AgEcon SEARCH
RESEARCH IN AGRICULTURAL & APPLIED ECONOMICS

The World's Largest Open Access Agricultural & Applied Economics Digital Library

This document is discoverable and free to researchers across the globe due to the work of AgEcon Search.

Help ensure our sustainability.

Give to AgEcon Search

AgEcon Search
http://ageconsearch.umn.edu
aesearch@umn.edu

*Papers downloaded from **AgEcon Search** may be used for non-commercial purposes and personal study only. No other use, including posting to another Internet site, is permitted without permission from the copyright owner (not AgEcon Search), or as allowed under the provisions of Fair Use, U.S. Copyright Act, Title 17 U.S.C.*

Schriften der Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften des Landbaues e.V.

Jung, J.: Warenterminbörse und Clearingbank: Auswirkungen für die Land- und Ernährungswirtschaft. In: Berg, E.; Henrichsmeyer, W.; Schiefer, G.: Agrarwirtschaft in der Informationsgesellschaft. Schriften der Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften des Landbaues e.V., Band 35, Münster-Hiltrup: Landwirtschaftsverlag (1999), S.95-101.

Schriften der Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften des Landbaues e. V., Bd. 35, 1999, S. 95 - 101

WARENTERMINBÖRSE UND CLEARINGBANK: AUSWIRKUNGEN FÜR DIE LAND- UND ERNÄHRUNGSWIRTSCHAFT

von

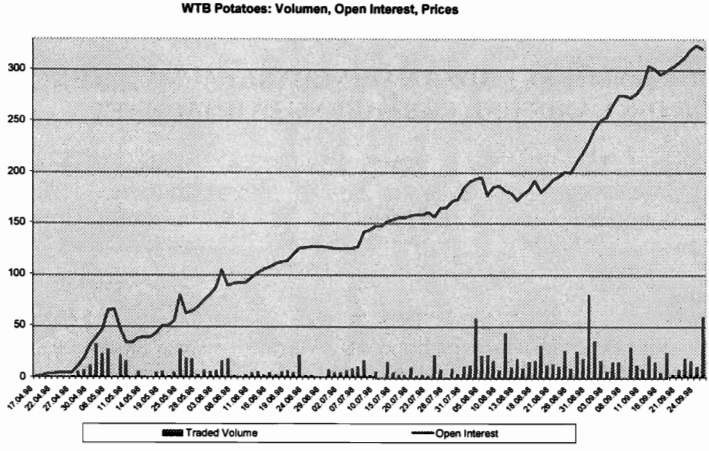
J. JUNG*

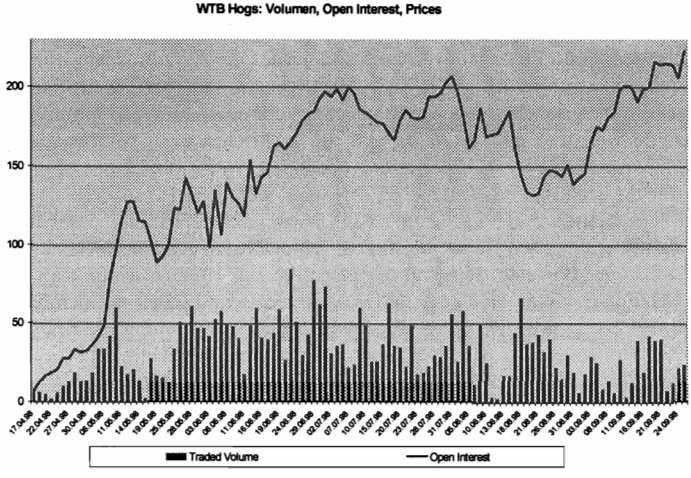
1 Einleitung

Bereits ab 1993 wurde diskutiert, in Deutschland eine Warenterminbörse für den Handel in Agrarprodukten zu etablieren. Nachdem sich einige Fürsprecher und Sponsoren gefunden hatten, wurde schließlich ein in Börsenfragen renommiertes Institut, das Catalyst-Institut aus Chicago, USA, beauftragt, eine Machbarkeitsstudie über eine Warenterminbörse in Deutschland zu erstellen. Die Arbeiten hieran wurden 1995 abgeschlossen. Als Ergebnis wurden die Rahmenbedingungen festgestellt, unter denen ein Terminhandel auf die Basisprodukte Schlachtschweine und Weizen erfolgversprechend gestartet werden könnte. Es dauerte dann bis Mai 1996, bis eine ausreichende Anzahl von Interessenten aus der Agrarbranche gefunden wurde, die sich bereit erklärten, als Aktionäre einer Beteiligungsgesellschaft an der Warenterminbörse zur Verfügung zu stehen. Diese wurde sodann als Europäische Warenterminbörse Beteiligungs Aktiengesellschaft (EWB) gegründet und hält