

## Riskante Geschäfte: Rezension zu "Risikoökonomie - Eine Geschichte des Börsenterminhandels" von Alexander Engel

Davies, Catherine

Veröffentlichungsversion / Published Version

Rezension / review

### Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Davies, C. (2021). Riskante Geschäfte: Rezension zu "Risikoökonomie - Eine Geschichte des Börsenterminhandels" von Alexander Engel. *Soziopolis: Gesellschaft beobachten*. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-80521-3>

### Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer CC BY Lizenz (Namensnennung) zur Verfügung gestellt. Nähere Auskünfte zu den CC-Lizenzen finden Sie hier:

<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de>

### Terms of use:

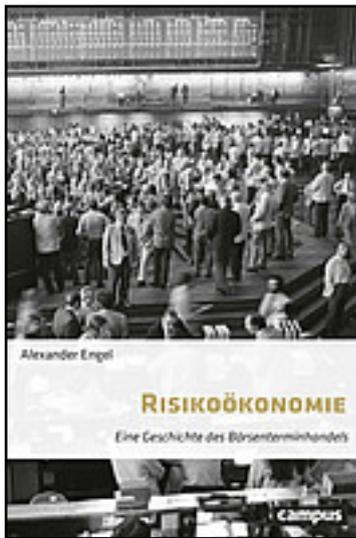
This document is made available under a CC BY Licence (Attribution). For more information see:

<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0>

Catherine Davies | Rezension | 24.06.2021

## Riskante Geschäfte

### Rezension zu „Risikoökonomie. Eine Geschichte des Börsenterminhandels“ von Alexander Engel



**Alexander Engel**  
**Risikoökonomie . Eine Geschichte des**  
**Börsenterminhandels**

Deutschland

Frankfurt am Main 2021: Campus

542 S., 56,00 EUR

ISBN 9783593513300

Die wohl bekannteste Darstellung eines Terminkontrakts in der deutschen Literatur findet sich im achten Teil der *Buddenbrooks*: Ganz entgegen der Gepflogenheiten der traditionsreichen Getreidehandelsfirma entschließt sich Thomas Buddenbrook im Frühjahr 1868 die noch ausstehende Ernte eines verschuldeten Gutsbesitzers zu einem, wie er glaubt, günstigen Preis zu erwerben. Dass dieser Preisabschlag einen Ausgleich für das Risiko darstellt, eine Ware zu erwerben, noch bevor sie existiert, verdrängt er. Ausgerechnet auf der Feier der Firma zum 100-jährigen Jubiläum erreicht Buddenbrook ein Telegramm, das ihn über den Fehlschlag seiner Spekulation informiert: Ein Hagelschlag hat die Ernte vernichtet, das Geld ist unwiederbringlich verloren, und damit auch die Illusion, mit seinem Handel an einer bereits zur damaligen Zeit und bis heute moralisch hochumstrittenen wirtschaftlichen Praxis partizipiert zu haben. Denn strukturell entspricht dieser Handel, obwohl Buddenbrook den Gutsbesitzer persönlich kennt, dem modernen, anonymen, Börsenterminhandel in Waren, wie er sich um die Mitte des 19. Jahrhunderts herausbildete.

Dieser ist Gegenstand von Alexander Engels sehr aufschlussreicher Studie *Risikoökonomie*,

die auf seiner an der Universität Göttingen entstandenen Habilitationsschrift beruht. Einen breiten zeitlichen Bogen vom 18. Jahrhundert bis in die Gegenwart spannend, analysiert sie mit Fokus auf Deutschland und die Vereinigten Staaten den sich wandelnden Umgang mit wirtschaftlichem Risiko und die Rolle, die Warenterminmärkte dabei spielten, wobei im ersten und im letzten Teil der Studie auch der [Terminhandel in Effekten](#) beziehungsweise Wertpapieren in den Blick genommen wird.

