

Bäcker, Gabriele

Working Paper

Möglichkeiten des Risikomanagements für Rohstoffexportierende Entwicklungsländer

Materialien und kleine Schriften, No. 166

Provided in Cooperation with:

Institute of Development Research and Development Policy (IEE), Ruhr University Bochum

Suggested Citation: Bäcker, Gabriele (1998) : Möglichkeiten des Risikomanagements für Rohstoffexportierende Entwicklungsländer, Materialien und kleine Schriften, No. 166, ISBN 3-927276-52-9, Ruhr-Universität Bochum, Institut für Entwicklungsforschung und Entwicklungspolitik (IEE), Bochum

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/183520>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

MATERIALIEN UND KLEINE SCHRIFTEN

166

Gabriele Bäcker

**Möglichkeiten des Risikomanagements für
rohstoffexportierende Entwicklungsländer**

Bochum 1998

Hinweis:

Bei der Umsetzung der Bände der Reihe „Materialien und kleine Schriften des IEE“ ins PDF-Format kommt es hin und wieder zu Verschiebungen in den Seitenumbrüchen. Deshalb wird empfohlen, bei einem Zitat aus diesen Bänden immer anzugeben, wenn es sich um die PDF-Version des Bandes handelt.

Die URL der PDF-Datei dieses Bandes lautet:
http://www.ruhr-uni-bochum.de/iee/publ/mat/pdf/mat_166.pdf

Copyright 1998

Herausgeber:

Institut für Entwicklungsforschung und Entwicklungspolitik
der Ruhr-Universität Bochum
Postfach 10 21 48, D-44780 Bochum

E-Mail: ieeoffice@ruhr-uni-bochum.de
URL: <http://www.ruhr-uni-bochum.de/iee>

ISSN 0934-6058
ISBN 3-927276-52-9

Inhalt

1. Problemstellung	3
2. Traditionelle Preis- und Erlösstabilisierung	5
2.1 Instrumente	5
2.2 Zusammenfassende Bewertung traditioneller Stabilisierung	9
3 Marktkonforme Risikoabsicherung	13
3.1 Instrumente	13
3.1.1 Forwards	13
3.1.1.1 Definition und wichtige Charakteristika	13
3.1.1.2 Bewertung	14
3.1.2 Futures	16
3.1.2.1 Definition und wichtige Charakteristika	16
3.1.2.2 Bewertung	19
3.1.3 Optionen	21
3.1.3.1 Definition und wichtige Charakteristika	21
3.1.3.2 Bewertung	23
3.1.4 Swaps	24
3.1.4.1 Definition und wichtige Charakteristika	24
3.1.4.2 Bewertung	26
3.1.5 Bonds und Loans	27
3.1.5.1 Definition und wichtige Charakteristika	27
3.1.5.2 Bewertung	27
3.2 Zusammenfassende Bewertung marktkonformer Risikoabsicherung	28
3.3 Zugang der Entwicklungsländer zu marktkonformen Instrumenten	33
4 Ansatzpunkte für die Entwicklungszusammenarbeit und für interne Reformen	37
5 Risikomanagement als mögliches Aufgabengebiet des Gemeinsamen Fonds	43
6 Schlußbemerkungen	45
Literatur	47
Anhang 1: Glossar zu Begriffen aus dem Bereich des Terminhandels	49
Anhang 2: Übersicht über Rohstoff-Futures	53

1 Problemstellung

Rohstoffe sind noch immer Hauptexportprodukte vieler Länder mit geringem Einkommen und somit Hauptquelle für ihre Exporterlöse.¹ Auf Angebots- und Nachfrageschwankungen i.V.m. geringen kurzfristigen Angebots- und Nachfrageelastizitäten zurückzuführende Preisschwankungen an internationalen Rohstoffmärkten stellen daher für diese Länder ein erhebliches Problem dar,² insbesondere weil Preisschwankungen in den meisten Fällen zu Erlösschwankungen führen, die vielfältige Auswirkungen haben.³ Sie beeinflussen die Staatseinnahmen, die Einnahmen rohstoffproduzierender Staatsunternehmen und die Einnahmen privater Rohstoffproduzenten.⁴ Eine dabei zu beobachtende zunehmende Verschiebung des Risikos schwankender Exporterlöse vom Staat auf den einzelnen Rohstoffproduzenten resultiert aus der Deregulierungspolitik vieler Entwicklungsländer, insbesondere aus Preisliberalisierungen und Privatisierung.⁵ Auch für den Staat verbleibt jedoch ein Risiko aus Erlösschwankungen, da häufig ein hoher Anteil der Steuereinnahmen aus Steuern auf den Rohstoffexport resultiert bzw. bei liberalisiertem Handelsregime aus sinkenden Unternehmenseinnahmen ein sinkendes Aufkommen aus anderen Steuern folgt.⁶

Es liegt also im Interesse rohstoffexportierender Entwicklungsländer, Maßnahmen zur Stabilisierung der Rohstoffpreise zu ergreifen. Solche Maßnahmen lassen sich in traditionelle und innovative, marktkonforme Maßnahmen einteilen. Traditionell wurden vor allem interventionistische Maßnahmen verfolgt. So wurden im Rahmen internationaler Rohstoffabkommen insbesondere Exportquoten und Ausgleichslager genutzt, um über eine Stabilisierung des Preises eine Erlössstabilisierung zu realisieren. Eine unterstützende Funktion sollte hierbei der Gemeinsame Fonds (GF) wahrnehmen. Die Stabilisierungsmechanismen der meisten Rohstoffabkommen sind jedoch gescheitert, die unterstützende Funktion des GF kam gar nicht zum Einsatz. Zurückgeführt wird diese Negativbilanz auf die mangelnde Effektivität dieser Art interventionistischer Stabilisierung.

Ein anderer traditioneller Ansatz der Erlössstabilisierung besteht in Kompensationsmechanismen, die nicht an den Rohstoffpreisen, sondern direkt an den Erlösen ansetzen und diese über Kredite oder Transfers zu stabilisieren suchen. Solche Mechanismen werden z.B. vom Internationalen Währungsfond (IWF) im Rahmen seiner kompensatorischen Finanzierungsfazilität und von der Europäischen Union (EU) im Rahmen des STABEX-Programms der Lomé-Verträge eingesetzt. Hier fällt die Effizienzbewertung nicht so eindeutig negativ aus wie bei den interventionistischen Preisstabilisierungsmaßnahmen, bleibt aber dennoch zurückhaltend.

-
- 1 Vgl. Claessens/Duncan (1993), S. 3 f., die errechnen, daß Rohstoffe einen Anteil von 68% an den gesamten Exporteinnahmen von Ländern mit geringem Einkommen haben. Das Problem des z.T. hohen Rohstoffanteils im Bereich der Importe wird in diesem Beitrag nicht explizit berücksichtigt. Möglichkeiten und Grenzen des Risikomanagements gelten jedoch für den Importbereich analog.
 - 2 Zu den Ursachen von Preisschwankungen siehe Claessens/Duncan (1993), S. 6.
 - 3 Vgl. Wagner (1997), S. 1.
 - 4 Vgl. Claessens/Duncan (1993), S. 4.
 - 5 Vgl. FAO (1995), S. 1; UNCTAD (1994b), S. 4.
 - 6 Vgl. UNCTAD (1994b), S. 19 f.

Traditionell erfolgte die Stabilisierung schließlich auch über die Integration des Rohstoffpreismanagements in die Vermarktung, insbesondere durch den Abschluß langfristiger Lieferverträge vor allem durch staatseigene Unternehmen.⁷ Diese marktkonforme Möglichkeit verlor in ihrer ursprünglichen Form mit Fragmentierung der Exportstruktur und der damit verbundenen Verschiebung des Risikos auf private Rohstoffproduzenten an Bedeutung. An die Stelle des Staates oder staatlicher Unternehmen könnten heute vor allem Produzentenverbände treten, da ein einzelner Produzent - abhängig von seinem Marktanteil - selten eine für den Abschluß solcher Verträge notwendige Verhandlungsposition haben wird.

Der reformbedingte Strukturwandel steigerte zusammen mit der Ineffektivität interventionistischer Stabilisierung den Bedarf an innovativen marktkonformen Stabilisierungsmaßnahmen. Diese können als zweite Kategorie von Stabilisierungsinstrumenten abgegrenzt werden, die sich dadurch auszeichnen, daß sie keine allgemeine Preisstabilisierung gegen den Markttrend anstreben, sondern eine individuelle Stabilisierung ermöglichen sollen. Im Mittelpunkt der Überlegungen stehen Termingeschäfte, die derzeit allerdings noch überwiegend durch Industrieländer genutzt werden. Es stellt sich somit vor allem die Frage nach der Anwendbarkeit solcher Instrumente durch rohstoffexportierende Entwicklungsländer, die z.B. auf UNCTAD-Ebene diskutiert wird und hier aufgegriffen werden soll.

Zur Behandlung dieser Fragestellung werden in den folgenden Abschnitten zunächst Wirkungsweise und Effektivität traditioneller Instrumente als Begründung für die Erwägung alternativer Maßnahmen zusammengefaßt. Anschließend werden Art, Wirkungsweise und Effektivität der wichtigsten neuen marktkonformen Instrumente betrachtet. Dabei erfolgt im wesentlichen eine Beschränkung auf die Grundformen der Instrumente, die zur Darlegung wesentlicher Charakteristika und Probleme ausreichend erscheinen. Es folgen Überlegungen zur Nutzbarkeit der dargestellten Instrumente für Entwicklungsländer. Abschließend sollen Empfehlungen und Perspektiven abgeleitet werden, die sowohl die Politik der Entwicklungsländer betreffen als auch mögliche Ansätze der bilateralen und multilateralen Entwicklungszusammenarbeit.

Besonderes Interesse gilt schließlich einer möglichen Rolle des GF im Bereich des Risikomanagements. Hiermit könnte zum einen ein Beitrag dazu geleistet werden, die ungenutzten Mittel des Ersten Schalters zu aktivieren und zum anderen eine Bündelung der Aktivitäten im Kontext des Risikomanagements unterstützt werden.

7 Vgl. UNCTAD (1994a), S. 6.

2 Traditionelle Preis- und Erlösstabilisierung

2.1 Instrumente

Traditionelle Instrumente sind zunächst solche, die die Stabilisierung der Rohstoffpreise zum Ziel haben. Ihnen liegt der Gedanke zugrunde, daß über eine Stabilisierung der Preise eine Stabilisierung der Erlöse herbeigeführt werden kann. Im Vordergrund stehen interventionistische Maßnahmen, wie die Festlegung von Export- und Importquoten sowie Produktions- und Konsumquoten. Daneben werden Bufferstocks genutzt, die dem Ausgleich von Überschußangebot und -nachfrage durch Lageran- und -verkäufe dienen sollen.⁸ Diese Instrumente, insbesondere Exportquoten und Bufferstocks wurden oder werden für wichtige Rohstoffe im institutionellen Rahmen internationaler Rohstoffabkommen eingesetzt. Darüber hinaus hat der (GF) als übergreifende internationale Rohstofforganisation u.a. die Aufgabe, Rohstoffabkommen bestimmter Form in ihren Stabilisierungsbemühungen zu unterstützen. Wirkungsweise und Effektivität interventionistischer Instrumente der Preisstabilisierung sollen daher in diesem institutionellen Rahmen betrachtet werden.

Neben diesen Maßnahmen zur Preisstabilisierung zählen zu den traditionellen Instrumenten aber auch solche, die nicht die Preise selbst beeinflussen, sondern die Auswirkungen von Preisschwankungen auf die Binnenwirtschaft des exportierenden Landes minimieren sollen. Hierzu werden Kompensationsmechanismen eingesetzt, von denen beispielhaft das STABEX-Programm im Rahmen der Lomé-Verträge sowie der Kompensationsmechanismus des IWF, die Compensatory and Contingency Financing Facility (CCFF) genannt seien.⁹ Auch diese Kompensationsmechanismen sollen im folgenden kurz betrachtet werden.

Preisstabilisierungsbemühungen im Rahmen von Rohstoffabkommen mit Marktintervention gab oder gibt es für Kautschuk, Kaffee, Kakao und Zinn.

Das Internationale Naturkautschukabkommen¹⁰ ist das letzte noch bestehende Abkommen mit Ausgleichslagermechanismus. Es nutzt zur Stabilisierung des Naturkautschukpreises innerhalb eines vorgegebenen Preisbandes um den langfristigen Markttrend Bufferstocks. Interventionen in Form von Lageran- und -verkäufen dürfen aber erst erfolgen, wenn der Preis eine Bandbreite von +/- 15% um den aktuellen Referenzpreis erreicht, sie müssen erfolgen, wenn eine Bandbreite von +/- 20% erreicht wird. Der Referenzpreis ist anzupassen, wenn die Interventionsan- oder -verkäufe ein festgelegtes Volumen erreichen. Darüber hinaus ist generell eine flexible Anpassung an den Markttrend vorgesehen. Das breite Preisband und die flexible Anpassung an den Markttrend werden ebenso als Faktoren dafür eingestuft, daß das Abkommen bislang nicht zusammengebrochen ist, wie die geringe Zahl der Anbieter und die hohe Übereinstimmung zwischen Produktion und Verbrauch, die ein nennenswertes Überangebot und daraus folgenden Preisdruck gar nicht erst entstehen läßt.¹¹ Breites Preisband und Preisanpassungen sind

8 Vgl. Claessens/Duncan (1993), S. 7 f.

9 Vgl. Claessens/Duncan (1993), S. 8.

10 Vgl. hierzu Michaelowa/Naini (1995), S. 22 ff.

11 Dem Abkommen gehören sechs Erzeugerländer an, die 94% der Weltexporte auf sich vereinigen und 21 Importländer, die 70% der Weltimporte tätigen; vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 22.

aber gleichzeitig die Gründe dafür, daß eine wesentliche Preisstabilisierung nicht erreicht werden konnte, obwohl der Preis sich meist innerhalb der vom Abkommen fixierten, aber doch erheblichen Bandbreiten bewegte. Die mit der Preisstabilisierung angestrebte Realisierung stabilisierter oder gar erhöhter Erlöse konnte folglich ebenfalls nicht beobachtet werden¹²

Das Internationale Zinnabkommen¹³ war das erste Rohstoffabkommen, das marktregulierende Interventionen vorsah. Das Ziel der Stabilisierung und Steigerung der Exporterlöse sollte durch Bufferstocks und Exportquoten realisiert werden. Der Zusammenbruch des Stabilisierungsinstrumentariums und die nachfolgende Liquidation werden darauf zurückgeführt, daß eine Stabilisierung des Preises um den Markttrend nur solange Gegenstand der Bemühungen war, wie dieser steigend war. Mit Einsatz eines rückläufigen Preistrends zu Beginn der 80er Jahre wurde dagegen versucht, den Preis auf dem erreichten Niveau zu fixieren, woraus sich angebots- und nachfrageseitige Konsequenzen ergaben, die den Zusammenbruch der Stabilisierungsbemühungen herbeiführten. So erfolgte aufgrund der Preisanreize auf der Angebotsseite eine Ausdehnung der Kapazitäten, die auch mit Hilfe von Exportquoten nicht vermieden werden konnte, da einerseits auch Nichtmitglieder des Abkommens ihre Kapazitäten ausdehnten und andererseits Mitgliedsländer zunehmend eine Umgehung der Quoten z.B. durch eine Belieferung von Nichtmitgliedsländern anstrebten. Gleichzeitig mit der Angebotserweiterung war ein Nachfragerückgang zu verzeichnen, da aufgrund der hohen Preise Anreize zu Einsparungen und zur Substitution bestanden. In der Folge dieser Reaktionen erreichte der Ausgleichslagermechanismus bei steigendem Angebot und sinkender Nachfrage und somit anhaltendem Preisdruck und kontinuierlichem Interventionsbedarf die Grenze der Finanzierbarkeit. Die Erlöse der Produzentländer konnten folglich nur kurzfristig über höhere Preise stabilisiert oder sogar erhöht werden, langfristig wurden dagegen aufgrund falscher Anreize und der daraus folgenden quantitativen Entwicklung Einbußen hervorgerufen. Einer kurzfristigen Stabilisierungswirkung steht somit eine langfristige Destabilisierung gegenüber. Hier zeigt sich bereits, daß eine dauerhafte Stützung der Preise gegen den Markttrend bei begrenztem finanziellen Spielraum unmöglich ist.

Das Internationale Kakaoabkommen¹⁴ sah als Instrument zur Realisierung des Ziels der Erlösstabilisierung ebenfalls den Bufferstockmechanismus vor, der auch in diesem Abkommen scheiterte. Lagerkapazität und Grenzen der Finanzierbarkeit waren nach weniger als einem Jahr erreicht. Als neuer Regulierungsmechanismus wurde im Folgeabkommen die Aufstellung von Produktionsplänen durch die Erzeugerländer vorgesehen. Auch dieses Instrument ist mit Problemen behaftet, da einerseits die Gefahr einer Kartellierung besteht und andererseits im Hinblick auf Verhandelbarkeit und Einhaltung von Quoten die gleichen Probleme wie bei Exportquoten bestehen. Ein gewisser Vorteil liegt jedoch darin, daß bei einem Scheitern dieses Regulierungsmechanismus keine zuvor gebildeten Lagerbestände auf den Markt strömen, die eine zusätzliche Destabilisierung bewirken, sondern lediglich ein unmittelbarer Übergang zu Marktbedingungen erfolgt. Auch für das Internationale Kakaoabkommen muß zusammenfassend gefolgert werden, daß der Versuch der Preisstabilisierung nur in begrenztem Umfang und kurzfristig die Exporterlöse der Produzenten stabilisieren bzw. erhöhen konnte. Gegenüber

12 Vgl. Wagner (1997), S. 50; Michaelowa/Naini (1995), S. 24, S. 60 und S. 74.

13 Vgl. hierzu Michaelowa/Naini (1995), S. 24 ff. und S. 77.

14 Vgl. hierzu Michaelowa/Naini (1995), S. 27 ff. und S. 78 ff.

dem Zinnabkommen ist zudem zu beachten, daß eine Erlösstabilisierung über Preisstabilisierung bei Agrarrohstoffen mit Produktionsunsicherheiten generell fragwürdig ist.¹⁵

Das Internationale Kaffeeabkommen¹⁶ sah als Interventionsmechanismus Exportquoten vor, über die ab 1989 jedoch keine Einigung mehr erzielt werden konnte. Konflikte zwischen den Erzeugerländern um die Quotenhöhe und die Bildung von Parallelmärkten aufgrund der vertragswidrigen Belieferung von Nichtmitgliedsländern waren hierfür verantwortlich. Auch in diesem Fall scheiterte also der Einsatz eines Regulierungsinstruments als Mittel zur Eindämmung einer anhaltenden Überproduktion. Die Preiswirkungen der Regulierung führten im Gegenteil zu zusätzlichen Produktionsanreizen. Das Ziel der Preisstabilisierung konnte auch in diesem Fall langfristig nicht erreicht werden, und die Eignung der Preisstabilisierung als Mittel zur Erlösstabilisierung muß wie im Falle des Kakaoabkommens aufgrund der Besonderheiten agrarischer Rohstoffe bezweifelt werden.

Vor dem Hintergrund der negativen Erfahrungen Internationaler Rohstoffabkommen soll nun die Effektivität der Arbeit des GF betrachtet werden. Der GF ist eine seit 1989 tätige, selbständige internationale Rohstofforganisation, deren Mitglieder rohstoffproduzierende und -konsumierende Staaten sind. Er ist in zwei sogenannte Schalter gegliedert, deren Aufgaben und Instrumente einander ergänzen sollen. Die Aufgabe des ersten Schalters besteht in der finanziellen Förderung internationaler oder international koordinierter Ausgleichslager einzelner Rohstoffabkommen. Der zweite Schalter soll zur Finanzierung anderer rohstoffbezogener entwicklungspolitischer Maßnahmen insbesondere in ärmeren Entwicklungsländern dienen und so zu einer Verbesserung von Marktstrukturen und Wettbewerbsbedingungen beitragen.¹⁷ Im hier betrachteten Kontext interessiert vor allem der erste Schalter, da er die Förderung traditioneller Preisstabilisierung zum Gegenstand hat.

Zur Förderung von Ausgleichslagern kann der GF Kredite zur Verfügung stellen, die von Internationalen Rohstoffabkommen in Anspruch genommen werden können. Voraussetzung hierfür ist natürlich die Nutzung von Ausgleichslagern als Stabilisierungsinstrument und darüber hinaus der Abschluß eines Assoziierungsabkommens mit dem GF sowie die Hinterlegung von Sicherheiten. Eine Anwendung der Instrumente des ersten Schalters konnte bislang nicht verzeichnet werden, da zum einen bei der Aufnahme der Tätigkeit durch den GF nur noch ein einziges Rohstoffabkommen existierte, das die Bedingungen für die Inanspruchnahme überhaupt erfüllen konnte, und zum anderen dieses Abkommen - das internationale Naturkautschukabkommen - sich nicht zu einer Assoziierung entschlossen hat, da es offensichtlich keinen entsprechenden Bedarf hat.¹⁸

Unabhängig davon, daß die meisten Rohstoffabkommen die Voraussetzungen für die Inanspruchnahme des ersten Schalters des GF nicht erfüllen, stellt sich die Frage, ob eine Nutzung dieses Instrumentariums überhaupt ökonomisch sinnvoll ist, was aus verschiedenen Gründen bezweifelt wird.¹⁹ Zunächst ist eine Kreditfinanzierung, wie sie der GF vorsieht, von den Roh-

15 Dieser Aspekt wird im Rahmen der Effizienzbewertung traditioneller Stabilisierung näher betrachtet.

16 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 30 f. und S. 83.

17 Vgl. BMZ (1996), S. 359.

18 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 19 f.

19 Vgl. hierzu Michaelowa/Naini (1995), S. 37 ff.

stoffabkommen nach den Erfahrungen mit dem Zusammenbruch des Internationalen Zinnabkommens offensichtlich nicht gewollt. Darüber hinaus bestehen Zweifel an der Effizienz einer Kreditaufnahme beim GF aufgrund der geringen Eigenkapitalausstattung des ersten Schalters, die sein Refinanzierungspotential beschränkt und nicht geeignet scheint, wesentlich bessere Kreditbedingungen als die Abkommen selbst zu erzielen. Hinzu kommt, daß die Abkommen bei einer Kreditaufnahme Sicherheiten bereitstellen müssen, die die Kredite des GF vollkommen decken. Diese könnten aber von den Abkommen selbst am Kapitalmarkt eingesetzt werden. Darüber hinaus läßt eine Assoziierung mit dem GF i.d.R. keine zusätzliche Kreditfinanzierung aus weiteren Quellen zu, und der maximale Finanzierungsbedarf ist bereits bei Abschluß eines Assoziierungsabkommens festzulegen. Schließlich vermindern hohe Transaktionskosten die Attraktivität einer Kreditaufnahme beim GF.

Entscheidend für die negative Bewertung der Arbeit des Ersten Schalters des GF bleibt aber letztlich, daß auch mit Hilfe einer derartigen Organisation das generelle Problem der Funktionsfähigkeit von Bufferstockmechanismen nicht gelöst wird. Diese Einschätzung hat zu vielfältigen Überlegungen alternativer Verwendungsmöglichkeiten der ungenutzten Mittel des ersten Schalters geführt, die auch mögliche Aktivitäten im Rahmen des marktkonformen Risikomanagements umfassen.²⁰

Erlösstabilisierung im Rahmen von Kompensationsmechanismen als weitere Form traditioneller Stabilisierung zielt nicht auf die Beeinflussung der Weltmarktpreise, sondern auf eine Reduzierung der Auswirkungen schwankender Rohstoffpreise auf die Produzentenländer.²¹ Beispielfhaft werden von IWF und EU getragene Kompensationsmechanismen kurz betrachtet, die sich in ihrer Ausgestaltung grundlegend unterscheiden.²²

Die kompensatorische Finanzierungsfazität des IWF, die Compensatory and Contingency Financing Facility (CCFF), sieht die Möglichkeit zur Kreditgewährung bei Einbrüchen der Rohstoffpreise vor. Das grundsätzliche Problem dieses Mechanismus im Hinblick auf das Ziel der Erlösstabilisierung wird darin gesehen, daß Kreditrückzahlungen bei erneut niedrigen Exporterlösen fällig werden können, was einer Stabilisierung entgegenwirkt. Andererseits führt eine Kreditvergabe aber nicht zu falschen Produktionsanreizen und steht einer Diversifizierung daher nicht entgegen. Hierdurch kann langfristig sowohl die Rückzahlungsfähigkeit eines Landes gesichert als auch eine Stabilisierung der gesamten Exporterlöse erreicht werden. Bei entsprechender Anpassung der Tilgungsbedingungen ist die Kreditvergabe also ein Instrument, das zur Stabilisierung der Erlöse geeignet scheint. Für eine abschließende Bewertung ist aber die entwicklungspolitische Effizienz allgemeiner Erlösstabilisierung zu berücksichtigen, die im Rahmen der Bewertung traditioneller Stabilisierung aufgegriffen wird.

Ein wichtiger Kompensationsmechanismus im Rahmen der Lomé-Verträge ist das STABEX-Programm, das eine Kompensation von Erlöseinbußen im Wege von Transferzahlungen vorsieht. Im Hinblick auf das Ziel einer langfristigen Erlösstabilisierung stellen sich im Rahmen

20 Vgl. z.B. Michaelowa/Naini (1995), S. 87 f., die in einem Gutachten für das Bundesministerium für Wirtschaft die Auffassung vertreten, daß nur bei einer Lösung zur alternativen Verwendung der Mittel des Ersten Schalters die Aktivitäten des GF weiter unterstützt werden sollten.

21 Zu einer ausführlichen Analyse von Kompensationsmechanismen vgl. Kebschull (1985, Hg.).

22 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 90 ff.

von STABEX verschiedene Probleme. So stehen z.B. Ausgleichszahlungen bei Erlöseinbußen keine Abschöpfungen bei Zugewinnen gegenüber. Dieser gewollte Verteilungseffekt kann Anreize zur Überproduktion bewirken und gleichzeitig strukturverändernde Reformen behindern.

2.2 Zusammenfassende Bewertung traditioneller Stabilisierung

Der Überblick über die Instrumente traditioneller Stabilisierung zeigt die Ineffektivität interventionistischer Maßnahmen zur Preisstabilisierung ebenso wie die Schwierigkeiten traditioneller Kompensationsmechanismen.

Zur interventionistischen Preisstabilisierung läßt sich eindeutig feststellen, daß eine Stabilisierung des Preises gegen den Markttrend langfristig unmöglich ist. Interventionistische Maßnahmen, die eine solche Stabilisierung zum Ziel hatten, haben nicht selten zu instabileren Bedingungen geführt, als sie aufgrund der Wirksamkeit des Marktpreises bestanden hätten. Darüber hinaus ist zu beachten, daß eine Stabilisierung des Preises letztlich nur Vehikel für die Stabilisierung der Erlöse sein soll, aber Preis- und Erlösstabilisierung nicht zwingend miteinander einhergehen. Schließlich ist auch das Ziel einer Stabilisierung der Erlöse wie auch ihrer Erhöhung auf stabilisiertem Niveau als durchaus fragwürdig einzustufen, insbesondere wenn es undifferenziert und unabhängig von der konkreten wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit eines Landes erfolgt und wenn es dazu führt, daß für eine positive ökonomische Entwicklung langfristig zwingend notwendige strukturelle Reformen, die in einer Diversifizierung münden, behindert werden.

Zusammenfassend werden noch einmal die wesentlichen Aspekte angeführt, die zu einer negativen Bewertung traditioneller Stabilisierungsbemühungen führen.²³

Der Versuch einer allgemeinen Preisstabilisierung im Rahmen von Rohstoffabkommen oder mit Hilfe des GF hat nicht zu den gewünschten Erfolgen geführt. Eine Erlösstabilisierung konnte i.d.R. nicht erreicht werden. Gründe für den Zusammenbruch der Abkommen und damit der unterbliebenen Nutzung des Ersten Schalters des GF liegen in der Verhandlungsunfähigkeit bzw. der Instabilität von Absprachen sowie in der Gefahr eines finanziellen Zusammenbruchs und der Erschöpfung der Lagerkapazitäten. Die mit der Preisstabilisierung geschaffene Anreizstruktur selbst unterminiert die Möglichkeit zur dauerhaften Stabilisierung.²⁴

Mit dem Aspekt der Verhandlungsfähigkeit wird das Problem der Rohstoffabkommen angesprochen, einen Ausgleich unterschiedlicher Interessen herbeizuführen. Schwierigkeiten ergeben sich dabei sowohl durch die verschiedenen Interessenlagen von Produzenten- und Abnehmerländern als auch durch Interessenkonflikte zwischen den Produzentenländern. Dies erschwert die Bestimmung und Quantifizierung des Regulierungsinstrumentariums. Im kurzfristigen Interesse der Mitgliedsländer liegt zudem vielfach eine Umgehung der Regulierung. Zusammen mit den Anreizen zu Trittbrettfahrerverhalten für Nichtmitgliedsländer, das sich in einer Produktionserhöhung dieser Länder bei über dem Marktpreis stabilisiertem Preis äußert, sind bereits wichtige destabilisierende Faktoren identifiziert.

23 Vgl. auch Claessens/Duncan (1993), S. 8; Michaelowa (1995), S. 61-63 und S. 85-87.

24 Vgl. Wagner (1997), S. 3.

Der andere wesentliche Aspekt für die mangelnde Funktionsfähigkeit regulierender Abkommen ist die aus einer Preisstabilisierung über dem Markttrend erfolgende Verletzung der Bedingung, daß auch regulierte Preise und Mengen langfristig einen Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage gewährleisten müssen. Finanzieller Zusammenbruch und Erschöpfung der Lagerkapazitäten drohen dagegen, wenn auf Überschußangebotsmengen nicht entsprechende Überschußnachfragemengen folgen, sondern Angebots- oder Nachfrageverschiebungen längerfristiger Art sind.²⁵ So steht einer kurzfristigen Preisstabilisierung eine langfristig destabilisierende Wirkung gegenüber, da die Zusammenbrüche der Abkommen i.d.R. mit Preisstürzen einhergehen, insbesondere dann, wenn Lagerbestände aufgelöst werden.

Regulierungsbemühungen von Rohstoffabkommen sind weiterhin kritikwürdig, weil die angestrebte Preisstabilisierung nicht zwingend mit einer Erlösstabilisierung einhergeht, die aber letztlich Ziel der Preisintervention ist. So ist die Realisierbarkeit einer Erlösstabilisierung durch Preisstabilisierung abhängig von der Preiselastizität der Nachfrage. Ist diese signifikant, geht eine Stabilisierung über dem Marktpreis mit einem Nachfragerückgang einher, so daß abhängig von der sich einstellenden Preis-Mengen-Kombination eine Erlösstabilisierung nicht unbedingt, eine Erlössteigerung aber in keinem Fall erreicht werden. Bei angebotsinduzierten Preisschwankungen, wie sie bei Agrarprodukten z.B. aufgrund von Ernteeinbußen häufig auftreten, werden zudem ohne Markteingriffe automatische Erlösstabilisierungsmechanismen in Kraft gesetzt, indem die rückläufige Angebotsmenge mit steigenden Preisen einhergeht.

Insgesamt ist die Möglichkeit zur Realisierung einer Erlösstabilisierung durch Preisstabilisierung sehr von den individuellen Bedingungen abhängig, so daß eine regulierende Stabilisierungspolitik auch dahingehend zu kritisieren ist, daß sie auf eine allgemeine Stabilisierung für alle Produzenten unabhängig von ihrem Bedarf gerichtet ist. Dies wäre nur dann effizient, wenn sich alle Produzenten gleichen Angebots- und Nachfragebedingungen gegenübersehen und ihre Risikoneigungen identisch sind.²⁶

Warum die Rohstoffabkommen ihre gesetzten Ziele nicht realisieren konnten, läßt sich zusammenfassend mit ihrem grundsätzlichen Dilemma beschreiben: „Je stärker sich ein Abkommen am Markt orientiert, desto geringer sind die Möglichkeiten einer Preisstabilisierung gegenüber der Situation des freien Marktes. Je weniger sich jedoch ein Abkommen am Markt orientiert, desto größer ist das Risiko des völligen Zusammenbruchs des betreffenden Stabilisierungsmechanismus und eines damit verbundenen schlagartigen Preissprungs. Eine völlig unregulierte Preisentwicklung auf dem freien Markt kann stabiler sein als schließlich scheiternde Regulierungsversuche.“²⁷

Abschließend kann die entwicklungspolitische Effektivität interventionistischer Preisstabilisierung durch Rohstoffabkommen und auch traditioneller Erlösstabilisierung durch Kompensationsmechanismen grundsätzlich in Frage gestellt werden. Entwicklungspolitisch gewünschte Transfers und Umverteilungsmaßnahmen werden durch beide Verfahren nicht an die Bedürftigkeit eines Landes, sondern an die Höhe seiner Rohstoffproduktion gebunden. Und auch als Instrument für die Integration der Entwicklungsländer in den Welthandel scheinen solche Maßnahmen wenig geeignet, da sie die Gefahr bergen, falsche Produktionsanreize zu setzen und so

25 Vgl. Wagner (1997), S. 49.

26 Vgl. Wagner (1997), S. 49, 56 und 108.

27 Michaelowa/Naini (1995), S. 63.

einer Diversifizierung entgegenzuwirken, die aber für die wirtschaftliche Entwicklung unabdingbar ist. Gleichzeitig können andere privatwirtschaftliche Maßnahmen zur Risikoreduzierung, die Gegenstand des folgenden Kapitels sind, verdrängt werden.²⁸

28 Vgl. Wagner (1997), S. 58 und S. 109.

3 Marktkonforme Risikoabsicherung

3.1 Instrumente

Der Bedarf an alternativen Instrumenten des Risikomanagements resultiert aus der anhaltenden Unsicherheit über die Rohstoffpreisentwicklung einerseits und dem Scheitern traditioneller Instrumente andererseits.²⁹ Er ist aber auch Ausdruck der Privatisierung des Preis- und Erlösrisikos im Zuge struktureller Reformen in Entwicklungsländern.

Instrumente des Risikomanagements sind dadurch charakterisiert, daß sie weder die Stabilisierung des Weltmarktpreises an sich zum Ziel haben, wie die interventionistischen Instrumente im Rahmen internationaler Rohstoffabkommen, noch mit Hilfe kompensatorischer Maßnahmen die Rohstoff Erlöse eines Landes stabilisieren wollen, sondern die individuelle Möglichkeit zur Risikoabsicherung bei ungehindert schwankendem Weltmarktpreis bieten.³⁰ Es erfolgt also eine Externalisierung des Preisrisikos, die auch aus Sicht ökonomischer Theorie naheliegt, denn ein Transfer erfolgt entweder auf solche Wirtschaftssubjekte, die ein Risiko aus entgegengesetzter Preisentwicklung haben, oder auf solche, die mit der Risikoübernahme eine Gewinnerzielungsabsicht verfolgen, nämlich auf Spekulanten.³¹

Risikomanagement kann dazu beitragen, Exporterlöse und Importaufwendungen sowie das Staatsbudget und die Einnahmen und Ausgaben staatlicher und privater Unternehmen im Zusammenhang mit Rohstoffproduktion und -export planbarer zu machen.³²

Die einzelnen Formen marktkonformer Risikomanagementinstrumente werden in den folgenden Abschnitten betrachtet, wobei im Rahmen der Bewertung der Nutzen dieser Instrumente für die Rohstoffproduzenten im Vordergrund steht.

3.1.1 Forwards

3.1.1.1 Definition und wichtige Charakteristika

Forwardkontrakte sind Vereinbarungen über den Kauf oder Verkauf einer spezifischen Menge eines Rohstoffs an einem vorausbestimmten Termin zum vertraglich vorbestimmten Preis.³³ Sie haben die Eliminierung der Unsicherheit über die zukünftige Preisentwicklung für die Dauer der Kontraktlaufzeit zum Ziel.³⁴

Ein Beispiel soll den Wirkungsmechanismus verdeutlichen: Die Preissicherung erfolgt direkt und vollständig: Wenn ein Verkäufer am 01.01.01 einen Forwardkontrakt über die Lieferung einer Tonne Getreide zum Preis von 1000 DM zum Fälligkeitstermin 30.09.01 abschließt, so erhält er diesen Betrag bei Lieferung unabhängig von der zwischenzeitlichen Preisentwicklung. Sollte also der Getreidepreis auf 900 DM/t gefallen sein, vermeidet er einen Verlust von 100

29 Vgl. Claessens/Duncan (1993), S. 12.

30 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 95.

31 Vgl. UNCTAD (1994b), S. 11; FAO (1995), S. 1.

32 Vgl. Claessens/Duncan (1993), S. 17.

33 Vgl. z.B. UNCTAD (1994d), S. 17; Masuoka (1993), S. 98.

34 Vgl. Uszczapowski (1995), S. 190.

DM. Gleichzeitig verzichtet er auf einen potentiellen Gewinn im Falle einer zwischen Vertragsabschluß und Fälligkeit erfolgten Preissteigerung.

Anhand dieses Beispiels können die wesentlichen Charakteristika von Forwardkontrakten zusammengefaßt werden. Zunächst sind Forwardkontrakte unbedingte Termingeschäfte; sie beinhalten für beide Vertragsparteien die Pflicht zur späteren Erfüllung.³⁵ Die Verträge werden frei ausgehandelt und nach den individuellen Bedürfnissen von Produzenten und Abnehmern gestaltet.³⁶ Hieraus ergibt sich, daß Forwards i.d.R. Gegenstand des Freiverkehrs sind, d.h. des außerbörslichen Handels, der auch als over-the-counter- oder OTC-Handel bezeichnet wird.³⁷ Aus dieser individuellen Gestaltung und dem damit verbundenen unorganisierten Markt ergibt sich, daß i.d.R. kein Sekundärhandel mit Forwardkontrakten stattfindet, sondern die physische Lieferung vom vertragsschließenden Produzenten an den Abnehmer erfolgt.³⁸ Grundsätzlich sind aber auch Kettenabschlüsse möglich, bei denen an die Stelle der ursprünglichen Vertragspartner durch Geschäft und Gegengeschäft auf einer oder beiden Vertragsseiten neue Vertragspartner treten.³⁹

Eine Abrechnung von Forwardkontrakten erfolgt erst bei Erfüllung oder Auflösung; ein anfänglicher Finanztransfer in Form von Anzahlungen oder Sicherheitsleistungen findet i.d.R. nicht statt, es sei denn, derartige Regelungen werden individuell ausgehandelt. Es fallen jedoch Gebühren bei Vertragsabschluß an.⁴⁰

Forwardkontrakte sind vor allem zur kurzfristigen Preissicherung geeignet, da ihre Laufzeit i.d.R. nur bis zu einem Jahr beträgt.⁴¹

An dieser Stelle ist noch darauf hinzuweisen, daß es neben den gängigen außerbörslich gehandelten Forwardkontrakten auch börsengehandelte Forwards z.B. auf Metalle, Kaffee und Kautschuk gibt.⁴² Die wesentlichen Unterschiede zu OTC-Forwards liegen in der Normierung, der Garantie durch die Clearingstelle der Börse und in der täglichen Neubewertung. Der Unterschied zu Futures liegt im wesentlichen darin, daß keine Liefermonate, sondern Liefertage gehandelt werden, was zu einer wesentlich geringeren Fungibilität führt und daß Abrechnung und Gutschrift auch bei vollständiger Liquidation erst am vereinbarten Liefertag erfolgen.⁴³

3.1.1.2 Bewertung

Die Bewertung der Risikomanagementinstrumente erfolgt vor allem im Hinblick auf ihren Nutzen für Rohstoffproduzenten in Entwicklungsländern. Sie beschränkt sich zunächst auf die Vor- und Nachteile des jeweiligen Instruments. Eine zusammenfassende Bewertung erfolgt im Anschluß an die Darstellung der Einzelinstrumente.

35 Vgl. Posmeck (1994), S. 5; Wagner (1997), S. 8.

36 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 93; Uszczapowski (1995), S. 191.

37 Vgl. UNCTAD (1994d), S. 17.

38 Vgl. FAO (1995), S. 4.

39 Vgl. Becker (1994), S. 602.

40 Vgl. Posmeck (1994), S. 11; Masuoka (1993), S. 98; UNCTAD (1994d), S. 18.

41 Vgl. Masuoka (1993), S. 99; UNCTAD (1994d), S. 38.

42 Vgl. UNCTAD (1994d), S. 17f. u. S. 38.

43 Vgl. Becker (1994), S. 255.

Für Forwardkontrakte ergeben sich die wesentlichen Vor- und Nachteile aus der individuellen Vertragsgestaltung. Der entscheidende Vorteil ist, daß diese im Idealfall, d.h. wenn der Produzent seine Präferenzen hinsichtlich der Kontraktgestaltung durchsetzen kann, eine bedarfsgerechte Absicherung im Hinblick auf Laufzeit, Spezifizierung des Gutes u.ä. ermöglicht.⁴⁴ Andererseits erhöht die individuelle Gestaltung die Transaktionskosten, indem hohe Such- und Abschlußkosten entstehen.⁴⁵ Solche Transaktionskosten können insbesondere für Produzenten in Entwicklungsländern wirksam werden, da diese sich in besonderem Maße Marktintransparenzen und fehlendem Marktüberblick gegenüber sehen. Eine verzerrungsfreie Preisgestaltung wird so nicht immer gewährleistet sein.⁴⁶ Dem steht der Vorteil gegenüber, daß Forwardverträge wegen der direkten Verbindung zwischen Waren- und Termingeschäft keinen gezielten Preismanipulationen durch Spekulationen ausgesetzt sind, wie dies bei Futures der Fall sein kann.⁴⁷ Negativ auf den für Produzenten erzielbaren Preis wirkt aber das für Entwicklungsländer bedeutsame länderspezifische Risiko. Vertragspartner werden das vermeintlich höhere Erfüllungsrisiko in den Preisvereinbarungen in Form einer Risikoprämie berücksichtigen.⁴⁸ Die Existenz dieses Erfüllungsrisikos und des korrespondierenden Kreditrisikos ist als spezifischer Nachteil von Forwards z.B. gegenüber Futures einzustufen, bei denen eine Sicherung durch die Börse gewährleistet wird.⁴⁹ Aus der mangelnden Standardisierung der Kontraktinhalte resultiert auch, daß eine Qualitätsgarantie für das zu liefernde Produkt durch einen Forwardkontrakt nicht gewährleistet werden kann.⁵⁰ Aus der individuellen Vertragsgestaltung ergibt sich schließlich eine geringe Fungibilität und Flexibilität, so daß die Forwardverträge nur zur Absicherung einer spezifischen geplanten Produktion geeignet sind, nicht jedoch für einen Handel am Sekundärmarkt, der z.B. dann notwendig sein kann, wenn die Risikoperiode die Vertragslaufzeit überschreitet.⁵¹

Zur praktischen Relevanz des Forwardgeschäfts ist festzustellen, daß derartige Kontrakte für alle Rohstoffe und in allen Regionen genutzt werden. Es ist jedoch zu beobachten, daß ihr Gebrauch in Entwicklungsländern mit strukturellen Reformen, insbesondere mit der Privatisierung der Exportvermarktung zurückgegangen ist, da das den Verträgen innewohnende Risiko nun nicht mehr dem Staat, sondern einem privaten Exporteur gegenüber besteht und damit höher eingestuft wird.⁵²

Zusammenfassend kann die Effektivität der Preissicherung durch Forwards als relativ hoch eingestuft werden. Eine Sicherung in vollem Umfang ist möglich, wenn Risikoperiode und Vertragslaufzeit identisch sind und wenn die zu produzierende Menge bereits bei Vertragsabschluß feststeht. Entsteht dagegen eine gegenüber der abgesicherten Menge höhere Produktion kann diese nur zum Kassapreis verkauft werden. Bei einer geringeren Produktion ist ein Ankauf am Kassamarkt erforderlich, um den Forwardkontrakt erfüllen zu können. In beiden Fäl-

44 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 100 f.; Masuoka (1993), S. 99.

45 Vgl. Morgan/Rayner/Ennew (1994), S. 1732; Michaelowa/Naini (1995), S. 101.

46 Vgl. Morgan/Rayner/Ennew (1994), S. 1732.

47 Vgl. Michaelowa/Naini (1993), S. 98 f.

48 Vgl. UNCTAD (1994d), S. 18.

49 Vgl. Masuoka (1993), S. 98 f.; UNCTAD (1994d), S. 18.

50 Vgl. Morgan/Rayner/Ennew (1994), S. 1732.

51 Vgl. Posmeck (1994), S. 10 f.; Morgan/Rayner/Ennew (1994), S. 1729.

52 Vgl. UNCTAD (1994d), S. 17f.

len ergeben sich durch die notwendigen Kassamarkttransaktionen nicht unbedingt Erlöseinbußen, sondern abhängig von der Preisentwicklung möglicherweise sogar Gewinne. Das führt zu der Überlegung, daß eine Absicherung der gesamten Produktion zwar einerseits eine Stabilisierung der Erlöse über die Kontraktperiode herbeiführt, andererseits bei positiver Preisentwicklung aber zu entgangenen Gewinnen für den Produzenten führt, so daß Gegenstand einer umfassenden Risikomanagementstrategie auch die Festlegung des Umfangs der Preissicherung sein muß.

Als empfehlenswert gilt die Verwendung von Forwardgeschäften zur Preissicherung vor allem für solche Rohstoffe, die sich für standardisierte Verträge nicht eignen.⁵³

3.1.2 Futures

3.1.2.1 Definition und wichtige Charakteristika

Futures stellen wie Forwards eine beiderseitig verpflichtende Vereinbarung über den Kauf oder Verkauf einer spezifizierten Menge eines Basisgutes zu einem fixierten zukünftigen Termin (Liefermonat) zu dem bei Vertragsabschluß vereinbarten Preis dar.⁵⁴ Zu unterscheiden sind Financial und Nonfinancial Futures; bei letzteren - die hier interessieren - ist das Basisgut der am Kassamarkt gehandelte Rohstoff. Rohstoffe, die dem Futureshandel zugrunde liegen, zeichnen sich i.d.R. dadurch aus, daß sie in großen Mengen produziert und konsumiert werden und daß sie klassifizierbar, haltbar und transportfähig sind.⁵⁵ Futuresmärkte existieren für eine Reihe von Rohstoffen, u.a. für Kaffee, Weizen, Zucker, Zinn u. Kakao.⁵⁶

Folgende Merkmale sind für die Abgrenzung von Futures gegenüber Forwardkontrakten wesentlich: Futures sind standardisierte Kontrakte, d.h. Eigenschaften wie Qualität, Kontraktgröße, Laufzeit u.ä. sind normiert und von den Vertragsparteien nicht zu beeinflussen. Die Transaktionen erfolgen über organisierte Börsen unter Einschaltung der Clearingstelle der Börse. Gewinne und Verluste aus dem Handel mit Futures werden täglich abgerechnet und die Partizipation am Futureshandel erfordert anfängliche und je nach Kursentwicklung gegebenenfalls weitere Sicherheitsleistung, die an die Clearingstelle zu zahlen sind.⁵⁷

Die Verwendung von Futures durch Rohstoffproduzenten hat die Preissicherung (Hedging) zum Ziel, d.h. die Absicherung gegen Verluste, die dem Besitzer einer Kassaposition im Zeitablauf aufgrund von Preisschwankungen am Kassamarkt entstehen können. Der Hedger kompensiert das aus seiner Position am Kassamarkt resultierende Preisrisiko durch eine entgegengesetzte Position am Futuresmarkt. Die Preissicherung erfolgt also indirekt; Futures- und Kassageschäft können völlig unabhängig voneinander abgewickelt werden.⁵⁸

Ein Beispiel soll den Wirkungsmechanismus von Futures verdeutlichen: Ein Getreideproduzent eröffnet am 01.01.01 einen Futureskontrakt über die Lieferung einer Tonne Getreide zum Preis

53 Vgl. Michaelowa/Naini (1993), S. 100.

54 Vgl. UNCTAD (1994d), S. 18-27 u. S. 38.

55 Vgl. Posmeck (1994), S. 8.

56 Vgl. Morgan/Sapsford (1994), S. 1683.

57 Vgl. Masuoka (1993), S. 102 f.

58 Vgl. Posmeck (1994), S. 16 ff.

von 1000 DM zum Fälligkeitstermin 30.09.01. Am 30.09.01 ist der Kassapreis für Getreide auf 900 DM/t gesunken. Der Getreideproduzent verkauft eine Tonne Getreide zu diesem Preis am Kassamarkt. Es entsteht gegenüber dem Preis am 01.01.01 ein Verlust von 100 DM. Wenn sich Kassa- und Futurespreis parallel entwickelt haben und zum Fälligkeitstermin übereinstimmen, kann dieser Verlust durch Glattstellung der Futuresposition kompensiert werden. Hierzu tätigt der Getreideproduzent am Futuresmarkt ein Gegengeschäft zu seinem ersten Futureskontrakt. Er kauft einen Futures über den Kauf einer Tonne Getreide zum Preis von 900 DM und erzielt so am Futuresmarkt einen Gewinn von 100 DM. Verlust am Kassamarkt und Gewinn am Futuresmarkt gleichen sich auf diese Weise aus.

Anhand dieses Beispiels und der Definition können die wesentlichen Charakteristika von Futures zusammengefaßt werden. Wie Forwards sind Futures unbedingte Termingeschäfte, deren physische Erfüllung durch den Produzenten aber aufgrund der aus den folgenden Charakteristika resultierenden Möglichkeit zum Sekundärhandel nicht zwingend und in der Praxis sehr selten ist.⁵⁹ Futureskontrakte werden nicht individuell ausgehandelt, sondern sind Gegenstand des Börsenhandels. Hiermit verbunden ist die starke Standardisierung der Kontakte sowie der Eintritt der Clearingstelle der Börse in die Kontrakte.⁶⁰ Sie ist Kontraktpartner sowohl für den Futuresverkäufer als auch für den Käufer. Der Rohstoffproduzent, der einen Futureskontrakt verkauft hat, kann also seine Position gegenüber der Clearingstelle über einen Futureskauf zum Ausgleich bringen. Es erfolgt dann eine Verrechnung von Geschäft und Gegengeschäft mit identischen Kontraktsspezifikationen mit der Clearingstelle.⁶¹

Gegenüber Forwards unterscheiden sich Futures zudem im Hinblick auf den monetären Transfer bei Abschluß des Vertrages und innerhalb der Laufzeit. Zunächst wird bei Vertragsabschluß von der Clearingstelle eine Sicherheitsleistung, die sogenannte „initial margin“ eingefordert. Während der Vertragslaufzeit überwacht die Clearingstelle laufend alle offenen Positionen und bewertet sie täglich im sogenannten „mark-to-market“-Verfahren entsprechend den Preisbewegungen auf Basis des Schluß- oder Abrechnungskurses. Daraus resultierende Gewinne und Verluste werden dem Sicherheitskonto des Marktteilnehmers gutgeschrieben bzw. belastet.⁶² Dieses Konto ist bei Verlusten auszugleichen. Der Ausgleich kann entweder mit Hilfe von bei Vertragsabschluß hinterlegten Sicherheiten erfolgen (maintenance margin) oder eine erneute Sicherheitsleistung (margin call) erforderlich machen.

Die Laufzeit von Futureskontrakten beträgt i.d.R. bis zu 18 Monaten, in Ausnahmefällen bis zu 36 Monaten.⁶³ Wenn Risikoperiode und Laufzeit sich nicht decken, können zur Preisabsicherung über einen längeren Zeitraum mehrere Termingeschäfte hintereinandergeschaltet werden (Rolling-Over).⁶⁴

Findet sich aufgrund der starken Standardisierung kein Kontrakt, der den Bedürfnissen des Produzenten entspricht, z.B. weil die von ihm produzierte Getreidesorte in dieser spezifischen Qualität an keiner Terminbörse gehandelt wird, kann er sich trotzdem mit Hilfe von Futures

59 Vgl. Uszczapowski (1995), S. 193.

60 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 93.

61 Vgl. Uszczapowski (1995), S. 194 f.

62 Vgl. Uszczapowski (1995), S. 198.

63 Vgl. UNCTAD (1994), S. 18-27 u. S. 38.

64 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 93.

absichern. Hier wird die Unabhängigkeit zwischen physischem Geschäft und Finanztransaktion besonders deutlich. Der Produzent verkauft Futures, deren Preisentwicklung zu der seiner Kassaposition möglichst parallel ist und stellt sie vor dem Auslaufen glatt. Die von ihm produzierte Sorte verkauft er unabhängig vom Termingeschäft auf dem Kassamarkt.⁶⁵

Da die Parallelität der Entwicklung von Kassa- und Futurespreis für die Möglichkeit der Preissicherung von besonderer Bedeutung ist, sei abschließend noch auf die Beziehung zwischen Kassa- und Futuresmarkt eingegangen. Am Fälligkeitstag stimmen Futurespreis und Kassakurs bei verzerrungsfreien Märkten überein, da der Futureskontrakt und das zugrundeliegende Objekt - der Rohstoff - dann den gleichen Wert haben. Daß der Preisausgleich auch tatsächlich realisiert wird, bewirkt die Arbitrage, denn wenn der Futurespreis über dem Kassakurs liegt, führt der Verkauf eines Futures und der Erwerb des Objektes am Kassamarkt zur Erfüllung des Futuresgeschäfts zu einem risikolosen Gewinn.⁶⁶ Solche Arbitragegeschäfte stellen also das Marktgleichgewicht her.

Das Preisverhältnis vor Fälligkeit kann durch $f = k + c$ beschrieben werden. Der Futurespreis (f) übersteigt den Kassakurs (k) um die Lagerhaltungskosten (costs-of-carry, c). Diese machen deutlich, daß das Ziel, zu einem bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft über ein Objekt verfügen zu können, durch ein Engagement in Futures billiger zu erreichen ist als durch das tatsächliche Halten des Objekts. Das Halten des Objekts verursacht Opportunitätskosten, die durch die Bindung des schon verausgabten Geldes verursacht sind, sowie Kosten der Lagerung. Die Differenz $f - k = c$ wird auch Basis (b) genannt. Die Basis kann negativ sein, wenn der Vorteil, ein bestimmtes Gut bereits im Bestand zu haben (convenience yield, y) die Kosten der Lagerhaltung überkompensiert. Das Preisverhältnis kann unter Einbeziehung dieses Vorteils als $f = k + c - y$ beschrieben werden. Die Basis ist nun $f - k = c - y = b$.⁶⁷ Wiederum sichert der Arbitragemechanismus, daß die Differenz zwischen Futurespreis und Kassakurs der beschriebenen Basis entspricht. Es ist jedoch zu berücksichtigen, daß die Arbitragemöglichkeit u.a. durch Transaktionskosten behindert wird und so geringe Abweichungen zwischen der tatsächlichen Differenz von Futures- und Kassapreis auf der einen und der Basis auf der anderen Seite bestehen bleiben können.⁶⁸ Die generelle Parallelität der Preisentwicklung beruht aber darauf, daß Futures- und Kassaengagements als Substitute angesehen werden können. Sie führt dazu, daß die Schwankungen der Basis geringer sind als die Preisschwankungen in den Märkten selbst.⁶⁹ Hieraus ergibt sich die Möglichkeit der Nutzung von Futures als Sicherungsinstrument. Es ist jedoch zu beachten, daß die Basis saisonal produzierter Güter stärker schwankt als die kontinuierlich produzierter.⁷⁰

65 Vgl. