteres, nicht kleines Glück beider Beschäftigungsverhältnisse war und ist, dass sie mir eine *homebase* lieber Kolleg:innen verschafft haben, von denen viele ihren Teil zum Gelingen beitrugen – besonders Yassin Abou El-

Fadil, Stina Barrenscheen, Robert Bernsee, Bastian Linneweh, Jan Logemann und Christel Schikora, die Teile des Manuskripts gegengelesen und/oder mir wertvolle Hinweise gegeben haben. Über die lokale *homebase* hinaus verdanke ich wertvolle Einsichten und Anregungen besonders dem Austausch mit Patrick Catania, Scott Gordon, Tom Russo, Owen Gregory und Mark Holder, mit Johannes Flume, Laura Rischbieter, Sascha Münnich, Martin Bühler und Christina Brauner – letztere beide haben ebenfalls Teile des Buches kritisch gegengelesen. Zur Gänze lasen es zudem Hartmut Berghoff, Jan-Otmar Hesse und Olaf Korn in ihrer Eigenschaft als Gutachter – allen dreien bin ich sehr dankbar für ihre Mühe, ihren Beitrag zum Gelingen des Habilitationsverfahrens und die zahlreichen hilfreichen Kommentare, die mich nochmal einige Tage an das Manuskript zurückkehren ließen.

Ebenfalls die ganze Schrift in Augenschein genommen hat Jürgen Hotz vom Campus-Verlag, der mich stets herzlich durch den Publikationsprozess begleitet hat – das war ebenso angenehm wie hilfreich. Ein letzter Dank für finanzielle Unterstützung ist an dieser Stelle noch zu ergänzen – der Förderungsfonds Wissenschaft der VG Wort übernimmt die Druckkosten.

*Last but not least:* Dieses Buchvorhaben ist tatsächlich ein wenig älter als unsere Söhne, doch bedeutend langsamer gewachsen als die zwei. Das eine hat durchaus ein wenig (aber bei weitem nicht nur) mit dem anderen zu tun. Trotzdem ist die größte Schuld in diesem Buchprojekt meiner geduldigen Familie gegenüber aufgelaufen, in unzähligen Stunden grummeliger Schreibtischarbeit, die man besser mit Legoprojekten, Spielen und Spaziergängen verbracht hätte. Diese Schulden werden kaum abzustottern sein. Als kleine Anzahlung sei Euch zumindest dieses Buch gewidmet.

Göttingen, im Januar 2021

Alexander Engel

# Einleitung

Als der Reiseschriftsteller Arthur Holitscher im November 1911 die Stadt Chicago besuchte, sah er sich nach eigenem Bekunden in der »schrecklichsten Stadt des Erdballs.«<sup>1</sup> Höllisch empfand Holitscher das Ausmaß an Kriminalität und Gewalt, an Kohlenstaub, an immerwährendem Lärm – und mehr noch das ungeheure Tempo, in dem sich der ganz auf *business* orientierte Alltag der Stadt abspielte, mit dem die Stadt expandierte, scheinbar unendlich in den Himmel und alle Himmelsrichtungen spross. Vor allem sah er in Chicago jenen Ort, an dem sich klar und hart wie nirgends sonst der moderne Kapitalismus entfaltete und dabei ikonische Orte hervorbrachte – »die weltberühmten Warenhäuser, die weltberühmten Schlachtbänke, die weltberühmte Getreidebörse und die weltberühmten Bordellstraßen.«<sup>2</sup>

Seine Darstellung der industriellen Schlachthöfe und des taylorisierten Alltags in den Fabriken hebt die unnachgiebige Eingespanntheit der Arbeiter in die monotonen mechanisierten Produktionsprozesse hervor, welche die Menschen überanstrengen, verbrauchten und entseelten. Weiterhin nahm er auf der Besuchergalerie des *Chicago Board of Trade* Platz, der größten und betriebssamsten Warenterminbörse der Welt. Für Holitscher verzerrte auch diese Institution die an ihr teilnehmenden Menschen zu Karikaturen ihrer selbst, hier nun aber, indem sie diese nervös und irre machte. Dies beschränkte sich nicht auf das Börsenparkett, sondern betraf eine Myriade von Marktteilnehmern im ganzen Land und weit darüber hinaus: »Hunderttausend Ticker ticken in der ganzen Welt eine und dieselbe Zahl, auf hunderttausend Köpfen sträuben sich die Haare, in hunderttausend Betten werden sich heut nacht schlaflose, erschöpfte Menschen wälzen bis zum Tagesgrauen.«<sup>3</sup>

---

1 Holitscher, *Amerika heute und morgen*, S. 293. Zu Holitscher und allgemeiner zu deutschen Reiseschriftstellern in den USA um 1900 siehe Knox, *Weimar Germany between two worlds*; Schmidt, *Reisen in die Moderne*.

2 Holitscher, *Amerika heute und morgen*, S. 293.

3 Ebd., S. 298.

Die Beobachtungen der industriellen Schlachthöfe und Fabriken nehmen in seinem Reisebericht weit mehr Raum ein als seine Skizze zur Getreidebörse – Holitscher interessierte sich vor allem für anschauliche, direkte Konsequenzen der Entstehung kapitalistischer Institutionen für die hierin involvierten Akteure, ihre Körper, ihren Geist. Die volkswirtschaftlich-gesamtgesellschaftlichen Konsequenzen waren weitaus abstrakter. So sehr Börsen ab der Mitte des 19. Jahrhunderts als ikonische Orte des Kapitalismus galten, so sehr blieben es rätselhafte Orte.<sup>4</sup> Besucher auf den Galerien über dem Börsenparkett sahen zu ihren Füßen eine laute, bewegte und gestikulierende Menschenmasse. Es war schwer, die konkreten Praktiken und Abläufe des Börsenhandels in diesem Geschehen auszumachen und in ihrer Bedeutung nachzuvollziehen. Aus der Anschauung heraus gar nicht greifbar war für den Betrachter vor Ort der konkrete Zusammenhang zwischen dem Geschehen und den fernen volkswirtschaftlichen Wirkungen, die davon ausgehen mochten. Holitscher beschränkt sich auf eine einzelne Metapher, als er in die »*pi*« blickt, also in die abgestufte Vertiefung im Börsenparkett, um und in der sich die Börsenteilnehmer zum Handel versammeln – »die berüchtigte Grube, [...] in die das goldene Korn der Welt hineinstürzt und aus der imaginäre Papierwerte zurückflattern auf den betrogenen Erdball.«

Nicht nur ihren Kritikern, sondern auch ihren Befürwortern erschien die Wareterminbörse als ein Mechanismus, der einerseits von der Realwirtschaft abstrahierte, und diese andererseits zugleich mit gewaltigen Hebelkräften lenken konnte. Für den Nationalökonom Richard Ehrenberg bildete die Börse, wie er 1899 im Handwörterbuch der Staatswissenschaften ausführte, das »Herz des modernen Verkehrslebens. Damit ist gesagt, dass alle Welt bei den Vorgängen, die sich dort abspielen, irgendwie beteiligt ist.«<sup>5</sup> Diese Allgegenwart der Welt in der Börse und der Börse in der Welt liege darin begründet, dass die Börse Marktplatz für *vertretbare* Güter ist:

»Vertretbare (fungible) Tauschgüter sind solche, deren Qualität eine so gleichartige und als solche bekannte ist, dass jedes Quantum von ihnen durch ein gleich grosses anderes Quantum vertreten werden kann [...], so dass...] das Tauschgut selbst nicht mehr, wie auf den Märkten im engeren Sinne, beim Geschäftsabschlusse anwesend sein muss. Hierdurch [...] erfasst die Börse, der Markt in vertretbaren Gütern, auch solche, die weit vom Markorte entfernt sind, ja sogar solche, die zur Zeit des Geschäftsabschlusses überhaupt noch nicht existieren. Die Börse ermöglicht mithin

---

4 Zur Entstehung und Entwicklung von Börsen vgl. Pohl, *Börsengeschichte*; Smith, *Global stock market*; Cassis, *Metropolen des Kapitals*.

