

## Inhalt

### BEITRÄGE ZUM RAHMENTHEMA

#### »SOZIALGESCHICHTE DES KAPITALISMUS IM 19. UND 20. JAHRHUNDERT«

<i>Friedrich Lenger</i> , Die neue Kapitalismusgeschichte. Ein Forschungsbericht als Einleitung.....	3
<i>Jürgen Kocka</i> , Kapitalismus und Demokratie. Der historische Befund .....	39
<i>Timo Luks</i> , Prekarität. Eine nützliche Kategorie der historischen Kapitalismusanalyse .....	51
<i>Jürgen Dinkel</i> , Erben und vererben in der Moderne. Erkundungen eines Forschungsfelds .....	81
<i>Alexander Engel/Boris Gehlen</i> , »The Stockbroker's Praises are Never Sung«. Regulation and Social Practices in U.S. and German Stock and Commodity Exchanges, 1870s to 1930s .....	109
<i>Jürgen Finger</i> , Spekulation für Jedermann und Jedefrau. Kleinanleger, Frauen und der graue Kapitalmarkt in Paris in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts.....	139
<i>Catherine Davies</i> , Spekulation und Korruption. Zur Sozial- und Diskursgeschichte des Gründerkrachs und der »Panic of 1873« .....	169
<i>Michael Buchner</i> , Möglichkeiten und Grenzen staatlicher Finanzmarktregulierung. Die Reaktionen der Berliner Fondsbörse auf die Einschränkung des Terminhandels in Wertpapieren durch das Börsengesetz von 1896.....	189
<i>Thomas Adam</i> , Der Anteil der Staatsanleihen an der Finanzierung staatlicher Haushalte. Eine vergleichende Studie der staatlichen Defizitfinanzierung in den USA und Deutschland vom ausgehenden 18. bis in das frühe 20. Jahrhundert .....	219
<i>Kieran Heinemann</i> , Investment, Speculation and Popular Stock Market Engagement in 20th-Century Britain.....	249
<i>Sina Fabian</i> , »Popular Capitalism« in Großbritannien in den 1980er-Jahren .....	273
<i>Christian Marx/Morten Reitmayer</i> , Zwangslagen und Handlungsspielräume. Der Wandel von Produktionsmodellen in der westeuropäischen Chemieindustrie im letzten Drittel des 20. Jahrhunderts.....	297
<i>Benjamin Möckel</i> , Gegen die »Plastikwelt der Supermärkte«. Konsum- und Kapitalismuskritik in der Entstehungsgeschichte des »fairen Handels« .....	335
<i>Simone M. Müller</i> , Rettet die Erde vor den Ökonomen? Lawrence Summers' Memo und der Kampf um die Deutungshoheit über den internationalen Giftmüllhandel .....	353

## VI

### DOKUMENTATION – ANALYSE – KRITIK

<i>Reiner Watermann</i> , Die nationalsozialistische »Gleichschaltung« des Gewerkschaftsbundes der Angestellten (GDA) im Jahr 1933.....	375
<i>Kim Christiaens/Idesbald Goddeeris</i> , Solidarność and Latin America in the 1980s. Encounters, Conflicts and Failures .....	445
<i>Maria Alexopoulou</i> , Vom Nationalen zum Lokalen und zurück? Zur Geschichtsschreibung in der Einwanderungsgesellschaft Deutschland.....	463

### FORSCHUNGSBERICHTE UND SAMMELREZENSIONEN

<i>Sylvia Kesper-Biermann</i> , Aushandlung und Herrschaft, Rechtsräume und Öffentlichkeit. Neue Forschungen zu Kriminalität, Recht und (Straf-)Justiz, 18.–20. Jahrhundert .....	487
<i>Wulf D. Hund</i> , Rassismusanalyse in der Rassenfalle. Zwischen »raison nègre« und »racialization«.....	511
<i>Johannes Großmann</i> , Die »Grundtorheit unserer Epoche«? Neue Forschungen und Zugänge zur Geschichte des Antikommunismus.....	549
Summaries.....	591
Résumés .....	597
Die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter des Bandes .....	605
Rahmenthema des nächsten Bandes des »Archivs für Sozialgeschichte«.....	611

Einzelrezensionen des »Archivs für Sozialgeschichte« finden sich unter  
<<http://www.fes.de/afs>>

Jürgen Finger

## Spekulation für Jedermann und Jedefrau

### Kleinanleger, Frauen und der graue Kapitalmarkt in Paris in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts\*

In seinem Roman »L'Argent« – das Geld – aus dem Jahr 1891 schildert Émile Zola plastisch die Zustände auf dem Finanzmarkt des Zweiten Kaiserreichs. Den ökonomischen Kern des Plots entnahm der französische Naturalist seiner Gegenwart. Er adaptierte die Geschichte der »Union Générale«, einer kurzlebigen, von katholischen Monarchisten gegründeten Bank. Als eine Kursblase platzte, die die Bank selbst mit oft zweifelhaften Mitteln befeuert hatte, brach die »Union Générale« 1882 zusammen.<sup>1</sup> Zola verlegte diesen »Krach« in die Jahre 1864 bis 1869. Seine stark typisierten, psychologisch eher statischen Figuren rasonieren ausführlich über Börsengeschäfte und Marktlagen, über ihre Chancen und Taktiken.

Zola schildert nicht nur die professionellen Akteure, sondern auch das spekulative Handeln von (Klein-)Anlegern plastisch. Ihn interessierte die Anziehungskraft des leicht verdienten Gelds und der mondänen Hauptstadtwelt auf die kleinen Leute, auf Mittelklassen, Unterschichten und Franzosen aus der Provinz. Seine Hauptfigur, der Spekulant und Bankgründer Aristide Saccard, der zu Beginn des Romans insolvent (*en déconfiture*), aber zur Rückkehr ins Finanzgewerbe fest entschlossen ist, beobachtet in einer Szene das Publikum vor dem Palais Brongniart, in dem die Pariser Börse untergebracht war. Nach Handelsschluss strömen die Makler und Spekulanten ins Freie und treffen auf die Menschenmenge auf der Straße: auf all die künftigen Aktionäre, die es auszubeuten gelte; die den Blick nicht abwenden könnten von dieser großen Lotterie der Spekulation. In einer Mischung aus Begehren und Furcht seien sie fasziniert vom Börsengeschehen, von jenem Mysterium des Finanzgeschäfts, das für die französischen Gehirne umso anziehender sei, als nur sehr wenige von ihnen es durchdrängen.<sup>2</sup>

Der Textauszug illustriert das Interesse, das die Börse in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts weit über den engeren Kreis der Interessierten hinaus erregte. Zola beschreibt die Gleichzeitigkeit von Abstoßung und Anziehung, die Börse und Spekulation bei den Beobachtern hervorriefen. Die Frage nach dem Wirken der Finanzmärkte in die Öffentlichkeit, weit in die französische Gesellschaft des 19. Jahrhunderts hinein, ist der Ausgangspunkt der folgenden Überlegungen. Ziel ist keine Höhenkammerzählung über Großkapital und Börsenprofis, auch keine Sittengeschichte des Finanzmarkts, die dichotomisch

\* The project leading to this publication was supported by the P.R.I.M.E. programme of the German Academic Exchange Service (DAAD), co-funded with resources of the European Union's Marie Skłodowska-Curie Actions (grant number 605728 under FP7-PEOPLE-2013-COFUND) and the Federal Ministry of Education and Research.

1 Jean Bouvier, *Le Krach de l'Union Générale (1878–1885)*, Paris 1960.

2 Émile Zola, *L'Argent*, Paris 1891, S. 43f.: »Jusqu'à la fermeture [de la Bourse, J.F.], Saccard s'entêta, debout à son poste d'observation et de menace. Il regarda le péristyle se vider, les marches se couvrir de la lente débandade de tout ce monde échauffé et las. Autour de lui, l'encombrement du pavé et des trottoirs continuait, un flot ininterrompu de gens, l'éternelle foule à exploiter, les actionnaires de demain, qui ne pouvaient passer devant cette grande loterie de la spéculation, sans tourner la tête, dans le désir et la crainte de ce qui se faisait là, ce mystère des opérations financières, d'autant plus attirant pour les cervelles françaises, que très peu d'entre elles le pénétraient.«

Spekulation und »Realwirtschaft«, große Kapitalisten und kleine Rentiers, Reiche und Arme voneinander scheidet. Dementsprechend ist im Folgenden der Begriff Spekulation wertneutral gemeint, er bezieht sich auf alle Anlagepraktiken ohne normative Unterscheidung zwischen vermeintlich »guter« (Investment) und »schlechter« Spekulation (Termingeschäfte und Kurswetten, *agiotage*).

Die zeitgenössische Faszination für Spekulation und Börse, so die Ausgangsthese, war schichtenübergreifend. Sie offenbarte sich sogar *ex negativo* in der virulenten Ablehnung der Spekulation, die gelegentlich mit großer Phantasie das Bild moralischer Abgründe und geheimer Verschwörungen eines personalisierten »Finanzkapitals« zeichnete. Deshalb dürfen die Praktiken der »gens modestes«, der bescheidenen und sittsamen Bürger, der unteren Mittelklassen und möglicherweise selbst von Teilen der (städtischen) Unterschichten nicht kategorisch vom modernen Finanzkapitalismus abgespalten werden. Spekulatives Handeln erreichte in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts in der westlichen Welt eine bisher ungekannte Verbreitung, einen hohen Grad an Popularität. Diese reichte weit über die Sphäre von Vermögenden und professionellen Akteuren hinaus. Gerade das »Populäre« und »Spektakuläre« (Urs Stäheli) der Spekulation, im Sinne ihrer popkulturellen Verarbeitung in Romanen, Zeitungsreportagen und Ratgeberliteratur, provozierte allerdings auch Zweifel an der Ernsthaftigkeit und »Ökonomizität« dieses Tuns, mithin also am ökonomischen Sinn der Spekulation.<sup>3</sup>

Eine Analyse popkultureller Deutungen der Spekulation gibt allerdings noch keinen Aufschluss über die Integration von Individuen und sozialen Gruppen in die kapitalistische Marktgesellschaft, die durch aktive Teilhabe vermittelt wird. Um einen analytischen Zugriff auf solche Formen der Integration in den Kapitalismus zu bekommen, muss die Perspektive verschoben werden von den gängigen, gleichwohl überzeugenden Definitionen des Kapitalismus durch Aufzählung von Strukturmerkmalen hin auf das Handeln einzelner Akteure und Akteursgruppen.<sup>4</sup>

Solche Definitionen durch Aufzählung, durch Kombination mehrerer, meist abstrakt gefasster Kriterien geben allerdings Aufschluss über mögliche Formen der Teilhabe. Eine prägnante Arbeitsdefinition des Kapitalismus als spezifisch moderne Form des Wirtschaftens hat Jürgen Kocka geliefert. Demnach gibt es drei notwendige Kriterien für Kapitalismus, die aber jedes für sich nicht spezifisch für dieses Wirtschaftssystem sind: Privateigentum, dezentrale Entscheidungen auf Märkten – was marktförmige Konkurrenz und Kooperation einschließt – und eine hohe Kapitalintensität, die es erlaubt, die Gegenwart mit der Zukunft zu verknüpfen und künftige Entwicklungen und Renditechancen zu antizipieren. Dem lassen sich sekundäre Merkmale zuordnen, die nicht immer gegeben sind oder in unterschiedlicher Mischung und historischer Ausprägung vorliegen: Geld- und Kreditwirtschaft; Arbeitsteiligkeit; die Existenz eines staatlichen Ordnungsgebers; die Unternehmung als Organisationsform; freie Lohnarbeit – wobei parallel alternative Organisationsformen von Arbeit wie Sklaverei und feudale Dienstverhältnisse bestehen kön-

3 Urs Stäheli, *Spektakuläre Spekulation. Das Populäre der Ökonomie*, Frankfurt am Main 2007, S. 10–12 und 17–32. Zum Begriff der »gens modestes« im Kontext des frühliberalen Ideals einer »Republik der bescheidenen und sittsamen Leute« vgl. Pierre Rosanvallon, *La société des égaux*, Paris 2011, S. 52f.

4 Zum »elliptischen« (Jakob Tanner) Verhältnis von Struktur und Handeln: Thomas Welskopp, Die Dualität von Struktur und Handeln. Anthony Giddens' Strukturierungstheorie als »praxeologischer Ansatz« in der Geschichtswissenschaft, in: *ders.*, *Unternehmen Praxisgeschichte. Historische Perspektiven auf Kapitalismus, Arbeit und Klassengesellschaft*, Berlin 2014, S. 55–76, hier: S. 59–62; Jakob Tanner, »Kultur« in den Wirtschaftswissenschaften und kulturwissenschaftliche Interpretationen ökonomischen Handelns, in: *Friedrich Jaeger/Jörn Rüsen* (Hrsg.), *Handbuch der Kulturwissenschaften*, Bd. 3: Themen und Tendenzen, Stuttgart/Weimar 2004, S. 195–224, hier: S. 196–200 und 214–217.

nen; die Kommodifizierung (Vermarktlichung) von Dingen, Dienstleistungen und sozialen Verhältnissen, die so dem Konsum zur Verfügung stehen; schließlich eine Tendenz zur Entgrenzung von Märkten bis hin zur Einbindung in globale Handels- und Finanzsysteme.<sup>5</sup> Gerade die letztgenannten Dimensionen betonen die Prozesshaftigkeit des Kapitalismus. Die flexible Kombination der Kriterien erlaubt es, verschiedene historische Realtypen des Kapitalismus zu beschreiben, einschließlich möglicher Widersprüche und Ungleichzeitigkeiten: vom Merkantilismus (oder »Kriegskapitalismus« nach Sven Beckert) bis zur als neoliberale Transformation beschreibbaren Geschichte der Gegenwart.<sup>6</sup>

Akteure können innerhalb dieses Systems je nach Situation also verschiedene, sich nicht ausschließende Rollen einnehmen, als Arbeitnehmer, Schuldner oder Gläubiger, Konsument, Erbe, Kapitalist oder eben Anleger und Spekulant. In jeweils spezifischen Handlungsbereichen und mit spezifischen Handlungsformen und -techniken konstituieren Akteure soziale Verhältnisse.<sup>7</sup> Diese werden in der Regel durch Transaktionen hergestellt und gestützt, in denen Geld getauscht wird gegen Verfügungsrechte an Arbeitskraft, Waren und Dienstleistungen, immateriellen Gütern oder anderem Geld – etwa Profitversprechen, also in die Zukunft projiziertem Geld.<sup>8</sup> Das gilt auch für andere Wirtschaftssysteme, doch ist die Dichte und Vielschichtigkeit der durch Geldpraktiken konstituierten sozialen Beziehungen eines Individuums im Kapitalismus wohl ungewöhnlich hoch.

Demnach ist das Sparen und Anlegen von nicht zur Subsistenz oder zum Konsum benötigtem Geld *eine* Form, in der Menschen im Kapitalismus ins Verhältnis zueinander treten. Diese Perspektive verweist die historische Analyse stärker auf die Akteure, weniger auf Institutionen und Strukturen, die in einer additiven Kapitalismusdefinition im Vordergrund stehen. Letztgenannte rahmen freilich das Handeln der Einzelnen und dürfen deshalb bei der Analyse nicht außen vor bleiben. Der Fokus auf die Akteure erinnert zugleich daran, kritisch mit gängigen Sozialfiguren (Arbeitnehmer, Konsument, Kapitalist und so weiter) umzugehen. Nur auf den ersten Blick sind nämlich die Handlungsräume und typischen Verhaltensweisen, die diesen üblicherweise zugewiesen werden, eindeutig. Deshalb steht im Folgenden nicht das typische Anlegerhandeln im Vordergrund, weder

5 Jürgen Kocka, *Geschichte des Kapitalismus*, München 2013, S. 20f.; zur spezifischen Modernität dieser Wirtschaftsform und mit teils ähnlichen Kriterien: *Thomas Welskopp*, Einleitung und begriffliche Klärungen: Vom Kapitalismus reden, über den Kapitalismus forschen, in: *ders.*, *Unternehmen Praxisgeschichte*, S. 1–22, hier: S. 7–14. Die Hauptströmungen bisheriger, »klassischer« Definitionsversuche finden sich prägnant bei *Kocka*, *Geschichte des Kapitalismus*, S. 9–20; *Marcel van der Linden*, Ein globalgeschichtlicher Blickwinkel auf Kapitalismus und Arbeiterklasse, in: *Gunilla-Friederike Budde* (Hrsg.), *Kapitalismus. Historische Annäherungen*, Göttingen 2011, S. 164–175, hier: S. 164f.

6 *Sven Beckert*, *King Cotton. Eine Globalgeschichte des Kapitalismus*, München 2014 (zuerst engl. 2014), S. 12–14 und 395–398; *Philipp Ther*, *Die neue Ordnung auf dem alten Kontinent. Eine Geschichte des neoliberalen Europa*, Berlin 2014, S. 22–40; *van der Linden*, Ein globalgeschichtlicher Blickwinkel auf Kapitalismus und Arbeiterklasse; *Steven C. Topik/Allen Wells*, Warenketten in einer globalen Wirtschaft, in: *Emily S. Rosenberg* (Hrsg.), *Weltmärkte und Weltkriege 1870–1945*, München 2012, S. 589–814, hier: S. 599–600, 685–687 und 807–814.

7 *Thomas Welskopp*, Arbeitergeschichte im Jahr 2000. Bilanz und Perspektiven, in: *traverse* 7, 2002, H. 2, S. 15–31, hier: S. 21–23; *Sven Reichardt*, Praxeologische Geschichtswissenschaft. Eine Diskussionsanregung, in: *Sozial.Geschichte* 22, 2007, H. 3, S. 43–65, hier: S. 56–63. *Martin Lutz*, Akteurszentrierter Institutionalismus, in: *Clemens Wischermann/Katja Patzel-Mattern/Martin Lutz* u. a. (Hrsg.), *Studienbuch institutionelle Wirtschafts- und Unternehmensgeschichte*, Stuttgart 2015, S. 48–52.

