DEUTSCHE BERATERGRUPPE WIRTSCHAFT BEI DER UKRAINISCHEN REGIERUNG

Prof. Dr. Lutz Hoffmann, Direktor
Osteuropa-Institut, München

Dr. Lorenz Schomerus, Staatssekretär a.D.
Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, Berlin

Beratergruppe in Kyjiw	Prof. Dr. Stephan v.Cramon-T.	Institut für Agrarökonomie, Universität Göttingen
	Dr. Ricardo Giucci	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin
	Lars Handrich	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin
	Dr. Christian von Hirschhausen	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin
	Ludwig Striewe	Institut für Agrarökonomie, Universität Göttingen
	Dr. Volkhart Vincentz	Osteuropa-Institut, München

Büro: Rejtarska 8/5-A, 01034 Kyjiw,
Tel. 0038 044 228 63 42, 0038 044 228 63 60, Fax 0038 044 228 63 36, Email: gag@ier.kiev.ua

Q17

Ein Markt für Risiko und nicht für Getreide

Aussichten und Voraussetzungen für die Entwicklung einer Warenterminbörse in der Ukraine[1]

1 Einleitung

Eine Warenterminbörse kann die Markttransparenz auf den Agrarmärkten steigern und bietet Landwirten, Verarbeitern und Händlern ein Instrument, das mit dem Handel von Agrarprodukten verbundene Preisänderungsrisiko zu reduzieren. Das macht den Warenterminhandel auch für die Ukraine attraktiv. Die Aufnahme des Warenterminhandels bzw. die Etablierung einer Warenterminbörse in der Ukraine bedarf allerdings einer sehr sorgfältigen Planung, Zeit und finanzieller Ressourcen. Vor allem aber setzt eine Warenterminbörse funktionierende, d.h. integrierte Märkte für landwirtschaftliche Produkte voraus. Diese Voraussetzung ist in der Ukraine noch nicht erfüllt, wie im anschließenden Kapitel 2 erörtert wird. Im dritten Kapitel wird dann anhand der Entstehungsgeschichte der Warenterminbörse Hannover in Deutschland erläutert, welche wichtigen Fragen beim Aufbau einer Börse gelöst werden müssen. Das vierte Kapitel faßt zusammen.

2 Eine Grundvoraussetzung – funktionierende und integrierte Märkte

Wie eine Warenterminbörse zur Reduzierung des mit der Produktion, Lagerung, Verarbeitung und Handel von Agrarprodukten verbundenen Preisrisikos genutzt werden kann und wie eine perfekte Preisabsicherung (ein sogenannter **Hedge**) funktioniert, wurde bereits im ersten Papier Q11 gezeigt. Der zugrundeliegende Mechanismus ist, dass Verluste (Gewinne) am Kassamarkt mit Gewinnen (Verlusten) an der Warenterminbörse ausgeglichen werden können. Dieser Ausgleich ist allerdings nur unter bestimmten Voraussetzungen möglich, wie im folgenden diskutiert wird. Darüber hinaus hat die Etablierung einer Warenterminbörse in der Ukraine auch weitreichende politische Konsequenzen. Diese werden im letzten Teil dieses Kapitels erörtert.

[1] Das vorliegende Papier ist das zweite, das sich mit dem Aufbau einer Warenterminbörse in der Ukraine beschäftigt. Das erste Papier "An Introduction to Futures Markets for Agricultural Products" gibt eine Einführung in die Funktionsweise von Warenterminmärkten gibt und dient als Basis für das vorliegende Papier, in dem die Möglichkeiten und Voraussetzungen einer ukrainischen Warenterminbörse diskutiert werden.

2.1 Wann funktioniert die Preisabsicherung an einer Warenterminbörse?

Wie eine perfekte Preisabsicherung (Hedge) an einer Warenterminbörse funktioniert, wurde bereits anhand der Tabelle 3 im Papier Q11 gezeigt. Dieses Beispiel ist in der folgenden Tabelle im 1. Szenario noch einmal wiederholt. In diesem 1. Szenario funktioniert der Hedge perfekt, weil die Verluste am Kassamarkt durch die Gewinne an der Warenterminbörse vollständig kompensiert werden. Die Differenz zwischen dem Kassamarktpreis und dem Preis an der Warenterminbörse wird allgemein als **Basis** bezeichnet und beträgt zum Zeitpunkt der Kontrakterfüllung 0 (zu diesem Zeitpunkt wird sie **Maturity Basis** genannt). Im 1. Szenario ist das der Fall, weil sowohl der Preis am Kassamarkt, als auch der an der Warenterminbörse bei 600 UAH/t notieren.

Das muß aber nicht zwangsläufig der Fall sein, wie an einem hypothetischen Beispiel für die Ukraine erläutert werden soll. Die Stadt Kyjiw ist eine Importregion, in der der Preis höher notiert als in Regionen wie Sumy oder Vinnycya, aus denen in der Regel Getreide exportiert wird. Für die Möglichkeit der Preisabsicherung an der Warenterminbörse ist eine Preisdifferenz zwischen dem Preis an der Warenterminbörse und dem Preis in einer anderen Region *per se* allerdings noch kein Problem. Das wird anhand des 2. Szenarios der Tabelle 1 erläutert. Hier werden bis auf die Preise auf dem lokalen Kassamarkt die gleichen Daten wie im 1. Szenario verwendet. Allerdings soll angenommen werden, dass der Kassapreis in Vinnycya Oblast bei Kontrakterfüllung um 30 UAH/t niedriger notiert als in Kyjiw, so dass die Differenz 30 UAH/t beträgt. Es soll aber auch angenommen werden, dass die Differenz stabil ist. Das ist die Voraussetzung dafür, dass ein Hedger eine Preisabsicherung an der Warenterminbörse vornehmen kann, wie anhand des 2. Szenarios erläutert wird.

Im Oktober 2001 liegt der Preis in Vinnycya beispielsweise bei 515 UAH/t. Ein Landwirt kann zu diesem Zeitpunkt einen Kontrakt an der Warenterminbörse in Kyjiw für 650 UAH/t verkaufen (Short Hedge). Er geht dabei von einer Basis im Erfüllungsmonat März 2001 von 30 UAH/t aus und sichert sich somit einen Preis von 620 UAH/t an der Warenterminbörse ab. Wenn der Landwirt seinen Warenterminkontrakt dann im März zum dann geltenden Preis von UAH 600/t glattstellt, wird er an der Börse einen Gewinn von 50 UAH/t realisieren. Trifft seine Erwartung zu, nach der der Preis in Vinnycya um 30 UAH/t unter dem Preis in Kyjiw liegt, das ist auch der zu diesem Zeitpunkt (Lieferzeitpunkt des Kontrakts) am Warenterminmarkt notierte Preis, so erhält er bei Verkauf seiner Ware in Vinnycya 570 UAH/t. In der Summe hat er dann einen Erlös von 620 UAH/t oder 62.000 UAH für die gesamte Menge von 100 t erzielt – also genau in der Höhe, die er bei der Absicherung angestrebt hat. Wenn die Preisdifferenz zum Standort der Börse also stabil ist, kann sich der Hedger an der Börse perfekt gegen Preisschwankungen absichern.

Tabelle 1: Preisabsicherung an einer hypothetischen Warenterminbörse in der Ukraine unter verschiedenen Szenarios der Preisbildung auf den Agrarmärkten

Monat	Transaktion	Preis auf dem lokalen Kassamarkt	Preis Warentermin-börse	Preis Waren-terminbörse minus Preis Kassamarkt (Basis)	Erlöse an der Börse und dem Kassamarkt
1. Szenario: Preisabsicherung eines Landwirts bei einer Maturity Basis von null					
Okt. 2001	1. Verkauf Warenterminkontrakt	545 UAH/t	650 UAH/t	105 UAH/t	-6.500 Margin
März 2002	1. Kauf Warenterminkontrakt	600 UAH/t	600 UAH/t	**0 UAH/t**	1. +5.000 an WTB
	2. Verkauf Weizen Kassamarkt				2. +60.000 Kassamarkt
					= 65.000 UAH
2. Szenario: Preisabsicherung eines Landwirts bei einer stabilen Basis zwischen Kyjiw und Vinnycya Oblast					
Okt. 2001	1. Verkauf Warenterminkontrakt	515 UAH/t	650 UAH/t	135 UAH/t	-6.500 Margin
März 2002	1. Kauf Warenterminkontrakt	570 UAH/t	600 UAH/t	**30 UAH/t**	1. +5.000 an WTB
	2. Verkauf Weizen Kassamarkt				2. +57.000 Kassamarkt
					= 62.000 UAH
3. Szenario: Preisabsicherung eines Landwirts bei einer volatilen und nicht vorhersagbaren Basis in Sumy Oblast					
Okt. 2001	1. Verkauf Warenterminkontrakt	515 UAH/t	650 UAH/t	135 UAH/t	-6.500 Margin
März 2002	1. Kauf Warenterminkontrakt	520 UAH/t	600 UAH/t	**60 UAH/t**	1. +5.000 an WTB
	2. Verkauf Weizen Kassamarkt				2. +52.000 Kassamarkt
					= 57.000 UAH

Quelle: Eigene Darstellung.

Das trifft nicht zu, wenn die Basis nicht prognostiziert werden kann, d.h. wenn das Risiko einer sich ändernden Basis besteht. Dieses Risiko wird entsprechend **Basisrisiko** genannt und ist im dritten Szenario dargestellt. Hier wird angenommen, dass der Preis im Sumy Oblast wie im Vinnycya Oblast im Oktober 2001 515 UAH/t beträgt. Somit könnte ein Hedger eine stabile Preisdifferenz zwischen Vinnycya und Kyjiw von 30 UAH/t erwarten. Was aber passiert, wenn die Oblastadministration in Sumy den Handel beschränken oder für eine Weile verbieten würde? Solche Handelsrestriktionen wurden in Vergangenheit immer wieder angewandt, um beispielsweise Schulden der landwirtschaftlichen Betriebe einzutreiben. In der Regel bedeutet eine solche Handelsrestriktion eine Abkoppelung der Preisentwicklung in der betreffenden Region von der Preisentwicklung im Rest der Ukraine. Für Sumy als Exportregion kann dann von fallenden Preisen ausgegangen werden, und deshalb wird ein Preisrückgang im 3. Szenario auf 520 UAH/t angenommen. Für einen Hedger im Sumy Oblast sähe die Kalkulation dann folgendermaßen aus: An der Warenterminbörse schließt er mit einem Gewinn von 50 UAH/t oder aber 5.000 UAH für den gesamten Kontrakt ab. Auf dem Kassamarkt erzielt er aber nur einen Erlös von 52.000 UAH. Statt der erwarteten 62.000 UAH erzielt er also lediglich einen Gewinn von 57.000 UAH. Die Preisabsicherung hat somit nicht perfekt funktioniert.

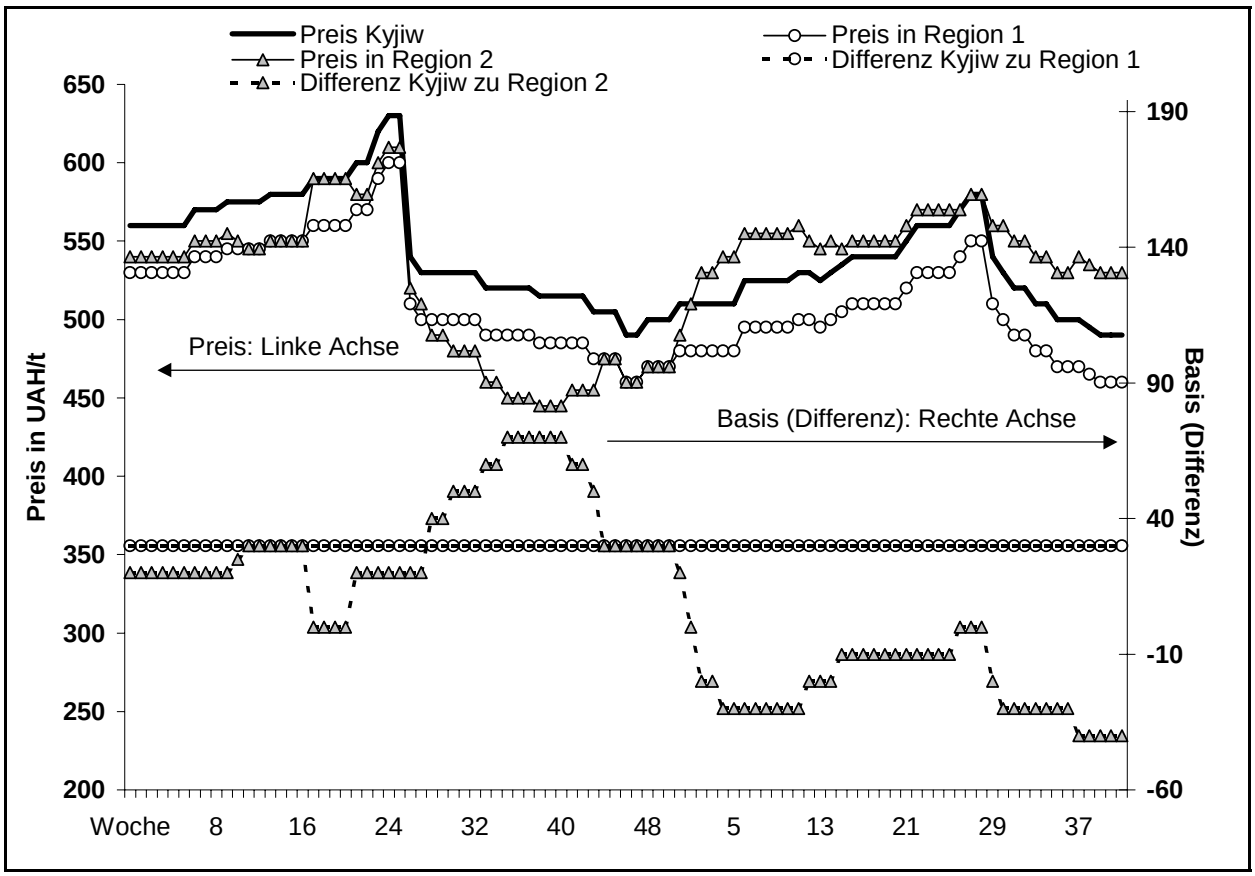
Die Möglichkeit zur Preisabsicherung an einer ukrainischen Warenterminbörse hängt also maßgeblich von der Preisbildung ab, d.h., ob sich die Preise im „Gleichlauf“ bewegen oder ob die Preisentwicklung in einzelnen Regionen mehr oder weniger voneinander abgekoppelt ist. Eine Differenz, d.h. verschiedene Preisniveaus in der Ukraine, sind kein Problem, zu einem Problem wird es erst, wenn die Differenz stark schwankt. Märkte mit einer stabilen Basis, also wenig schwankenden Preisdifferenzen, werden **integriert** genannt, und sind eine zentrale Voraussetzung für die Entwicklung einer Warenterminbörse.