5 Ehrenberg, »Börsenwesen«, S. 1039.

eine weit stärkere örtliche und zeitliche Verkehrskonzentration [sic] als der Markt im engeren Sinne, und hierdurch auch eine weit billigere und bessere Befriedigung der menschlichen Bedürfnisse. Sie ist ein Erzeugnis hoher wirtschaftlicher Kultur, das freilich, gleich anderen Erscheinungen dieser Art, seine eigenen schweren Gefahren und Missstände erzeugt hat.«<sup>6</sup>

Eine der Gefahren der »Verkehrskonzentration« liegt laut Ehrenberg darin, dass sie eine scharfe Trennung von kundigen, auf dem Börsenparkett handlungsfähigen Insidern und nur mittelbar am Markt teilnahmefähigen Outsidern bewirke: »Damit wird einer verhältnismässig kleinen Zahl von Personen viel Vertrauen geschenkt und eine recht erhebliche Macht übertragen, deren Missbrauch weite Volkskreise schwer schädigen kann. Diese Macht gehe allerdings nicht soweit, wie man vielfach meine: die Börse könne nicht willkürlich »Hausse und Baisse machen«<sup>7</sup>, also – wie es manche Kritiker noch heute vertreten – nach Belieben Kurse bzw. Preise zum eigenen Vorteil manipulativ nach oben oder unten drücken.

Wie genau die Terminbörse arbeitet, aus welchen Motiven und mit welchen Konsequenzen gehandelt wird, dies war und ist aufgrund der Scheidung in Insider und Outsider und vor allem aufgrund der Undurchsichtigkeit der Folgen des Geschehens Gegenstand scharfer Kontroversen. Es ist nun wenig sinnvoll, diese Kontroversen gleich hier an diesem Punkt dadurch entscheiden zu wollen, dass man erklärt, wie Terminhandel aus heutiger wissenschaftlicher Sicht »wirklich« funktioniere und zu verstehen sei. Die heutige Sicht hat sich historisch herausgebildet, und *dieser Prozess selbst* ist ein Gegenstand dieser Studie (zu den weiteren komme ich im folgenden Abschnitt). Für die Analyse ist es daher zielführender, *ohne* eine feste, scheinbar objektive Deutung des Börsengeschehens an die historischen Verhältnisse heranzutreten. Stattdessen wird im Verlauf des Buches der zeitgenössische Deutungskampf um das Geschehen nachvollzogen, ohne explizit Partei zu ergreifen, um am Ende bei unseren heutigen – im Übrigen auch nicht konsensualen – Definitionen und Konzeptionen anzulangen.

Was zu allen Zeiten klar ist: Im Terminhandel werden, im Unterschied zum Effektivhandel (Kassamarkt / *cash market*, auch als Locohandel / *spot market* bezeichnet), Transaktionen nicht sogleich vollzogen, sondern erst zu einem späteren Termin. Soweit etwa Getreide auf Termin verkauft und gekauft wird, erfolgt die Festlegung von Menge, Preis und Qualität in der Gegenwart, Lieferung und Bezahlung aber erst zu einem festgelegten Termin

---

<sup>6</sup> Ebd., S. 1024.

<sup>7</sup> Ebd., S. 1039.

einige Tage, Wochen oder gar Monate in der Zukunft. Da es an der Börse grundsätzlich um *fungible* Güter geht, wie Ehrenberg ausführt, bezieht sich die Transaktion auch nicht auf eine ganz konkrete Getreidemenge, die man schon am Tag des Geschäftsabschlusses irgendwo potenziell in Augenschein nehmen könnte: verabredet wird über einen standardisierten Liefervertrag (den *futures contract*, kurz »Future«) lediglich die Lieferung einer bestimmten Menge eines Gutes einer bestimmten Qualität, die der Verkäufer bis zum Erfüllungstermin organisieren muss – wenn es denn tatsächlich zu einer Lieferung kommen soll. Es mag praktischer sein, dass der Terminkäufer sich am Erfüllungstag das Getreide zum aktuellen Marktpreis *selbst* auf den Effektivmärkten besorgt, und die Ersparnis oder die Mehrausgabe, die sich dabei gegenüber dem Terminpreis ergibt, mit dem Terminverkäufer abrechnet. Diese Abrechnung verpflichtet den Terminkäufer nicht, anschließend *tatsächlich* – wie im Terminkontrakt ursprünglich geplant – zum Marktpreis Getreide zu kaufen. Aus Termingeschäften kann sich also effektiver Warenumschlag ebenso ergeben wie bloße Zahlungsströme. Terminhandel erlaubt ein (zunächst weitgehend kostenfreies) gleichsam *vorzeitiges* Beziehen von Marktpositionen, das aus unterschiedlichsten Motiven rühren und später auf verschiedenen Wegen wirksam werden kann. Genau hierin liegen Reiz und Macht des Terminhandelsprinzips.

In analoger Weise lässt sich auch in Wertpapiermärkten ein Terminhandel organisieren. Da börsenmäßig gehandelte Wertpapiere im Unterschied zu konkreten Waren bereits vollkommen fungibel sind, bedarf es hierzu nicht zwingend standardisierter Lieferverträge. Tatsächlich sind Wertpapierfutures erst Ende des 20. Jahrhunderts aufgekommen. Alternativ lässt sich verabreden, alle im Laufe eines Monats geschlossenen Geschäfte über ein Wertpapier erst am Ende des Monats gesammelt zu erfüllen. Im deutschen Sprachgebrauch bezeichnet man dies, den späteren Erfüllungstermin betonend, ebenfalls als Terminhandel, im Französischen als *marché à terme*. Im Englischen gibt es allerdings keine exakte Entsprechung für dieses Konzept (am ehesten noch der ungebräuchliche Begriff *time bargains*).<sup>8</sup> Soweit standardisierte Lieferkontrakte im Spiel sind, wie es im börslichen Warenterminhandel grundsätzlich der Fall ist, wird im Englischen von *futures trading* gesprochen. Dieser Begriff umfasst entsprechend nicht die älteren Formen des Wertpapierterminhandels ohne gesonderte Lieferverträge und ist somit zunächst enger als der des Börsenterminhandels.

---

<sup>8</sup> Zur Problematik unterschiedlich weiter Begriffe in verschiedenen Sprachen siehe auch unten Anmerkung 169 in Kapitel 1.

Die verschiedenen Begriffe sind nicht nur eine Frage zufällig verschiedenen Vokabulars: In Deutschland sind Waren- und Wertpapierterminhandel oftmals gemeinsam diskutiert worden, etwa im akademischen Bereich oder im Rahmen der Gesetzgebung. In den USA stellen sie in dieser Hinsicht separat untersuchte und behandelte Phänomene dar. Dies liegt unter anderem darin begründet, dass sich in den USA *stock exchanges* und *commodity exchanges* als separate Institutionen ausbildeten, während sich in deutschen Börsen öfters (aber nicht immer) beiderlei Märkte unter einem Dach fanden. Die vorliegende Studie fokussiert vor allem auf den Warenterminhandel und die daraus erwachsenen modernen Formen des *futures trading*, ohne aber, soweit relevant, den klassischen Wertpapierhandel gänzlich auszublenden.

In unserer finanzialisierten Gegenwart richtet sich die öffentliche Aufmerksamkeit, anders als um 1900, fast ausschließlich auf die Wertpapierbörsen. Warenbörsen scheinen demgegenüber völlig in den Hintergrund gerückt. Das ändert aber nichts daran, dass der volkswirtschaftliche Einfluss von Warenterminmärkten heute noch weiter reicht als um 1900: die Preisbildung für alle wichtigen Rohwaren des Welthandels, von Kaffee, Zucker oder Getreide hin zu Metallen, Erdöl und anderen Energieträgern, dazu nun auch die Kursbildung von Währungen und eben selbst Wertpapieren ist stark durch *futures trading* geprägt. Bei Geschäften außerhalb von Börsen sind OTC-Derivate (*over the counter*) im Spiel, welche wesentliche Prinzipien des Warenterminhandels aus der Börse hinausgetragen haben: aus dem klassischen börslichen Terminhandel ist eine scheinbar fast alle großen Märkte überwölbende Derivatewirtschaft geworden.<sup>9</sup>

### Thesen und Erkenntnismöglichkeiten

So klar der Charakter moderner Ökonomie vom Terminhandel und seinen Prinzipien geprägt ist, so verwunderlich ist es, dass der Entstehung und Entwicklung des Börsenterminhandels noch keine umfassende historische Abhandlung gewidmet ist, die über Betrachtungen der Situation in einzelnen Ländern zu einzelnen Zeitpunkten hinausgeht, systematisch lange Entwicklungslinien herausarbeitet und sie für eine *History of Capitalism*<sup>10</sup> fruchtbar macht.

---

<sup>9</sup> Lehr- und Einführungsbücher zu Derivaten sind z. B. Hull, *Derivate*; Chance/Brooks, *An introduction to derivatives*.

<sup>10</sup> Vgl. zu dieser Forschungsperspektive u. a. Kocka/Linden, *Capitalism*; Lenger, »Kapitalismusgeschichte«; Brandes/Zierenberg, »Doing Capitalism«.

Erstens ließe sich in größerer Klarheit zeigen, dass Terminmärkte als *historisch kontingente Einrichtungen* aufzufassen sind, und nicht umstandslos als rationale institutionelle Lösung für ein zeitloses Problem des Umgangs mit spezifischen ökonomischen Risiken betrachtet werden dürfen. In geschichtswissenschaftlicher Sicht mag diese These geradezu trivial erscheinen – in wirtschaftswissenschaftlichen Betrachtungen wird allerdings oft der Terminmarkt *an sich* auf universale ökonomische Gesetzmäßigkeiten untersucht. Gefragt wird etwa, ob sich Terminmärkte durch eine gegenüber klassischen Effektivmärkten grundsätzlich höhere oder grundsätzlich niedrigere Preisvolatilität auszeichne. Ob man solche Gesetzmäßigkeiten an Daten deutscher Getreideterminmärkte der 1890er Jahre, US-amerikanischer Zwiebelterminmärkte der 1950er Jahre oder koreanischer Zinsteterminmärkte der 2000er studiert, ist dann prinzipiell gleich. Aus geschichtswissenschaftlicher Warte erscheint es dagegen problematisch, *ex ante* anzunehmen, dass Marktteilnehmer zu allen Zeiten hinreichend ähnliche Motive und Handlungsmöglichkeiten besessen und damit vergleichbare Ergebnisse produziert hätten.

Tatsächlich ist der moderne Börseterminhandel nicht zur Erfüllung einer volkswirtschaftlichen Funktion gleichsam am Reißbrett entworfen worden. Er hat sich vielmehr allmählich aus älteren kaufmännischen Praktiken entwickelt und im Hinblick auf sich wandelnde Bedürfnisse ökonomischer Akteure gewandelt. Die an den Terminmärkten jeweils vorfindlichen Akteursgruppen, ihre Motive, ihre Verhaltensweisen und ihre Aneignung des Terminhandelsmechanismus für je eigene Zwecke veränderten sich im Laufe der Zeit ebenso wie Formen der Regulierung. Auch Interpretation und Darstellung des Börsengeschehens wandelten sich, allerdings nicht Zug um Zug mit den Verhältnissen: Deutungsmuster bestanden und bestehen oft länger als die Verhältnisse, aus denen sie abgeleitet wurden. So basieren wirtschaftswissenschaftliche Forschungen zum Teil weiterhin auf Hypothesen, Ideen und Fragestellungen, die im 19. Jahrhundert in der Untersuchung des damaligen Terminhandels, in seinen damaligen Kontexten gewonnen wurden. Eine Historisierung sowohl des Terminhandels selbst als auch der Betrachtung des Terminhandels kann insofern hilfreich sein, implizite Annahmen und Perspektiven aktueller wirtschaftswissenschaftlicher Forschung zu identifizieren, die eher tradiert als aus der Anschauung heutiger ökonomischer Verhältnisse gewonnen sind.

Zweitens ist es instruktiv, Terminhandel nicht als nationales, sondern *internationales und transnationales Phänomen* zu begreifen. Terminmärkte entste-



hen in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts in den meisten industrialisierten Gesellschaften, und zwar, anders als es zumeist suggeriert wird, ohne klare, erkennbare Pionierrolle der USA. Die je eigenen nationalen Staats-, Gesellschafts- und Wirtschaftsordnungen sorgten zwar dafür, dass sich im Laufe der Zeit gewisse nationale Eigen- und Besonderheiten des Terminhandels ausprägten und im 20. Jahrhundert in sehr unterschiedliche Entwicklungen mündeten. Zugleich aber lassen sich gemeinsame Faktoren dieser Entwicklung, ein nicht an Ländergrenzen gebundenes Engagement von Marktteilnehmern sowie Prozesse wechselseitiger Beobachtung und Bezugnahme auch im politischen und akademischen Bereich feststellen. Somit ist es zu eng gefasst, wenn wie in der bisherigen Forschung weit überwiegend üblich die Geschichte des Terminhandels als nationale Geschichte thematisiert wird. Diese Studie betont daher inter- und transnationale Aspekte der Geschichte des Terminhandels und richtet den Blick auf Entwicklungen in verschiedenen Ländern. Besonders im Vordergrund stehen dabei die USA und Deutschland – nicht im Sinne eines symmetrischen Vergleichs zweier separierter Fälle, sondern als besonders herausgehobene Beispiele. Die Geschichte des Terminhandels *im 20. Jahrhundert* ist entscheidend von US-amerikanischen Entwicklungen geprägt, bezüglich des rechtlichen Rahmens und vor allem der ökonomischen Praxis (gerade im Umfang und in der volkswirtschaftlichen Bedeutung des Terminhandels) unterscheidet sich die Situation in den USA zeitweise erheblich von der Situation in Deutschland. Für das *19. Jahrhundert* ist der deutsche Fall besonders herausstechend, aber durchaus nicht als Sonderfall, sondern vor allem bezüglich des Umfangs und der Komplexität der fachlichen und öffentlichen Auseinandersetzungen sowie der Regulierungsaktivitäten.

Insofern kann eine solche Studie einen differenzierenden Beitrag zur Diskussion um die *Varieties of Capitalism* leisten, der zufolge verschiedene Länder bzw. Gruppen von Ländern eine je eigene Form des Kapitalismus bzw. einen je eigenen kapitalistischen Stil aufweisen. Diese Diskussion ist in den letzten Jahren vor allem unter Bezug auf die Monografie von Peter Hall und David Soskice geführt worden, in der im Hinblick auf zeitgeschichtliche und heutige Verhältnisse eine Unterscheidung in zwei Idealtypen vorgenommen wird, liberale Marktwirtschaften (*liberal market economies*, LME) und koordinierte Marktwirtschaften (*coordinated market economies*, CME).<sup>11</sup> Diese Formen unterscheiden sich hauptsächlich darin, ob Beziehungen zwischen

---

<sup>11</sup> Hall/Soskice, *Varieties of capitalism*.

Firmen und ihrer Umwelt bzw. die Beziehungen innerhalb von Unternehmen bevorzugt und primär marktförmig organisiert sind (wie in der angelsächsischen Welt) oder eher nicht (wie z. B. in Mitteleuropa). Sie korrespondieren grob mit der in den 1990er Jahren populär gewordenen Unterscheidung zwischen »Rheinischem« und »neo-amerikanischem« Kapitalismus von Michel Albert.<sup>12</sup> Für die Wirtschafts- und Unternehmensgeschichte des späten 19. und frühen 20. Jahrhunderts hatte zudem bereits Alfred D. Chandler zwischen britischem *personal capitalism*, amerikanischem *competitive capitalism* und deutschem *cooperative capitalism* unterschieden.<sup>13</sup> Insbesondere die Diskussion um Besonderheiten des deutschen Kapitalismus reicht dabei letztlich bis in das frühe 20. Jahrhundert zurück, etwa zu Rudolf Hilferdings Konzept des »Organisierten Kapitalismus«.<sup>14</sup> Insgesamt erscheinen die USA und Deutschland in solchen Betrachtungen als Paradebeispiele, bisweilen sogar als Leitbilder für marktaffinen und marktskeptischen Kapitalismus. Zumindest im Hinblick auf den Börsenterminhandel wird sich aber zeigen, dass Terminmärkte in Deutschland keineswegs primär abgelehnt und unterbunden, in den USA hingegen begrüßt und ungehindert belassen wurden. Vielmehr verliefen Entwicklungen lange Zeit ähnlich – und sie geschahen unter gegenseitiger Bezugnahme: die national-vergleichende Kernperspektive der *Varieties of Capitalism lässt sich aufbrechen und erweitern*.

Drittens schließlich erscheint die Geschichte des Terminhandels zentral und erhellend für eine grundsätzlichere Frage, und zwar die nach dem sich wandelnden *Umgang mit Risiken* in modernen Gesellschaften. 1896 bemerkte Franz Josef Pflieger in seiner Abhandlung über die Ergebnisse der Börsen-Enquete-Kommission, dass der Terminhandel in einer Ware zwar aus unterschiedlichsten Anlässen aufgenommen werde, doch »ist der *innere Grund* seines Entstehens überall der gleiche, nämlich das Bedürfnis der beteiligten Kreise, das Risiko der Preisschwankungen auf andre Schultern abzuwälzen. Dieses Bedürfnis tritt im wesentlichen erst in unserem Jahrhunderte mit so einschneidenden Wirkungen auf. [...] Der Terminmarkt ist eine Versicherungsanstalt gegen Preisschwankungen.«<sup>15</sup> Diese Institution sei solange nötig, bis das Problem der Preisrisiken durch flächendeckende Bildung von Gewerkvereinen, Kartellen, Syndikaten und Trusts grundsätzlicher gelöst

---

12 Albert, *Kapitalismus contra Kapitalismus*.

13 Chandler, *Scale and scope*.

14 Vgl. hierzu Winkler, *Organisierter Kapitalismus*, Berghahn/Vitols, *Kapitalismus*.

15 Pflieger/Gschwindt, *Börsenreform in Deutschland*, S. 112 u. 115.

werde, indem eine bewusste, planmäßige Produktionssteuerung die ständigen Diskrepanzen von Angebot und Nachfrage verhindere.<sup>16</sup>

Im Kern ähnlich, aber sehr viel risiko- und wettbewerbsfreundlicher äußern sich heutige Theoretiker des Terminmarkts, wenn sie die »Hauptfunktion« des Terminmarkts darin erblicken, dass er eine Übertragung des Risikos von abgabewilligen *Hedgern* auf annahmewillige *Spekulanten* zulässt.<sup>17</sup> Während eine »Versicherungsanstalt«, wie Pflieger den Terminmarkt nennt, eher mit der kollektiven Bewältigung und Ausschaltung von Risiken befasst ist, reflektieren heutige Terminbörsen in ihrer Außendarstellung ein deutlich positiveres Verhältnis zum Risiko. Die weltweit führende Börsengruppe, die CME Group, führt seit Jahren den Slogan »Where the world comes to manage risk«<sup>18</sup>. Mit *Risikomanagement* ist keineswegs die Entsorgung von Risiken im Sinne von Pflieger bezeichnet, sondern der produktive Umgang mit ihnen:

»Understanding derivatives starts with understanding one simple concept: risk. [...] For some, risk stands between them and progress. For others, risk represents an opportunity to invest. [...] In a derivatives marketplace, individuals and businesses everywhere [...] navigate business and financial risks or assume risk in an effort to make money when prices fluctuate.«<sup>19</sup>

Natürlich fehlt es nicht an kritischen Gegenstimmen, weder um 1900 noch heute, welche den Terminhandel und die Derivatewirtschaft weniger als ein hilfreiches und produktives Mittel im Umgang mit ökonomischen Risiken sehen, sondern als einen Hauptverursacher unnötiger Risiken und daraus resultierender Krisen. Klassisch ist inzwischen die 1986 von der britischen Politökonomin Susan Strange vorgenommene Charakterisierung der Ökonomie seit den 1970er Jahren als »Kasinokapitalismus«.<sup>20</sup> Scharfe Kritik an der spezifischen Verfasstheit moderner Märkte und an den darauf tätigen Akteuren wurde in der Öffentlichkeit insbesondere in der Nahrungsmittelpreis-krise von 2007–2012, der Finanzkrise 2007–2009 und der Eurokrise laut.<sup>21</sup>

16 Ebd., S. 119f.

17 Zum Beispiel Pirrong, *Grain futures contracts*; Hull, *Derivate*; Chance/Brooks, *An introduction to derivatives*.

18 <http://www.cmegroup.com/advance/> (Zugriff am 31.10.2017).

19 <https://www.futuresfundamentals.org/get-the-basics/introduction-to-derivatives/> (Zugriff am 31.10.2017). FuturesFundamentals ist eine von der CME Group gemeinsam mit Interessenverbänden entwickelte »industry-wide education initiative«.

20 Strange, *Casino capitalism*.

21 Einige willkürliche Beispiele: Macwhirter, »Trading Frenzy«; Hickel, »Kasinokapitalismus«; Kaufman, »Food Bubble«.

Unabhängig von der Bewertung des Vorgangs hat es den Anschein, dass der Wandel im Umgang mit ökonomischen Risiken nunmehr darin gipfelt, dass Risiken von (vielleicht vermeidbaren, vielleicht nötigen) Nebenbedingungen des Wirtschaftens zunehmend selbst zu einem *Gegenstand* des Wirtschaftens geworden sind, und dieser Wandel eine Bewirtschaftung von Risiken, eine »Risikoökonomie« hervorgebracht hat. Der Börsenterminhandel spielt in dieser kontroversen Entwicklung eine zentrale Rolle. Somit erscheint es sinnvoll, die Geschichte des Börsenterminhandels konkret unter der Perspektive des sich wandelnden Umgangs mit Risiken zu betrachten.

Diese Überlegung ist nicht gänzlich neu. Der renommierte Finanzhistoriker Richard Sylla etwa gab bereits 2003 zu bedenken:

»In the work of financial historians[,] facilities [which] financial systems provide for managing risks are rather neglected in comparison with their functions of mobilizing and allocating capital. [...] I am not sure that the mobilization and efficient allocation of capital are the main contributions of modern financial systems to economic growth. The risk management facilities afforded us by our financial systems, which are just beginning to be discussed by economic and financial historians [...] are equally if not more important parts of the contribution of financial systems to economic modernization.«<sup>22</sup>

Dieser Aufruf hat allerdings bis heute wenig Früchte getragen. Die vorliegende Arbeit wird demgegenüber die Entstehung und Entwicklung des modernen Börsenterminhandels in der *Longue durée* in den Blick nehmen, und hierbei insbesondere – im Sinne der oben dargelegten Gedanken bezüglich der *Varieties of Capitalism* – auf die Verhältnisse in Deutschland und den USA schauen. Diese Betrachtung dient – um das Vorherige zusammenzufassen – der Erhärtung von drei Thesen:

1. Terminmärkte spielen eine Schlüsselrolle dabei, dass ein historischer Wandel im gesellschaftlichen Umgang mit ökonomischen Risiken zusehends in deren expliziter Kommodifizierung und Bewirtschaftung kulminiert (*Risikoökonomie*). Die Geschichte des Börsenterminhandels ist daher einer der Schlüssel zum Verständnis gegenwärtiger ökonomischer Risikokultur und von zentralen Logiken unserer heutigen Ökonomie.
2. Terminmärkte sind keine nationalen, sondern *inter- und transnationale Phänomene*. Ihre Entstehung ist nicht aus spezifischen nationalen bzw. lokalen Umständen ableitbar, sie sind vielmehr ein Aspekt einer umfassenden Geschichte des Kapitalismus.

---

22 Sylla, »Financial systems, risk management, and entrepreneurship«, S. 455–456.

3. Wenn man Terminmärkte als rationale institutionelle Lösung für ein zeitloses Problem des Umgangs mit bestimmten ökonomischen Risiken auffasst, dann verdeckt dies, dass es *historisch kontingente Einrichtungen* sind, die zu verschiedenen Zeiten unterschiedliche Formen angenommen haben, für unterschiedliche Beteiligte unterschiedlichen Zwecken dienen, in verschiedener Weise interpretiert worden sind und also je anders *gesellschaftlich eingebettet* waren. Dies hat Konsequenzen für die Validität heutiger Konzepte und Theorien von Terminhandel.

### Herangehensweise

Insofern die Arbeit auf eine Auseinandersetzung mit Risikokulturen und Risikoökonomien zielt, bedarf es zunächst einer gründlichen Auseinandersetzung mit der Begrifflichkeit des Risikos und den theoretischen Perspektiven auf den Gegenstand. Dies wird in einem eigenen, unnummerierten Kapitel geleistet, direkt auf diese Einleitung folgend. In der Architektur dieses Buch entspricht es dem Foyer im Erdgeschoss, auf dem die einzelnen chronologischen Kapitel zur Geschichte des Terminhandels als Stockwerke aufruhren – vier Hauptkapitel und im 5. Stock das luftige Penthouse eines Essays zu den jüngsten Entwicklungen.

Im Hinblick auf den Begriff des Risikos als einer besonderen Form von Unsicherheit ist vorab festzuhalten, dass in unterschiedlichen wissenschaftlichen Disziplinen, zum Teil auch *innerhalb* einzelner Disziplinen, unterschiedliche Risikobegriffe vertreten werden – und dies zum Teil sehr nachhaltig. Da die vorliegende Arbeit Terminhandel als *gesellschaftlich eingebettetes Phänomen* begreift, sind hier vor allem gesellschaftswissenschaftliche Risikokonzepte interessant. Die Wirtschaftswissenschaften zielen unter häufigem Verweis auf Frank Knight auf die Regelmäßigkeit (und praktisch damit fast immer: Messbarkeit) von Unsicherheit als Kriterium ab, um Risiko als besondere Unsicherheitsform zu kennzeichnen (Risiko versus Ungewissheit). In der Soziologie hingegen steht, etwa bei Niklas Luhmann und Ulrich Beck, die Zurechenbarkeit von Unsicherheit zu gesellschaftlichem Handeln (menschengemachte Risiken versus »externe« Gefahren) oder individuellen Entscheidungen (zwangsweise erduldete Gefahr versus Risiko als jene Unsicherheit, die sich aus dem Vorliegen von Handlungsoptionen ergibt) im Mittelpunkt. Alle drei Dimensionen von Unsicherheit erscheinen hier relevant, weswegen alle drei Risikobegriffe in dieser Abhandlung Verwendung finden

(vgl. hierzu ausführlich das an die Einleitung anschließende Kapitel »Der Risikobegriff« und die abschließende Illustration in Grafik 1).

Gegenüber Ökonomie und Soziologie verzichten die Kulturwissenschaftler auf eigene, analytische Risikobegriffe und gehen in der Regel von der Sicht der Akteure, d.h. deren Verständnis von Unsicherheiten aus – sie studieren verschiedene Risikokulturen. Als Hintergrundfolie erweist sich hierbei das von Mary Douglas gemeinsam mit dem Politologen Aaron Wildavsky entwickelte Grid-Group-Modell als nützlich (vgl. unten S. 50). Die Grid-Dimension reflektiert, wie stark der Grad von Handlungsbegrenzungen der Gemeinschaftsmitglieder ist (wie engmaschig sozusagen das »Gitternetz« ist, in dem sie sich bewegen können). Die Group-Dimension markiert dagegen, wie stark die Gemeinschaft als Gruppe ausgeprägt ist, wie hoch entsprechend ihre Integration, ihr Gruppenethos und ihre Abgrenzung nach außen erscheinen. Idealtypisch kann man dann individualistische (*low grid, low group*), egalitäre (*low grid, high group*), hierarchische (*high grid, high group*) und fatalistische (*high grid, low group*) Gruppen unterscheiden. Reale Gruppen bewegen sich zwischen diesen Polen, reale *Gesellschaften* schließlich sind als Konglomerat verschiedener Gruppen zu sehen, die zudem je nach gesellschaftlichem Aspekt (Ökonomie, Religion, etc.) anders zusammengesetzt sind.

Das mehrdimensionale Risiko- bzw. Unsicherheitskonzept und das Grid-Group-Modell liefern einerseits ein geschärftes Instrumentarium an Begriffen für die konkrete historische Analyse von Terminmärkten als gesellschaftlichen Phänomenen. Andererseits – und dies geschieht im zweiten Abschnitt des Theoriekapitels – können beide Ansätze kombiniert und als Ausgangspunkt genutzt werden, um auf *deduktivem* Weg eine theoretische Plausibilisierung für die These von der Entstehung der Risikoökonomie zu erhalten – gleichsam ein Skelett theoretischer historischer Entwicklungslogiken, die als Bezugsfolie der folgenden induktiv-empirischen, geschichtswissenschaftlichen Analyse der Entwicklung von Terminmärkten dient.

Diese Analyse wird Perspektiven der Wirtschaftsgeschichte, Kulturgeschichte, Ideengeschichte und Regulierungsgeschichte miteinander verbinden. Konkret werden stets vier Aspekte von Terminhandel als *gesellschaftlich eingebettetem Phänomen* im Blick behalten: die sozioökonomische Verfasstheit der Terminmärkte (Institutionen, Akteurskonstellationen, Praktiken), (Populär-)Kulturen des Terminhandels, Sachdiskurse zum Terminhandelskonzept sowie die Regulierung der Terminbörsen. Diese Aspekte bauen nicht linear aufeinander auf, so dass man sie streng nacheinander abhandeln könnte. Vielmehr hängt jeder einzelne Aspekt von den übrigen dreien ab,

die Entwicklungen auf allen vier Feldern sind ineinander verwunden. Im Einzelnen ergeben sich für die vier Aspekte folgende Fragen:

1. Wie waren Terminbörsen eingerichtet, welche ökonomischen Techniken waren involviert, welche Akteure, in welchen Konstellationen? Auf welche Märkte, welche Teile der Volkswirtschaft erstreckte sich Terminhandel?
2. Wie wurde die Lebens- und Arbeitswelt der Terminmärkte wahrgenommen und empfunden, verortet und gerahmt? Welche Bilder einer spezifischen *Kultur des Terminhandels* wurden in Selbst- und Fremdbeschreibungen gezeichnet? Welche moralischen Urteile verbanden sich hiermit?
3. Wie wurde der Terminhandel von Experten, Beteiligten und politischer Öffentlichkeit *als gesellschaftlich-volkswirtschaftliche Einrichtung* interpretiert, welche ökonomischen und sozialen Wirkungen wurden unterstellt? Wie weit erschien er volkswirtschaftlich nützlich, schädlich oder unbedenklich?
4. Wie und wie weit wurde Terminhandel reguliert? Blieben Terminmärkte selbstregulierte Entitäten, wieweit ging externe, obrigkeitliche Regulierung? Genügten gesetzliche Rahmenseetzungen, oder wurden Aufsichtsorgane etabliert und Eingriffe in das Marktgeschehen vorgesehen?