8 Zum Begriff der Verfügungsrechte *Clemens Wischermann*, Neue Institutionenökonomik, in: *Wischermann/Patzel-Mattern/Lutz* u. a., *Studienbuch institutionelle Wirtschafts- und Unternehmensgeschichte*, S. 20–32, hier: S. 26f. Vgl. den Beitrag von Jürgen Dinkel in diesem Band zu Erbschaften. Diese sind wohl das seltene Beispiel eines Vermögenstransfers ohne Gegenleistung.

der statistische Durchschnitt noch der Höhenkamm der Reichen und der institutionellen Akteure.

Vielmehr werden die Randbereiche des Finanzmarkts und das Handeln scheinbar marginaler Akteure analysiert, um Rückschlüsse auf Akzeptanz und Legitimität des Kapitalismus und auf die Verbreitung von Wissen und Praktiken spekulativen Handelns zu erhalten. Im Vordergrund stehen Transaktionen auf dem grauen Kapitalmarkt sowie durch Kleinanleger. Insbesondere stellt sich die Frage, in welchem Umfang nichtbürgerliche Schichten im ausgehenden 19. Jahrhundert in den modernen Finanzmarkt integriert waren und – möglicherweise bei gleichzeitiger Distanz und Kritik, die mit dem eigenen Handeln nicht notwendig im Einklang stehen musste – so dem Kapitalismus Liquidität und Legitimität zuführten.<sup>9</sup>

Quantifizieren lassen sich solche Phänomene nur annäherungsweise. Die zeitgenössische Statistik erfasst diese nicht und neigt ohnehin dazu, durch die Bildung von Durchschnittswerten nivellierende Trends abzubilden. Überlieferung vonseiten der Kleinanleger gibt es nicht: Die Akteure handelten direkt auf dem grauen Kapitalmarkt, ohne Banken als Vermittler. Wie sich zeigen wird, war das gerade einer der Vorteile dieses Marktsegments. Als Ersatzüberlieferung wird deshalb eine Mischung aus quantitativen Daten, Polizeiakten, Belletristik und Bildquellen verwendet, um erste Erkenntnismöglichkeiten dieser akteurszentrierten Perspektive für den Pariser Finanzplatz in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts auszuloten.

Wenn im Folgenden vom französischen Finanzmarkt oder vom Pariser Finanzplatz die Rede ist, ist damit das Ensemble aus Pariser Parkett- und Kulissenhandel gemeint. Die Provinzbörsen waren abgesehen von Lyon zu vernachlässigen. Die Börse in Lille profitierte im letzten Drittel des Jahrhunderts zwar von der Platzierung von Aktienemissionen nordfranzösischer Industriebetriebe, verlor die Kursbildung dieser Titel aber regelmäßig an die Pariser Börse, sobald die Firmen etabliert waren.<sup>10</sup>

Nach einer knappen Darstellung des konjunkturellen Umfelds, ohne das Anlagepräferenzen nicht zu verstehen sind (I.), folgen Überlegungen zu zentralen Narrativen der französischen Forschung über Vermögensverteilung, Vermögensstruktur und Geldanlage sowie eine erste Annäherung an die Relevanz von Kleinanlegern (II.). Während sich darin eher das Verhalten des Mainstreams abbildet, widmet sich der folgende Abschnitt den Grenzbereichen des Finanzplatzes Paris: zunächst mit Blick auf einen spezifischen Teil des Kapitalmarkts, die »grauen« Kapitalmärkte der französischen Hauptstadt, die primär Kleinanleger adressierten (III.); dann mit Blick auf eine spezifische soziale Gruppe: spekulierende Frauen (IV.). Daraus werden Problemfelder für die weitere Forschung entwickelt (V.).

## I. LANGE STAGNATION UND KONJUNKTUREN DER *ÉPARGNE*

Die zweite Hälfte des 19. Jahrhunderts war durch eine lange Stagnation geprägt, die gut ein Vierteljahrhundert dauerte.<sup>11</sup> Entgegen dem Trend der deutschen Wirtschaftsgeschichte hält die französische Forschung an den Begriffen »lange Stagnation« und »Große Depression« fest. Dafür gibt es Gründe, wenngleich am zweiten Begriff Zweifel angebracht sind. Erstens wird seine Verwendung inzwischen von der »Great Depression« ab 1929

9 Vgl. die Beiträge von Kieran Heinemann und Sina Fabian in diesem Band zum begrenzten Grad dieser Teilhabe noch im ausgehenden 20. Jahrhundert.

10 In den 1890er-Jahren machten die Provinzbörsen zusammen rund 4% des Gesamtvolumens der Börsentransaktionssteuer aus, mit leicht steigender Tendenz ab 1905. Vgl. L'impôt sur les opérations de bourse, in: Bulletin de statistique et de législation comparée, 1909, S. 452–455.

11 Yves Breton/Albert Broder/Michel Lutfalla (Hrsg.), La longue stagnation en France. L'autre grande dépression 1873–1897, Paris 1997.

überlagert. Zweitens wurde der makroökonomische Befund für Deutschland, England und die USA stark relativiert. Trotz kurzfristiger konjunktureller Schwankungen wuchsen diese Länder stabil; eine Stagnation gab es höchstens in einzelnen Branchen und selbst dann nur kurzzeitig. Das passt nicht zur Vorstellung einer potenziell globalen »Great Depression«. Drittens läuft die Forschung Gefahr, die Analyse am Wirtschaftspessimismus der Zeitgenossen zu orientieren, die stark in Dimensionen einer »Depression« dachten, bis hin zur Furcht französischer Ökonomen vor einer stationären Entwicklung der Wirtschaft. Eine derart pessimistische Diagnose war freilich naheliegend, da statistische Indikatoren für eine abstrakte Kategorie wie »Wirtschaftswachstum« noch nicht zur Verfügung standen. Vielmehr bestimmte die lang anhaltende Preis- und Deflationskrise die Wahrnehmung durch Ökonomen und Unternehmer.<sup>12</sup>

Allgemein lässt sich in den meisten Industrieländern seit Beginn der 1870er-Jahre ein verlangsamtes Wachstum für zwei Jahrzehnte feststellen, erst recht im Vergleich zur Phase rasanten Wachstums nach der Jahrhundertmitte. Die französische Chronologie der »langen Stagnation« unterschied sich jedoch von anderen Industrieländern: Denn erstens hatte das Land anders als Deutschland, Österreich oder die USA von dem vorhergehenden Boom kaum profitiert, hier gab es weder eine Spekulationsblase noch eine Überhitzung der Produktion. Im Gegenteil, die französische Wirtschaft war schon Ende der 1860er-Jahre in einer strukturellen »morosité« (Verdrossenheit) befangen. Zweitens war Frankreich deshalb – wiederum anders als die genannten Vergleichsländer – vom Börsenkrach 1873 und der »Gründerkrise« wenig betroffen. Dafür traf der verlorene Deutsch-Französische Krieg von 1870/71 die Wirtschaft umso stärker. Die im Frieden von Frankfurt am 10. Mai 1871 festgesetzten fünf Milliarden Goldfrancs an Reparationen (Artikel 7) bedeuteten einen massiven Entzug von Liquidität, da die Dritte Republik 1871 und 1872 zwei Anleihen platzieren musste, die *emprunts de la libération*, um die deutsche Besatzung der nordfranzösischen Departements möglichst schnell zu beenden.<sup>13</sup>

Zu dem niedrigen Ausgangsniveau der späten 1860er-Jahre und den Kriegsfolgen gesellten sich – in dieser Hinsicht wirkte der Gründerkrach indirekt – das international schwierige Umfeld und eine Kombination von frankreichspezifischen Belastungsfaktoren: Die »lange Stagnation« stellt sich als Deflations- und Zinskrise dar, kombiniert mit

12 Hier und im Folgenden: *Yves Breton/Michel Lutfalla*, Les économistes français et la longue stagnation, in: *Breton/Broder/Lutfalla*, La longue stagnation en France, S. 347–381, hier: S. 348–355 und 376–379; klassisch: *Hans Rosenberg*, Große Depression und Bismarckzeit. Wirtschaftsablauf, Gesellschaft und Politik in Mitteleuropa, Berlin 1967, S. 25–30; *Carsten Burhop*, Wirtschaftsgeschichte des Kaiserreichs 1871–1918, Stuttgart 2011, S. 69–73 und 79f.; für Deutschland: *Hans-Ulrich Wehler*, Deutsche Gesellschaftsgeschichte, Bd. 3: Von der »Deutschen Doppelrevolution« bis zum Beginn des Ersten Weltkrieges 1849–1914, München 1995, S. 100–105 und 546–551.

13 Weitere Finanzschocks blockierten das Wachstum: Reparationen; der Börsenkrach von 1882, der die Hausse und die Finanzmarktblase 1877–1881 zum Platzen brachte und unter anderem die »Union Générale« zusammenbrechen ließ; sowie eine Serie von Bankenskandalen und Spekulationskrisen, etwa das Scheitern und der Bestechungsskandal der Panamagesellschaft 1888. *Pierre-Cyrille Hautcœur*, Le marché financier entre 1870 et 1900, in: *Breton/Broder/Lutfalla*, La longue stagnation en France, S. 235–265, hier: S. 236–240; *Albert Broder*, La longue stagnation française. Panorama général, in: ebd., S. 9–58, zum Begriff der »morosité« ebd., S. 9. Zu den *emprunts de la libération* kam eine weitere Kontribution hinzu, die der Stadt Paris nach der Niederschlagung der Commune auferlegt worden war (Waffenstillstandsvertrag v. 28.1.1871). Sie erhöhte die schwebende Schuld der Stadt massiv (408 Millionen Francs) und musste durch eine Anleihe in Höhe von 350 Millionen Francs refinanziert werden: *Georges Gallais-Hamonne*, La création d'un marché obligataire moderne. Les emprunts de la Ville de Paris au XIXe siècle, in: *ders.* (Hrsg.), Le marché financier français au XIXe siècle, Bd. 2: Aspects quantitatifs des acteurs et des instruments à la Bourse de Paris, Paris 2007, S. 263–362, hier: S. 294–303.

einer Krise der Industriefinanzierung, des Exports, einer Agrarkrise und (trotz sinkender Preise) einer Krise des Konsums. Der primäre Sektor, der noch ein deutliches Übergewicht in der ökonomischen Gesamtrechnung hatte, war doppelt betroffen, da trotz sinkender Produktion die Preise unter Druck gerieten.<sup>14</sup>

Das Wirtschaftswachstum war stark rhythmisiert, es schwankte wie auch in anderen Ländern, jedoch mit deutlich stärkeren Ausschlägen als etwa in Großbritannien. Frankreich musste Anfang der 1870er-Jahre anders als Deutschland und England einzelne Jahre mit negativem Wachstum überwinden. Massiv brach der damals noch größte Sektor, die Agrarproduktion, ein (nach Produktionsvolumen und Wert); der Tiefpunkt war mit 79,6% im Zeitraum 1884–1888 erreicht (Index 100: 1869/73). Die Industrieproduktion hatte im ersten Jahrfünft 1871–1875 leicht abgenommen, danach wuchs sie nur langsam.<sup>15</sup> Der Relaunch der französischen Wirtschaft verzögerte sich und begann erst in den 1890er-Jahren.

Im Vergleich wuchs das Sozialprodukt Frankreichs deutlich langsamer als in anderen Industrieländern. Das gilt besonders im Vergleich zu Deutschland mit seinem höheren Bevölkerungswachstum (1,2% p.a.) – während Frankreichs Demografie in den vier Jahrzehnten zwischen 1871 und 1913 stagnierte (0,2% p.a.). Mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 1,7% zwischen 1871 und 1913 war Frankreich das Schlusslicht, im Vergleich zum deutlich dynamischeren Deutschland (2,7%), dem bereits auf hohem Niveau wachsenden Großbritannien (1,9%) und den Vereinigten Staaten (3,6%), die konjunkturell in einer anderen Liga spielten.<sup>16</sup>

Viele Anleger reagierten auf diese strukturellen Probleme und auf die Kontingenzerfahrung von Börsenkrähen auf ihre Weise. Traditionell bevorzugte der typische französische Rentier sichere, festverzinsliche Anlagen oder alte Aktienwerte, insbesondere die Papiere von Monopolgesellschaften (zum Beispiel Aktien und Obligationen der Kanal- und Eisenbahngesellschaften). Bis nach der Jahrhundertmitte dominierte der Wunsch nach fester Verzinsung die Anlagepräferenzen des Rentiers: Öffentliche Titel waren interessanter als private; Kursgewinne schienen die geringe Verzinsung (auf den Nominalwert) auszugleichen, schmälerten letztlich aber die effektive Rendite (bezogen auf den Kurswert); darauf reagierte er – selten sie – mit einer Aufstockung der Einlagen just in diesen Anlageformen, um bei sinkenden Zinsen eine gleichbleibende Rente sicherzustellen. Das Gewicht von Anleihen des französischen Staats, von Kommunen und des »Crédit foncier« in den Portfolios blieb groß, mit großem Abstand gefolgt von Aktien der »Banque de France«, von Monopolgesellschaften, dann Industrie-Aktien und an letzter Stelle ausländischen Renten und Aktien. Immobilienvermögen verlor an Bedeutung, machte 1895 allerdings immer noch 51% des französischen Gesamtvermögens aus (mit sinkender Tendenz), bei der Pariser Bevölkerung nur noch circa 36%.<sup>17</sup>

14 Broder, *La longue stagnation française*; Breton/Lutfalla, *Les économistes français et la longue stagnation*, S. 351–368; Claude Fontaine, *L'évolution des prix pendant la longue stagnation*, in: Breton/Broder/Lutfalla, *La longue stagnation en France*, S. 74–107.

15 Broder, *La longue stagnation française*, S. 43 und 39; Aimé Scannavino, *L'instabilité financière à la fin du XIXe siècle. Une perspective internationale*, in: Breton/Broder/Lutfalla, *La longue stagnation en France*, S. 266–307, hier: S. 268.

16 Burhop, *Wirtschaftsgeschichte des Kaiserreichs*, S. 50–53. Nach anderen Zahlen war die französische Wirtschaft zwischen 1865 und 1905 um gerade einmal 39,9% gewachsen, England hatte sein Sozialprodukt verdoppelt (+ 105,7%) und Deutschland mehr als verdreifacht (+ 252,6%): Broder, *La longue stagnation française*, S. 17.

17 Ebd., S. 50–57; Breton/Lutfalla, *Les économistes français et la longue stagnation*, S. 370f. Vor allem praktische Argumente sprachen für *valeurs mobilières*: Sie waren teilbar, konnten also in Tranchen gekauft und verkauft werden; sie erlaubten Diversifizierung – ein ausreichendes Anlagevermögen vorausgesetzt; sie waren einfach zu verwalten, anders als eine Direktinvestition; die Verzinsung einheimischer Rentenpapiere und Eisenbahnobligationen war staatlich garan-



Dies verschärfte Probleme der Unternehmensfinanzierung, da sich zugleich die großen Banken vom Markt für langfristige Unternehmenskredite und damit von der direkten Industriefinanzierung zurückzogen. Wohlgemerkt fehlte es trotz zeitweise leicht rückläufiger Sparquote in den 1880er-Jahren nicht an Liquidität, das Kapital kam jedoch nicht bei den Unternehmen an. Man könnte von einer Fehllenkung der *épargne* sprechen, des Sparens und des Ersparten, da die Sparer trotz stetig sinkender Zinsen festverzinsliche Papiere der Kapitalinvestition in Aktien vorzogen. Doch ist das mit dem Begriff der »Fehllenkung« verbundene Werturteil, die Rentiers hätten (ex post betrachtet) irrational gehandelt, problematisch: Es beruht auf der zweifelhaften Annahme, dass es ausreichend attraktive Investitionsalternativen gegeben habe. Ohne Zweifel war es problematisch, dass ein großer Anteil des Ersparten vom Staat aufgesogen und zu einem erheblichen Teil in öffentlichen Konsum gelenkt wurde. Doch zugleich waren die Profitchancen für innerfranzösische Kapitalinvestitionen gering: Der Börsenkrach von 1882 hatte eine Vertrauenskrise bei Anlegern und auch Industriellen bewirkt, die fürchteten, von Spekulationskandalen und Kursstürzen kompromittiert zu werden.<sup>18</sup>

Der Finanzmarkt expandierte seit den 1850er-Jahren trotz des makroökonomischen Staginationsbefunds: sowohl nach der Zahl der an der Pariser Börse (Parkett + Kulisse) gehandelten Titel, nach deren Marktkapitalisation oder nach der Zahl der Börsentransaktionen und ihres Volumens. Doch erst nach 1890 wuchs die Relevanz des Finanzmarkts für die Industriefinanzierung, also mit erheblicher Verspätung im Vergleich zu Deutschland, England und den USA.<sup>19</sup> In diesem seit den 1860er-Jahren gedämpften konjunkturellen Umfeld strebten immer mehr Kleinanleger an die Börse, denn die Zinsen öffentlicher Anleihen und auch der an diesen orientierten Sparbücher (*livret*) der »Caisses d'Épargne«, der französischen Sparkassen, sanken seit der Jahrhundertmitte; seit Gründung der Dritten Republik lag die Verzinsung von Staatsanleihen bei nur noch 3%, bezogen auf den Nominalwert, nicht auf den (höheren) Kurswert. Neue Investitionsmöglichkeiten durch Aktienemissionen taten sich erst in den 1890er-Jahren auf, als die Attraktivität der Börse zur Industriefinanzierung zunahm.