## Spiel und Spekulation

Bereits in den ersten Jahrzehnten des 19. Jahrhunderts (und vereinzelt auch im frühneuzeitlichen Handelswesen), so zeigt Engel im ersten Kapitel, hatte sich unter Händlern die Praxis etabliert, nicht eine konkrete Ware zu kaufen und zu verkaufen, sondern eine bestimmte Quantität einer erst noch zu produzierenden Ware – wie Roggen, Weizen oder Baumwolle –, die bestimmte, vorab definierte Qualitätsmerkmale erfüllen musste. Die Bedingungen dafür wurden durch eine zunehmend standardisierte Warenproduktion geschaffen. Für Händler bedeutete dies, dass sie nicht erst beim Einfahren der Ernte oder bei der Ankunft eines Schiffs den Preis einer bestimmten Ware erfuhren, sondern lange vorher, was Kalkulation und Geschäftsführung vereinfachte. Andere Akteure nutzten den Terminhandel, um auf steigende oder fallende Preise zu wetten, und lieferten die Ware daher nicht aus, sondern beglichen lediglich die Differenz zwischen dem vereinbarten und aktuellen Preis. In diesem Fall sprach man von „Differenzspekulation“. Ermöglicht wurde diese Praxis durch die zunehmende Institutionalisierung des Warenterminhandels an Börsenorten, an denen sich der Handel über standardisierte Formulare und auf der Grundlage schriftlich niedergelegter Börsenordnungen vollzog. Vielen Zeitgenossen war die Differenzspekulation ein Dorn im Auge, da sie von ‚realen‘ Transaktionen gänzlich abgelöst schien und insofern eher dem Glücksspiel glich als fairen Geschäften. Aus Sicht der Marktteilnehmer allerdings diente das Differenzgeschäft dazu, das Preisrisiko einzuhegen (*to hedge*) – ein Aspekt, den die deutschen Ökonomen Gustav Cohn und Otto Michaelis bereits in den 1860er Jahren in ihren theoretischen Abhandlungen zum Thema betonten. In der Summe bedeutete der Börsenterminhandel, dass sich „die informationelle Seite des Geschäfts – Anbahnung und Abschluss – von der materiellen Seite, also der Logistik des materiellen Warenverkehrs“ (S. 139) ablöste. Der Handel wurde so zugleich ausgeweitet und beschleunigt.

Das zweite Kapitel behandelt die Entfaltung des Börsenterminhandels zwischen 1870 und 1930. War diese Zeit einerseits die „Blütezeit des klassischen Warenterminhandels“, in der die Terminmärkte in ihrem Umfang signifikant wuchsen, stellten Teile der öffentlichen

Meinung dessen Legitimität andererseits in Frage und Regierungen in fast allen Industriestaaten (mit Ausnahme Großbritanniens) bemühten sich um eine gesetzliche Beschränkung des Warenterminhandels, wobei Deutschland hier mit einem partiellen Verbot am weitesten ging. Die vergleichende Betrachtung des deutschen und amerikanischen Falls lässt einige überraschende Unterschiede und Gemeinsamkeiten zutage treten. So war um 1900 die deutsche wirtschaftswissenschaftliche Auseinandersetzung mit dem modernen Börsenwesen international führend, was auch der institutionalistischen Ausrichtung der deutschen Historischen Schule geschuldet war, während die theoretische neoklassische Ökonomie kein spezifisches Interesse für die Börse entwickeln konnte. Die deutschen NationalökonomInnen betrachteten den Terminhandel als Mechanismus, um Preisschwankungen auszugleichen und zukünftige Preise zu antizipieren. Weitgehend einig waren sich Theoretiker und Politiker, dass deswegen auch einfachen „Spielern“, die kein professionelles Interesse am Terminhandel hatten, der Zugang zur Börse verwehrt bleiben sollte; nur wer über Urteilsvermögen, Charakter und das notwendige Wissen verfügte, sollte sich an der Preisbildung beteiligen dürfen. In den USA waren dem spekulationswilligen Publikum bereits durch hohe Mitgliedsbeiträge und den klubartigen Charakter der privat verfassten Börsen enge Grenzen gesetzt, wobei sich sogenannte *bucket shops*, inoffizielle Wettbüros außerhalb der Börsengebäude, an denen jeder auf Preisentwicklungen spekulieren konnte, bis in die 20er Jahre halten konnten. Insgesamt diagnostiziert Engel für die Zeit um 1900 eine Risikokultur der Vorsicht: „Terminhandel wurde fast durchgängig als Instrument allein zur Beherrschung und Reduktion von Marktrisiken gedacht – Risiken zu kultivieren und zum Gegenstand einer eigenen Ökonomie zu machen, stand nicht zur Debatte.“ (S. 240)

