

Die Entstehung von Finanzmärkten

1. *Die Entstehung von Geldmärkten auf der Basis des Wechsels* (DENZEL; NEAL, Kap. 1; VANDER WEE)

a. *Finanztechnische Innovationen.* Die im folgenden beschriebenen Innovationen bildeten sich v. a. in den mittleren Jahrzehnten in Antwerpen heraus. (1) *Indossament.* Mehrfache Zedierung des Einlösungsrechts an einem Wechsels. Durch Vermerk auf dem Rücken (*dosso*=Rücken) benennt der Präsentant einen neuen Begünstigten, wodurch der Wechsel bis zum Ziel mehrfach als Zahlungsinstrument genutzt werden kann. — (2) *Diskont.* Aufkauf einer später fällig werdenden Forderung unter Abzug von Zinsen: Will ein Präsentant sofort u. nicht erst nach Ablauf des Ziels über die Liquidität verfügen, so kann er die Forderung gegen einen Abschlag (Diskontsatz) an einen Dritten verkaufen, der die Forderung entweder selber einlöst oder wiederum weiter verkauft.

b. *Das Problem der Sicherheit.* (1) *Lösung 1: Soziale Nähe.* Der Unterhalt von Kontokorrent-Beziehungen über große Distanzen erfordert Vertrauen. Bis ins 19. Jh. lag deshalb das internat. Finanzgeschäft vielfach in den Händen religiös-ethnischer Diasporas (Italiener, Juden, Hugenotten); seit dem 18. Jh. wurde zusätzlich der Aufbau von Auslandsniederlassungen durch jüngere Partner (z.T. Verwandte) des Bankinhabers üblich (CHAPMAN, Kap. 1). — (2) *Lösung 2: Staatliche Regelung.* Der Wechsel ist zunächst ein Kaufmannsbrauch. Im Verlauf der FNz wurde der Wechsel zunehmend durch den Staat geregelt u. geschützt. Wechselordnungen entstanden 1537/41 in Antwerpen, im späteren 16. Jh. in I, im 17. Jh. NL u. D (Städte; Territorien 18. Jh.). Das Indossament wurde im 3. Drittel 17. Jh. in D legalisiert, in I (wegen Interessen der auf Wechselausstellung spezialisierten Bankiers) erst im frühen 18. Jh.

c. *Entwicklung von Geldmärkten.* (1) *Wechselmessen, kontinuierliche Wechselmärkte.* Bis ins frühe 17. Jh. spielten periodische Wechselmessen (ab 13. Jh. Champagne, 14. Jh. Genf, 15. Jh. Lyon, spätes 16./frühes 17. Jh. Piacenza) eine wichtige Rolle für die internat. Verrechnung von Forderungen. In Antwerpen ab 1530er J. tägl. Wechselhandel. Dies trifft ab 17. Jh. für weitere internat. bedeutsame Wechselmärkte (Amsterdam, London, Hamburg etc.) zu. Wechselmessen bzw. -märkte wurden so genutzt, dass Wechsel auf die Messen besuchende Kaufleute bzw. an einem Marktplatz ansässigen Bankiers gezogen wurden. Dort konnten sie mit Gegenforderungen verrechnet werden. Auf Messen wurde der Bargeldaufwand dadurch minimiert, dass Salden möglichst mit Wechseln auf den nächsten Messetermin übertragen wurden. — (2) *Giro- und Wechselbanken.* Gründungen in Venedig (1587), Mailand (1593), Amsterdam (Wisselbank, 1609), Hamburg (1619), etc.: Städtische Banken, die den bargeldlosen Ausgleich von Forderungen zwischen Konten vornahmen, oft in Verbindung mit der Diskontierung von Wechseln. In Amsterdam waren Kaufleute verpflichtet, Wechsel im Betrag von über 600 Gulden über die Wisselbank einzulösen. Girobanken trugen zur Entstehung kontinuierlicher Wechselmärkte bei. — (3) *Privatbankiers.* Der Wechselhandel als primäres Geldgeschäft blieb lange eng mit anderen Handelsgeschäften verbunden → *merchant-banker*. Erst im 18. Jh. lassen sich v.a. in Amsterdam u. London verbreitet Unternehmen feststellen, die sich auf Geldgeschäfte spezialisierten. Dabei Zusammenhang mit der Entstehung des Akzeptkredits in Amsterdam im frühen 18. Jh.: Ein Bankier gewährt einem Kunden das Recht, auf ihn Wechsel zu ziehen, u. sichert Einlösung zu.