## II. KLASSISCHE DEUTUNGSMUSTER: EFFIZIENTE MÄRKTE UND »DEMOKRATISIERUNG«

Zwei Motive, ein funktionalistisches und ein normatives, durchziehen die finanzhistorische Forschung seit dem Ende des 19. Jahrhunderts. Der erste, funktionalistische Deutungsstrang beschreibt, wie sich die Pariser Börse aus einem zu hoher Volatilität und »emotionalen« Reaktionen neigenden Emerging Market (1. Hälfte des 19. Jahrhunderts) zu

tiert. Bei diesen Papieren kam die gute Informationslage und die hohe Fungibilität dazu: Es gab einen großen Markt mit vielen Anbietern und Nachfragern; die Chance, dass jederzeit ein marktgerechter Preis gestellt würde, war also hoch. Die zunehmend kleinere Stückelung von Anleihen, die ab 1871 teilweise auch in Vierteln emittiert wurden, machte diese für Kleinsparer erschwinglich – im Gegensatz zu Aktien, bei denen ein Nominalwert von 500 beziehungsweise 1.000 Francs die Regel war. *Thierno Seck*, *L'évolution du comportement d'épargne*, in: *Pierre-Cyrille Hautcœur* (Hrsg.), *Le marché financier français au XIXe siècle*, Bd. 1: *Récit*, Paris 2007, S. 495–505, hier: S. 495–501; *Zheng Kang/Thierno Seck*, *Les épargnants et le marché financier*, in: ebd., S. 313–354, hier: S. 321–324, 330 und 338–349; *Thomas Piketty*, *Das Kapital im 21. Jahrhundert*, München 2014 (zuerst frz. 2013), Annexe technique: *Tableau TS10.4*.

<sup>18</sup> *Hautcœur*, *Le marché financier entre 1870 et 1900*, S. 240–247 und 262–263.

<sup>19</sup> Ebd., S. 247–253 und 258f.; *L'impôt sur les opérations de bourse*, S. 452–455. Bis Beginn der Dritten Republik dominierten bei der Unternehmensfinanzierung Direktinvestitionen und Bankkredite. Die durch den Rückzug der Banken aus diesem Feld entstandene Lücke wurde erst mit Verspätung durch die Pariser Börse gefüllt.

einem »effizienten« (bis 1880) und schließlich »reifen« Markt (ab 1880) entwickelt habe, der sich durch hohe Liquidität, hohen Organisationsgrad und relative Ausgeglichenheit auszeichnete.<sup>20</sup> Oder wie es Pedro Arbulu formuliert: wie aus einem Kasino ein Finanzmarkt geworden sei.<sup>21</sup> Für diese auf die Strukturen des Finanzmarkts und seine Bedeutung für die Volkswirtschaft zielende Deutung gibt es Gründe: Die zunehmende Sparquote schuf die materielle Grundlage für mehr Geldanlagen in Wertpapieren und erhöhte die Liquidität; zugleich verschob sich im Zuge dieser Expansion der *épargne*, des Sparens und des Ersparns, der Schwerpunkt von Immobilien zu (festverzinslichen) Wertpapieren. Der amtliche Handel wurde ausgeweitet. Der Terminmarkt (1885) und der Kulissenhandel (1893, im Zuge der Einführung einer Börsentransaktionssteuer<sup>22</sup>) wurden legalisiert und reguliert. Aus dem reinen Sekundärmarkt der ersten Hälfte des Jahrhunderts wurde gegen Ende des Jahrhunderts ein Primärmarkt. Damit einher ging eine Entpolitisierung des Markts: Die Kurse spiegelten nun stärker ökonomische Zukunftserwartungen statt politischer Ereignisse der Gegenwart. Die Finanzpresse professionalisierte sich und löste sich aus der Abhängigkeit von ihren Finanziers aus dem Bank- und Börsensektor, die sie für ihre Hausse- und Baisse-Strategien instrumentalisiert hatten.<sup>23</sup> Das abstrakte Narrativ von Expansion und Effizienzsteigerung des französischen, besser: des Pariser Finanzmarkts ist also durchaus plausibel.

Zusammen mit dem (bescheidenen) Wirtschaftswachstum und der wachsenden Sparquote ermöglichte (und benötigte) dieser Prozess eine signifikante Erweiterung des Finanzmarktpublikums. Darauf zielt ein zweiter, normativ aufgeladener Deutungsstrang ab: die »Demokratisierung« von Bankgeschäft und Geldanlage, die Ausweitung der Praktiken der *épargne* auf neue Bevölkerungsschichten. Dabei werden die Konzentration von Vermögen und deren geografische Zentralisierung in Paris gelegentlich zur Kenntnis genommen, betont wird allerdings meist die wachsende Verbreitung von Geldanlagen in *valeurs mobilières* vor allem in der Mittelklasse.

20 Carine Romey, Les transformations de l'activité boursière, in: *Hautcœur, Le marché financier français au XIXe siècle*, S. 273–312, hier: S. 275f.; Thomas Piketty/Gilles Postel-Vinay/Jean-Laurent Rosenthal, Wealth Concentration in a Developing Economy. Paris and France 1807–1994, in: *American Economic Review* 96, 2006, S. 236–256, hier: S. 236f.; Larry Neal/Davis Lance, The Evolution of the Rules and Regulations of the First Emerging Markets. The London, New York and Paris Stock Exchanges 1792–1914, in: *The Quarterly Review of Economics and Finance* 45, 2005, S. 296–311, hier: S. 308–311. Der letztgenannte Text verknüpft den Begriff des Emerging Market allerdings mit einem Plädoyer für zurückhaltende Marktregulierung, indem Larry Neal und Davis Lance einen ahistorischen diachronen Vergleich der angeblich überregulierten Pariser Börse mit den Börsen in New York und London im 19. Jahrhundert sowie mit den osteuropäischen Emerging Markets nach 1990 vornehmen.

21 Pedro Arbulu, La bourse de Paris au XIXe siècle. L'exemple d'un marché émergent devenu efficient, in: *Revue d'Économie Financière (EcoFi)* 49, 1998, H. 5, S. 213–249, hier: S. 213f. und 239–242, der Begriff Kasino ebd., S. 238.

22 Die Börsentransaktionssteuer (5 Centimes, ab 1907 10 Centimes je angefangene 1.000 Francs Transaktionsvolumen zum Marktwert) wurde auf alle Finanzgeschäfte fällig, auch auf jene an der Kulisse – das setzte die Legalisierung der Kulisse voraus (L'impôt sur les opérations de bourse).

23 Arbulu, La bourse de Paris au XIXe siècle; ders., Le marché parisien des actions au XIXe siècle, in: *Gallais-Hamonno* (Hrsg.), *Le marché financier français au XIXe siècle*, S. 365–458; Stéphane Reznikow, Les envolées de la Bourse de Paris au XIXe siècle. Essai d'analyse comparative de la spéculation boursière au cours des années 1852–1856 et 1887–1881, in: *Études et documents* (Comité pour l'histoire économique et financière de la France), 1990, H. 2, S. 222–244, hier: S. 241f. Ähnlich für den Anleihenmarkt und die emprunts de la Ville de Paris und für den Übergang zur öffentlichen Subskription, die Kapital mobilisieren sollte: *Gallais-Hamonno*, La création d'un marché obligataire moderne, S. 349–353.

Diese Deutung hat eine lange Tradition und ist nur vor dem Hintergrund der heftigen Diskussionen um soziale Ungleichheit und reformistische Sozialpolitik im 19. Jahrhundert zu verstehen. Im Kern reicht die Demokratisierungsthese – als politische Forderung und als Gegenwartsanalyse – in die ersten Regierungsjahre Napoleons III. zurück. Dieser propagierte eine Öffnung des Handelsplatzes Paris und des Zugangs zu Kleinkrediten. In diesen Kontext gehören 1852 die Zulassung von »Sociétés de Crédit Foncier«, die Hypothekendarlehen vergeben durften und aus denen der »Crédit Foncier de France« entstand, und die Gründung des »Crédit Mobilier« der Brüder Émile und Isaac Pereire. Napoleon III. war inspiriert von einer liberalen Variante des Saint-Simonismus, wonach die allgemeine Bereicherung aller Klassen helfen würde, den Pauperismus zu bekämpfen und den Kampf der Klassen zu beenden. Der Adressatenkreis dieser schon zeitgenössisch als »Demokratisierung« bezeichneten Maßnahmen war freilich begrenzt, an Spekulation durch Unterschichten und Frauen war nicht gedacht. Nach dem Platzen einer Spekulationsblase 1857 und der folgenden Rezession war die Kritik an dieser ohnehin begrenzten Öffnung scharf. Im öffentlichen Diskurs wurde wieder klarer zwischen »guter« Spekulation (Investment) und »schlechter« Spekulation (*agiotage, jeu*) unterschieden; es kam zu (vergeblichen) Versuchen, den Zugang zur Börse zu limitieren.<sup>24</sup>

Das Demokratisierungsnarrativ wirkte weiter. Einer der wichtigsten Exponenten im späten 19. Jahrhundert war der Statistiker und Finanzpublizist Alfred Neymarck (1848–1921).<sup>25</sup> Er und seine Kollegen im »Conseil Supérieur de la Statistique« und in der »Société de Statistique de Paris« (ein nationales Pendant gab es nicht), darunter der Mediziner und Konjunkturforscher Clément Juglar (1819–1905), versorgten die Regierungen der Dritten Republik – Opportunisten wie Radikale – mit statistischen Daten zur Untermauerung ihrer zurückhaltenden Sozialpolitik. Sie hielten an einer Wissenstradition fest, die der international vergleichenden Abschätzung des Nationalvermögens und der diachronen Darstellung des Vermögenswachstums den Vorzug gab vor einer synchronen Differenzierung, die ein besseres Verständnis der Einkommens- und Vermögensverteilung erlaubt hätte. Ziel war die Messung des allgemeinen Fortschritts, von dem potenziell alle profitierten.<sup>26</sup> Um es in der Metapher des »A rising tide lifts all boats« auszudrücken: Nicht die soziale Ungleichheit zwischen den Decks eines Schiffs galt es zu erforschen, sondern wel-

24 Victoria Elizabeth Thompson, *The Virtuous Marketplace. Women and Men, Money and Politics in Paris, 1830–1870*, Baltimore 2000, S. 146–149 und 154–156; Jean Sagnes, *Napoléon III. Le parcours d'un saint-simonien*, Sète 2008, S. 285–298; Pierre Milza, *Napoléon III*, Paris 2004, S. 386–390 und 398f.; Artikel »Jeu«, in: Pierre Larousse (Hrsg.), *Grand dictionnaire universel du XIXe siècle*, Bd. 9, Paris 1866–1877, S. 978–984.

25 Alfred Neymarck war ein liberaler Ökonom, der als Herausgeber der Finanzzeitschrift »Le Rentier« gegen staatlichen Interventionismus und den Ausbau des Steuerstaats Stellung bezog. Neymarck war die Zentralfigur des ersten Internationalen Wertpapierkongresses (»Congrès international de valeurs mobilières«), der anlässlich der Weltausstellung 1900 in Paris stattfand. Seine jeweils zum Jahresende publizierten Marktberichte bieten einen bemerkenswerten Überblick über die ökonomische Entwicklung Frankreichs und seiner Finanzmärkte gegen Ende des 19. Jahrhunderts: Alain Becchia, *Les milieux parlementaires et la dépopulation de 1900 à 1914*, in: *Communications* 44, 1986, S. 201–246, hier: S. 219; Jean-Marie Thiveaud, *Coopération financière internationale. Le 1er Congrès international de valeurs mobilières les 5, 6, 7, 8, 9 juin 1900 à Paris*, in: *EcoFi* 33, 1995, H. 2, S. 289–309; Alfred Neymarck, *Finances contemporaines*, Bd. 1: *Trente années financières 1872–1901*, Paris 1902.

26 Zheng Kang, *La société de statistique de Paris au XIXe siècle. Un lieu de savoir social*, in: *Cahiers du Centre de Recherches historiques*, 1992, H. 9, S. 2–11, hier: Abs. 32–44. Wie politisch diese Form der Wirtschaftsstatistik war, zeigen die Angriffe des Sozialisten Jean Jaurès gegen Neymarck und dessen Behauptung, die Franzosen seien ein Volk der kleinen Besitzer, auf die wiederum Neymarck reagierte: Alfred Neymarck, *Finances contemporaines*, Bd. 7: *L'épargne française et les valeurs mobilières 1872–1910*, Paris 1911, S. 149–153.

che Nation das größere und schnellere Schiff habe. Zeitgleich formulierte Erkenntnisse und Modelle von Vilfredo Pareto für Italien und Max Otto Lorenz für die USA wurden dementsprechend ignoriert oder als Angriff auf den liberalen Fortschrittsoptimismus verstanden, der dem Sozialismus in die Karten spielte.

In der Sicht Neymarcks war Frankreich ein Land der kleinen Rentiers und Kapitalisten, eine »immense démocratie financière« (1900). Er ging so weit, das nationale Vermögen in unendlich kleine Pakete aufgeteilt zu sehen – »repartie à l'infini«. Das erklärte in seinen Augen den Mangel an Kapital für die Unternehmensfinanzierung im Vergleich zu anderen Industrieländern.<sup>27</sup>

Überraschend ist die Selbstverständlichkeit, mit der die französische Finanzgeschichte den derart vorbelasteten Demokratisierungsbegriff bis heute nutzt.<sup>28</sup> Zweifellos gab es einen Expansionsprozess – sowohl dem Volumen des Finanzmarkts nach als auch was die Zahl der Inhaber von Wertpapieren betraf. Insbesondere die Mittelklassen konnten einen Anteil am Immobilien- und Wertpapiervermögen für sich verbuchen, der größer war als etwa zeitgleich in England und Deutschland. Man kann also durchaus von einer relativ breiten Streuung sprechen. Darüber darf aber die doppelte Ungleichheit, erstens gegenüber der Mehrheit der Vermögenslosen und zweitens innerhalb der Gruppe der Sparenden, nicht vergessen werden. Von einer *démocratisation* oder gar einem *capitalisme populaire* kann keine Rede sein.<sup>29</sup>

Wenn überhaupt, handelte es sich um einen *capitalisme petit-bourgeois*, einen Kapitalismus der Kleinbürger beziehungsweise – um eine neutralere und sozial geweitete Begrifflichkeit zu wählen – einen Kapitalismus der Mittelklassen, der neben dem wirtschafts- und großbürgerlichen Investoren-Kapitalismus bestand. Der Begriff der Mittelklassen (im Plural) ist für den französischen Fall der am wenigsten problematische zur Beschreibung (noch) nicht bürgerlicher und zugleich nicht populärer Schichten. Zwar transportiert er eine lange Tradition der normativen Aufladung des Begriffs der »Mitte«, doch immerhin reflektiert der Begriff, wie stark polarisiert und in sich heterogen diese Zwischenschicht war.<sup>30</sup>

27 Ebd., S. 153 (hier das Zitat); *Neymarck*, *Finances contemporaines*, Bd. 1, S. 280; *ders.*, *Que doit-on faire de son argent? Notions et conseils pratiques sur les valeurs mobilières, placements et opérations*, Paris 1913, S. 34. Beim Internationalen Wertpapierkongress begeisterte sich Neymarck: »Elle [la diffusion de tous ces titres, J.F.] a montré qu'il n'y a pas de ploutocratie mais une véritable démocratie financière. Lorsqu'on décompose ces milliards de titres, on s'aperçoit bien qu'il n'y a là que de la poussière de titres et de la poussière de revenus, tellement le nombre des capitalistes et rentiers qui se partagent ces titres est devenu considérable«, zit. nach: *Thiveaud*, *Coopération financière internationale*, S. 293. Ins selbe Horn stießen auch andere Ökonomen der Zeit, die beklagten, dass die kleinen Anleger sich mehr um ihre Kapitalerträge sorgten, statt zum Wachstum des Kapitalstocks beizutragen: *Becchia*, *Les milieux parlementaires et la dépopulation de 1900 à 1914*, S. 219 und 237.

28 *Kang/Seck*, *Les épargnants et le marché financier*, S. 314–320 und 331–344; *Romey*, *Les transformations de l'activité boursière*, S. 274f.; zurückhaltend: *Seck*, *L'évolution du comportement d'épargne*, S. 504f.

29 *Jean-Yves Mollier*, *Le scandale de Panama*, Paris 1991, S. 117f., wirft anlässlich der Werbung für die Aktien der »Compagnie Universelle du canal interocéanique de Panama« 1880 die Frage nach dem *capitalisme populaire* auf, muss diese aber stark einschränken. Industriearbeiterschaft, städtische Unterschichten und Bauern fehlen in seinem Untersuchungssample, mithin die übergroße Mehrheit der Franzosen.

30 Serge Bersteins Definition ist überzeugend: Dieser sozialen Formation gehören Gruppen an, die erstens Träger eines entsprechenden Bewusstseins sind, zweitens von einer starken Aufstiegsorientierung und drittens von einem Gefühl der Fragilität der eigenen sozialen Position geprägt sind. Heute würde man wohl von der tatsächlichen und gefühlten Prekarität dieses Zwischenstandes sprechen. *Serge Berstein*, *Les classes moyennes devant l'histoire*, in: *Vingtième Siècle*.

Die erste frühe Etappe der Integration dieser neuen Schichten in den Kapitalmarkt war unfreiwillig: Nach der Revolution von 1848 fiel der Kurs der französischen Rente so stark, dass das Vertrauen in die Einlagen der »Caisses d'Épargne«, litt. Die auf Sparbüchern angesammelten Summen mussten nämlich im Gegenzug für die staatliche Garantie der Einlagen in hohem Maß in öffentlichen Anleihen platziert werden. Massenhafte Abbuchungen von den Sparbüchern drohten die Situation zu verschärfen. Die Regierung begrenzte die Abbuchungen und verfügte die teilweise Umwandlung der Einlagen in französische Renten. Paradoxe Weise erhöhte dieser Schritt das Vertrauen in die Rente und damit auch wieder in die *livrets*, denn Millionen Franzosen hatten plötzlich ein *intérêt* an den Schuldtiteln ihres Landes: ein politisches Interesse und einen monetären Renten- und Zinsanspruch.<sup>31</sup> Diese politische und voluntaristische Krisenlösung erschloss neue Anleger-schichten. Sie wurde zugleich zur Initialzündung für die Suche nach neuen Strategien zur Finanzierung der Staatsschuld: Mittelfristige Anleihen (statt der ewigen Rente) sollten breiter gestreut werden, um die Abhängigkeit des Staats von wenigen Großfinanziers zu mindern. Die öffentliche Subskription von Staats- und Kommunalanleihen bot den durch sozialen Aufstieg und Ausweitung der Mittelklassen entstehenden neuen Anlegerschichten die passenden neuen Anlagemöglichkeiten.<sup>32</sup>

Vor diesem Hintergrund gelang es beispielsweise mit den erwähnten *emprunts de la libération* von 1871 und 1872 und mithilfe des nationalen Appells zur Befreiung der besetzten Departements, zahlreiche Kleinsparer zu mobilisieren. In den folgenden Jahren erfreuten sich Wertpapiere wachsender Beliebtheit, wie die massive Beteiligung von Kleinsparern an verschiedenen Papieren zeigt, für die – manchmal wegen der damit zusammenhängenden Skandale – Einzelstudien vorliegen: So profitierten Kommunalanleihen stark vom neuen Publikumsinteresse, insbesondere die Anleihen der Stadt Paris. Die *emprunts de la Ville de Paris* wurden seit 1855 mit großem Erfolg durch öffentliche Subskription ausgegeben, was es der Stadt erlaubte, die wachsenden Vermögen der Bürger zu mobilisieren. Die erste städtische Anleihe der Dritten Republik war 15-fach überzeichnet, die Anleihen 1892/94 sogar 85-fach; in der Regel lag der Faktor bei etwa 30. Seit 1871 wurden deshalb auch *quarts* ausgegeben, also Viertelstücke, und kleinere Zeichnungen (weniger als 3 beziehungsweise 5 Stücke) wurden systematisch bevorzugt. Das machte die städtischen Anleihen noch attraktiver für kleine Anleger.<sup>33</sup>

Die »Compagnie universelle du canal interocéanique du Panama«, die Panamagesellschaft, zielte mit den Werbekampagnen für ihre Anleihen ebenfalls besonders auf Kleinanleger und auf die französische Provinz, und das mit Erfolg. Orchestriert wurde dieses Bemühen von der französischen Presse und Politik, die über Jahre ein günstiges Meinungsklima schufen und dafür von der Panamagesellschaft und deren Investoren entsprechend entlohnt wurden. Just diese Kleinanleger engagierten sich paradoxerweise noch

---

Revue d'histoire, 1993, H. 1, S. 3–12, hier: S. 6–8; Klaus-Peter Sick, Von der politischen Formel zum Begriff der Repräsentation. Die Geschichte von »classes moyennes« in Frankreich vom 18. zum 20. Jahrhundert, in: Horst Möller/Gérard Raulet/Andreas Wirsching (Hrsg.), Gefährdete Mitte? Mittelschichten und politische Kultur zwischen den Weltkriegen: Italien, Frankreich und Deutschland, Sigmaringen 1993, S. 57–82, hier: S. 59–69; Klaus-Peter Sick, Le concept de classes moyennes. Notion sociologique ou slogan politique?, in: Vingtième Siècle. Revue d'histoire, 1993, H. 1, S. 13–34, hier: S. 14–18; Andreas Wirsching, Einleitung, in: Möller/Raulet/Wirsching, Gefährdete Mitte?, S. 11–17.

31 Kang/Seck, Les épargnants et le marché financier, S. 346–349.

32 Ebd.; Seck, L'évolution du comportement d'épargne. Vergleiche zum Zusammenhang von Staatsschuld, Expansion der Staatstätigkeit und Mobilisierung privaten Kapitals in den USA und Deutschland den Beitrag von Thomas Adam in diesem Band.

33 Gallais-Hamonne, La création d'un marché obligataire moderne, hier: CD-Rom, Annexe I, S. 2–6 und 11–15.

1888 für die Genehmigung einer Losanleihe durch die französische Nationalversammlung, indem sie Petitionen einreichten, um die Gesellschaft vor dem Zusammenbruch und damit ihre Einlagen vor dem Totalverlust zu retten. Von dieser Losanleihe, die nur teilweise ein Erfolg war, wurden wiederum überproportional viele kleine Tranchen gezeichnet: Noch zum Zeitpunkt des Untergangs der Panamagesellschaft engagierten sich also viele Kleinanleger, und sei es nur in der Hoffnung, bei der mit der Zeichnung verbundenen Lotterie das große Los zu ziehen.<sup>34</sup>

Nur zwei Tage nachdem die letzte Anleihe der Panamagesellschaft gescheitert war, hatten die Anleger bereits ein neues Ziel gefunden: russische Staatsanleihen. Die erste auf dem internationalen Markt platzierte Anleihe war in Paris mehrfach überzeichnet. Der Run auf russische Staats- und Kommunalanleihen sowie Aktien sollte – abgesehen von kurzen Rückschlägen, etwa bei der Revolution von 1905 – bis zum Ersten Weltkrieg nicht mehr abbrechen. Mit dem Zusammenbruch des Zarenreichs und der Gründung der Sowjetunion waren diese Investments freilich ein Totalverlust. Im Rückblick wurde das Russland-Interesse der Anleger vielfach als irrationales Herdenverhalten und als Folge der Falschinformation durch russophile Medien, Bankiers und Politiker abgetan. Dabei war das mehr als 20 Jahre währende konstante Investment in russische Titel – soweit es individuell begrenzt blieb und Teil einer Diversifizierungsstrategie war – wegen der ökonomischen Modernisierungshoffnungen und der verspäteten Industrialisierung des Zarenreichs durchaus gerechtfertigt. Auf der Suche nach Anlagemöglichkeiten waren russische Wertpapiere ein willkommenes Ziel für den französischen Kapitalüberschuss. Die Einlösung der Kupons erfolgte zudem meist regelmäßig und pünktlich, was das Vertrauen erhöhte.<sup>35</sup>

Die Liste ließe sich erweitern, so übten etwa in den 1890er-Jahren Goldminenaktien aus dem Transvaal eine magische Anziehungskraft auf Kleinanleger aus.<sup>36</sup> Doch taugen selbst diese Beispiele höchstens als Indiz für ein naives Demokratisierungsnarrativ: Denn erstens war die (in absoluten Zahlen) große Gruppe der jeweils engagierten Personen bezogen auf die gesamte Bevölkerungszahl Frankreichs und Paris' klein. Zweitens war der Anteilsbestand innerhalb der Anleger ungleich verteilt. So lag bei der Pariser städtischen Anleihe von 1892 das arithmetische Mittel zwar bei 1,38 Anleihen je Person (379.909,25 Anleihen einschließlich Vierteln auf 274.328 Inhaber).<sup>37</sup> Tatsächlich verfügte die Mehrheit der Anleger aber nur über einzelne Stücke, viele sogar nur über Bruchteile eines Stücks: 38,2% der Inhaber nannten gerade einmal 5,9% der Anleihen ihr Eigen, in ihrem Portfolio war eine Anleihe oder sogar nur ein Bruchteil davon. Die oberen 10% der Anleger verfügten dagegen über jeweils 20 Anleihen und mehr und damit über mehr als die Hälfte

34 *Mollier*, Le scandale de Panama, S. 117f., 136, 387f., 392, 396, 405 und 485–494; *Christophe Portalez*, Le scandale de Panama vu par un ancien député du Vaucluse. Réseaux, amitiés et corruption sous la Troisième République, in: *Frédéric Monier/Natalie Petiteau/Jens Ivo Engels* (Hrsg.), La politique vue d'en bas. Pratiques privées, débats publics dans l'Europe contemporaine (XIXe-XXe siècles), Paris 2011, S. 169–191, hier: S. 190.

35 *Mollier*, Le scandale de Panama, S. 117f., 335 und 387f.; *Hubert Bonin*, L'épargne française exposée aux risques russes dans les années 1900–1920. La réalité d'actifs tangibles et mobiles, in: GREThA, Working Papers, 2010/5, S. 10f.; *René Girault*, Emprunts russes et investissements français en Russie 1887–1914. Recherches sur l'investissement international, Paris 1973, S. 591–593.

36 *Pierre-Cyrille Hautcœur/Carine Romey*, Les émetteurs, une hiérarchie nouvelle, in: *Hautcœur*, Le marché financier français au XIXe siècle, S. 437–494, hier: S. 457–462.

37 Vgl. im Folgenden *Gallais-Hamonno*, La création d'un marché obligataire moderne, CD-Rom, Annexe VII; in Verbindung mit *Edmond Duval*, Classement des titres des emprunts de la Ville de Paris en 1886 et 1892, in: *Journal de la Société statistique de Paris* 41, 1900, S. 134–139, hier: S. 137; teilweise eigene Berechnungen. Die Anlegerstruktur war bei der städtischen Anleihe von 1886 im Großen und Ganzen ähnlich (ebd., S. 135f.).

(54,4%) des gesamten gezeichneten Kapitals. Das oberste Prozent (genauer 1,2%, also 373 Inhaber mit 50 und mehr Anleihen) kontrollierte immerhin ein Fünftel des Anleihevermögens. Solche Daten zur Gliederung nach Vermögensgröße liegen zwar nur für einen Teil der städtischen Anleihen vor. Bezieht man die Durchschnittswerte für die restlichen Teile mit ein, bestätigt sich das Bild aber: Alles in allem war die Zersplitterung bei der Masse der Anleger sogar noch größer.<sup>38</sup>

Egal ob Sparbücher, Rentenpapiere oder Aktien und Anleihen der Eisenbahngesellschaften – die großen Anlageklassen der zweiten Jahrhunderthälfte: Der Befund ist immer ähnlich. Je breiter die Streuung, desto größer der Sockel an Anlegern, die nur Kleinstbeträge investiert hatten.<sup>39</sup> Gerade weil die Emittenten auch kleine Anleger gezielt adressierten, drückte sich in der Inhaberstruktur soziale Ungleichheit überdeutlich aus.

Im Kleinen fanden also Wertpapiere seit Mitte des 19. Jahrhunderts zunehmende Verbreitung, ihr Anteil an den französischen Vermögen wuchs. Von einer »Demokratisierung« oder einem »Volkskapitalismus« kann dennoch nicht die Rede sein. Darauf weisen auch die neuen Daten der Forschergruppe um Thomas Piketty hin, die auf der Basis von Steuerakten die spezifisch französische Patrimonialgesellschaft des 19. Jahrhunderts beschreibt und diese in säkulare und globale Ungleichheitszusammenhänge einordnet.<sup>40</sup> Auch die ältere einkommens- und vermögenshistorische Forschung aus dem Umfeld Fernand Braudels und der VI. Sektion der »École Pratique des Hautes Études«, namentlich die Forschungen Adeline Daumards auf der Basis von Nachlassakten, zeigen deutlich die Ausschließung der Mehrheit der französischen Bevölkerung von der Praxis der *épargne* und erst recht von Wertpapieren.<sup>41</sup>

Denn gut die Hälfte der Französinen und Franzosen hinterließ während des gesamten 19. Jahrhunderts keine oder keine nennenswerte Erbschaft: Mangels Vermögen kommen sie in vermögenshistorischen Studien kaum vor. Was an kleinen Ersparnissen vorhanden war, wurde oft durch Schicksalsfälle, Teuerungskrisen und Inflation oder spätestens am Lebensende mit den Beerdigungskosten aufgezehrt. Der Anteil dieser Hälfte der Bevölkerung am französischen Gesamtvermögen lag während des gesamten Jahrhunderts unter 5%.<sup>42</sup> Zugleich erreichte die Konzentration der Vermögen in der patrimonialen Gesellschaft Frankreichs im 19. Jahrhundert und besonders in der Belle Époque Höchstwerte, ebenso die Zentralisierung der Vermögen in Paris. Der Großteil dieser Vermögensungleichheit rührte von den Wachstums- und Konzentrationseffekten von Industrievermögen und Finanzbeteiligungen in den Jahren zwischen 1860 und 1913 her. Im Jahr 1910 besaß das obere Dezil, also die reichsten 10% der Franzosen, 88,5% aller Vermögen; das obere Perzentil 60,5%; das obere Tausendstel 29%, also nicht ganz ein Drittel des Natio-

38 Grundlage dieser Angaben ist eine Statistik, die beim Tausch der Zeichnungsscheine in effektive Stücke bei der Pariser Stadtkasse erstellt wurde. Bei der Stadtkasse tauschten 31.560 Inhaber insgesamt 166.234,5 Stücke ein, also 5,27 Anteile je Person. Der größere Teil der Anleihen wurde bei den beteiligten Konsortialbanken umgetauscht. Hier gibt es zwar keine genauen Daten zur Verteilung, doch war die Streuung noch größer: 242.768 Anleger besaßen 213.674,75 Stücke, also 0,88 Anteile je Person. Nicht in die Berechnung einbezogen waren 114.379 Titel (von 588.235), bei denen die Einlage bereits vorzeitig eingezahlt worden war.

39 Seck, *L'évolution du comportement d'épargne*, S. 504f.

40 Piketty, *Das Kapital im 21. Jahrhundert*, S. 38f. und 449–457.

41 Adeline Daumard (Hrsg.), *Les fortunes françaises au XIXe siècle. Enquête sur la répartition et la composition des capitaux privés à Paris, Lyon, Lille, Bordeaux et Toulouse d'après l'enregistrement des déclarations de succession*, Paris/La Haye 1973; *dies.*, *La fortune mobilière en France selon les milieux sociaux (XIXe-XXe siècles)*, in: *Revue d'histoire économique et sociale* 44, 1966, H. 3, S. 364–392; *dies.*, *Maisons de Paris et propriétaires parisiens au XIXe siècle (1809–1880)*, Paris 1965.

42 Piketty, *Das Kapital im 21. Jahrhundert*, S. 456f.

nalvermögens. In Paris war die Ungleichheit etwas stärker ausgeprägt, das oberste Prozent besaß 70,7% der Vermögen.<sup>43</sup>

Wachsende und vererbte Vermögensungleichheit einerseits und die Etablierung einer neuen Gruppe von Sparern und Anlegern andererseits waren kein Widerspruch, solange man die kleinen und kleinsten Dimensionen der *épargne* der Masse im Blick behält. Diese Sparer verwirklichten die seit der Aufklärung proklamierte Tugend des Sparens und der Vorsorge (*prévoyance*). Die Verbindung privater Sparsamkeit mit der Mobilisierung von Kapital für die Staats- und Unternehmensfinanzierung gab dem Sparen einen funktionalen Charakter mit Bezug zum Gemeinwesen und zur Volkswirtschaft. Sparen trug zum allgemeinen *progrès* bei, hob den *crédit public*; eröffnete neue Wege zur Finanzierung der Staatsschuld und zugleich den Weg zu (legitimer) Bereicherung. Während jedoch im aufklärerischen Diskurs das Sparen noch rückgebunden blieb an Vorstellungen von erarbeitetem Wohlstand (»Travaillez, épargnez, courageux citoyens; C'est pour vous enrichir l'infaillible moyen«), erodierte diese Bindung mit der Verbreitung der Börsenspekulation.<sup>44</sup> Die *épargne populaire* blieb im Kern eine (klein-)bürgerliche Praxis, eine Praxis der Mittelklassen, zu der in wachsendem Ausmaß auch die Spekulation gehörte. Orte dieser Spekulation waren auch und gerade die randständigen Segmente des Kapitalmarkts.

### III. DER GRAUE KAPITALMARKT

Der französische Kapitalmarkt – vom Kreditmarkt und Direktinvestitionen ist im Folgenden nicht die Rede – umfasst alle Orte, heute würde man von Plattformen sprechen, an denen mit Wertpapieren (*valeurs mobilières*) gehandelt wurde. Dazu gehörten die Börse von Paris und die Provinzbörsen sowie im 19. Jahrhundert ein großer »grauer« Kapitalmarkt, der angesichts der allgemeinen Expansion des Finanzmarkts prosperierte.

Dieser graue Markt ist schwer einzugrenzen – nicht zuletzt weil sogar illegale Geschäfte im Untersuchungszeitraum faktisch nicht dem »schwarzen«, sondern eher dem grauen Kapitalmarkt zuzurechnen waren.<sup>45</sup> Eine abschließende Aufzählung von Praktiken ist nicht möglich, am ehesten ist der graue Markt *ex negativo* zu definieren: Es handelte sich um Handelssegmente und Handelsorte, Produkte oder Handelstechniken, die nicht reguliert (»weiß«) waren und zugleich nicht auf den ersten Blick illegal waren oder die von der Obrigkeit geduldet wurden. Damit ist eine erste von drei (nicht hinreichenden) Bedingungen genannt: Es gehört gerade zu den paradoxen Eigenschaften dieser Teilmärkte, dass sich deren Aktivitäten der staatlichen Definitionsmacht entzogen, weil die Regulierung von verbotenem oder nur geduldetem Handeln rechtssystematisch problematisch war;

43 Ebd., S. 449–457; Thomas Piketty, On the Long-Run Evolution of Inheritance – France 1820–2050, in: Quarterly Journal of Economics 61, 2011, S. 1071–1131, hier: S. 1105f. und 1120–1123; Piketty/Postel-Vinay/Rosenthal, Wealth Concentration in a Developing Economy, S. 242–246.

44 Joachim Faiguet de Villeneuve, Épargne, in: Denis Diderot/Jean Le Rond d'Alembert (Hrsg.), Encyclopédie ou Dictionnaire raisonné des sciences, des arts et des métiers, Bd. 5, Paris 1751–1772, S. 745–750, hier: S. 749f.; Jean-Marie Thiveaud, Aux origines de la notion d'épargne en France. Ou du peuple-prévoyance à l'État-providence (1750–1850), in: EcoFi 42, 1997, H. 4, S. 179–213, hier: S. 185–191; Kang/Seck, Les épargnants et le marché financier. Das Zitat aus: Joachim Faiguet de Villeneuve, L'Économe politique. Projet pour enrichir et pour perfectionner l'espèce humaine (1763), zit. nach: Jean-Marie Thiveaud, Joachim Faiguet de Villeneuve. Naissance de l'épargne en France, in: Gérard Klotz (Hrsg.), Politique et économie aux temps des Lumières, Saint-Étienne 1995, S. 97–102, hier: S. 96.