inzwischen 61 % des Grundkapitals der Warenterminbörse Hannover AG. Letztere wurde Juli 1996 gegründet und dient als Trägergesellschaft für die rechtlich unselbständige, öffentlich-rechtliche Börsenorganisation. Die Genehmigung zum Betrieb der Börse wurde vom Wirtschaftsministerium des Landes Niedersachsen im Januar 1997 erteilt, und von diesem Zeitpunkt an wurden die konkreten Arbeiten für den Aufbau der Börseninfrastruktur begonnen. Im Juli 1997 entschied man sich endgültig, für die Clearing-Funktion eine gesonderte organisatorische Einheit mit den Funktionen eines Kreditinstitutes zu gründen. Die Aufbauphase endete in der Aufnahme des Handels am 17. April 1998 mit einem Future auf Schlachtschweine und Speisekartoffeln als Handelsprodukte. Die Produktpalette der WTB wird Anfang des kommenden Jahres mit weiteren Produkten aus dem Agrarbereich (Weizen) und einem Future auf Altpapier, dem neuen Sekundärrohstoff-Segment der WTB, ergänzt.

Nach mittlerweile gut fünf Monaten Handelstätigkeit läßt sich folgende Zwischenbilanz ziehen: Das Transaktionsvolumen und das „Open Interest„ (Anzahl offener Kontrakte; Kontraktbestand) sowie die Anzahl der handelnden Kunden geht langsam, aber stetig nach oben.

* Dipl. oec. Jürgen Jung, Vorstand, Warenterminbörse Hannover AG, Prinzenstr. 17, 30159 Hannover





Abbildungen: Aktuelle Entwicklung Kartoffel- und Schweine-Future

Der eher gemächliche Start, der auch für andere inzwischen etablierte Terminbörsen zu beobachten war und der selbst für neue Produkte an lange etablierten Börsen zutrifft, hat im wesentlichen folgende Ursachen:

- Ein ganzes Jahrhundert konnten in Deutschland keine börslichen Warentermingeschäfte betrieben werden. Nach der Schaffung der gesetzlichen Voraussetzungen müssen nun alle interessierten und betroffenen Kreise an den nutzbringenden Einsatz dieser Instrumente herangeführt werden. Mit Geduld und einer Vielzahl breit angelegter Maßnahmen muß in Deutschland eine Warenterminkultur aufgebaut werden, die in anderen Ländern bereits Jahrzehnte oder Jahrhunderte besteht.
- Warentermingeschäfte wurden in den vergangenen Jahren insbesondere dadurch in Verruf gebracht, daß Anleger in betrügerischer Absicht geschädigt wurden. Die WTB versucht alles, um solche Vorkommnisse in ihrem Umfeld für aufgeklärte Anleger zu verhindern. Dies erfordert aber häufig eine Überwindung teilweise hoher emotionaler Barrieren.