d. *Veränderung von Akteurkonstellationen.* Im Bsp. in §3.a vom 07.06. waren Aussteller u. Akzeptant beides Kaufleute. Sie stützten sich auf *merchant-bankers*, die gegenseitig Kontokorrent-Beziehungen unterhielten, also sich Forderungen gegenseitig verrechnen konnten. Die beschriebenen finanztechnischen u. institutionellen Innovationen trugen dazu bei, dass bis ins 18. Jh. Wechsel zunehmend nicht mehr von Kaufleuten, sondern von *merchant-bankers* emittiert wurden. Importeure (Remittent) kauften zur Begleichung der Forderung ihres Geschäftspartners bei einem lokalen Bankier (Aussteller) Wechsel, die auf ein Bankhaus am Ort des Exports oder eines Wechselmarkts gezogen worden waren (Akzeptant) u. versandten ihn an ihren Geschäftspartner (Exporteur). Dieser (Präsentant 1) ließ ihn durch seine Hausbank diskontieren; letztere (Präsentant 2) löste den Wechsel beim Akzeptanten ein oder verkaufte ihn weiter, z. B. an ein Bankhaus mit Kontokorrentbeziehungen zum Ort des Wechselmarkts.

2. Basis von Kapitalmärkten: Instrumente der staatlichen Kreditaufnahme

a. *Spanien im 16. Jh.: Instabiler kurzfristiger Kredit.* Staatsfinanzierung unter Karl v. u. Philipp II. basierte erheblich auf amerikan. Silberlieferungen, deren Eintreffen jedoch nicht dem Rhythmus der Ausgaben entsprach. Überbrückung durch kurzfristige Kredite von seiten internat. Financiers (Fugger, Genuesen), in der Form von Wechseln, die außerhalb Spaniens zahlbar waren, gesichert durch Verpfändung von Einnahmen, v. a. Silbereingänge aus Amerika (*asientos*). 1557–1627 mehrere Staatsbankrotte (03.05., §3) mit Umwandlung kurzfristiger Kredite in langfristige, tiefer verzinsten Renten (*juros*; VANDER WEE, 366–376).

b. *Die Anfänge der langfristigen Fundierung der Staatsschuld in den spätmittelalterlichen Städten.* Verbreitet Verkauf von Leibrenten, die gleichzeitig Finanzbedürfnisse der Kommunen u. Versorgungsbedürfnisse wohlhabender älterer Bürger befriedigen. In einigen Städten Ansätze einer handelbaren Staatsschuld. Bsp. Genua 15. Jh.: ab 1407/53 *Casa di San Giorgio* als Einrichtung zur Ausgabe von Schuldscheinen mit Nominalwert von £ 100, gesichert durch Staatseinnahmen. Eigentümer sind eingetragen, der Schuldschein kann aber verpfändet u. verkauft werden. Breite Nutzung durch Bevölkerung (VANDER WEE 363).

c. *Die Staatsschuld der Niederlande* (DE VRIES/VAN DER WOUDE). Generalstaaten, Provinzen u. Städte erreichten seit Mitte 16. Jh. kontinuierliche Schuldenwirtschaft durch Ausgabe langfristiger Wertpapiere. Hauptformen: Ewige Rente, zeitl. gebundene Obligation, Leibrente; Steuereinnahmen dienten als Sicherheit. Leibrente enthält eine Rückzahlungskomponente u. ist wenig liquide, daher sinkende Bedeutung. Ab E. 17. Jh. wurde zeitl. gebundene Obligation in fester Stückelung ohne Eintrag des Besitzers, die nach Ablauf der Frist meist in neue Anleihe umgewandelt wurde, die Regel. Ab spätem 17. Jh. Vermarktung in ganzen NL (→breite Kapitalmobilisierung) u. regelmäßiger Handel in Amsterdam (→Kapitalmarkt). U.a. wegen promptem Schuldendienst u. Kapitalüberfluss Absinken der Zinssätze: 1644 von 6,5 auf 5%, 1655 auf 4%, ab 1666er J. 3% häufig. Mit sehr starker Zunahme der Staatsschuld in den Kriegen um 1700 wurde allerdings die Grenze der Verschuldungsfähigkeit erreicht; im 18. Jh. etwas steigende Zinsen u. Sanierungsdruck. Hohe Zinserträge bei geringer staatlicher Nachfrage schufen ein enormes Kapitalangebot, das z. T. im Ausland angelegt wurde (§3.c/d).