2.2 Was ist mit Preisintegration gemeint?

Was unter Preisintegration zu verstehen ist, ist in Schaubild 1 erläutert. Hier stellt die schwarze, durchgezogene Linie im oberen Teil des Schaubilds eine hypothetische (also erfundene) Preisentwicklung für die Region Kyjiw dar. Es wird angenommen, dass die Region eine Nettoimportregion ist, und dass es im Land eine Saisonfigur gibt. Das heißt nichts anderes, als das

die Preise nach der Ernte fallen und im Jahresablauf allmählich wieder steigen, wobei die Steigerung durchaus unterbrochen sein kann. Die zweite Preisreihe (weiße Kreise) stellt die Preisentwicklung in der Region 1 dar. Es wird angenommen, dass der Preis konstant um 30 UAH/t unter dem Preis in Kyjiw notiert, die Basis also konstant ist. Die Höhe der Preisdifferenzen ist im unteren Teil des Schaubildes abgetragen, die Einheiten hierfür sind auch der rechten Achse zu finden. Weil die Preisdifferenz so stabil ist, eine Preisänderung in einer Region also automatisch eine Preisänderung in der zweiten Region bewirkt oder umgekehrt, können die Preise auf diesen Märkten als perfekt integriert bezeichnet werden.

Schaubild 1: Schematische Darstellung von Marktintegration und Basisrisiko



Quelle: UkrAgroConsult, verschiedene Ausgaben. Eigene Darstellung.

Das trifft nicht auf die Preise in der Region 2 zu. Zwar folgen sie dem gleichen generellen Trend wie die in Kyjiw, doch gibt es innerhalb des Jahres starke Abweichungen von dieser Entwicklung. Aus dem unteren Teil des Schaubilds wird deutlich, dass die Basis zwischen +60 UAH/t und –40 UAH/t schwankt. Solch eine Basisschwankung hat erhebliche Auswirkungen für die Hedger, wie anhand des 3. Szenarios in Tabelle 1 verdeutlicht wurde. In einem solchen Fall sehen sich die Hedger einem hohen **Basisrisiko** ausgesetzt. Je weniger die Preise also integriert sind, desto höher ist das mit einer Absicherung verbundene Basisrisiko und desto schlechter ist die Möglichkeit zur Preisabsicherung an der Warenterminbörse.

Arbitrage, die treibende Kraft der Preisintegration

Was aber führt zur Preisintegration? Die treibende Kraft hierfür ist Arbitrage. Nehmen wir an, dass die Transportkosten von Vinnycya nach Kyjiw 30 UAH/t betragen. In einer Situation, in der der Preisunterschied vorübergehend auf 50 UAH/t anwachsen würde, ließen sich dann risikolos Gewinne erzielen, in dem Getreide aus Vinnycya nach Kyjiw transportiert und hier verkauft würde. Der Handel würde allmählich zu fallenden Preisen in Kyjiw führen (das Angebot steigt) und zu steigenden in Vinnycya (das Angebot wird knapper) und nur solange fortge-

führt, bis die Differenz nicht mehr als 30 UAH/t beträgt. Dieser Handel wird Arbitrage genannt. Erst wenn die Arbitrage funktioniert, können die Märkte integriert sein und im „Gleichlauf" schwanken. Je einfacher Arbitrage ist, desto besser sind die Preise integriert, und je niedriger die Transportkosten sind, desto geringer sind die Preisdifferenzen zwischen einzelnen Standorten in der Ukraine. Die Transparenz und die Möglichkeit zur Arbitrage auf den europäischen Getreidemärkten führen dazu, dass heute eine solche Arbitrage kaum noch möglich und kaum noch notwendig ist, und so schlagen Preisänderungen in Spanien auch direkt auf Preisänderungen in Deutschland durch und umgekehrt.

Integrierte Preise sind also eine essentielle Voraussetzung für das Funktionieren von Warenterminmärkten, eine Voraussetzung, die in der Ukraine aus folgenden Gründen bisher nicht erfüllt ist:

1. Trotz der Selbstverpflichtung der Ukraine vollständig auf regionale Handelsbarrieren zu verzichten, gab es selbst in 2001 Fälle, in denen diese errichtet wurden. Solche Handelsbarrieren machen Arbitrage unmöglich, verhindern somit Preisintegration und würden bei der Existenz einer Warenterminbörse für die Hedger in diesen Regionen ein sehr hohes Basisrisiko mit sich bringen. **Jeglicher Eingriff von Seiten des Staates oder der Oblastadministrationen in den Handel müßte deshalb unterbunden werden.**[2]

2. Die Preisintegration auf den Märkten für landwirtschaftliche Produkte hängt sehr von den Kosten des Handels ab, also den Transaktionskosten, den Transport- und Lagerkosten. Die Deutsche Beratergruppe Wirtschaft hat wiederholt darauf hingewiesen, dass Wettbewerb bei den Unternehmen der Vermarktungskette die beste Garantie dafür darstellt die Kosten des Handels nachhaltig zu reduzieren. Das kann am besten über ein gutes Investitionsklima erreicht werden. Je mehr Unternehmen in die ukrainische Vermarktungsinfrastruktur investieren und je härter der Wettbewerb unter diesen Unternehmen ist, desto wahrscheinlicher ist es, dass die Preise in der Ukraine integriert sind.

Die Preisintegration mit den Weltmarktpreisen

Allerdings wären auch die Preise an einer ukrainischen Warenterminbörse nicht automatisch mit den Preisen auf den Weltagrarmärkten korreliert, denn aufgrund hoher Vermarktungskosten liegt der ukrainische Preis in einer Exportsituation unter dem Weltmarktpreis und in einer Importsituation, auch aufgrund der hohen Importsteuern für viele Produkte, über dem Weltmarktpreis. Solange die Ukraine bei wichtigen landwirtschaftlichen Produkten in einer Exportsituation verbleibt, leitet sich der Inlandspreis auf einer stabilen Basis vom Weltmarktpreis ab. Allerdings können ad hoc Handelsbarrieren oder ein Wechsel in der Handelsposition zu starken und vom Weltmarktpreis weitgehend unabhängigen Preisbewegungen in der Ukraine führen.

Darüber hinaus entspricht das derzeitige System der Qualitätsstandardisierung nicht den Standards auf den Weltmärkten. So wird beispielsweise der Weizen III und IV Klasse in der Ukraine als Mahlweizen gehandelt, was aber nicht automatisch heißen muß, dass dieser Weizen auch in den wichtigsten Abnehmerländern als Mahlweizen akzeptiert wird. Somit kann der Preis für Mahlweizen auf dem Weltmarkt von denen auf den ukrainischen Märkten abgekoppelt sein.

2.3 Die Konsequenzen für die ukrainische Agrarpolitik

Aus den obigen Überlegungen ergeben sich weitreichende Konsequenzen für die ukrainische Agrarpolitik, was anhand des ukrainischen Zuckermarktes verdeutlicht werden soll. Die Ukraine ist seit einigen Jahren Importeur von Rohzucker. In einer Importsituation leiten sich die inländischen Preise von den Weltmarktpreisen ab und notieren auf einem Niveau, das um die

[2] Die Deutsche Beratergruppe hat wiederholt darauf hingewiesen, dass ein völliger Verzicht der Eingriffe auf den Märkten auch aus einer Reihe anderer Gründe wichtig ist.

Vermarktungskosten und Importzölle über dem Weltmarktpreis liegt. Das führte in Vergangenheit zu ukrainischen Weißzuckerpreisen von 350 US$/t bis zu über 450 US$/t. Zusätzlich wurde in den vergangenen Jahren regelmäßig eine zollreduzierte Importquoten eingeführt, die es einigen Rohzuckerverarbeitern ermöglichte, Rohzucker auf dem Weltmarkt einzukaufen, zu verarbeiten und den Weißzucker in der Ukraine zu verkaufen.

Eine solche Politik stellt aber aus mehreren Gründen ein für die Marktteilnehmer schwer kalkulierbares Risiko dar, dass auch über eine Warenterminbörse nicht ausgeglichen werden kann. Das Risiko besteht zum einen darin, dass nicht prognostiziert werden kann, wann genau die Quoten eingeführt werden. Zum zweiten besteht eine Unsicherheit darüber, wann die Quote eröffnet wird. Vor allem aber ist nicht klar, ob und wann die Unternehmen, denen die Quote zugeteilt wird, diese nutzen werden. Wie im Papier WHO GAINS AND LOSES – IMPORT TARIFFS AND TARIFF RATE QUOTAS FOR SUGAR AND GRAIN IN UKRAINE (Striewe 2001, S. 134-143)[3] dargestellt wird, können die Unternehmen, denen eine Quote zugeteilt wird, die ukrainischen Zuckerpreise beeinflussen, indem sie Zeitpunkt und Menge des verkauften Zuckers bestimmen.

Würde eine Warenterminbörse in der Ukraine existieren und ein Weißzuckerkontrakt gehandelt, so hätten diese Unternehmen die Möglichkeit, hohe Gewinne auf Kosten anderer Marktteilnehmer zu erzielen. So könnten sie das Angebot zunächst verknappen, indem sie keinen Weißzucker aus der Quote verkaufen. Das würde zu steigenden Preisen sowohl auf dem Kassamarkt als auch an der Börse führen. Zu diesem Zeitpunkt könnten sie dann an der Börse hedgen, Warenterminkontrakte verkaufen und sich den hohen Preis sichern. In einem dritten Schritt könnten sie dann den Weißzucker aus der Importquote verkaufen. Zwar würde der Preis dann einbrechen, doch würden diese Unternehmen dann an der Warenterminbörse einen sehr hohen Gewinn erzielen. Die Folge wäre, dass andere Marktteilnehmer zukünftig die Börse nicht mehr zur Preisabsicherung nutzen würden, weil sie Verluste tragen würden. Ein Warenterminkontrakt für Zucker würde unter einem solchen Szenario kaum funktionieren, d.h. nicht das notwendige Handelsvolumen erzielen. Die Botschaft hieraus ist, das politische Risiken dem Aufbau einer funktionierenden Warenterminbörse entgegenstehen, und dass die Ukraine dann auf solche Instrumente verzichten muß.

Mit der Entscheidung über den Aufbau einer Warenterminbörse muß die Ukraine auch jegliche Pläne zur Schaffung eines Interventionssystems nach Muster der EU aufgeben. Die beiden Systeme können nicht gemischt werden. Dies wird anhand der europäischen Erfahrungen deutlich, wo Warenterminkontrakte nur für solche Produkte haben etabliert werden können, die nicht oder nur geringen interventionistischen Eingriffen in die Märkte unterliegen, wie auf den Märkten für Schweine, Kartoffeln und Raps, oder dem Markt für nicht interventionsfähigen Futterweizen in London. Warenterminkontrakte für Produkte, bei denen eine Intervention besteht, sind hingegen bisher wenig erfolgreich, wie der Weizenkontrakt in Hannover oder an der MATIF in Paris.