45 Die nachfolgende Definition ist dem Untersuchungsfeld grauer Finanzmarkt in Frankreich angepasst. Eine stärker formalisierte, allerdings statische Unterscheidung illegaler, also ausdrücklich »schwarzer« Märkte bieten Jens Beckert/Frank Wehinger, In the Shadow. Illegal Markets and Economic Sociology, in: Socio-Economic Review 11, 2013, S. 5–30, hier: S. 7–10.



Regulierung hätte eine offizielle Anerkennung bedeutet. Ein weiteres Kennzeichen können spezifische Vertriebsformen sein: etwa die Direktansprache des Endkunden; die Bewerbung durch scheinbar neutrale, tatsächlich aber vom Emittenten abhängige Medien; die Abwicklung von Wertpapiergeschäften auf der Straße, in Cafés und Hinterzimmern oder beim Kunden zu Hause. Und drittens sind die Produkte intransparent oder mit hohen strukturellen Risiken (bis zum Totalverlust) verbunden; sie können formal illegal sein oder der Umgang mit ihnen erfolgt in betrügerischer Absicht. Eine Eigenheit dieses dritten Kriteriums liegt gerade darin, dass der genaue Status – riskant und doch substanzhaltig, intransparent, moralisch bedenklich, illegal, betrügerisch – sich häufig erst im Nachhinein erkennen lässt, beispielsweise nach dem Zusammenbruch eines Pyramidensystems.

Zwei große Bereiche machten im 19. Jahrhundert den grauen Kapitalmarkt in Paris aus: die Kulisse (*coulisse*), der informelle Handel mit Wertpapieren außerhalb des amtlichen Handels, also außerhalb des Handelparketts im Palais Brongniart. Und die *officines*, kleine, oft kurzlebige Bankhäuser, die mehr oder weniger exotische Papiere an den Mann und die Frau brachten.

Die Kulisse (auch *petite bourse*) müsste de jure sogar als »schwarzer« Finanzmarkt firmieren, denn ihre Geschäfte waren entweder illegal oder durch die Schutzvorschriften des Handelsgesetzbuchs und des Zivilrechts nicht abgedeckt.<sup>46</sup> Von Gesetzes wegen war der Handel mit Wertpapieren nur den staatlich zugelassenen Maklern erlaubt, den 60 (später 70) *agents de change*: Sie durften nur innerhalb der Handelszeiten und im Handelssaal aktiv werden und nur für die zum amtlichen Handel zugelassenen Papiere Kurse stellen. Sie sollten aus einer neutralen Position heraus als Vermittler (*intermédiaire*) den anonym bleibenden Käufern und Verkäufern einen für beide Seiten bestmöglichen Kurs stellen. Die *coulistiers*, die Händler der Kulisse, taten das genaue Gegenteil: Sie agierten außerhalb des Parketts, auch außerhalb der gesetzlichen Handelszeiten. Sie betrieben auch Eigenhandel, anstatt nur Kassageschäfte zu vermitteln, das heißt, dass sie auch einen Kurs stellten, wenn kein passender Käufer oder Verkäufer vorhanden war – sie übernahmen diese Rolle selbst und agierten *à contre-partie*, also auf eigene Rechnung. Die Hauptanlasser der Kulisse waren ohnehin Termingeschäfte (*marché à terme*), die den *agents de change* der Börse ausdrücklich verboten waren. Dabei handelte es sich in der Regel um Differenzgeschäfte, am Fälligkeitstermin verzichteten also beide Seiten im gegenseitigen Einvernehmen auf die Lieferung (Wertpapier oder Geld) und rechneten nur die Kursdifferenz ab. Aus Sicht der französischen Justiz handelte es sich bis 1885 um reine Kurswetten, für die die Schutzvorschriften des Zivil- und Handelsgesetzbuchs nicht galten, im Konfliktfall waren Forderungen also nicht klagbar.<sup>47</sup>

Für Kleinanleger und große Banken hatten die Praktiken der Kulisse mehrere Vorteile: Wegen der hohen Hürden für die Erstnotierung von Wertpapieren im amtlichen Handel

46 Vgl. im Folgenden *Carine Romey*, *L'organisation de la Bourse de Paris*, in: *Hautcœur*, *Le marché financier français au XIXe siècle*, S. 47–108, hier: S. 60–63 und 98–102; *Carine Romey*, *Les changements dans le fonctionnement du marché boursier*, in: ebd., S. 411–434, hier: S. 417–430; *Paul-Regis Pollin*, *La coulisse au XIXe siècle. De l'illégalité à la reconnaissance*, in: *Gallais-Hamono*, *Le marché financier français au XIXe siècle*, S. 87–114; *Alex Viaene*, *Les marchés à terme et conditionnels à la Bourse de Paris au XIXe siècle*, in: ebd., S. 571–600.

47 Ebd. Der Umgang mit Differenzgeschäften war an vielen Finanzplätzen umstritten. An ihnen lässt sich zeigen, wie sich die Grenze zwischen »ernsthafter« Spekulation und verderblichem Spiel (*jeu*) im Lauf des 19. Jahrhunderts verschob: *Alexander Engel*, *Spiel*, in: *Christof Dejung/Monika Dommann/Daniel Speich Chassé* (Hrsg.), *Auf der Suche nach der Ökonomie. Historische Annäherungen*, Tübingen 2014, S. 263–285, hier: S. 269–275; *Carine Romey*, *Les opérations de Bourse*, in: *Hautcœur*, *Le marché financier français au XIXe siècle*, S. 109–158, hier: S. 138–158; *Alex Preda*, *Framing Finance. The Boundaries of Markets and Modern Capitalism*, Chicago 2009, S. 105–110 und 181–183.

waren Industriewerte und insbesondere ausländische Titel lange Zeit nur an der Kulisse »notiert«. Das große Handelsvolumen der Kulisse seit den 1850er-Jahren erhöhte die Funktionalität der Papiere, das heißt die Chance, dass jederzeit ausreichend Angebot und Nachfrage vorhanden waren, um einen Kurs zu stellen – notfalls sprangen die Kulissenhändler als *contre-partie* ein. Die begrenzten Handelszeiten des Parketts (Anfang des Jahrhunderts nur 1 Stunde, Ende des Jahrhunderts 3 Stunden täglich) waren im Zeitalter des Telegrafen und des permanenten und schnellen globalen Informationsflusses unzureichend. Die Courtage war nur halb so hoch wie bei den *agents de change*, außerdem gaben die *coulissiers* Rabatt. Es gab keine Schlusseinheit – also keine Mindeststückzahl, die geordert werden musste. Schließlich war es üblich, nur Anzahlungen zu hinterlegen und Kredit zu erhalten – man konnte also mit einem gewissen Hebel spekulieren. Termingeschäfte wurden ohnehin erst zum Monatsende abgerechnet und konnten sogar über dieses hinaus verlängert werden (*report*), auch hier blieb der Einsatz begrenzt.

Gerade wegen dieser meist ungesetzlichen Handelspraktiken erfüllte die Kulisse wichtige Funktionen am Finanzplatz Paris. Der Staat duldet sie und schritt – abgesehen von punktuellen Maßnahmen und eher kosmetischen Aktionen – nicht gegen sie ein. De jure war die Kulisse also illegal, de facto war sie ein Teil des grauen Finanzmarkts. Während der Börsenzeiten trafen sich die *coulissiers* im Peristyle und auf der Freitreppe der Börse; außerhalb der Handelszeiten wussten alle interessierten Pariser, in welcher Passage, in welchem Café sie ihre Orders platzieren konnten. Abends fand nach Handelsschluss außerdem eine gut frequentierte *petite bourse* in der Wandelhalle des »Crédit Lyonnais« auf dem Boulevard des Italiens statt. Dass viele von diesem Wissen Gebrauch machten, zeigen die Akten des zuständigen Polizeikommissariats, denn gerade der informelle Charakter des Marktsegments machte es auch für kleine Akteure zugänglich, Makler wie Anleger. Die Kulisse war im Stadtbild nicht zu übersehen. Zu Beginn der Restauration traf sich die Kulisse in der Passage des Panoramas und den umliegenden Cafés, seit 1819 war sie im Café Cortoni am Boulevard de Gand (zuvor: Chaussée d’Antin, heute: Boulevard des Italiens) installiert, später in der Passage de l’Opéra. Zwar gab es gelegentlich kurze, meist nur eintägige Handelsverbote, etwa nach politischen Krisen, in denen die Kulisse Kursstürze zu verschärfen schien. Doch die Versuche zur Eindämmung des Kulissenhandels blieben sporadisch. Das Vorgehen der Polizei produzierte meist nur einen Verdrängungseffekt: Die *coulissiers* suchten sich einfach einen neuen Ort für ihre Geschäfte. Halbherzige Versuche der »Compagnie des agents de change«, der Körperschaft der vereidigten Börsenmakler, gegen die unerwünschte Konkurrenz vorzugehen, wurden von Polizeipräfektur, Justiz- und Finanzministerium regelmäßig dilatorisch behandelt: Ihr eigenes Klagerecht nutzte die Makler-Compagnie nämlich nur selten, denn auch sie profitierte von der Aufgabenteilung mit dem Kulissenhandel. Nur 1859 kam es zu einem letztlich folgenlosen Versuch, durch Strafklagen den Kulissenhandel einzudämmen: Einzelne Händler wurden verurteilt; aber die abschreckende Wirkung verpuffte bald.<sup>48</sup>

Bis Ende des Jahrhunderts hatten sich gut 200 Handelshäuser an der Kulisse etabliert, die neben Kassageschäften vor allem Termingeschäfte betrieben. Nach der Legalisierung des Kulissenhandels 1893 schlossen sie sich zu Syndikaten zusammen, um die Liquidation auf den verschiedenen Teilmärkten zu erleichtern. Die Legalisierung der Kulisse bedeutete die späte Anerkennung der lange praktizierten Koexistenz von amtlichem Handel

48 Artikel »Coulisse«, in: *Larousse*, Grand dictionnaire universel du XIXe siècle, Bd. 5, S. 307–308; Ministère de l’Intérieur an Préfecture de Police, 16.5.1842, und passim; Commissaire de police du Quartier de la Chaussée d’Antin an Préfecture de Police, 29.1.1843, Archives de la Préfecture de Police, Paris (APP), DA/351; zur Passage de l’Opéra: *Leo Lespès/Charles Bertrand*, Paris-album. Historique et monumental, divisé en vingt arrondissements, Paris 1861, S. 309f.

und Freimarkt.<sup>49</sup> Zusammen mit der Zulassung und Regulierung von Termingeschäften auf Wertpapiere 1885 (bei Warentermingeschäften stellte sich das rechtliche Problem nicht) gehörten diese Marktsegmente nun zum »weißen« Kapitalmarkt.<sup>50</sup> Paradoxerweise führte das aber nicht zu einer Stärkung der Kulisse: Den *agents de change* war es nämlich seit der Vertrauenskrise des Börsenkrachs von 1882, die vor allem Kulisse und Finanzzeitschriften traf, gelungen, den Parketthandel zu stärken und ihn für Aktienemissionen und französische Industriewerte zu öffnen. Das und die Transparenz der Kursbildung machten den amtlichen Handel für Anleger wie Unternehmen in den 1890er-Jahren attraktiver. Die Kulisse, die seit den 1850er-Jahren gut die Hälfte des gesamten Handelsvolumens des Finanzplatzes ausmachte, verlor durch die Öffnung und Modernisierung des Parketthandels innerhalb weniger Jahre an Gewicht. 1899 war das Handelsvolumen im Parketthandel erstmals wieder größer als jenes der inzwischen legalisierten Kulisse.<sup>51</sup>

Der zweite große Bereich des grauen Finanzmarkts waren die *officines*. Das waren kleine Banken, meist Aktiengesellschaften, die aber im Vergleich zum Umfang ihrer Geschäfte ein zu niedriges Eigenkapital hatten (falls dieses jemals überhaupt einbezahlt wurde).<sup>52</sup> Häufig verkauften diese Bankkabinette – ohne Kommission – Wertpapiere oder Verbriefungen angeblicher Wertpapierpakete zu überbewerteten Preisen direkt an die Anleger. Dazu bewarben sie ihre Produkte mit Flugblättern, Traktaten und bevorzugt mit hauseigenen Finanzzeitschriften. Diese machten bis in die 1880er-Jahre einen Großteil des auf Finanzen spezialisierten Zeitschriftenmarkts aus, da die *officines* (wie die Großbanken auch) die ihnen nahestehenden Blätter subventionierten, was niedrige Abonnementkosten und hohe Auflagen erklärt.<sup>53</sup> Über diese hauseigenen *journaux de chantage* wurden Aktien lanciert, häufig ausländische Titel (meist Rohstoff- oder Infrastruktur-Aktien), über die wenige Informationen in Frankreich verfügbar waren. Alternativ wurden die von der Konkurrenz vertriebenen Produkte schlecht geschrieben, um Kursstürze zu provozieren (auf die man wiederum wetten konnte) oder um Schutzgeld von anderen Anbietern zu erpressen (*faire du chantage*).<sup>54</sup> So wurde eine künstliche Hausse erzeugt und damit weitere Anleger angezogen – das hatte den Charakter einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung, das Platzen der Spekulationsblase inbegriffen.

Problematisch waren schließlich jene Fälle, in denen die *officines* keine effektiven Stücke lieferten, sondern die gekauften Papiere nur in den Büchern standen. Ob es überhaupt

49 *Gustave Boissière*, *La compagnie des agents de change et le marché officiel à la Bourse de Paris*, Paris 1908, S. 187–189; *Alfred Neymarck*, *Finances contemporaines*, Bd. 3: *Questions économiques et financières 1872–1904*, Paris 1905, S. 599–603; *ders.*, *La Bourse*, in: *Société de statistique de Paris* (Hrsg.), *Notes sur Paris. À l'occasion du cinquantenaire de la société et de la XIIe session de l'Institut international de statistique*, Nancy 1909, S. 125–130, hier: S. 128f.; »Gil blas« financier [La Bourse de Paris], in: *Gil Blas*, 28.3.1910. Die genaue Zahl der Handelshäuser an der Kulisse changiert je nach Quelle, da es keine formelle Registrierung gab.

50 Problematisch blieb am Ende des Jahrhunderts nur noch jene Gruppe der Kulisse, die sich dem Handeln von Papieren *hors cote* widmete, also dem einfachen Freiverkehr, »où toutes les fantaisies sont permises« – wo jede Fantasterei erlaubt sei (»Gil blas« financier).

51 Vgl. *L'impôt sur les opérations de bourse*.

52 Exemplarisch: APP, BA/2206, Dossier »Cie. des Réassurances générales«, Az. 82.000-176. Eine fundierte Beschäftigung mit diesen Bankkabinetten und ihren Praktiken steht noch aus. Die nachfolgenden Absätze stützen sich auf Quellenforschungen im Archiv der Polizeipräfektur Paris, die noch im Detail ausgewertet werden müssen.

53 *Reznikow*, *Les envolées de la Bourse de Paris au XIXe siècle*, S. 234–238.

54 Vgl. etwa die Ausgaben der »*Omnium Français*« und der »*Revue Financière des Deux Mondes*« in: APP, BA/2205, Dossier »*Banque française des Comptes courants*«, Az. 82.000-1166. Der letztgenannte Titel rekurrierte offensichtlich auf den Titel der berühmten »*Revue des Deux Mondes*« (gegr. 1829).

einen Gegenwert für die Zahlungen gab, ob die den Depots der Käufer gutgeschriebenen Wertpapiere nur fiktiv waren, konnte niemand wissen, solange nicht das Bankkabinett zusammenbrach und der »Bankier« die Flucht ergriff.<sup>55</sup> Die Massivität solcher Praktiken war spezifisch für den Finanzmarkt der 1860er- und 1870er-Jahre. In der Folge des Börsenkrachs 1882 verschwanden zwar viele dieser Kabinette und ihre Zeitschriften; die verbliebenen verloren, gemessen an der Expansion des amtlichen Handels und des zwischenzeitlich legalisierten Kulissenhandels, an Bedeutung. Dennoch blieben sie ein präsender und vor allem öffentlichkeitswirksamer Teil des Finanzplatzes.