Mit diesem Rüstzeug an Konzepten, Thesen und Fragen wird in den folgenden Hauptkapiteln ein umfassender Streifzug durch die alles andere als lineare Entwicklungsgeschichte des Börsenterminhandels unternommen. Der Streifzug unterteilt sich in fünf Etappen: 1. Entstehung, 2. Entfaltung, 3. Einengung, 4. Entgrenzung und 5. Entkörperung des Terminhandels. Die in den Kapitelüberschriften angegebenen, einander teilweise überlappenden Jahreszahlen (vor 1870, 1870–1930, 1890–1965, 1965–1990, ab 1990) sind hierbei nicht als präzise Zeitangaben zu sehen, sie stehen als Chiffre für die Mitte oder das Ende von Dekaden. Vor allem markieren sie keine klaren Zäsuren, sondern unscharfe Übergänge, denn manche in einem Kapitel betrachteten Entwicklungen greifen zeitlich weiter aus.

Innerhalb der Hauptkapitel werden die vier oben thematisierten Aspekte – Regulierung, fachliche und politisch-öffentliche Sachdiskurse, (Populär-) Kultur des Terminhandels und die sozioökonomische Verfasstheit der Märkte – in wechselnder Reihenfolge und Ausführlichkeit aufgegriffen und mit weiteren Überlegungen verschränkt. Hierzu zählt vor allem der sich wandelnde allgemeine Umgang mit ökonomischen Risiken. Dieser Hintergrund bedingt die hier studierten Entwicklungen in Bezug auf den Termin-

handel einerseits mit, und kann so andererseits durch sie sichtbar gemacht und illustriert werden.

Diese Perspektiven und Fragen erfordern eine Vielfalt an Quellen. Eine zentrale Rolle für diese Arbeit spielen zeitgenössische (wissenschaftliche) Überblicks- und Einführungsveröffentlichungen sowie im Rahmen obrigkeitlicher Regulierungsprozesse erstellte Bestandsaufnahmen. Dieses Material ist einerseits Teil und Ausdruck zeitgenössischer Sachdiskurse und somit Primärquelle für diese, andererseits erlaubt es, Rückschlüsse auf die Verfasstheit der Terminmärkte und die dort vorfindlichen Akteure und Praktiken zu ziehen. Auffällig ist im Übrigen, dass der Diskurs im 19. Jahrhundert stark auf Deutschland zentriert ist und sich dann im 20. Jahrhundert klar in die USA verschiebt – dies geht Hand in Hand mit dem Ausmaß der Regulierungsaktivität: In den führenden Industrieländern mit Ausnahme Großbritanniens stand während der 1890er Jahre der Terminhandel im Scheinwerferlicht der politischen Öffentlichkeit, was insbesondere in Deutschland zu einer regelrechten Welle von Debattenbeiträgen in Form von Büchern und Aufsätzen sowie Zeitungsartikeln führte. Nach der offenbar mehr als erschöpfenden Behandlung erheischte der Gegenstand nach 1910 immer weniger Aufmerksamkeit, nach 1945 finden sich allenfalls noch gelegentliche Spezialistendiskurse zu verschiedenen Anlässen (Wiederaufnahme des Wareterminhandels in den 1950er Jahren und des Wertpapieroptionshandels in den 1970er Jahren, Gründung der Deutschen Terminbörse in den 1980er Jahren). Im Gegensatz dazu hat sich in den USA ab den 1920er Jahren eine sowohl wissenschaftliche als auch regulatorische Dauerbegleitung des Terminhandels ergeben, erstere vor allem agrarökonomischer Natur, ehe der Terminhandel ab den 1970er Jahren auch und primär zu einem Phänomen der Finanzwelt wurde.

Die Behandlung der Regulierungsgeschichte stützt sich quellenmäßig vor allem auf Anhörungen in Gesetzgebungsverfahren. Für Deutschland sticht die Arbeit der Börsen-Enquete-Kommission der 1890er Jahre ins Auge, für die USA wiederum ergibt sich eine fast fortlaufende Kette von Unterlagen, welche die Beschäftigung des Kongresses mit dem Gegenstand dokumentiert. Erstere sind gedruckt publiziert, letztere konnten während zweier Forschungsaufenthalte in den USA über einschlägige juristische Datenbanken zusammengestellt bzw. in der *Library of Congress* direkt eingesehen werden – insgesamt gut 500 Broschüren und Bücher, davon rund 300 Protokollbände zu Anhörungen. Gerade Protokolle von Anhörungen sind interessant, weil sich zu diesen Anlässen für die geladenen Experten und Stakeholder die



Möglichkeit ergab, Perspektiven und Interpretationen des Terminhandels gut vorbereitet und nachdrücklich in den Diskurs einzubringen (woraus gleichwohl nur bedingt auf »tatsächliche« Auffassungen geschlossen werden kann). Ebenfalls für die Regulierungsgeschichte, aber auch die Verfasstheit der Terminmärkte relevant sind die gesetzlichen Bestimmungen selbst, die gedruckt vorliegenden Berichte besonders der US-amerikanischen Aufsichtsbehörden sowie Dokumente börslicher Selbstregulierung, insbesondere die (oft gedruckt vorliegenden) Regelwerke zum Terminhandel.

An archivalischen Unterlagen der Börsen wurden exemplarisch die an der *University of Illinois at Chicago* deponierten Bestände des *Chicago Board of Trade* (CBOT), der *Chicago Mercantile Exchange* (CME) und der *New York Mercantile Exchange* (NYMEX) genutzt, die allerdings einer generellen Sperrfrist von fünfzig Jahren unterliegen. Das Archiv des *New York Board of Trade* (NYBOT) mit den Unterlagen der *New York Cotton Exchange* und der *Coffee, Sugar and Cocoa Exchange* wäre für die Frühgeschichte des amerikanischen Terminhandels äußerst instruktiv gewesen, leider wurde es in den Anschlägen vom 11. September 2001 zerstört. Auch die Unterlagen der Berliner Börse sind im Wesentlichen verloren. Immerhin aber erlauben die Chicagoer Archivalien, mit der CBOT die größte und politisch gewichtigste Terminbörse des späten 19. und des 20. Jahrhunderts zu studieren. Besonders hervorzuheben sind hierbei die Unterlagen zur Öffentlichkeitsarbeit, über die sich die Selbstdarstellung und das Selbstverständnis der Börse rekonstruieren lässt. Für letzteres hilfreich sind zudem die gedruckten Jahresberichte der CBOT, Protokollbände von an der CBOT organisierten Workshops, sowie Unterlagen zur Ausbildung neuer Trader. Mark E. Holder von der Kent State University stellte mir das »New member's manual« der CBOT von 1998 zur Verfügung. Darüber hinaus vermittelten mir Interviews mit drei Brancheninsidern – Patrick Catania, Scott Gordon und Tom Russo – wertvolle Einsichten. Ihnen allen sei herzlich gedankt.

Mit der Öffentlichkeitsarbeit der Börsen, mit gedruckten oder gesehenden Interviews mit Tradern und anderen Beteiligten, und mit deren eigenen Publikationen im Spektrum von Biografien bis einschlägigen Sachbüchern kontrastieren Reportagen wie jene anfangs erwähnte von Arthur Holitscher oder filmische Dokumentationen wie »Flooded« (2009), schließlich fiktionale Bücher wie Emile Zolas »Das Geld« oder »The Pit« von Frank Norris, und Spielfilme wie »A Corner in Wheat« (1909) oder »Trading Places« (1983). Sie alle prägen das öffentliche Verständnis von Terminhandel, das wiederum in

einem Spannungsverhältnis zu Expertendiskursen steht – nicht zuletzt den geschichtswissenschaftlichen.