3 Der Aufbau einer Warenterminbörse in der Ukraine benötigt eine sorgfältige Planung und Zeit!

Der Aufbau einer Warenterminbörse in der Ukraine ist eine schwierige Aufgabe, die eine sorgfältige Planung benötigt und viel Zeit in Anspruch nimmt. Aufgrund der vielen zu klärenden Details kann das vorliegende Papier keine Machbarkeitsstudie ersetzten und auch keine technischen Details zum Aufbau einer Warenterminbörse bieten. Statt dessen soll anhand der Entstehung der Warenterminbörse (WTB) in Hannover in Deutschland diskutiert werden, welche Aufgaben bewältigt und Hindernisse dabei ausgeräumt werden müssen. Doch wird die Ukraine, wie

[3] Erschienen IN VON CRAMON-TAUBADEL, S.; ZORYA, S.; STRIEWE, L. (2001), POLICIES AND AGRICULTURAL DEVELOPMENT IN UKRAINE. Aachen.

andere Länder auch, nicht umhin kommen, professionelle Beratung von internationalen Unternehmen und anderen etablierten Warenterminbörsen in Anspruch zu nehmen.

3.1 Der Aufbau der Warenterminbörse Hannover und die Implikationen für die Ukraine

Zurückgehend auf ein Gesetz von 1897 war der Warenterminhandel für landwirtschaftliche Produkte in Deutschland bis Anfang der 1990er Jahre verboten. Von der partiellen Liberalisierung der Gemeinsamen EU-Agrarpolitik (GAP) im Rahmen der sogenannten McSharry Reform wurde allerdings eine zunehmende Preisvolatilität für landwirtschaftliche Produkte erwartet (Senkung der Interventionspreise und zeitliche Begrenzung der Intervention). Daher ging man von einem wachsenden Bedarf für marktorientierte Instrumente zum Umgang mit diesen Preisrisiken aus, wie es eine Warenterminbörse darstellt.

Der erste Schritt zum Aufbau der Warenterminbörse war die Gründung des Arbeitskreis Warenterminmarkt (AK WTM) durch deutsche Verbände wie dem Bauernverband, den Verband der deutschen Getreidehändler und den Genossenschafts- und Raiffeisenverband. Der AK WTM betrieb dann aktive Lobbyarbeit für eine Änderung in der Gesetzgebung, um den Warenterminhandel mit landwirtschaftlichen Produkten nach fast 100 Jahren in Deutschland wieder zu ermöglichen. Das erfolgte 1994, als ein neues Gesetz zur Aufhebung des Verbots und zur Regelung des Warenterminhandels verabschiedet wurde. **Dennoch hat es weitere vier Jahre gedauert, bis an der Warenterminbörse in Hannover zum ersten Mal Kontrakte gehandelt werden konnten.**

Ein erster wichtiger Schritt war dabei die Gründung des Fördervereins Warenterminbörse (FWTB), dessen Ziel darin bestand, die Voraussetzungen für die Börse zu schaffen und Information über dessen Funktionsweise zu verbreiten und Ausbildung und Schulungen zum Thema Warenterminbörse anzubieten. Der FWTB, Vertreter einiger Banken, der Landesregierung Hannover und der Börse Hannover schlossen sich darüber hinaus zu einer Arbeitsgruppe zusammen, aus der wiederum eine Projektstudiengruppe hervorging, die beauftragt wurde, eine detaillierte Studie zur Organisation des Handels- und Clearingsystems, den rechtlichen Rahmen für die Trägerschaft der Börse und den Warenterminhandel, einen Finanzierungs- und Haushaltsplan und einen Zeitplan für die Implementierung der Börse auszuarbeiten. Darüber hinaus sollte die Zeichnung des Gründungskapitals vorbereitet werden. Die Projektstudiengruppe wurde mit einem Budget von 1,5 Mio. DM ausgestattet und konnte dann unter der Leitung eines privaten Consultingunternehmens mit Erfahrung auf dem Gebiet der Warenterminmärkte die entsprechenden Studien durchführen.

Die Studie wurde im November 1995 vorgestellt und beinhaltete eine Reihe von Informationen:

1. Wann die Warenterminbörse gegründet und wann der Handel aufgenommen werden soll. (Damals wurde erwartet, dass es mindestens 15 Monate dauern würde, bis der Handel aufgenommen werden könnte, tatsächlich aber vergingen weitere 30 Monate).
2. Welche Handelsplattform genutzt werden soll, eine elektronische oder das sogenannten pit-trading (in Hannover entschied man sich für eine elektronische Handelsplattform).
3. Eine Schätzung des benötigten Budgets, das mit ca. 15 Mio. DM angegeben wurde.

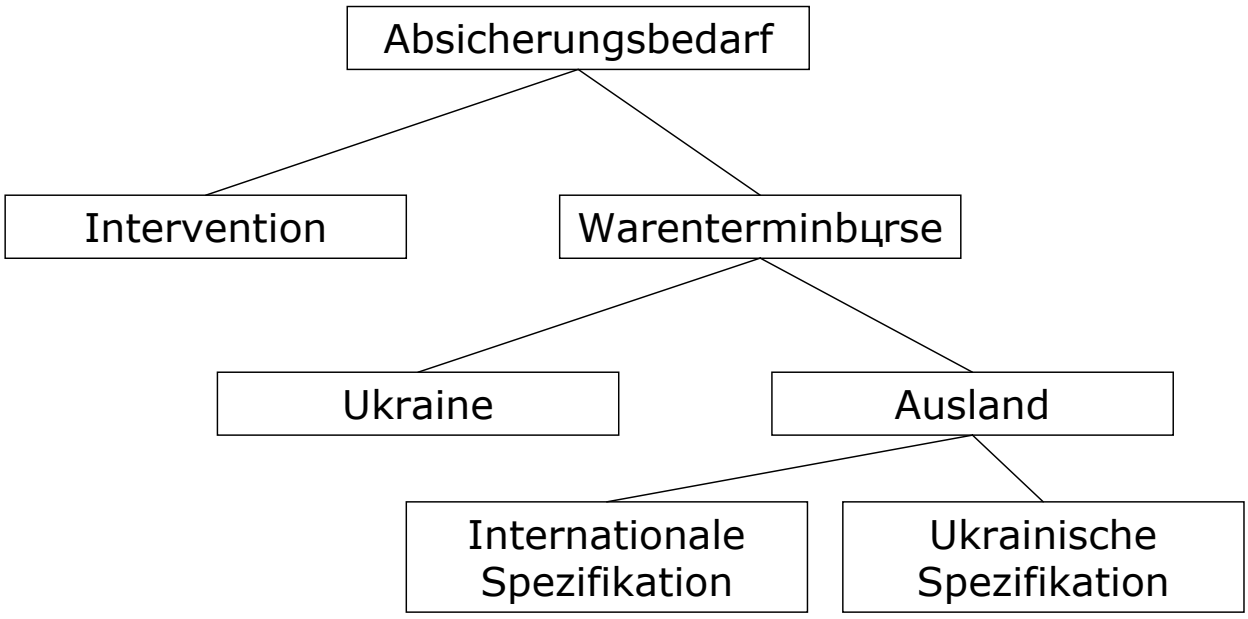
3.2 Eine Machbarkeitsstudie für die Ukraine

Pläne zum Aufbau einer Warenterminbörse existieren in der Ukraine zumindest seit 1996. Die Chemonics International Cooperation hat in dieser Zeit bereits eine Studie erarbeitet *"Commodity Exchanges in Ukraine: Analysis of Activity, Legal Framework, and Prospects for Their Development"*, in der auch auf Funktionsweise und Möglichkeiten des Aufbaus einer Wa-

renterminbörse eingegangen wird. Basierend auf dieser Studie müßte eine dann erweiterte Studie eine ganze Reihe von Fragen klären:

1. **Benötigt die Ukraine wirklich eine eigene Warenterminbörse?** Diese Frage ist für die Ukraine aus zwei Gründen von Bedeutung. Zum einen ist bisher in keiner Weise gesichert, dass das Handelsvolumen an einer ukrainischen Börse tatsächlich groß genug wäre, um die Kosten, die mit dem Aufbau und Betrieb der Börse verbunden sind, zu decken. Es könnte also durchaus sein, dass eine Börse in der Ukraine auch mittel- und langfristig nicht profitabel betrieben werden kann. Daher ist es wichtig das mögliche Handelsvolumen von unabhängiger Seite einschätzen zu lassen. Aber selbst dann, wenn das prognostizierte Handelsvolumen als hinreichend für eine Börse in der Ukraine angesehen wird, muß die Frage beantwortet werden, ob die Ukraine wirklich ihre eigene Warenterminbörse benötigt.[4] Das ist im Schaubild 2 dargestellt. Auf der ersten Ebene ist dargestellt, dass sich die Ukraine nach der Wahl der Zulassung des Warenterminhandels in der Ukraine auf Interventionpreissysteme verzichten muß. Entscheidet man sich für die Zulassung des Warenterminhandels in der Ukraine, dann können Kontrakte an einer ukrainischen Börse oder an anderen Börsen im Ausland gehandelt werden. **Hier sind wiederum zwei Alternativen denkbar:**
   A. Wenn die ukrainischen Märkte hinreichend in die Weltmärkte integriert sind, könnten ukrainische Händler an anderen Börsen der Welt ihre Ware absichern. Das ist grundsätzlich jetzt schon möglich. Natürlich bleibt bei dieser Option aber ein hohes Basisrisiko bestehen.

Schaubild 2: Die Möglichkeiten der Preisabsicherung in der Ukraine



Quelle: Eigene Darstellung.

B. Warenterminkontrakte mit einer ukrainischen Spezifikation könnten auch außerhalb der Ukraine gehandelt werden. Wenn diese Kontrakte für die Ukraine spezifiziert sind, also gleiche oder ähnliche Kontraktspezifikationen aufweisen wie etwaige Kontrakte, die an einer zu schaffenden Börse in der Ukraine gehandelt werden (Lieferung an Lieferpunkte in der Ukraine, Spezifikation der Qualitäten, die in der Ukraine häufig sind), dann könnte dieser Kontrakt durchaus an einer bereits etablierten Börse außerhalb der Ukraine gehandelt werden. Der Rapskontrakt, der an der MATIF in Paris gehandelt wird, notierte vor der Währungsunion beispielsweise in DM und kann in Deutschland beliefert werden. Die Vorteile liegen auf

[4] Aufgrund der hohen Anzahl der Börsenplätze in Westeuropa (Paris, London, Amsterdam, Hannover, Budapest u.a.) wird von vielen Experten eine Konsolidierung erwartet, d.h. eine Fusion oder engere Zusammenarbeit der Börsen.

der Hand: Erstens müßte die Ukraine keine eigene Warenterminbörse etablieren. Das würde Geld, aber wahrscheinlich auch sehr viel Zeit sparen, so dass die ukrainischen Marktteilnehmer früher auf das Instrument zurückgreifen könnten. Zweitens würde so die Infrastruktur, aber auch die Reputation einer bestehenden Börse genutzt. Dieser Punkt erscheint besonders wichtig, denn einer ukrainischen Börse würden viele internationale Unternehmen, aber auch die für das Funktionieren der Börse wichtigen Spekulanten, mit sehr großem Vorbehalt gegenüberstehen, weil eine Beeinflussung der Börsentätigkeit durch die Politik oder aber durch einflußreiche Wirtschaftskreise befürchtet wird.
Bei einer solchen Vorgehensweise gibt es aber auch Probleme: Zumindest muß der Liquiditätsausgleich mit einer im Nachbarland etablierten Börse geregelt werden usw.

2. **Wo sollte eine ukrainische Börse plaziert sein?** Wenn die Ukraine sich für eine eigene Börse entscheidet, dann ist die Frage zu klären, an welchem Ort diese errichtet werden sollte. Dabei sind mehrere Aspekte zu berücksichtigen. So sollte die Börse an einem wichtigen Handelszentrum des Landes plaziert sein, an der auch die notwendige Infrastruktur vorhanden ist. Banken müssen zur Verfügung stehen, die die Clearinghouse Funktion wahrnehmen können usw. Somit kommt nur eine der großen ukrainische Städte in Frage.

3. **Wer sollten die Gründer einer ukrainischen Börse sein?** Die Gründung der Börse kann einerseits vom Staat oder aber von privaten Investoren vorgenommen werden. Historisch haben sich vor allem die Börsen in Nordamerika durch private Initiative von Händlern entwickelt, während sie in Europa mehr oder weniger unter der Kontrolle des Staates aufgebaut und betrieben wurden. Somit können zwei Formen von Börsen unterschieden werden.
Erstens, private Warenterminbörsen, die als Aktiengesellschaften organisiert sind und mehr oder weniger unabhängig arbeiten. Zumindest unterliegen sie in geringerem Ausmaß der staatlichen Aufsicht wie der zweite Typ, weil viele der Aufsichtsfunktionen von der Börse oder damit verbundenen Institutionen vorgenommen werden. Der Zugang zu diesen Börsen ist nur den Mitgliedern möglich, deren Zahl begrenzt ist. Die Struktur solcher Börsen wird als Partnerschaft von Aktieninhabern bezeichnet, d.h., dass das Kapital auf Aktien aufgeteilt ist (Zertifikate), wobei jedes Mitglied mindestens ein Zertifikat besitzt, dass es ihm ermöglicht an der Börse Transaktionen durchzuführen.
Zweitens, öffentliche Börsen, deren Aktivitäten auf staatlichen Gesetzen und Regularien für Warenterminmärkte beruhen. An diesen Börsen wird das Recht zur Durchführung von Transaktionen sowohl an Börsenmitglieder als auch an Individuen ausgegeben, die sich eine Einladung erworben haben. Diese Börsen sind typisch für Europa.

4. **Welche Banken sollen die Clearinghaus Funktion wahrnehmen?** Das Clearinghouse sichert die finanzielle Integrität der an einer Warenterminbörse gehandelten Kontrakte. Das wird, wie im Papier Q11 dargestellt wurde, über die Einforderung von Margins gegenüber den Händlern an der Börse gewährleistet. Darüber hinaus reguliert das Clearinghouse die Belieferung von Kontrakten und tritt als Käufer bei allen Verkäufern an der Börse auf und als Verkäufer bei allen Käufern dieser Kontrakte, was nichts anderes bedeutet, als dass die Händler an der Börse keine finanzielle Verpflichtung gegenüber einem anderen Händler, sondern allein gegenüber der Börse haben. Damit kann das Clearinghouse die Integrität jeder Transaktion garantieren. Darüber hinaus ist das Clearinghaus für die Preisnotierung zuständig.
Die Wahrnehmung dieser für eine Warenterminbörse zentralen Aufgaben kann nur von einer Bank durchgeführt werden, die einen absolut reibungslosen Ablauf dieser Funktionen garantieren kann. Nur geringe Fehler würden die Reputation der Börse beeinträchtigen und könnten ihren Erfolg gefährden. Derzeit wird es problematisch sein, eine ukrainische Bank zu finden, die die notwendige Expertise zur Wahrnehmung der Clearinghouse Funktionen mitbringt. Daher sollte erwogen werden, eine internationale Bank, beispielsweise die EBRD, in die Planung zum Aufbau einer Warenterminbörse einzubinden.

5. **Welche Handelsplattform sollte gewählt werden?** Traditionell findet der Handel von Warenterminkontrakten in einem sogenannten Pit statt, in dem die Händler über Handzeichen oder sonstige Kommunikation Handelsabschlüsse tätigen. Dieses System wird beispielsweise noch and der CBoT und anderen amerikanischen aber auch europäischen Börsen genutzt. In Hannover wurde hingegen eine elektronische Handelsplatform eingerichtet, die es ermöglicht, von verschiedenen Plätzen innerhalb oder auch außerhalb des Landes an der Börse Transaktionen durchzuführen. Ein Computerprogramm führt dabei Angebote und Nachfrage zusammen.

6. **Wie kann ein Brokersystem etabliert werden?** Hedger und Spekulanten sind in der Regel nicht persönlich an der Börse tätig. Um ihre Termingeschäfte auszuführen, bedienen sie sich der Börsenteilnehmer, die ihn ihrem Auftrag den Handel durchführen. Unternehmen oder Personen, die den Handel im Auftrag der Hedger oder Spekulanten durchführen, werden Broker genannt. Für eine Warenterminbörse ist es wichtig, ein Brokernetzwerk aufzubauen, dass zum einen breit genug ist, um allen Marktteilnehmer den Zugang zur Börse zu akzeptablen Konditionen zu ermöglichen. Das bedeutet nichts anderes, als dass es mehrere Anbieter von Brokerleistungen auf dem Markt und damit Konkurrenz unter diesen Firmen geben muß. Andererseits aber hat die Börse darauf zu achten, dass nur seriöse Broker am Markt aktiv sind, die über die notwendige Expertise verfügen, ihrer Informationsverpflichtung gegenüber den Marktteilnehmern nachkommen und finanziell integer sind. Die Broker müssen also entsprechend ausgewählt, ausgebildet, zertifiziert und kontrolliert werden.

7. **Wie können die Öffentlichkeit und die Marktteilnehmer über die Börse informiert werden?** Wie in Deutschland sind auch beim Aufbau einer Warenterminbörse in der Ukraine große Vorbehalte in der Öffentlichkeit aber auch unter den potentiellen Marktteilnehmern zu erwarten. Das hängt vor allem mit einem Informationsdefizit über die Börsen zusammen (siehe hierzu das Papier Q11). Für die erfolgreiche Einführung einer Börse ist es daher wichtig, über die Möglichkeiten und Grenzen des Warenterminhandels objektiv aufzuklären. Dabei gilt es sowohl übertriebene Erwartungen an die Börse zu korrigieren – so bietet die Börse kein Interventionssystem und auch von einer Stabilisierung der Preise durch die Börse kann nicht ausgegangen werden, aber auch den Befürchtungen entgegenzuwirken.

8. **Mit welchen Produkten sollte der Handel von Warenterminkontrakten an der Börse beginnen und wie sollten die Kontraktspezifikationen gestaltet sein?** Der Erfolg einer ukrainischen Warenterminbörse hängt maßgeblich davon ab, welche Produkte für den Handel ausgewählt werden und wie die Kontraktspezifikationen gestaltet sind. Dabei sind nicht alle Produkte in gleicher Weise geeignet. So sind die Standardisierbarkeit der Produkte, die Abschätzung des Marktvolumens und die erwartete Preisvolatilität und, wie in Kapitel 2 ausführlich diskutiert wurde, der Grad der Preisintegration des Produkts in der Ukraine wichtige Entscheidungskriterien dafür, ob der Handel erfolgreich sein wird oder nicht.

Die Auflistung zumindest eines Teils der für den Aufbau einer Börse relevanten Fragen verdeutlicht vor allem eines: Der Aufbau benötigt Zeit! Jeder Fehler, der durch einen Mangel an Sorgfältigkeit bei der Planung hervorgerufen wird, kann den Erfolg einer Warenterminbörse nachhaltig gefährden. Die Erfahrung in Deutschland hat gezeigt, das Landwirte, Händler und auch die breite Öffentlichkeit gerade in der Startphase der Warenterminbörse sehr kritisch waren. Wären hier Fehler aufgetreten oder etwaige Unregelmäßigkeiten, dann hätten die Kritiker sich in ihrer falschen Vermutung, dass an der Börse die „Kleinen“ von den „Großen“ ausgenutzt werden, bestätigt gefühlt. Die Seriosität der Börse ist als ein absolutes Muß. Treten auch nur Gerüchte darüber auf, dass es Insiderhandel gibt, dass Märkte von einigen Marktteilnehmern bewußt beeinflußt werden oder dass Preisabsprachen existieren, dann würde die Börse im In- und Ausland ihre Reputation verlieren und wäre zum Scheitern verurteilt.

Und so ist es entscheidend, dass schon bei der Gründung einer Projektstudiengruppe, später dann bei der Auswahl einer oder mehrere Banken, die die Clearing Funktion wahrnehmen usw. Transparenz und Seriosität garantiert sind. Die Börse kann, wenn sie nach internationalen Standards arbeitet, als wichtige Schnittstelle zwischen den ukrainischen und den Weltmärkten fungieren, sie kann aber auch zur Bedeutungslosigkeit verurteilt sein, wenn das nicht gelingt.