Kapitel 3 betrachtet die politisch-gesetzliche Einengung des Terminhandels zwischen 1890 und 1965. Bereits um 1900 wurde der Anwendungsbereich des Terminhandels angesichts der Monopol- und Trustbildung zunehmend eingeschränkt. Wo Preisabsprachen stattfanden, bestand weniger Nachfrage nach den preisantizipierenden und -glättenden Funktionen des Börsenterminhandels. Der 1. Weltkrieg brachte Preiskontrollen und auf beiden Seiten des Atlantiks eine neue Vorliebe für staatliche Planung, das Vertrauen in die stabilisierende Funktion des Börsenterminhandels sank. In Deutschland setzte die Regierung ab 1931 in Reaktion auf die Weltwirtschaftskrise erneut auf umfassende Preiskontrollen, was von den Nationalsozialisten noch forciert wurde. In Chicago blieb der Terminmarkt aktiv, allerdings in erheblich reduziertem Umfang. Auch nach 1945 fristete der Terminhandel lange Zeit ein Nischendasein, da staatlich garantierte Preise für Agrarprodukte die Absicherung gegen Preisschwankungen überflüssig werden ließ.

## Entgrenzung und Deregulierung

Dies änderte sich erst in den 60er Jahren. Das vierte Kapitel, „Entgrenzung“ überschrieben, behandelt den plötzlichen Wiederaufstieg des Terminhandels im Zeichen von Globalisierung und Neoliberalismus. Nicht nur mit Blick auf die zuletzt boomende Geschichte des Neoliberalismus enthält dieses Kapitel viel Aufschlussreiches. So erfährt man, dass die Ausweitung des Warenterminhandels zunächst nicht das Ergebnis von Deregulierung war. Vielmehr suchten Börsen von sich aus aktiv nach neuen Märkten und Absatzmöglichkeiten, und in den 70er Jahren wurde in den USA der regulatorische Rahmen sogar deutlich ausgebaut. Gleichzeitig war das Wachstum der Finanzmärkte, die die Expansion des Börsenterminhandels (der zunehmend mit dem Effekterterminhandel konvergierte) ermöglichte, durchaus das Ergebnis von Deregulierung. Ideengeschichtlich lässt diese Entwicklung auch die viel diskutierte Frage nach dem Verhältnis von Neoliberalismus und klassischem Liberalismus unerwartet in einem neuen Licht erscheinen, denn Engel zeigt, dass mit dem Neoliberalismus die alte Theorie vom Spekulanten als Preisfinder reanimiert wurde.

Das letzte Kapitel führt bis in die Gegenwart und erzählt die Geschichte der Auflösung des Börsenterminhandels in seiner bis dahin herrschenden Form, die gleichzeitig die der Universalisierung seines Prinzips ist. Mit der Digitalisierung verlor das Börsenparkett als physischer Ort seit den 1990er Jahren rasant an Bedeutung, sodass er heute, wenn überhaupt, kaum mehr als symbolische Funktionen übernimmt. Damit änderten sich auch die konzeptuellen Voraussetzungen des Terminhandels: Gegenstand von *futures* konnten nunmehr nicht ausschließlich bestimmte fungible, grundsätzlich lieferbare und lagerfähige Waren sein, sondern letztlich jede ökonomische Datenreihe. Abhängig von deren Entwicklung änderte sich dann auch der Wert des damit verknüpften Finanzinstruments, des sogenannten Derivats. Dominierte noch in den 1970er Jahren, weitgehend identisch mit dem Stand theoretischer Diskussionen um 1900, das Verständnis der Terminbörse als Entsorgungsanstalt von Risiken, eröffnete die Derivatisierung des Börsenterminhandels seit den 1990er Jahren radikal neue Möglichkeiten der Risikobewirtschaftung: Man konnte nun mit der Konstruktion eines Derivats nicht nur bestehende Risiken verwalten, sondern ein neues Risiko erzeugen. Erst im Fahrwasser dieses historischen Umbruchs, so Engels, lässt sich von einer echten Risikoökonomie im Sinne eines gezielten Bewirtschaftens von Risiken sprechen.

## Von der Risikoentsorgung zum Risikomanagement

Methodologisch verortet Engel seine Studie im Feld der *New History of Capitalism*. Wie andere Vertreter\_innen dieser Richtung kombiniert er kulturhistorische mit institutionen- und rechtsgeschichtlichen Ansätzen; hinzu kommen immer wieder Ausführungen zu quantitativen Dimensionen des Terminhandels. Mit seinen begrifflichen Anleihen bei sozialwissenschaftlichen und ökonomischen Konzepten demonstriert Engel aber gleichzeitig ein Interesse an höheren Abstraktionsstufen von Theorie und Systematisierung, ein Interesse, das der *New History of Capitalism* eher abgeht. Auch das 40-seitige Kapitel „Theoretische Vorüberlegungen“, in dem er die für seinen Ansatz virulenten Grundbegriffe ausführt, würde man in englischsprachigen Monografien dieser Forschungsrichtung vergeblich suchen.

Risiken, so führt Engel hier unter Rückgriff auf Ulrich Beck, Niklas Luhmann, Franklin Knight und Mary Douglas aus, können klassifiziert werden mit Bezug auf ihre Quellen, auf den Umgang von Individuen mit ihnen und auf den Grad der ihnen innewohnenden Regelmäßigkeit; schließlich mit Blick auf die Art und Weise, wie Gesellschaften auf sie reagieren und diejenigen, die (scheinbar) von Risiken betroffen sind oder sie verursachen, unterstützen oder sanktionieren. Gestützt auf ein solches heuristisches Gerüst werden die sich wandelnden Risikokulturen in modernen Gesellschaften besser fassbar. Terminkontrakte in Form von Derivaten beispielsweise übersetzen in dieser Perspektive das, was nach Franklin Knight allgemeines Risiko ist (d. h. „ausreichend gleichartige, vielfach auftretende Unsicherheiten“, hier in Bezug auf künftige quantitative Preisentwicklungen (S. 39)), in ein Risiko nach Luhmann, also eines für „konkrete ökonomische Akteure“, die Risiken gezielt wirksam oder unwirksam machen können – eine Möglichkeit, die Akteure um 1900 noch nicht hatten. (S. 451)

Es ist beeindruckend, wie souverän Engel in den einzelnen Kapiteln die Ebenen wechselt, hochkomplexe finanzökonomische Abhandlungen ebenso präzise und kenntnisreich analysiert wie literarische und visuelle Quellen. Insgesamt entsteht so ein sehr anschauliches Bild des Wandels ökonomischer Risikokulturen seit dem 19. Jahrhundert. Engels *Risikoökonomie* ist in viele Richtungen anschlussfähig: Wer sich für die Geschichte von Wirtschaft, Börsen und Risikokulturen interessiert, wird hier ohnehin fündig werden; wegen seines ungewöhnlich anspruchsvollen methodologischen Ansatzes ist dem Buch aber auch eine Leserschaft weit über diesen Kreis hinaus zu wünschen.

## **Catherine Davies**

Catherine Davies arbeitet als wissenschaftliche Oberassistentin am Historischen Seminar der Universität Zürich. 2018 erschien „Transatlantic Speculations. Globalization and the Panic of 1873“ bei Columbia University Press.

**Dieser Beitrag wurde redaktionell betreut von Samir Sellami.**

**Artikel auf soziopolis.de:**

<https://www.sozopolis.de/riskante-geschaefte.html>