- Die deutsche Agrarwirtschaft einschließlich sämtlicher Unternehmen und Personen der vor- und nachgelagerten Verarbeitungskette war und ist in der Anwendung der Futures recht unerfahren. In vergangenen Jahren/Jahrzehnten haben sich Strukturen gebildet, die zum Ziel haben, Preisrisiken auch ohne Termingeschäfte zu minimieren. Der effiziente und einfach zu handhabende Einsatz von Futures muß in diese Arbeitsabläufe integriert werden bzw. muß einen Teil dieser Abläufe ersetzen.
- Die Eröffnungsvorbereitungen der WTB erfolgten zeitgleich mit der Umsetzung der 6. KWG-Novelle, durch die die Finanzdienstleister (und hierzu gehören auch die WTB-Börsenteilnehmer, die Futures anschaffen, veräußern und vermitteln) der Aufsicht durch das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen und auch das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel unterstellt wurden.

Das beachtliche Potential der Warenterminbörse (WTB) wird deutlich, wenn man einen Vergleich zu den USA zieht. Die US-Verhältnisse sind hinsichtlich Bevölkerung, Produktion und Konsum durchaus vergleichbar mit den EU-Staaten.

In den USA existierten 1997 insgesamt sieben Warenterminbörsen, an denen 87 Futures- und Optionskontrakte auf 47 Basiswaren gehandelt wurden. Das Handelsvolumen betrug in diesem Zeitraum ca. 93 Millionen Kontrakte. Im Vergleich hierzu gab es vor Eröffnung der WTB nur vier Agrarbörsen mit 25 Kontrakten auf 16 Basiswaren. Das Handelsvolumen betrug lediglich knapp 5 Millionen Kontrakte, also gerade den 18. Teil des US-Marktes.

Die ursprünglichen, in die Zukunft gerichteten Motive für die Gründung der WTB werden zunehmend Realität. Im Zuge der Agenda 2000 und der zu erwartenden Integration der MOE-Staaten zeichnet sich ein weiterer Abbau von Preisgarantien, Transferzahlungen bzw. Subventionen für die landwirtschaftlichen Produkte ab. In diesem Zusammenhang haben Wissenschaft und Praxis häufig auf die zunehmende Bedeutung des Nutzens von Terminmarktinstrumenten wie an der WTB hingewiesen und auch die anderen positiven Wirkungen von solchen Instrumenten hervorgehoben (s. unten). Für die WTB sei aber am Rande noch darauf hingewiesen, daß der Agrarbereich zwar als Nukleus der WTB anzusehen ist und kurzfristig das Gros der Produkte stellen wird, jedoch gelten auch für andere Segmente wie z.B. den Sekundärrohstoffbereich und den Energiebereich ähnliche Überlegungen.

2 Wirkungen einer Warenterminbörse und ihrer Produkte

Die WTB ist öffentlich-rechtlich organisiert. Auch durch diesen Aufbau im Sinne des Börsengesetzes wird sichergestellt, daß alle potentiellen Anleger, die an einer Teilnahme am Handel mit Warenterminprodukten interessiert sind, nun tatsächlich kaufen und verkaufen können. Neben den gesetzlich geregelten Zugangsvoraussetzungen wird aber vor allem auch der Anlegerschutz durch diesen öffentlich-rechtlichen Rahmen gewährleistet. Dieser wird durch gesetzlich vorgeschriebene Gremien und Aufsichtsfunktionen sichergestellt. Die jederzeitige Zutrittsmöglichkeit ist die Voraussetzung für das Entstehen eines zentralen Marktplatzes für Käufer und Verkäufer, an dem alle Marktbeteiligten durch Abgabe ihrer Preisgebote ihre Einschätzung der aktuellen Verhältnisse kundtun können. Die Rahmenbedingungen sollen weitgehend sicherstellen, daß ein vollkommener Markt entsteht, der von äußeren Einflüssen weitgehend freigehalten werden kann. Für die enge Verbindung zwischen dem Terminmarkt und dem Kassamarkt sorgt der bis ins letzte Detail genau definierte Lieferprozeß bei Fälligwerden der Future-Position. Diese Funktion ist vor allem in der bei uns vorliegenden Situation wesentlich, in der ein für alle zugänglicher zentraler Platz im Kassamarkt nicht vorhanden ist.

Das Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage an einer zentralen Stelle (der WTB) führt dazu, daß die in Preisen gemessenen Marktentwicklungen für allen Marktbeteiligten trans-

parent und nachvollziehbar sind. Dem wird die WTB wie jede andere Börse dadurch gerecht, daß sowohl Preise als auch die zugehörigen Handelsvolumen laufend veröffentlicht und verteilt werden. In dieser Preistransparenz spiegelt sich die Einschätzung der Marktteilnehmer im entsprechenden Marktsegment wider. Die Interpretation der Marktsituation und der künftigen Entwicklungen bleibt dann jedem Beteiligten selbst überlassen. Insbesondere für die Beurteilung der künftigen Entwicklungen bietet gerade eine Terminbörse wertvolle Informationen und Hinweise: Es werden nicht nur die bei kurzfristiger Lieferung erzielbaren Preise ermittelt, sondern auch die auf vorgegebene Termine gehandelten Preise. Vorsicht ist bei der Interpretation dieser Preise insoweit geboten, als sie nicht nur die Markterwartungen abschätzen, sondern auch noch Komponenten wie Lagerhaltungs- und Transportkosten, Kosten der Finanzierung des Lagerbestandes usw. umfassen. Sie müssen zu- oder abgeschlagen werden, um die tatsächlich erwarteten Kassapreise zu einem bestimmten, in der Zukunft liegenden Termin zu ermitteln.

Aus diesen Merkmalen ergibt sich fast zwangsläufig die zentrale Preisleit- oder Benchmark-Funktion einer Börse wie der WTB. Dies setzt ein gewisses Maß an Liquidität (ausreichende Anzahl von Marktabschlüssen) voraus, denn nur bei einer gewissen kritischen Masse von Handelsabschlüssen kann davon ausgegangen werden, daß sich die zutreffende Marktlage aus den Börsenpreisen ablesen läßt. Interessanterweise läßt sich beobachten, daß die WTB trotz ihres zur Zeit noch eher moderaten Transaktionsvolumens (Anzahl der Handelsabschlüsse) bereits diese Preisleitfunktion übernommen hat.

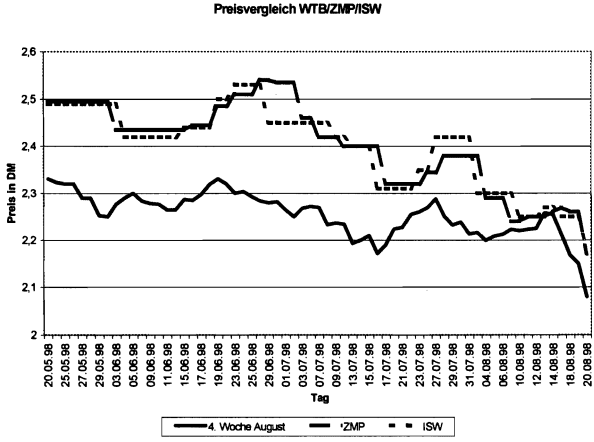


Abbildung: ZMP-ISW-WTB-Preise

Gegenüber den teils aus historischen Erhebungen, teils aus Schätzungen ermittelten Preisen der ZMP (Zentrale Markt- und Preisberichtsstelle) und der ISW (Interessengemeinschaft Schweinefleisch Nordrhein-Westfalen) läßt sich ableiten, daß die an der WTB gehandelten Preise (hier für den Kontrakt, der in der letzten August-Woche fällig wird) bereits in der frühen Aufbauphase zum großen Teil die Kassamarkt-Preise antizipieren. Gerade durch das Fehlen eines zentralen organisierten Kassamarktes mit einheitlich definierten Produkten wird die WTB sehr schnell diese Funktion auch dauerhaft und verläßlich übernehmen können. Der Bedarf hierzu wird von der WTB durch geeignete Marketing-Maßnahmen unterstützt (z.Zt. sind die Preise für den Schweine-Future mit zeitnahen Fälligkeiten börsentäglich nach Handelsschluß über einen telefonischen Ansagedienst abrufbar).

Die wesentliche Funktion der Futures-Produkte, die an einer Terminbörse gehandelt werden, liegt in der auf Termin möglichen Preisabsicherungsmöglichkeit („Hedging„). Den Marktteilnehmern wird ermöglicht, sich nach Bedarf vor dem Risiko von künftigen Preisschwankungen zu schützen. Hierzu kann beispielsweise ein Schweinemäster, dessen Tiere erst in einigen Wochen schlachtreif sind, bereits zum heutigen Zeitpunkt seinen Preis festlegen durch Verkauf eines Futures-Kontraktes („Short Hedge„). Entsprechend kann sich umgekehrt ein Fleischverarbeiter, der eine feste längerfristige Abnahmeverpflichtung zu einem Festpreis eingegangen ist, die Preisschwankungen für die laufenden Schweinefleisch-Lieferungen durch den Kauf eines Schweine-Futures ausschließen (s. Beispiel unten). In beiden Fällen gleichen sich, wenn der Einsatz der Futures gut vorbereitet wurde, Verluste und Gewinne im Kassamarkt mit Gewinnen und Verlusten im Future aus.

Eine Preisabsicherung kann selbst für Produkte durchgeführt werden, die der lieferbaren Ware an der Terminbörse nicht entsprechen; dies setzt jedoch eine hohe Korrelation zwischen den Preisbewegungen der Ware und des Future voraus.

Aus den genannten Funktionen läßt sich erkennen, daß durch die Warentermin-Produkte die Marktverhältnisse besser eingeschätzt und die betriebswirtschaftlichen Ergebnisse mit einer geringeren Risikokomponente kalkuliert werden können.

Während sich die Marktentwicklung allein aus den öffentlich zugänglichen Preisnotierungen ablesen läßt, kann die sicherere Kalkulierbarkeit der Preise und damit der betriebswirtschaftlichen Ergebnisse durch den Kauf bzw. Verkauf der Futures erzielt werden. Die künftigen Marktentwicklungen können aus einer jeweiligen Zeitpunktbetrachtung heraus für die nächsten zwölf Monate aus den Futures-Preisen abgeleitet werden. Hierbei ist jedoch zu beachten, daß wegen der in der Zukunft liegenden Lieferung auf Termin noch Sondereffekte zu berücksichtigen sind: Am Beispiel der Kartoffel kann einfach dargelegt werden, daß der Besitzer der Ware für einen künftigen Liefertermin noch die Lagerkosten, die Transportkosten und die Finanzierungskosten seines Lagerbestandes berücksichtigen muß. Diese Elemente sind in einem Futures-Preis für eine in der Zukunft liegende Lieferung noch enthalten und müssen, um auf einen Kassapreis Rückschlüsse zu ziehen, herausgerechnet werden. Die Kalkulierbarkeit über die Warenterminbörse wird nicht dadurch eingeschränkt, daß es sich um nur saisonal verfügbare Produkte handelt (wie es das Beispiel des Kartoffel-Futures zeigt). Die Preise an der Terminbörse werden an jedem Handelstag des Jahres ermittelt und die Terminprodukte können entsprechend gekauft oder verkauft werden.

Ein wichtiger Aspekt der Terminbörse besteht darin, daß an der Börse breite Teilnehmerkreise Zutritt haben und für einen Kapitalzufluß sorgen. Dadurch tritt eine Liquiditätserhöhung durch branchenfremdes Kapital ein. Durch die Abdeckung dieser zusätzlichen Angebots- und Nachfragebedürfnisse (überwiegend durch spekulative Motive) wird dem Markt eine höhere Angebots- und Nachfragemenge zur Verfügung gestellt, was letztlich allen Marktteilnehmern nützt.