4 Zusammenfassung

Die Aufnahme des Handels von Warenterminkontrakten bzw. der Aufbau einer Warenterminbörse in der Ukraine ist eine programmatische Entscheidung, die sehr viel weitreichendere Folgen hat, als auf den ersten Blick zu vermuten ist. Eine Warenterminbörse kann nicht funktionieren, wenn der Staat aktiv auf den Märkten interveniert, denn damit entsteht ein hohes politisches Risiko für den Warenterminhandel, ein Risiko, dass für die Marktteilnehmer nicht zu kalkulieren ist. Somit macht es keinen Sinn auf der einen Seite über ein Interventionssystem nach Vorbild der EU zu diskutieren und andererseits eine Warenterminbörse in der Ukraine etablieren zu wollen. **Wie im Papier gezeigt wird, ist die Entscheidung zum Aufbau einer Warenterminbörse somit gleichzeitig eine Entscheidung zu einem Verzicht auf eine aktive Interventionspolitik auf den entsprechenden Märkten.**

Hierin liegt aber auch eine große Chance, denn eine Warenterminbörse kann auch als eine Art Selbstverpflichtung der Ukraine gesehen werden, in Zukunft auf diese Instrumente zu verzichten. Ähnlich wie der geplante Beitritt der Ukraine zur WTO ist die Etablierung einer Warenterminbörse somit eine Entscheidung, die der Agrarpolitik der Ukraine langfristig eine Richtung gibt. Das ist wichtig für den gesamten Agrarsektor, der sich auf stabile Rahmenbedingungen einstellen kann.

Die Etablierung einer ukrainischen Warenterminbörse wird, basierend auf den deutschen Erfahrungen, sehr viel Zeit in Anspruch nehmen und bedarf einer sorgfältigen Planung. Jeder Fehler kann den Erfolg einer Warenterminbörse nachhaltig gefährden, dabei sind folgende Aspekte zu beachten bzw. Fragen zu klären:

1. Eine der wichtigsten Voraussetzungen für die Möglichkeit des Preisabsicherung an einer Warenterminbörse sind integrierte Märkte, was nichts anderes bedeutet, als das sich Preisänderungen in einer Region möglichst schnell in Preisänderungen der gleichen Richtung und Höhe in einer anderen Region niederschlagen. Ohne eine solche Preisintegration ist der Handel an einer Warenterminbörse mit einem zusätzlichen Risiko, dem sogenannten Basisrisiko, behaftet. In der Ukraine führen zum einen mögliche Eingriffe der lokalen Administrationen in die Märkte, aber auch die noch immer relativ hohen Kosten des Handels mit Agrarprodukten dazu, dass die Preise weniger integriert sind als in anderen Ländern. Für den Erfolg einer Warenterminbörse ist es deshalb unabdingbar, dass in Zukunft unter allen Umständen auf Eingriffe in den Markt, auf lokale Handelsbarrieren, aber auch auf Intervention von Seiten der Zentralregierung auf den Märkten verzichtet wird.

2. Es ist die Frage zu klären, ob die Ukraine tatsächlich eine eigene Warenterminbörse benötigt, oder ob nicht für die Ukraine spezifizierte Kontrakte nicht an anderen europäischen Börsen gehandelt werden können. Die Vorteile wären, dass die Ukraine keine eigene Warenterminbörse etablieren müßte und dass die Infrastruktur, aber auch die Reputation einer bestehenden Börse genutzt werden könnte.

3. Wenn die Ukraine sich für eine eigene Börse entscheiden sollte, dann ist die Frage zu klären, an welchem Ort diese lokalisiert sein sollte. Dabei sind mehrere Aspekte zu berücksichtigen. So sollte die Börse an einem wichtigen Handelszentrum des Landes plaziert sein, die notwendige Infrastruktur muß vorhanden sein, Banken müssen zur Verfügung stehen, die die Clearing House Funktion wahrnehmen können usw. Somit kommt nur eine der großen ukrainische Städte in Frage.

4. Es ist zu klären, wer Gründer einer ukrainischen Börse werden und welche Rolle der Staat hierbei spielen sollte.

5. Eine große Bedeutung für finanzielle Integrität und die Reputation einer Börse hat die Clearingbank. Diese Funktion kann nur von einer Bank wahrgenommen werden, die einen absolut reibungslosen Ablauf garantieren kann. Daher erscheint es sinnvoll eine internationale Bank, beispielsweise die EBRD, mit ihrer Erfahrung in diese Aufgabe mit einzubinden.

6. Auch die Wahl der Handelsplattform ist wichtig. Dabei kann die Ukraine zwischen dem traditionellen System, bei dem der Handel von Personen im sogenannten Pit durchgeführt wird, oder aber ein elektronisches System wählen, das beispielsweise an der WTB in Hannover installiert wurde und das es ermöglicht, von verschiedenen Plätzen innerhalb des Landes den Börsenhandel durchzuführen.

7. Auch ein Brokersystem muß installiert werden, weil Hedger und Spekulanten in der Regel nicht persönlich an der Börse tätig sind. Dazu müssen entsprechende Richtlinien zur Zulassung der Broker ausgearbeitet und diese ausgebildet werden. Für den Erfolg der Börse ist das wiederum von großer Bedeutung, weil die Börse nur dann Akzeptanz finden wird, wenn die Broker seriös sind und über die notwendige Expertise verfügen.

8. Wie in Deutschland sind auch beim Aufbau einer Warenterminbörse in der Ukraine große Vorbehalte in der Öffentlichkeit aber auch unter den potentiellen Marktteilnehmern zu erwarten. Das hängt vor allem mit einem Informationsdefizit über die Börsen zusammen. Für die erfolgreiche Einführung einer Börse ist es daher wichtig über die Möglichkeiten und Grenzen des Warenterminhandels objektiv aufzuklären. Dabei gilt es sowohl übertriebene Erwartungen an die Börse zu korrigieren – so bietet die Börse kein Interventionssystem und auch von einer Stabilisierung der Preise durch die Börse kann nicht ausgegangen werden, aber auch den Befürchtungen entgegenzuwirken.

9. Der Erfolg einer ukrainischen Warenterminbörse hängt maßgeblich davon ab, welche Produkte für den Handel ausgewählt werden und wie die Kontraktspezifikationen gestaltet sind. Dabei sind nicht alle Produkte in gleicher Weise geeignet mit dem Handel zu starten. Eine ukrainische Börse sollte deshalb nicht mit zu vielen Produkten gleichzeitig starten und zunächst solche Produkte handeln, bei denen ein großes Handelsvolumen erwartet werden kann.

L. Striewe; Lektor S. v. C.-T. und R. G.

Februar 2002