### Forschungsstand

Die Zahl der geschichtswissenschaftlichen Studien, die sich in den letzten Jahrzehnten mit der Geschichte des Börsenterminhandels befasst haben, ist nicht groß (sie wird geringfügig vergrößert durch einige eigene Publikationen, die aus der Forschungsarbeit zu diesem Buch erwachsen sind und einzelne Argumente und Passagen dieses Buches vorwegnehmen<sup>23</sup>). Soweit es Überblicksarbeiten betrifft, existieren einige Darstellungen zur Geschichte einzelner Börsen bzw. Börsenplätze bzw. zum Terminhandel in bestimmten Warengruppen in Form von (oft durchaus fundierten) *Coffee Table Books* oder populären Sachbüchern<sup>24</sup>, und eine Handvoll wissenschaftlicher Studien in Aufsatzlänge.<sup>25</sup> Sie beziehen sich explizit oder implizit nahezu ausschließlich auf einen einzelnen nationalen Kontext, fast immer den US-amerikanischen. Dadurch gerät aus dem Blick, dass Terminhandel im 19. Jahrhundert in Europa nicht weniger verbreitet und wichtig war als in Nordamerika, und vereinzelt auch in anderen Erdteilen aufgenommen wurde. Es fehlt also nicht nur an einer umfassenden Darstellung der Geschichte des Terminhandels von seinen Wurzeln bis zur Gegenwart, sondern, selbst in Einzelfragen, an einer international vergleichenden oder transnationalen Perspektive.

Die meisten mit Einzelaspekten historischer Terminmärkte befassten *Forschungsarbeiten* betrachten diese unter dem Blickwinkel von Institutionalisierung und Regulierung. Neben rechtsgeschichtlichen Überblickswerken<sup>26</sup> finden sich Einzelstudien besonders zur deutschen Regulierung des Börsen-

23 Engel, »Futures and risk«; ders., »Vom verdorbenen Spieler«; ders., »Zank um Zwiebeln«; ders., »Buying time«; ders., »Pathologien der Börse«; ders., »Playing field«; Engel/Gehlen, »Regulation and social practices«.

24 Zum Beispiel Levine, *Trading grain in Winnipeg*; Ferris, *Grain traders*; Tamarin, *The Merc*; Schwarmann/Wellmann, *Baumwollepoche*; Vitiello, *New York Mercantile Exchange*; Schildknecht, *Bremer Baumwollbörse*; Kenney, *History of the Minneapolis Grain Exchange*; Rodengen, *Chicago Mercantile Exchange*; Lambert, *The futures*; Newman, *Secret financial life*.

25 Williams, »The origins of futures markets«; Lipartito, »New York Cotton Exchange«; Carlton, »Futures markets«; Schaede, »Dojima Rice Market«; West, »Private ordering at the world's first futures exchange«; Baffes/Kaltsas, »Cotton futures exchanges«. Die einzige Studie mit Buchlänge: Walter, *Derivatisierung, Computerisierung und Wettbewerb*. Nur für die Zeit der Bundesrepublik auf Terminhandel eingehend: Pohl, *Börsengeschichte*.

26 Markham, *History of commodity futures trading and its regulation*; Wolter, *Termingeschäftsfähigkeit*.

terminhandels in den 1890er Jahren, und das Spannungsverhältnis von Selbstregulierung und staatlicher Regulierung US-amerikanischer Börsen in der *Progressive Era* (1890er bis 1920er).<sup>27</sup> Wirtschaftswissenschaftliche Arbeiten blicken wie erwähnt eher exemplarisch und ahistorisch auf frühe Terminmärkte, um *universelle* Qualitäten von Terminmärkten zu finden.<sup>28</sup>

Nur gelegentlich wird Terminhandel in allgemeinere gesellschaftliche oder ökonomische Kontexte und Entwicklungen eingebettet. So erwähnen Kevin H. O'Rourke und Jeffrey G. Williamson in ihrer klassischen Analyse der nordatlantischen Globalisierung des 19. Jahrhunderts den Aspekt der Warenbörsen und Terminmärkte nicht einmal, obwohl die transatlantische Preisentwicklung ein zentraler Untersuchungsgegenstand ist.<sup>29</sup> Eine überraschend geringe Ausbeute liefern auch Produktgeschichten jener Waren, die auf Terminmärkten gehandelt wurden. Selten wird dieser Terminhandel tatsächlich thematisiert, immerhin aber beispielsweise in der Darstellung des globalen Getreidehandels von Steven C. Topik und Allen Wells. Die Autoren stellen den Terminhandel als zentraler Faktor in der Herausbildung kontinuierlicher Weltmärkte für Getreide in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts vor, wenn auch auf wenigen Seiten und allein auf Forschungsliteratur basiert. *Genuine Forschung* zu Terminhandel, die diesen in größere historische Zusammenhänge stellt, ist ausgesprochen rar: Laura Rischbieter hat im Rahmen ihrer Studie zum Kaffeehandel im Kaiserreich unter anderen den Hamburger Kaffeeterminhandel erforscht und seine Rolle in der Umformung lokaler und globaler Wirtschaftsräume herausgearbeitet.<sup>30</sup> William Cronon hat in seiner klassischen umweltgeschichtlichen Studie zu Chicago und dem Mittleren Westen ein langes Kapitel dem Getreideterminhandel gewidmet und aufgezeigt, wie instrumentell diese Einrichtung für die Umformung des Naturraums durch den Menschen ist.<sup>31</sup> Zudem sind eine Reihe von einschlägigen Arbeiten im Sinne einer *History of Capitalism* erschienen, die sich vor-

---

27 Meier, *Entstehung des Börsengesetzes*; Schulz, *Das deutsche Börsengesetz*; Lurie, *Chicago Board of Trade*; Levy, *Contemplating delivery*. Beides verbindend Engel/Gehlen, »Regulation and social practices«.

28 Beispiele: Jacks, »Populists versus theorists«; Santos, »Trading grain now and then«; ders., »Back to the futures«. Einen ausgezeichneten Überblick zur historischen Entwicklung der ökonomischen Erforschung von Agrarterminmärkten bietet Williams, »Commodity Futures and Options«.

29 O'Rourke/Williamson, *Globalization*.

30 Rischbieter, *Mikro-Ökonomie der Globalisierung*, Kap. 4.

31 Cronon, *Nature's metropolis*, Kap. 3.

rangig mit Kulturen der Börsenspekulation in den USA zu Ende des 19. und Beginn des 20. Jahrhunderts beschäftigen.<sup>32</sup>

Hierzu zählt auch die vielbeachtete Monografie »Freaks of Fortune« von Jonathan Levy.<sup>33</sup> Levy skizziert für die USA des späten 19. Jahrhunderts die Entstehung verschiedener Institutionen des Finanzdienstleistungssektors. Er widmet dabei auch dem Terminhandel ein dreißigseitiges Kapitel, in dem er vor allem die – allerdings bereits andernorts gut aufgearbeiteten – legislativen und juristischen Auseinandersetzung mit der Terminhandelspraxis in den USA zwischen 1892 und 1905 thematisiert, und als illustrierendes Beispiel für die Hinwendung zu einer ökonomischen Risikokultur herausstellt.

Levys Studie ist die bisher einzige, welche zumindest in knapper Form die Geschichte des Börsenterminhandels dezidiert im Rahmen einer Geschichte von Risikokulturen betrachtet. Dass diese Schnittmenge so knapp ausfällt, ist gleichwohl wenig verwunderlich. Nicht nur ist die Geschichte des Terminhandels nicht intensiv erforscht, ebenso sind geschichtswissenschaftliche Studien zur Entstehung bzw. zum Wandel von Risikokulturen rar, insbesondere soweit es Entwicklungen der langen Frist betrifft.<sup>34</sup>

Es waren vor allem Soziologen wie Ulrich Beck, Anthony Giddens und Wolfgang Bonß, welche Ende der 1980er und Anfang der 1990er Jahre diese Frage in den Mittelpunkt ihrer Analysen stellten. Sie verankerten die Sichtweise, dass es die Ausprägung einer spezifischen Unsicherheitskultur sei, wodurch sich aktuelle bzw. moderne Gesellschaften überhaupt *kategorisch* von traditionellen Gesellschaften unterscheiden.<sup>35</sup> Diese Perspektive ist kürzlich von Jens Beckert noch einmal bekräftigt worden.<sup>36</sup> Die genauen Anfänge einer »Risikogesellschaft« wurden und werden allerdings höchst unterschiedlich datiert, und auch die Radikalität des postulierten Bruchs wird hinterfragt. Als älteste Wurzel der Risikomoderne gilt zumeist das spätmittelalterliche Seefahrts- und Seevericherungswesen, zu dem schon die Begriffsgeschichte des Risikos zurückführt.<sup>37</sup> Aber auch die kompetitive Hof-

32 Cowing, *Populists, plungers, and progressives*; Hochfelder, »Where the common people could speculate«; Stäheli, *Spektakuläre Spekulation*; Baker/Hahn, *Cotton kings*.

33 Levy, *Freaks of fortune*.

34 Sehr reflektiert Münkler, »Strategien der Sicherung«; ders., »Untrennbarkeit von Sicherheit und Risiko«. Als spannender, aber arg suggestiver Überblick: Bernstein, *Wider die Götter*. Kürzer, aber fundierter: Bonß, *Vom Risiko*, S. 108–146.

35 Beck, *Risikogesellschaft*; Giddens, *Konsequenzen der Moderne*; Bonß, *Vom Risiko*.

36 Beckert, *Imagined futures*.

37 Jüngst ausführlich Scheller, »Geburt des Risikos«. Siehe auch Luhmann, *Soziologie des Risikos*, S. 16–19.

gesellschaft des Hochmittelalters ist als ursprünglichste »risk reward society« interpretiert worden.<sup>38</sup>

In einer breiteren Betrachtung gesellschaftlichen Umgangs mit Unsicherheit, abseits solcher vermeintlicher »Keimzellen«, sind in jüngerer Zeit genauere und differenziertere Analysen zu mittelalterlichen und frühneuzeitlichen Unsicherheitskulturen publiziert worden, die neben Risiko vor allem andere Konzepte wie Kontingenz, Zufall und Fortuna in den Blick nehmen und damit eine weniger teleologische Sicht auf die Entwicklung moderner Risikokulturen nahelegen.<sup>39</sup> Foucault'sche Untersuchungen zur Gouvernementalität haben seit den 1990er Jahren herausgearbeitet, dass sich seit dem 17. Jahrhundert mit den modernen Territorialstaaten zugleich ein spezifisches »Risikoverständnis« (*avant le lettre*) dieser Staaten herausgebildet habe, indem die Obrigkeit nun nicht mehr auf Gefährdungen einzelner, konkreter Individuen schaut, sondern abstrakter auf Gefährdungslagen – Risiken – für die Gesellschaft bzw. Teile der Gesellschaft.<sup>40</sup> Aus soziologischer Sicht hatten bereits Adalbert Evers und Helga Nowotny in einer fast zeitgleich mit Becks »Risikogesellschaft« erschienenen Analyse betont, dass sich in der Industriegesellschaft des 19. Jahrhunderts eine neue gesellschaftliche Sicht auf Armut – vom Armutsschicksal zum Armutsrisiko – vollzogen habe.<sup>41</sup> In der zunehmenden Auseinandersetzung mit Großtechnologien seit den 1970er Jahren sehen sie eine zweite Veränderung der Unsicherheitskultur, in der aus Risiken wieder Gefahren zu werden scheinen. Für Beck ist allerdings genau diese Phase, die er als Übergang von der »einfachen Moderne« zur »reflexiven Moderne« versteht, der eigentliche Durchbruch zur Risikogesellschaft. Weiter zurück reicht seine historische Perspektive nicht, und dies gilt auch für einige andere soziologische Debattenbeiträge.

Historikerinnen und Historiker haben die Risikosoziologie (soweit sie sich in den Fahrwassern von Beck abspielt) für ihren meist sehr kurzen Zeit-

38 Hasty, *Medieval risk-reward society*. Vgl. zudem den Verweis auf Norbert Elias bei Keller, »Risiko-Begriff«, S. 64.

39 Vgl. Vogt/Joas, *Kontingenz*; Böhme/Röcke, *Contingentia*; Bernhardt u.a., *Ermöglichen und verhindern*; Becker u.a., *Ungewissheit*.

40 Ewald/Bayer, *Vorsorgestaat*; Dean, *Governmentality*. Vgl. auch die einschlägigen Beiträge in Burchell u.a., *Foucault effect*. Als Überblick: O'Malley, »Governmentality and risk«.

41 Evers/Nowotny, *Umgang mit Unsicherheit*. Evers und Nowotny sehen anders als Beck, Giddens und Bonß zwei unterschiedliche historische Brüche: die Herausbildung einer Risikokultur in der Industrialisierung (diskutiert am Beispiel des Pauperismus), und eine Veränderung der Risikokultur im späten 20. Jahrhundert, in der aus Risiken wieder Gefahren zu werden scheinen (diskutiert am Beispiel der Nutzung von Kernenergie).

horizont recht unverblümt kritisiert, so etwa Soraya Boudia und Nathalie Jas in einem von ihnen 2007 herausgegeben Sonderheft von *History and Technology* zu Risiko und Risikogesellschaft in historischer Perspektive:

»Thirty years roughly corresponds to what sociologists would consider to be ›historical‹ time. Fixing this ›natural‹ period is interesting: it corresponds to what the average adult has experienced, i.e. what they can ›remember.‹ [...] However, the historian's historical temporality is longer than ›the past thirty years‹ even within the context of a history of the present time.«<sup>42</sup>

Die an der Entstehung moderner Alltagskulturen des Risikos interessierten *Historikerinnen und Historiker* haben sich entsprechend eher auf die Entstehung der industriellen Moderne im 19. und frühen 20. Jahrhundert konzentriert. Im Mittelpunkt stehen dabei die neuen Unfallrisiken und die Frage, wie mit ihnen individuell, aber auch gesellschaftlich bzw. politisch umzugehen sei. Dies zielt auf riskante Arbeitsbedingungen in der industrialisierten Produktion ebenso wie auf das Risikohandeln in der Konsum- und Freizeitgesellschaft.<sup>43</sup> Beides verbindet, in spezifischem Blick auf die USA, eine neuere Studie von Arwen P. Mohun. Einleitend vermerkt Mohun, inwiefern sie die soziologische Debatte zur Risikogesellschaft einerseits als befruchtend, andererseits aber auch als beschränkt wahrnimmt:

»This book [...] owes a debt to risk society theorists for framing their work in terms of a ›before‹ and ›after, thereby implying that there is a history to be told about risk societies. However, for most of these sociologists, history functions as little more than a rhetorical device. For those of us for whom the past is something more, such assertions cry out for empirical research: What was the ›before‹ like? What were the historical processes through which it was transformed? What relationship does the past bear on the present?«<sup>44</sup>

Auch die vorliegende Arbeit fühlt sich den von Mohun notierten Fragen verpflichtet. Gleichzeitig wird aber versucht, die Stärke gesellschaftswissenschaftlicher Arbeiten – ihre analytisch-theoretische Schärfe – für die Untersuchung nutzbar zu machen, was in geschichtswissenschaftlichen Arbeiten zum Risiko sonst wenig geschieht.

---

42 Boudia/Jas, »Introduction: risk and ›risk society‹ in historical perspective«, S. 318.

43 Zum Beispiel Varaschin, *Risques*; Bronstein, *Caught in the machinery*; Gebauer u.a., *Kalkuliertes Risiko*.

44 Mohun, *Risk*, S. 7.