Eine offensichtlich betrügerische Variante dieser *officines* versuchte – nicht ohne Erfolg – mit unrealistischen Renditeversprechen, Kunden zu gewinnen. Die Behörden konnten erst spät einschreiten, weil Informationen über das Innenleben der Gesellschaft und eine gesetzliche Handhabe fehlten: Zinsversprechen von 30% und sogar 50% jährlich waren für jeden Kundigen Humbug, wurden von Unkundigen aber mit einem Umfeld in Beziehung gesetzt, in dem Kursgewinne in dieser Dimension immer wieder vorkamen.<sup>56</sup> Andere *officines* boten Produkte an, die auf dem »weißen« Markt nicht zu haben waren, was sie ebenfalls attraktiv machte: etwa eine als Wertpapier verpackte Totalisatorwette, bei der die Anleger gegeneinander auf den Schluss- oder Eröffnungskurs eines Papiers am Terminmarkt wetteten, wobei der Anbieter wie eine Art Buchmacher auftrat, aber nicht selbst wettete; oder Gewinnanteile an einem vermeintlich unfehlbaren System für Pferdewetten, die im Abonnement vertrieben wurden.<sup>57</sup> Diese ausgefallenen Geschäftsideen flogen freilich meist schnell auf. Andere machten dagegen hervorragende Geschäfte, indem sie im Ersten Weltkrieg die Einschränkungen im Handel mit ausländischen Aktien und Anleihen umgingen, indem sie nur mit den Coupons spekulierten, sogar mit Dividendenscheinen von Rentenpapieren der Feindstaaten. 1916 kamen die Behörden zu dem Schluss, dass diese Art von Spekulation zulässig sei, schließlich schade sie dem Feind.<sup>58</sup>

Viele Kleinanleger verloren ihr Ersparnis, andere verbuchten mit solchen Geschäften gute, gelegentlich große Gewinne – vor allem, wenn sie es schafften, früh genug aus einer Hausse auszusteigen. Erneut ist Vorsicht geboten vor zu einfachen Urteilen, auch wenn zahlreiche Akteure in diesem Segment undurchsichtig waren, andere von Beginn an betrügerische Absichten hegten. Doch ihre Anleger waren nicht automatisch Opfer. Als die Gründungsaktionäre einer neu gegründeten »Compagnie des Réassurances générales« von Finanzierungsproblemen Wind bekamen, warfen viele ihre Aktien noch schnell auf den Markt, um sich selbst auf Kosten anderer, noch schlechter informierter Kleinanleger zu sanieren – womit sie erst recht einen Kurssturz und den Zusammenbruch provozierten.<sup>59</sup> Andere stiegen schon während einer Hausse aus und verkauften effektive Stücke notfalls selbst über die Kulisse. Bei Verbriefungen versuchten sie, die oft widerstrebenden *officines* zum Rückkauf zum Marktpreis oder zur Lieferung der versprochenen Stücke zu zwingen, indem sie Straf- und Zivilklage erhoben und mit einem Skandal drohten; sobald sie am Ziel waren, zogen sie ihre Klagen einfach zurück, sodass die Geschäftemacher weitermachen konnten.<sup>60</sup> Auch die »Bankiers« waren nicht alle stereotype Gauner. Die

55 APP, BA/446, Dossier »Banque Victoria«; Berichte der Préfecture de Police, 2.4.1910 und 30.11.1910, APP, BA/2205, Dossier »Banque française des Comptes courants«, Az. 82.000-1166; *Reznikow*, Les envolées de la Bourse de Paris au XIXe siècle, S. 234–238.

56 APP, BA/446, Dossier »Banque dite Caisse syndicale de l'Union«.

57 APP, BA/2239, Dossier »Agences Financières – Pièces diverses«, Az. 139.164-B; Dossier »Bureau Probitas«, Az. 100.000-407.

58 APP, BA/2207, Dossier »Banque Vasseur et Cie.«, Az. 100.000-411, unter anderem Bericht des Préfet de Police, 27.12.1916.

59 APP, BA/2206, Dossier »Cie. des Réassurances générales«, Az. 82.000-176.

60 Für die Strafverfolger war diese Art der Selbstermächtigung durch die Anleger zweischneidig, da die Anleger im Erfolgsfall ihre Klage zurückzogen beziehungsweise das Kabinett es gar nicht

französische Polizei traf zu ihrer Überraschung auf – zumindest äußerlich und nach den Kriterien der Zeit – wohlhabende Herren, mit kleinem Häuschen in der Vorstadt und bürgerlichem Lebenswandel, in deren familiären Umfeld keiner wusste, wie der Herr des Hauses sein Geld verdiente.<sup>61</sup>

Ohnehin waren die Grenzen zwischen *officines*, Kulisse und Parketthandel durchlässig, von der Geschäftemacherei der erstgenannten profitierten auch die anderen: Sie pushten unbekannte Aktien, steigerten die Nachfrage und brachten Liquidität in den Markt. Über Charles Victor, eines der Schwergewichte der *Officine*-Welt während der Belle Époque und eng vernetzt in Politik und Finanzwelt, äußerten sich 1914 auch die großen Akteure der Börse anerkennend: Dank ihm habe man früher viel Geld verdient; solche Figuren, die Liquidität und neue, sogar neuartige Papiere an den Pariser Finanzplatz gebracht hatten, fehlten inzwischen.<sup>62</sup>

Zeitgenössische Beobachter waren stark an diesen Schattenzonen des Kapitalismus interessiert, an der Kulisse und den kleinen Finanzkabinetten im Umfeld des Boulevard des Italiens. Sie standen *paris pro toto* für den schädlichen Einfluss des Glücksspiels an den Finanzmärkten. Auf dem Umweg über die Populärkultur prägte dieser irreguläre und scheinbar irrationale Bildausschnitt die Wahrnehmung des Finanzmarkts insgesamt. Davon zeugt nicht zuletzt der zu Beginn zitierte »Bankier« Saccard aus Zolas »L'Agent«. Umstritten und verunsichernd war die räumliche, soziale und rechtliche Unbestimmtheit dieser Segmente des Finanzmarkts, an denen Akteure aus verschiedenen sozialen Schichten und unterschiedlichen Geschlechts, an wechselnden Orten, in Cafés, Passagen und selbst auf der Straße in einer rechtlichen Grauzone Finanzgeschäfte betrieben.<sup>63</sup>

Während über die Kulisse und ihre Funktionsweise und Relevanz für den Finanzplatz Paris inzwischen relativ viel bekannt ist, bleiben Bewertungen des Verhaltens der (Klein-)Anleger in diesem Marktsegment immer noch von voreiligen Werturteilen bestimmt. Unterhalb der Aufmerksamkeitsschwelle der Finanzgeschichte blieben bisher die *officines*, die höchstens als Anomalie im Professionalisierungsprozess des Finanzplatzes Paris wahrgenommen wurden: während des oben erwähnten Übergangs vom Kasino zum Finanzplatz. Gerade diese randständigen Orte und ihre Akteure bedürfen der weiteren Untersuchung, um mehr über Erwartungen und Handlungsmöglichkeiten kleiner Anleger zu erfahren.

#### IV. SPEKULANTINNEN: FRAUEN ALS MARKTTILNEHMERINNEN UND PROJEKTIONSFLÄCHE

Moralische Bewertungen wurden regelmäßig am sozialen Status der Handelnden festgemacht. Grundsätzlich war die Börse seit einer Verordnung Napoleons vom 20. Juli 1801 öffentlich und für alle Personen mit politischen Rechten [sic] zugänglich. Ausgenommen waren damit verurteilte Straftäter; zahlungsunfähige Kaufleute (*faillis* oder *banqueroutiers* nach Handelsrecht) und Personen *en déconfiture* (nach Zivilrecht), solange sie die An-

so weit kommen ließ. Ohne Klage entfiel der Ansatzpunkt für weitere Untersuchungen durch Polizei und *parquet*. Exemplarisch: Bericht des Préfet de Police, 30.11.1910, APP, BA/2205, Dossier »Banque française des Comptes courants«; Aktennotiz 26.1.1891, APP, BA/2206, Dossier »Crédit commercial et agricole«, Az. 82.000-288.

61 APP, BA/2206, Dossier »Crédit commercial et agricole«, Az. 82.000-288.

62 »C'était un homme assez aimable et qui faisait gagner beaucoup d'argent aux coulissiers et remisiers. On disait couramment qu'autrefois il y avait à la Bourse une dizaine de spéculateurs à qui elle devait sa prospérité et qu'il n'en restait maintenant plus qu'un seul: c'était Victor.« Aktennotiz des Préfet de Police, 3.2.1914, APP, BA/2207, Dossier »Sté. auxiliaire de Crédit/Banque des Pays Latins«, Az. 100.000-407.

63 Vgl. *Claire Lemerrier*, Les bourses en France au XIXe siècle, symboles d'un pouvoir commerçant?, in: *Histoire, économie et société* 25, 2006, S. 51–66, hier: S. 57.

sprüche ihrer Gläubiger nicht befriedigen konnten und nicht rehabilitiert waren; schließlich Minderjährige und Frauen.<sup>64</sup> Ein Teil der Regeln war freilich schwer durchzusetzen. Die Solvenz war den Besuchern schließlich kaum anzusehen. Jugendliche waren seit den 1870er-Jahren immer häufiger im Palais Brongniart anzutreffen, da der zuständige Polizeikommissar Sondergenehmigungen für die *commis* und Boten der vereidigten Makler erteilte, obwohl moralische Bedenken gegen deren Anwesenheit blieben. Frauen hatten bis 1848 immerhin Zugang zur Tribüne, von wo aus sie das Handelsgeschehen kommentierten und Order erteilten, bis die Zweite Republik dieses Treiben untersagte.<sup>65</sup> Die in der Börse eingesetzten Polizisten waren ohnehin skeptisch gegenüber der Öffentlichkeit des Börsenhandels, der Neugierige und zweifelhafte Gestalten anziehe, die auch durch ein Eintrittsgeld nicht abzuschrecken waren.<sup>66</sup>

Solche Versuche zur sozialen Schließung des Handelsplatzes im Palais Brongniart (durch staatliche Regulierung, Reputationsmanagement, begrenzte Zulassung zu Sicherungsfonds, soziale, kulturelle und monetäre Zugangshürden) waren wichtig im Prozess der Professionalisierung des Pariser Finanzmarkts.<sup>67</sup> Die Beteiligung von Frauen oder etwa Unterschichten an der Spekulation konnten sie allerdings kaum verhindern. Sie führten höchstens zu Ausweichbewegungen. Nach der Einführung eines Eintrittsgelds von einem Franc 1858 trafen sich zum Erschrecken der Polizei zwischen 1.200 und 1.500 *coulistiers* und Kunden zwischen den Baumreihen am Palais Brongniart, befragten die aus der Börse herauskommenden Abonnenten nach den Kursen und gaben ihre Orders. Der Versuch, den Handel in der Börse besser zu regulieren, erhöhte außerhalb des Gebäudes nicht nur das Verkehrschaos, sondern provozierte das Gegenteil der guten Absichten: Gerade »die niedrigsten Schichten der Gesellschaft« würden nun zum Spiel (*jeu*) ermuntert.<sup>68</sup>

Als besonders empörend empfanden die Untergebenen des »Commissaire spécial près la Bourse de Paris«, des für die Börsenaufsicht zuständigen Polizeikommissars, die Anwesenheit von Frauen im und am Palais Brongniart. Auch die Teilnahme von Frauen an Kursauktionen in Cafés und Passagen, einer Imitation des klassischen Parketthandels (*marché à la criée*), wurde kritisch vermerkt.<sup>69</sup> Meist ließen Frauen jedoch vor dem Palais Brongniart ihre Aufträge über Boten an die *coulistiers* und an gesetzliche Makler übermitteln.<sup>70</sup> Die informelle Kulisse erwies sich für Frauen als bevorzugter Zugangspunkt zum Finanzmarkt, sie fungierte als Kommunikationsrelais zum Handel im Börsenpalast.

Viele sammelten sich beim *marché des pieds humides*.<sup>71</sup> Dabei handelte es sich um die unterste Hierarchiestufe des Pariser Finanzplatzes, wo mit wertlosen *Pennystocks* gehan-

64 Verordnung des Préfet de police »concernant la police de la Bourse«, 1er Thermidor an IX (20.7.1801), Art. 5, APP, DA/351.

65 Verordnung des Préfet de police, März 1885 (Entwurf); Bericht des Commissaire spécial près la Bourse de Paris, 3.3.1885, APP, DA/352; Thompson, *The Virtuous Marketplace*, S. 150f.; Nelly Hissung-Convert, *La spéculation boursière face au droit 1799–1914*, Paris 2009, S. 94.

66 Bericht des Commissaire spécial auprès la Bourse de Paris, 4.3.1851, APP, DA/351.

67 Preda, *Framing Finance*, S. 52–81; Thompson, *The Virtuous Marketplace*, S. 154–156.

68 Schreiben Préfecture de la Seine an Préfecture de Police, 25.3.1857; Aktennotiz der Préfecture de Police, 9.2.1958; Bericht der Police Municipale, 2e Arrondissement, Section des Invalides, 29.3.1859, APP, DB/188, Dossier »Bourse«; ähnlich: Schreiben Ministère des Finances an Préfet de Police, 4.3.1851, APP, DA/351.

69 Bericht des Commissaire spécial près la Bourse de Paris an Préfet de Police, 22.2.1856, APP, DA/351.

70 Ebd.; Schreiben Parquet du Tribunal de premier instance du Département de la Seine an Préfet de Police, 13.9.1851; Berichte an den Préfet de Police 22.9.1851, 22.9.1851, 10.12.1852 und [14].12.1852, APP, DB/188, Dossiers »Lois, décrets, Ordonnances, circulaires« und »Renseignements divers«.

71 Bericht der Police municipale an Préfet de Police, 21.10.1857, APP, DA/351.

delt wurde. Er gehört zu den feststehenden Topoi der Börsenliteratur; selbst ein Stadtführer zur Weltausstellung 1900 erwähnte ihn und erläuterte den Besuchern die Ülichkeiten und Hierarchien des Pariser Finanzplatzes.<sup>72</sup> Die auf den ersten Blick pittoreske Metonymie der *pieds humides* – der nassen Füße, die sich die Akteure dieses Marktsegments holten, weil sie bei Wind und Wetter vor dem Palais Brongniart standen – verdeutlicht, wie tief diese Händler und ihre Kunden in der Hierarchie des Finanzplatzes standen. Hier wurden unter anderem Papiere längst insolventer Firmen gehandelt, die vom Kurszettel gestrichen waren, und ausländische Aktien, die genauso plötzlich vom Markt verschwanden, wie sie in einer plötzlichen Hausse aufgetaucht waren. Wer hier handelte, war nach zeitgenössischem Urteil geblendet vom Nennwert der Papiere oder getäuscht von vertraulichen Tipps über eine angeblich bevorstehende Renaissance einer Aktie. Diese *Pennystocks* hatten oft nur noch virtuellen Wert, eine Anomalie des Finanzmarkts.<sup>73</sup> Die Gründe für die sichtbare weibliche Präsenz bei den *pieds humides* dürften allerdings trivial sein: Erstens konnte man hier mit kleinen Summen vermeintlich große Portfolios erwerben. Zweitens durften Frauen zeitweise das umzäunte Vorfeld und die Kolonnaden des Palais Brongniart nicht betreten. Die *pieds humides* waren außerhalb dieses Bannbereichs, an dem Gitter, das das Börsengelände einfasste.<sup>74</sup>

Polizeiberichte geben zwar Aufschluss über die moralisierende Deutung des Geschehens durch die Polizisten, aber nicht über Erfahrungen und Ratio der spekulierenden Frauen. Wenn einer alten Frau die naivste [sic] Sicherheit im Handel mit *Pennystocks* attestiert wurde, so war die moralische Empörung des Urteils greifbar, aber ihr Handeln bleibt schwer einzuordnen: Ihre Selbstsicherheit mochte aus ihrem Unwissen über die Risiken erwachsen, oder aber weil sie anders als die moralisch gefestigten Ordnungshüter eine erfahrene Spekulantin war – ähnlich wie Zolas Mme La Mechain in »L'Argent«.<sup>75</sup> Auffällig ist die doppelte Viktimisierung der Frauen: als Beute schlauer Geschäftemacher auf den illegalen Märkten und als Opfer ihrer selbst, ihrer Spielsucht und mangelnden Rationalität; eine »groupe lamentable de joueuses«, eine beklagenswerte Gruppe von Spielerinnen, die angeblich nicht durchschauten, dass sie mit wertlosen Papieren handelten und dass sie bei der abendlichen Kurswette auf den Eröffnungskurs des Folgetags (»dont un sou pour demain«) nur verlieren könnten.<sup>76</sup>

72 Guide pratique du visiteur de Paris et de l'Exposition, Paris 1900, S. 60f.

73 Bericht der Police municipale an Préfet de Police, 21.10.1857, APP, DA/351, hier der Begriff der »anomalie«; Zola, L'Argent, S. 15f. und 26; A. Callet, Chronique. La bourse des piés humides – Types divers, in: Le magasin pittoresque, 1908, S. 99. Auf dem Markt waren auch Kaufleute als Aufkäufer tätig, die mit diesen Papieren versuchten, ihren betrügerischen Bankrott zu kaschieren, indem sie ehemals werthaltige Papiere in ihre Bücher nahmen, den Kauf vordatierten und so eine externe Ursache für ihre Zahlungsunfähigkeit fingierten.

74 Procès-verbaux, Police judiciaire, 2e Arrondissement, Section des Italiens, 30.9.1851 und 8.10.1851; Note, 6.10.1851; Verfügung Préfet de Police an Commissaire délégué près le Tribunal de simple police, 14.11.1851; Schreiben Tribunal de police municipale de la Ville de Paris an Préfet de Police, 21.11.1851, APP, DA/351.

75 Bericht der Police municipale an Préfet de Police, 21.10.1857, APP, DA/351: »Il n'est pas jusqu'à une vieille femme, que nous avons aperçue là, colportant des papiers de toutes couleurs dans son cabas faisant son marché avec la sécurité la plus naïve.« La Méchain ist eine Informantin des Kreditaufkäufers Busch im Roman »L'Argent«. Dieser bestreitet seinen Lebensunterhalt neben Kulissengeschäften mit dem Ankauf und der Verwertung notleidender Kredite. Beide arbeiten vertrauensvoll zusammen, da La Méchain (man beachte die ähnliche Lautung »la méchante« – die Bösertige, Miese) ein gut gehendes Geschäft hat und deshalb Busch nicht auf eigene Rechnung hintergehen muss. Sie vermietet monatsweise windschiefe Hütten in einer weitläufigen Barackensiedlung, der Cité de Naples, die ihr gehört. Ihr größtes Laster aber sei das Spiel an der Börse. Zola, L'Argent, S. 16f. und 27f.

76 »Le Marché de Paris«, in: Le Monde Illustré, 19.3.1898.

Auch in erzählenden Quellen werden die »tricoteuses du péristyle« (die Strickerinnen im Wandelgang der Börse), die »alten Mädchen«, Witwen und »vieilles harpies« dem Spott der schreibenden Beobachter und der Leser und Leserinnen der Pariser Journale ausgesetzt, da sie nicht den bürgerlichen Rollenerwartungen gerecht wurden und ihre häuslichen Pflichten vergäßen.<sup>77</sup> Sie taten etwas in der Öffentlichkeit, was den Männern vorbehalten schien: Sie handelten mit bunt bedruckten und offiziös wirkenden Wertpapieren in der Hoffnung, den Markt zu überlisten.

Die meisten seien dem Aussehen nach Angehörige der neuen Mittelklassen, so ein zeitgenössischer Beobachter, der deren Unwissenheit in ökonomischen Dingen schlicht voraussetzte und diese als »bas-bleus de l'agiotage« abwertete, analog zur Verunglimpfung gebildeter, emanzipierter Frauen als »Blaustrümpfe«. Die Assoziation der »bas bleus« mit der *agiotage* war doppelt pejorativ, denn der Begriff zielte nicht auf ein konkretes Börsengeschäft (das Differenzgeschäft), sondern allgemein auf eine als negativ und unseriös wahrgenommene Form der Spekulation.<sup>78</sup> Weil die in großen Bündeln gehandelten *Penny-stocks* bei vermögenslosen Spekulanten beiderlei Geschlechts Anklang fanden, behauptete dieser Autor zwar: »L'agiotage n'a plus de sexe«. Mit der angeblichen Geschlechtsneutralität war es freilich nicht weit her, die moralische Bewertung der Akteure war deutlich gegendert: Derselbe Autor erlaubte sich eine spezifische Mischung von Mitleid und Abscheu gegenüber den »mégères« und ihren moralischen und körperlichen Unzulänglichkeiten, die bei Männern kaum denkbar gewesen wäre.<sup>79</sup> Ebenso scheinen von dieser abwertenden Rhetorik die bürgerlichen Frauen ausgenommen zu sein, die sich abends in der Wandelhalle des »Crédit Lyonnais« am Boulevard des Italiens einfanden: Sie werden in populären Quellen nicht erwähnt, denn sie entstammten einer anderen sozialen Schicht und agierten im halböffentlichen Raum der Bank.<sup>80</sup>

Das Bild der spekulierenden Frau in erzählenden Quellen ist letztlich uneindeutig: Einerseits stammten sie aus allen Schichten, aus Mittelklassen, Bürgertum und Adel; nur dass Frauen aus den letztgenannten Gruppen natürlich selten auf der Straße handelten, schon gar nicht bei den *pieds humides*.<sup>81</sup> Andererseits dominierte die spekulierende, eher ärmliche Witwe als besonders pittoreskes Motiv das Bild: die »créatures d'âge incertain

77 Die Zitate in: *Callet*, *Chronique*; ähnlich die Handbücher: *Paul Roué*, *Code pratique de la bourse*, Paris [1908], S. 61f.; sowie das bis 1905 in 16 Auflagen erschienene Werk (73.000 Stück bis 1941) von *S. Robert-Milles*, *Grammaire de la bourse. Traité pratique élémentaire des opérations de bourse*, Paris/Sévin 1900, S. 296f.; literarisch: *Zola*, *L'Argent*, S. 11 und 16f.

78 *Leo Lespès*, *Courrier de Paris*, in: *Gazette Pittoresque*, 28.1.1855. Der Begriff des Blaustrümpfs (*bas-bleus*) wurde im England des 19. Jahrhunderts mit Verweis auf die Anfang der 1750er-Jahre gegründete »Blue Stockings Society« geprägt, einen literarischen Salon, den zahlreiche gebildete Frauen frequentierten.

Die Vorwürfe gegen *agioteurs* standen in der Tradition der Wucherkritik; sie wurden in der Aufklärung, verstärkt nach der Revolution 1789 und während der Terreur erweitert und verschärft. Vor allem mit Blick auf Warentermingeschäfte wurde der Vorwurf des Hamsterns und der Preistreiberei erhoben. Seitdem war *agiotage* in der politischen Sprache des 19. Jahrhunderts zu einem absoluten Negativbegriff geworden, im Gegensatz zur Tätigkeit des angeblich ernsthaften *actionnaire*. *Anette Höfer*, *Agiotage. Agioteur*, in: *Rolf Reichardt/Hans-Jürgen Lüsebrink* (Hrsg.), *Handbuch politisch-sozialer Grundbegriffe in Frankreich 1680–1820*, Bd. 12, München 1992, S. 7–29, hier: S. 28f. Die Tätigkeit der Agioteurs der Kulisse wurde dabei unmittelbar in den Zusammenhang von Schleichhandel und unsauberen illegalen Geschäften gestellt: »[ils] agiotaient, trafiquaient et tripotaient«, zit. nach: ebd.

79 *Lespès*, *Courrier de Paris*.

80 *Alfred Colling*, *La prodigieuse histoire de la Bourse*, Paris 1949, S. 301 und 318; *Maurice Mogenet*, *Un siècle d'économie française 1863–1963*, Paris 1963, S. 76; *Pierre Casselle*, *Paris républicain 1871–1914*, Paris 2003, S. 228f.

81 *Hissung-Convert*, *La spéculation boursière face au droit 1799–1914*, S. 94f.



[...], *épaisse matrones ou sèches usurières*« in zusammengewürfelter Kleidung: Kreaturen unklaren Alters, stämmige Matronen und hagere Wucherinnen.<sup>82</sup> Einerseits verfolgten sie wie ihre männlichen Gegenstücke eine eher aktive, kurzfristige Anlagestrategie und schienen durchaus zu wissen, wie die Transaktionen funktionierten. Andererseits wurde ihnen von Geschlechts wegen ökonomische Unkenntnis unterstellt.

In Grafiken, Daguerreotypien und frühen Fotografien zeigt sich die demgegenüber eindeutige visuelle Codierung des »männlichen« Börsenhandels. Die Menge der Spekulanten und Makler wird als ernsthaft blickende, gelegentlich hektisch gestikulierende Männer gezeigt, dunkel gewandet und mit hohem Zylinder. Auf dieses Accessoire wollten selbst die »habitues de l'Extérieur« nicht verzichten, die nicht zum Parkett zugelassenen Kulissenhändler und *pieds humides*.<sup>83</sup>

Die visuellen Repräsentationen spekulierender Frauen spiegelten wiederum die Uneindeutigkeit und Mannigfaltigkeit des Phänomens. Grafiken aus dem letzten Drittel des 19. Jahrhunderts pflegten nämlich zwei entgegengesetzte Darstellungsstrategien. Eine war offen misogyn, etwa »La Bourse des femmes« des bekannten Grafikers Paul Renouard (1845–1924), der in karikaturhaftem Stil eine Gruppe alter Frauen mit Einkaufskörben einem feisten Börsenmakler gegenüberstellte.<sup>84</sup> Ein anderer Künstler präsentierte in »Bravant le qu'en dira-t-on« (dem Gerede der Leute trotzend) eine Gruppe Frauen, die Gerüchte austauschen, sich untereinander beraten, von einem Herrn mit Zylinder belehrt werden und einem Makler, der innerhalb des Gitters mit seinem Notizbuch wartet, ihre Orders mitteilen. Die offensichtlich älteren Frauen sind mit ihren altmodischen Hauben, wärmenden Plaids und festem Schuhwerk deutlich als Angehörige nichtbürgerlicher Schichten gekennzeichnet. Sie bringen – mutmaßlich – das Vermögen des verbliebenen Gatten durch, während im Hintergrund zwei junge Mütter mit Kindern als moralische Kontrastfolie fungieren (Abbildung 1).<sup>85</sup>

Ganz anders dagegen »La joueuse discrète«, eine junge, bürgerliche, à la mode gekleidete Dame, die ihrem Makler diskret, aber mit bestimmter Geste Anweisungen erteilt und kritisch die Angaben in seinem Notizbuch mustert (Abbildung 2). Beide Karikaturen, die als Ausschnitte in einer Akte der Pariser Polizeipräfektur liegen, scheinen sich aufeinander zu beziehen. Sie sind stilistisch ähnlich und die Szenerie ist spiegelbildlich, aus entgegengesetzten Perspektiven dargestellt.<sup>86</sup>

Auch Paul Renouard stellte einige »Intéressées aux affaires« als schick gekleidete Damen mit Pelzkragen dar, die vor dem Börsenpalast am Gitter vorbeidefilieren.<sup>87</sup> Eine wei-

82 *Charles Buet*, Gens de sac et de... bourse. Notes au courant de la plume, in: *Paris Illustré*, 1.11.1885, Nr. 37, H. »La Bourse«, S. 222–223.

83 Vgl. eine Sammlung von Zeitungsausschnitten in: APP, DB/188, Dossier »Bourse«. Ende des Jahrhunderts fanden sich – selten – auch einige Herren mit Melone ein. Weitere Beispiele finden sich in: *Marnin Young*, Capital in the Nineteenth Century. Edgar Degas's Portraits at the Stock Exchange in 1879, in: *nonsite.org*, 15.12.2014, URL: <<http://nonsite.org/article/capital-in-the-nineteenth-century>> [3.2.2016].

84 »La Bourse des femmes«, in: *Paris Illustré*, 1.11.1885, Nr. 37, H. »La Bourse«, S. 221. Das Heft wurde von Paul Renouard gestaltet und enthält gelungene Charakterstudien von Akteuren des Finanzplatzes.

85 Lithografie »Bravant le qu'en dira-t-on«, APP, DB/188, Dossier »Bourse«.

86 Lithografie »La joueuse discrète«, APP, DB/188, Dossier »Bourse«. Bemühungen, Autorschaft und Druckort der auch stilistisch zusammengehörigen Karikaturen zu verifizieren, waren leider vergeblich.

87 Lithografien »Intéressées aux affaires«, »Le public des tribunes«, in: *Paris Illustré*, 1.11.1885, Nr. 37, H. »La Bourse«, S. 212 und 210. Das zweite Bild zeigt eine Rückenansicht von fünf sich über das Geländer der Tribüne beugenden Personen, darunter zwei Frauen. »L'escalier du télégraphe« (ebd., S. 211) zeigt die dunklen Umrisse der Personen auf der großen Freitreppe – darunter im Vordergrund den Schattenriss einer Dame.

Abbildung 1: »Bravant le qu'en dira-t-on«



tere, kolorierte Lithografie Renouards lässt auf den ersten Blick nicht einmal eine Spekulantin erkennen: Eine junge Dame in aufwendigem blauen Kleid, mit Hütchen und Schirm sitzt bei einem Erfrischungsgetränk vor einem Bistro. Aufmerken lässt, dass sie allein dort sitzt, ihr Notizbuch in der Hand, vor dem Palais Brongniart, dessen markante Säulenreihen Pariser unschwer wiedererkantten (Abbildung 3).<sup>88</sup> Das Motiv war offenbar so viel-sagend und repräsentativ, dass Renouard es einer Ausgabe von »Paris Illustré« über die Pariser Börse als Titelblatt voranstellte. Dieselbe junge Dame mit dem auffälligen Schirm stellte Renouard in einer weiteren Grafik vor die Menge der männlichen Börseninter-essierten, die abends vor den sich schließenden Toren des »Crédit Lyonnais« drängelte, um die letzten Geschäfte zu tätigen (Abbildung 4).<sup>89</sup> Beide Grafiken mit der jungen Dame zeigen eine sonderbare Mischung aus Nähe und Distanz zum Börsengeschehen, ein ge-wisses Gefühl der Fremdheit und Verlassenheit: Die junge Frau fixiert den Betrachter. Sie gehört ganz offensichtlich nicht dazu, das hat sie letztlich mit den »alten Witwen« gemein. Sie steht inmitten der männlichen Spekulanten und doch abseits.

Wie und in welchem Umfang (klein-)bürgerliche Frauen auf dem Finanzmarkt handel-ten, ist bei der derzeitigen Forschungslage für Frankreich unklar. Wer aus Schicklichkeit vom Geschehen im und um den Palais Brongniart Abstand hielt, konnte auch über Ban-ken und Mittelsmänner spekulieren. Offenbar hielten auch die im Zivilrecht eingeschränk-ten Verfügungsrechte von Ehefrauen über Vermögen und Mitgift diese nicht davon ab, Aktienemissionen zu zeichnen oder Börsenorder zu erteilen – ohne Einverständnis des Gatten und notfalls unter dem Mädchennamen. Je nach Güterstand der Frau hatte das im

88 Kolorierte Lithografie »La Bourse«, Titelblatt von: Paris Illustré, 1.11.1885, Nr. 37, H. »La Bourse«, S. [209].

89 »La petite bourse du soir au Crédit lyonnais«, in: ebd., S. 220.

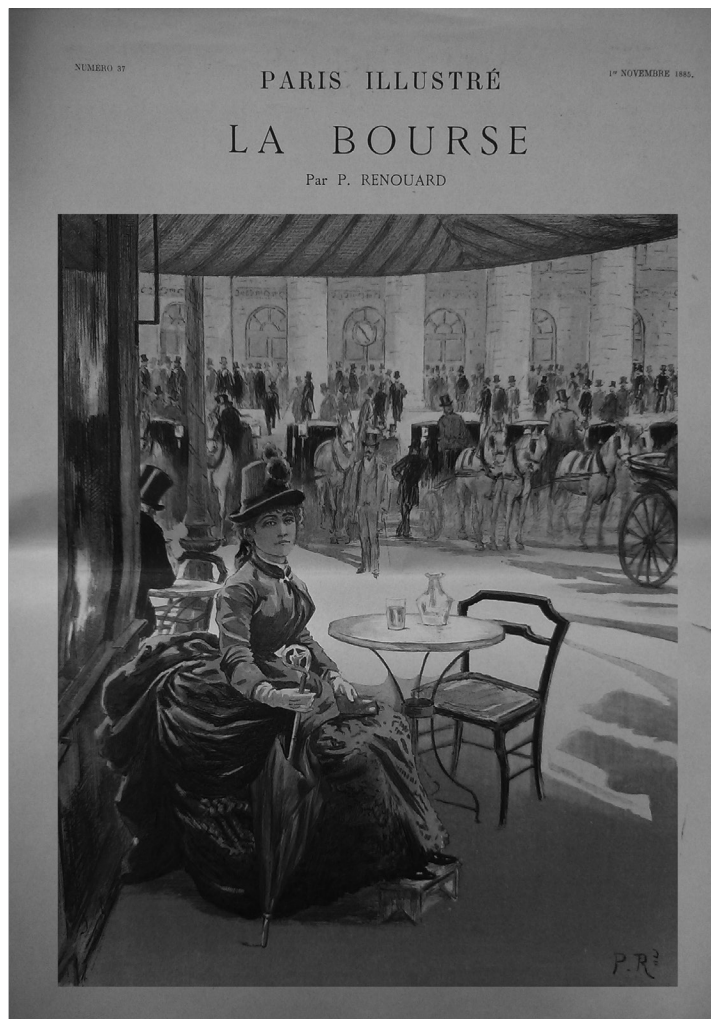
Abbildung 2: »La joueuse discrète«



Konfliktfall unterschiedliche Konsequenzen. Eine Frau, die dem Dotalrecht unterlag, konnte nicht über die unveräußerliche Mitgift verfügen; die Zeichnung war von vornherein (ex tunc) null und nichtig und die Aktiengesellschaft konnte keine Ansprüche durchsetzen. Bei Gütertrennung war die Zeichnung zwar ohne das Einverständnis des Ehemannes ebenfalls nichtig, der getäuschten Aktiengesellschaft stand aber Schadenersatz zu. Eine Börsenorder ohne Einwilligung des Mannes begründete dagegen eine Schadenersatzpflicht des Maklers gegenüber dem Ehemann und sogar gegenüber der Frau, selbst wenn diese den Makler über ihren Güterstand getäuscht hatte.<sup>90</sup> Diese Einschränkungen der Geschäftsfähigkeit der Frau galten freilich für die in den erwähnten populären Darstellungen gängigen stereotypen Witwen nicht: Sie konnten ohnehin frei über ihr Vermögen verfügen.

<sup>90</sup> *Onésime Masselin*, Dictionnaire juridique. Législation et nouvelle jurisprudence en matière de finance et sociétés, sur les opérations de banque, bourse et coulisse [...], Paris 1888, S. 136–140; *Auguste Vavasour*, Bulletin, in: Revue des Sociétés, 1899, H. 9, S. 481–486, hier: S. 483.

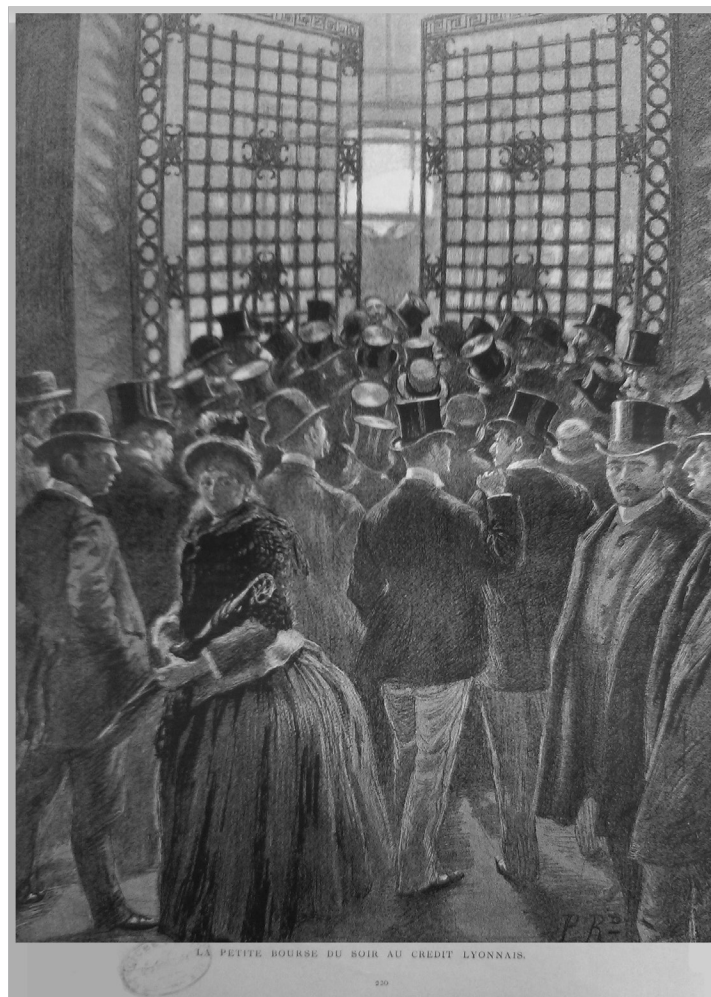
Abbildung 3: Titelblatt »La Bourse«



»Gegenderte« normative Quellen und moralisierende Diskurse schließen Frauen zwar aus dem Handlungsfeld Spekulation diskursiv aus und codieren dieses »männlich«.<sup>91</sup> Über die soziale Praxis ist damit aber nichts gesagt. Hier besteht noch Forschungsbedarf. Frauen wurden seit der Aufklärung aus den Handlungsfeldern Spekulation und Geldanlage und aus dem Wirtschaftsleben insgesamt diskursiv eskamotiert, ihre Eignung für politische und ökonomische Führung systematisch negiert. Ungewöhnlich lange hat dieses ideologische Hintergrundrauschen den Blick der Forschung für die ökonomischen Handlungsmöglichkeiten von Frauen verstellt. Erst in den letzten Jahren konnte gezeigt werden, dass der Transfer ökonomischen Wissens und ökonomischer Praktiken weniger geschlechts- als schichtenabhängig war. Auch für die Rolle von Frauen für die Unternehmensfinanzierung, unternehmerische Netzwerke und im Einzelfall für die Unternehmensführung wurde

91 Stäheli, Spektakuläre Spekulation, S. 265–287.

Abbildung 4: »La petite bourse du soir au Crédit lyonnais«



die Relevanzfrage neu gestellt. Das Investitionsverhalten von Frauen (und Männern) des 19. Jahrhunderts darf zudem nicht nach heutigen Rationalitäten beurteilt werden. Die bis heute verbreitete Annahme, Frauen bevorzugten risikoaverse und konservative Investitionen, ist wegen der ihr zugrunde liegenden geschlechtsspezifischen Erwartungshaltung zweifelhaft. Angesichts der kürzeren Lebenserwartung vor und während des demografischen Umbruchs konnte beispielsweise eine risikoreiche, schneller zu Gewinn führende Investitionsstrategie durchaus rational sein. Genauso ist die Vorstellung eines nicht nur diskursiven, sondern tatsächlichen Ausschlusses von Frauen aus der Geldökonomie kritisch zu hinterfragen.<sup>92</sup>

92 Yves Cohen, *Le siècle des chefs. Une histoire transnationale du commandement et de l'autorité 1890–1940*, Paris 2013, S. 275–277 und 376–378; David R. Green/Alastair Owens/Josephine Maltby (Hrsg.), *Men, Women, and Money. Perspectives on Gender, Wealth, and Investment 1850–1930*, Oxford/New York etc. 2011; Anne Laurence/Josephine Maltby/Janette Rutterford,

## V. WEITERFÜHRENDE ÜBERLEGUNGEN

Die Frage nach der Teilhabe von M. et Mme Tout-le-monde, von Jedermann und Jedefrau am französischen Kapitalismus lässt sich nicht nur mit Verweis auf jenen Teil der Mittelklassen und des Bürgertums beantworten, die in der französischen Vermögenshierarchie statistisch greifbar waren. Der Sinn solcher Platzhalternamen – wie auch »M. Untel« und »Mme Unetelle«, »Joe Sixpack« oder der deutsche »Ottonormalverbraucher« – wäre doch stark eingeschränkt. Auf Umwegen kann man jenen Kleinanlegern auf die Spur kommen, die nicht über Nachlassakten, Steuerakten, Anleihe- und Aktienregister erfasst werden können – weil sie nur in Bereichen aktiv wurden, die sich dem ordnenden Zugriff des Steuerstaats und der Verwaltung von Schuldtiteln entzogen. Dazu gehören der Kulissenhandel in seinen verschiedenen Facetten und die *officines* mit ihren intransparenten, oft bevorzugt an Kleinanleger gerichteten Produkten.

Trotz des oft kleinen Volumens einzelner Transaktionen können die Geschäfte auf dem grauen Finanzmarkt aussagekräftig sein für die Frage nach der Verbreitung von Finanzmarktwissen und für die massenhafte Akzeptanz des Kapitalismus durch Mitmachen, durch Spekulation. Das sind mehr als nur pittoreske Aperçus auf einem Nebenschauplatz der Geschichte der Finanzmärkte. Es handelt sich um Schnittstellen zwischen Finanzmarkt und Öffentlichkeit, an denen sich am Beispiel der Spekulation die Verallgemeinerung kapitalistischer Praktiken zeigen lässt.

Eine Sozialgeschichte des französischen Kapitalismus, die solche Formen der Partizipation und der Aneignung von Praktiken untersucht, darf allerdings nicht von den fundamentalen Ungleichheitsstrukturen absehen, die der Industrie- und Finanzkapitalismus fortschrieb und (meist) verschärfte. Auch bei diesen »neuen« Anlegern, Spekulantinnen und Spekulanten stellt sich die Frage nach sozialer Ungleichheit: erstens mit Blick auf das materielle Vermögen, das sie »nach unten« (wo es völlig fehlte) und »nach oben« (wo es ungleich größer, ja immens war) abgrenzte<sup>93</sup>; zweitens mit Blick auf Vermögen im übertragenen Sinn von Handlungsfähigkeit und Kompetenz, Informations- und Marktzugang.<sup>94</sup>

Damit hängt die Frage nach der ökonomischen Ratio der Akteure zusammen und nach ihrem Verständnis von Risiko und Chance. Denn offensichtlich wollten nicht alle Kleinanleger – Männer wie Frauen – dem für sie propagierten Sicherheitsdenken folgen. Ein Teil von ihnen tat das Gegenteil von dem, was ihnen die zeitgenössische Ratgeberliteratur ans Herz legte: Sie handelten (bewusst oder unbewusst) gerade nicht risikoavers; hatten nicht genügend Vermögen zur Diversifikation; interessierten sich für Verbriefungen, Los-

Introduction, in: *dies.* (Hrsg.), *Women and Their Money 1700–1950. Essays on Women and Finance*, London 2009, S. 1–29, hier: S. 1–5; *Gunilla-Friederike Budde*, Bürgerinnen in der Bürgergesellschaft, in: *Peter Lundgreen* (Hrsg.), *Sozial- und Kulturgeschichte des Bürgertums. Eine Bilanz des Bielefelder Sonderforschungsbereichs (1986–1997)*, Göttingen 2000, S. 249–271, hier: S. 250–254; *Sandra Maß*, Formulare des Ökonomischen in der Geldpädagogik des 18. und 19. Jahrhunderts, in: *WerkstattGeschichte* 2011, Nr. 58, S. 9–28, hier: S. 6f. und 16f.; *Sandra Maß*, *Kinderstube des Kapitalismus? Monetäre Erziehung im 18. und 19. Jahrhundert*, München 2016 (im Erscheinen); *Christiane Eifert*, *Deutsche Unternehmerinnen im 20. Jahrhundert*, München 2011, S. 9–15.

93 Adeline Daumard stellt die berechtigte Frage, ob nicht gerade das Vorhandensein kleiner Sparsummen das Gefühl der Frustration von Unterschichten und unteren Mittelklassen noch verschärfte, angesichts der auf dem politischen Massenmarkt omnipräsenten Berichterstattung über Superreiche, Spekulationsgewinne und politisierte Finanzskandale. *Adeline Daumard*, *Problèmes généraux et synthèse des résultats*, in: *dies.*, *Les fortunes françaises au XIXe siècle*, S. 1–177, hier: S. 177.

94 Einen solchen weiten Begriff des Vermögens im Sinn von »vermögen, etwas zu tun« schlägt Simone Derix vor: *Simone Derix*, *Die Thyssens. Familie und Vermögen*, Paderborn 2016 (im Erscheinen).

anleihen und ausländische, oft exotische Papiere.<sup>95</sup> Doch darf über vermeintlich irrationales Handeln von Akteuren nicht im Lichte einer angeblich überzeitlichen und abstrakten Rationalität geurteilt werden, die zum Ex-post-Urteil neigt: Als rational erscheint, was erfolgreich war.<sup>96</sup> Wer das Spiel suchte, erwarb eine Losanleihe – das war ganz folgerichtig. Ende des 19. Jahrhunderts waren offenbar viele Kleinanleger nicht mehr mit der Regelmäßigkeit und Zuverlässigkeit kleiner Zinszahlungen zu beeindrucken; sie suchten zunehmend die großen, wenn auch seltenen Gewinnchancen. So lockten bei den städtischen Anleihen von Paris nicht die Vielzahl kleiner Loszuteilungen die Anleger, sondern die wenigen großen Lose. Auf diesen Effekt setzten also nicht nur *officines*, sondern sogar öffentliche Emittenten.<sup>97</sup>

Mangels Quellen ist es schwer, Motivstruktur, Erfahrungen und Kenntnisse dieser Anleger näher zu charakterisieren, ohne ungebührlich zu psychologisieren. Der erwähnte Ökonom Alfred Neymarck vereinte eine profunde Kenntnis des Pariser Finanzplatzes mit einem eher pessimistischen Menschenbild und beobachtete ein typisches Verhaltensmuster bei »neuen«, nicht professionellen Spekulanten: Nach den ersten erfolgreichen Transaktionen nehme das Risikobewusstsein bis hin zum Kontrollverlust ab; Ratschläge würden nur gesucht, um eigene Vorannahmen bestätigt zu finden – nur dann würden sie auch akzeptiert; gerade die kleinen Anleger, die nach außen betonten, nicht spekulieren zu wollen, schienen nichts mehr zu ersehnen als die Chance auf den großen Coup: »Le public est joueur«.<sup>98</sup>

Die Fähigkeit dieser Personen zur Wahrnehmung und Bewertung von Risiken ist freilich quellenmäßig schwer greifbar. Doch wäre es überraschend, wenn ihre Finanzkompetenz größer gewesen wäre als jene heutiger Zeitgenossen. Denn trotz des allgemein gestiegenen Bildungsniveaus fehlt vielen Menschen immer noch grundlegendstes Wissen über ökonomische Fakten, Konzepte und kausale Zusammenhänge. Damit einher gehen eine häufig falsche Selbsteinschätzung der eigenen Kenntnisse, mangelndes Verständnis für grundlegende Rechenoperationen (Prozentrechnung, Zins und Zinseszins, nominaler und effektiver Zins), für einfache Formen statistischen Denkens (Bewertung der Chancen eines Lotterie-

95 Kang/Seck, *Les épargnants et le marché financier*, S. 335f.; Neymarck, *Que doit-on faire de son argent?*, S. 365–371 und 504–507. Die von Alfred Neymarck präsentierten Musterdepots für »petits rentiers« und »petits capitalistes«, die Anlagen »de tout repos« wählen sollten, waren nur mit einem gewissen Vermögensstock realisierbar. Ähnliches riet der liberale Ökonom und Publizist Paul Leroy-Beaulieu (1843–1916), der seit 1878 den Lehrstuhl für politische Ökonomie am Institut de France innehatte: *Paul Leroy-Beaulieu, L'art de placer sa fortune*, Paris 1906, S. 89–100 und 205–212. Im Grunde gaben die Autoren dieselben Tipps, die heute noch gelten: nur Titel, die regelmäßig und in großem Volumen gehandelt werden; diversifizieren; nur bekannte Firmen mit nachvollziehbarer Geschäftsidee, über deren Geschäft, Gremien, Geschäftskontakte und Geschäftszahlen Informationen verfügbar sind; nur vermittelt über große Banken oder am Ort etablierte Finanzhäuser, nicht bei unbekanntem oder neu gegründeten Instituten; nicht auf der Basis von Prospekten, Rundschreiben, Flugblättern oder Finanzzeitschriften; keine Arbitrage-Geschäfte, schon gar nicht auf ausländischen Märkten; nur Geschäfte, die sofort liquidiert werden – also keine Leerverkäufe (*à découvert*) oder kreditfinanzierten Käufe (*de report*) oder Ähnliches.

96 Lutz, *Akteurszentrierter Institutionalismus*, S. 50f.

97 Bei Pariser Kommunalanleihen betrug der Hauptgewinn in der 1. Ziehung beispielsweise bis zu 100.000 Francs, in der 2. Ziehung 10.000 Francs und schließlich 1.000 Francs – diese Staffe-lung etablierte sich ab 1855 als Standard. Einen ähnlichen Effekt konnte in den 1950er-Jahren die französische Nationallotterie feststellen. Als sie ihre Ziehungen auf eine große Zahl kleinerer und mittlerer Losgewinne umstellte, sank das Interesse, obwohl die Wahrscheinlichkeit eines Gewinns stieg. Die Lotterie stellte deshalb wieder auf wenige große Gewinne um. *Gallais-Hamonne, La création d'un marché obligatoire moderne*, CD-Rom, Annexe I.

98 Neymarck, *Que doit-on faire de son argent?*, S. 31–33 und 506f., das Zitat S. 28f.; ein treffendes literarisches Beispiel für dieses Verhalten bietet die Beschreibung des Ehepaars Maugendre bei: *Zola, L'Argent*, S. 200–204.

gewinns oder eines Ausfallrisikos) und für das Konzept der Wahrscheinlichkeit als solches. In einer einzigen Entscheidungssituation mehrere Faktoren wie Risikoabschätzung, Zeithorizont der Anlage, Kosten, Liquidität, Spesen eines vorzeitigen Rückkaufs und schließlich Verzinsung zu kombinieren, stellt für Anleger bis heute eine Herausforderung dar.<sup>99</sup>

Die von der Geschichtswissenschaft inzwischen systematisch in Angriff genommene Analyse von Strukturen und Institutionen verschiedener Märkte bietet die nötige Grundlage, um in dieser Richtung weiterzudenken. Sozialwissenschaftliche und historische Arbeiten zu diskursiven Strategien von Akteuren und zu Prozessen der Institutionalisierung von Märkten liegen inzwischen ebenfalls vor. Das Beispiel spekulierender Frauen, deren Präsenz an der Börse heftig und hämisch diskutiert wurde, zeigt, wie aufschlussreich solche Zugriffe sein können: Die scharfe diskursive Ausschließung von Frauen vom Finanzplatz sollte dessen Stabilisierung und Professionalisierung dienen, wobei alte Vorurteile über leidenschaftliche und hinterlistige, Männer täuschende und instrumentalisierende Frauen aufschienen.<sup>100</sup>

Eine Sozialgeschichte des Kapitalismus muss das spekulative Handeln von Frauen und kleinen Anlegern als Untersuchungsobjekt eigenen Rechts behandeln. Denn diese Akteure waren nicht nur als Konsumentinnen und Konsumenten, als Lohnempfängerinnen und -empfänger in den Kapitalismus integriert. Sie wollten auch als Anleger, Spekulantinnen und Spekulanten in einer Mischung aus »*désir et crainte*« an der von Zola beschriebenen »*grande loterie de la spéculation*« teilhaben und legitimierten so den Kapitalismus durch Mitmachen.

99 Inga Wobker/Peter Kenning/Marco Lehmann-Waffenschmidt u. a., What Do Consumers Know about the Economy? A Test of Minimal Economic Knowledge in Germany, in: *Journal of Consumer Protection and Food Safety* 2014, S. 231–242, hier: S. 239–241; Marco Monti/Riccardo Boero/Nathan Berg u. a., How Do Common Investors Behave? Information Search and Portfolio Choice among Bank Customers and University Students, in: *Mind & Society* 11, 2012, S. 203–233, hier: S. 210–212. Weiterführende Hinweise zum Thema statistisches Denken beim Nestor der Forschungsrichtung in Deutschland: Gerd Gigerenzer, How I Got Started. Teaching Physicians and Judges Risk Literacy, in: *Applied Cognitive Psychology* 28, 2014, S. 612–614. Alfred Neymarck erkannte vor 100 Jahren den Nachholbedarf an finanzieller Bildung, der durch sozialen Aufstieg, eine steigende Sparquote und die Expansion des Finanzmarkts virulent wurde. Die wachsende Zahl der Besitzenden brauche ein breites Börsengrundwissen, umso mehr, als das Anlageverhalten gerade der Kleinanleger immer aktiver werde. Nötig sei nicht nur die Vermittlung technischer Kenntnisse über Finanztransaktionen (*instruction financière*), sondern auch die Vermittlung charakterlicher Qualitäten an künftige Anleger, eine *éducation financière* im emphatischen Sinn, die klassische bürgerliche – im Kern »männliche« – Tugenden stärken sollte: Ausdauer (*persévérance*), Geduld (*patience*) und eine gewisse Kaltblütigkeit (*sang-froid*) in Finanzdingen. Mit seinen zahlreichen Publikationen etablierte er sich geschickt in dieser Bildungslücke: Neymarck, *Que doit-on faire de son argent?*, S. 8–11, 21–24, 30 und 33f.

100 Thompson, *The Virtuous Marketplace*, S. 146–149 und 154–156; Artikel »Jeu«, *Hissung-Convert*, *La spéculation boursière face au droit 1799–1914*, S. 328; Lynn Hunt, *The Many Bodies of Marie-Antoinette. Political Pornography and the Problem of the Feminine in the French Revolution*, in: Dena Goodman (Hrsg.), *Marie-Antoinette. Writings on the Body of a Queen*, New York 2003, S. 117–138, hier: S. 120–122 und 131–134. Urs Stäheli geht für die USA von einer weitgehenden Universalisierung der Spekulation Ende des 19. Jahrhunderts aus (nach Zulassung von Kulissenhandel, Optionen und Futures), sodass liberale Ordnungsvorstellungen (die sozialistische und konservative Börsen- und Wucherkritik bleibt außen vor) nur noch wenige Ansatzpunkte für eine Abgrenzung des eigenen, professionellen und vermeintlich rationalen Spekulierens fanden: Frauen und Unterschichten, also Uninformierte, denen spekulative Übertreibungen und Hysterien angelastet wurden. Dabei interessiert sich Stäheli nicht für deren Handeln, sondern für die Diskurse der anderen über die Frauen, für die »gegenderten« Codierungen des Markts und seiner Akteure, die auf weiblich codierte Massen-Semantiken zurückgriffen; Stäheli, *Spektakuläre Spekulation*, S. 265–287.