d. *»Finanzielle Revolution« in England (1690er–1720er J.)* im Gefolge der Ausweitung der staatl. Kreditbedürfnisse in den Kriegen gegen F (DICKSON; BREWER). (1) *Rationale Finanzwirtschaft.* Nach Glorious Revolution (1688) parlamentar. Kontrolle über Staats-

finanzieren, zentrale Budgets und Stützung der Einnahmen auf Akzise (indirekte Steuer), Aufbau einer regulären Steuerbürokratie, parlamentar. Garantie für Schulden → Vertrauen, Finanzöfentlichkeit (*»public credit«*; vgl. 24.05., §3.b).

(2) *Nutzung von Aktiengesellschaften* [AG] zur Beschaffung von Staatskredit. Grundkonzept: Umwandlung von (z. T. ungesicherten, kurzfristigen) Schuldverschreibungen des Staats in Aktien von Gesellschaften, die neue Staatsanleihen zu tieferen Zinssätzen übernahmen. Für die Wertpapierbesitzer wurden tiefere Renditen durch bessere Liquidität u. Aussicht auf Kursgewinne kompensiert. Hauptsächliche AG: (i) *Bank of England* (1694): Übernahme einer festverzinslichen Staatsanleihe im Umfang von anfänglich 1,2 Mio. £ zu 8%, Recht zum Handeln in Wechseln, Edelmetallen, Notenausgabe (letzteres ab 1707). Durch die Diskontierung von Schatzwechseln (ab 1696) wichtige Funktion in der Verwaltung der kurzfristigen Staatsschulden, die weniger von Wertverlusten bedroht wurden. — (ii) *Rivalisierende East India Company* (1697–1709). Gegen die Übernahme einer langfristigen Staatsanleihe wurde das Privileg zur Gründung einer mit der existierenden EIC rivalisierenden Indiensgesellschaft gewährt. In Verbindung mit der Übernahme weiterer Staatsanleihen erfolgte 1709 eine Fusion. — (iii) *South Sea Company* (1711). Privileg des Handels mit dem lateinamerikan. Festland nach sich abzeichnenden Sieg gegen Frankreich/Spanien gegen Zeichnung einer Staatsanleihe von 9 Mio. £. Hauptvehikel in sog. *South Sea Bubble* von 1717–1723.

(3) Nach *South Sea Bubble* (s.u., §3.b) Schaffung von festverzinslichen ewigen, aber rückkaufbaren Anleihen 1723 durch die *South Sea Company*, ab 1726 auch durch *Bank of England* zu 3%. Auf diese Weise konnten in Kriegen neu auftretende kurzfristige Schulden flexibel entweder zurückbezahlt oder durch Ausgabe von Anleihen konsolidiert werden.

3. Nationale und internationale Kapitalmärkte

a. *Entstehung von Kapitalmärkten*. (1) *Amsterdam*. Entstehung des Handels mit Aktien u. Staatsanleihen ab 1610er J. mit Permanenz des Kapitals der VOC, die komplementär den Handel mit Anteilen erforderlich machte. Allerdings waren Aktien sog. Namenaktien, lauteten also auf den Inhaber, u. entsprechend umständlich war die Übertragung. Der hohe Wert der VOC-Aktie sehr hoch (ca. 2500 Gulden), was die Liquidität beschränkte. — (2) Ab frühen 1690er J. Aufstieg der *Londoner Börse*. Gründungsboom von *joint stock companies* (AGs) überwiegend in Verbindung mit Bemühungen um die Konsolidierung der Staatsschulden. Gesamtzahl um 1700 über 100, von denen sich aber nur wenige halten konnten. Neben Kolonialgesellschaften (EIC, *Royal Africa Company*) waren *Bank of England* u. *South Sea Company* Hauptgegenstand des Handels. Die *South Sea Bubble* führte einerseits für über 100 Jahre zu einer restriktiven Aktien-Gesetzgebung (*Bubble Act* 1720), andererseits entstanden hoch liquide, an der Börse notierte Staatsanleihen.

b. *Die South Sea Bubble* (1717–1723; NEAL, Kap. 4, 5). Hintergrund waren nach dem Frieden von Utrecht (1713) steigende Aktienkurse (in London 1713–1717 ca. 20%). Der schottische Financier John Law strebte in F ab 1716 nach dem engl. Muster eine Konsolidierung der Staatsfinanzen durch die Umwandlung kurzfristiger staatl. Verbindlichkeiten in langfristige Anleihen in einer AG an. Vehikel war ab 1717/19 die *Compagnie des Indes*, die (analog zur *South Sea Company*) ein Privileg für den Handel mit überseeischen Gebieten erhielt. Parallel *Banque Royale* (1718): Kreditvergabe, Notenausgabe. Zur Unterstützung des Kur-

ses, zu dem in kurzen Abständen neue Emissionen getätigt wurden (u. damit zur Erhöhung des Volumens an tief verzinslichen Staatsanleihen, das von der Gesellschaft übernommen werden konnte), wurden auf hinterlegten Aktien Kredite ausgegeben, auch wenn das Kapital auf diese Aktien erst teilweise einbezahlt war. Dadurch zwischen Aug. u. Dez. Steigerung des Aktienkurses der *Compagnie des Indes* über 400%. Parallel dazu unkontrollierte Notenausgabe. Im Verlauf von 1720 Kurszusammenbruch u. Kapitalflucht; im Sept. 1720 musste der Handel von Wechseln in Paris eingestellt werden. Im Frühjahr 1720 Ähnliches Spekulationsfieber mit der *South Sea Company* in London: Unterstützung des Aktienkaufs mit Hilfe von Krediten einer der Gesellschaft nahe stehenden Bank. Platzen der Blase im Sept. 1720, als die Bank of England die Saldierung der ausstehenden Verpflichtungen dieser Bank forderte.

c. *Verflechtung nationaler Kapitalmärkte*. Wechselkurse zwischen Paris, London, Amsterdam u. Hamburg dokumentieren 1719–1721 hohe Mobilität spekulativer Gelder zwischen diesen Zentren. Wichtige Quelle Amsterdam, da in den NL ab Ende 17. Jh. erheblicher Kapitalüberschuss bestand, der u. a. in englischen Staatspapieren u. Aktiengesellschaften angelegt wurde; ab 1720er J. Notierung engl. Wertpapiere in Amsterdam. 1750 wurden 30,3% des Kapitals der Bank of England bzw. 21,4% desjenigen der EIC von Niederländern gehalten. Hohe Marktintegration lässt sich statistisch nachweisen (NEAL, Kap. 7).

d. *Entstehung internationaler Kapitalmärkte im späten 18. Jh.* (1) *Amsterdam* (RILEY): Nach 1770 rasche Ausweitung der durch nld. Bankhäuser arrangierten Anleihen an andere Länder: v.a. Österreich (seit 1695), dt. Staaten, Schweden, Dänemark, Russland, Spanien, USA. 1790 Auslandsanleihen beinahe so hoch wie nld. Staatsschulden. In Kriegen 1792–1815 massive Verluste wegen Zahlungsunfähigkeit von Schuldnerländern, Ende Amsterdams als führendem Finanzplatz. — (2) *London*: 1. H. 19. Jh. dominierender Finanzplatz für internat. Kapital, allerdings geringe Ausfuhr (wichtige Banken: Rothschild, Baring). In napoleon. Kriegen Finanzierung der Alliierten, dann Unabhängigkeitskriege der lateinamerikan. Staaten (1822–1825), die aber rasch zahlungsunfähig wurden: Beginn der Verschuldungsprobleme der Dritten Welt, *»informal imperialism«* (PLATT).

Zitierte Literatur

- DENZEL wie 07.06.; DE VRIES/VAN DER WOUDE wie 10.05.
 BREWER, John: *The sinews of power: war, money, and the English state, 1688–1783* (London: Hutchison, 1988).
 CHAPMAN, Stanley: *The rise of merchant banking* (London: Allan and Unwin, 1984).
 DICKSON, Peter G. M.: *The financial revolution in England: a study in the development of public credit, 1688–1756* (London: Macmillan, 1967).
 NEAL, Larry: *The rise of financial capitalism: capital markets in the Age of Reason* (Cambridge: Cambridge University Press, 1990).
 PLATT, D. C. M.: *Foreign finance in continental Europe and the United States 1815–1870: ...* (London: Allen and Unwin, 1984).
 RILEY, James C.: *International government finance and the Amsterdam capital market, 1740–1815* (Cambridge: Cambridge University Press, 1980).
 VAN DER WEE, Herman: »Monetary, credit and banking systems«, S. 290–392 in *Cambridge Economic History of Europe v* (Cambridge: Cambridge University Press, 1977).