Der Nutzen einer Warenterminbörse und ihrer Produkte hat neben den vorgenannten unmittelbaren Wirkungen noch zahlreiche mittelbare Auswirkungen, von denen hier zwei genannt seien: Aus den Informations- und Absicherungsmöglichkeiten ergibt sich eine höhere Sicherheit zur Kapazitätsplanung sowohl für Produzenten (z.B. Schweinemäster) als auch für Anbauer (Anbaufläche z.B. für Kartoffelanbauer). Die Unsicherheit im Planungsprozeß und anderen im Voraus zu treffenden Maßnahmen und Entscheidungen wird reduziert. Daneben erhöht sich die Verläßlichkeit von Wirtschaftlichkeitsprognosen und Ertragserwartungen, was insbesondere für die (Fremd-)Finanzierung der Vorleistungen des Produktions- bzw. Anbauprozesses eine hohe Bedeutung haben kann. Erfahrungen aus älteren Märkten wie z.B. den USA zeigen, daß Kreditinstitute zu einer höheren Fremdfinanzierung bereit sind, wenn die

zukünftigen Erträge über einen Future abgesichert sind und damit fest kalkulierbar werden. Dies geht sogar soweit, daß die Forderung nach einer Absicherung durch Futures für einen bestimmten Prozentsatz der Produktion bzw. der Ernte gefordert wird. In einer weiteren Variante werden preisgesicherte Produktionen bzw. Ernteerträge bereits vorab abgetreten.

Eine zentrale Rolle nimmt im Terminhandel das Clearinghaus ein. In Hannover wird diese Funktion von einer eigens hierzu gegründeten Aktiengesellschaft, der Clearing Bank Hannover AG, übernommen, die eine Bankerlaubnis besitzt und damit vom Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen beaufsichtigt wird. Aktionäre sind zu gleichen Teilen drei Banken (Commerzbank, Nord/LB, Vereins- und Westbank). Durch die Clearing Bank wird die zentrale Abwicklung aller an der WTB abgeschlossenen Geschäfte sichergestellt. Kein Käufer oder Verkäufer muß sich erst Informationen zur Bonität seines Gegenüber einholen, denn die Clearing Bank ist jeweils Vertragspartner für jeden Geschäftsabschluß an der WTB und stellt durch diese Konstruktion die Erfüllung der Geschäfte sicher. Zu diesem Zweck existiert ein ausgeklügeltes und international erprobtes System von Sicherheitsleistungen (von Marktteilnehmern zu hinterlegen), Garantien und Bonitätsprüfungen, verbunden mit der Echtzeit-Überwachung und Kontrolle von Preisrisiken und Handelspositionen der Teilnehmer. Zusätzlich übt die Clearing Bank eine Service-Funktion aus, die es nicht nur Börsenteilnehmern, sondern auch Endkunden erlaubt, Bankkonten bei ihr zu eröffnen, Gelder einzuzahlen und Sicherheiten zu hinterlegen bzw. zu verpfänden. Letzteres ist eine Besonderheit für Hannover, da zu Beginn des Handels nicht von der Anbindung einer ausreichenden Anzahl von Banken ausgegangen werden konnte und die Clearing Bank durch ihre Bankeigenschaft diese Funktion mit übernehmen konnte.

3 Beispiele für die Auswirkungen auf Land- und Ernährungswirtschaft

Beispiel eines Fleischverarbeiters (Absicherung):

Der Wurstfabrikant B. kann heute einen Vertrag mit dem Handelskonzern A. über Lieferung von 480 to Wurst für September eingehen. Der Handelskonzern A. bietet einen Preis für die Wurst, der so niedrig ist, daß die zur Herstellung der Wurst einzukaufenden Schweine gemäß der eigenen Kalkulation höchstens 2,18 DM/kg kosten dürfen.

Zur Zeit kosten die Schweine 2,41 DM/kg. Die Börse notiert für den aktuellen Kontrakt ebenfalls 2,41 DM/kg. Für den Liefertermin September beträgt der Schlußkurs der Warenterminbörse Hannover 2,18 DM/kg.

Der Wurstfabrikant B. geht auf das Angebot des Handelskonzern A. ein, im September 480 to Wurst (für umgerechnet 2,18 DM/kg) zu liefern.

Zur **Absicherung** kauft B. 60 September-Kontrakte je 8.000 kg Schlachtgewicht (entspricht 480 to) für 2,18 DM/kg.

... es wird September ...

Fall A:

Der Schweinepreis ist wegen eines erneuten Pestfalls plötzlich um 20 Pfg. gestiegen. Die WTB notiert am 02. September für den Septemberkontrakt 2,61 DM/kg.

Der Wurstfabrikant verkauft seine Kontrakte am 02. September zu 2,61 DM/kg. Die für die Wurst benötigten Schlachtschweine kosten ebenfalls weit mehr, als im Juli geplant, B. kauft die Schlachtschweine für 2,61 DM/kg ein und muß für umgerechnet 2,18 DM/kg die Wurst verkaufen (Differenz 0,43 DM/kg).

Rein rechnerisch hat er folgende Ergebnisse erzielt:

60 September-Kontrakte .. im Juli gekauft ..... für 2,18 -1.046.400 DM
60 September-Kontrakte .. im September verkauft für 2,61 +1.252.800 DM
Gewinn aus Termingeschäft: ..... + 206.400 DM
Verlust im Kassamarkt:.... 480.000 kg x 0,43 DM/kg = - 206.400 DM

Anmerkung:

Bei den rechnerischen Kontraktwerten (über 1 Mio. DM) handelt es sich um Größen zur Ermittlung der Gewinne und Verluste. Zum Kauf der 60 Kontrakte im Juli ist als Zahlungsstrom lediglich ein sogenannter Einschuß von ca. 115.000 DM zu zahlen. Die Wertveränderung bis zum Verkauf zu 2,61 DM/kg von insgesamt + 206.400 DM wird täglich ermittelt und jeden Tag gutgeschrieben bzw. belastet.

Fall B:

Die Schweinepreise sind von Juli bis September um 40 Pfg. gefallen, die WTB notiert 2,01 DM/kg. Die zur Wurstherstellung benötigten Schweine kosten ihn aber statt der kalkulierten 2,18 DM/kg 17 Pfg. weniger, nämlich nur 2,01.

B. verkauft seine Kontrakte und erhält folgendes rechnerisches Ergebnis:

60 September-Kontrakte .. im Juli gekauft ..... für 2,18..... - 1.046.400 DM
60 September-Kontrakte .. im September verkauft für 2,01..... + 964.800 DM
Verlust aus Termingeschäft: .... - 81.600 DM
gesparter Aufwand im Kassamarkt: 480.000 kg x 0,17 DM/kg = + 81.600 DM

Anmerkung:

Zur Erklärung der rechnerischen Ergebnisse und der tatsächlichen Zahlungsströme siehe Anmerkungen unter Fall A.

Fazit:

Das finanzielle Ergebnis aus dem Termingeschäft und aus dem Kassageschäft müssen bei Absicherungsgeschäften immer zusammengefaßt betrachtet werden. Im Ergebnis konnte der Wurstfabrikant die Schweine zu 2,18 DM/kg einkaufen, so wie er es bereits im Juli kalkuliert hatte und im Vertrag mit dem Handelskonzern A. festgeschrieben hat.

Die Gebühren verursachen verglichen mit dem Preisrisiko sehr geringe Kosten: 1 bis max. 1,8 Pfg. pro kg Schlachtgewicht.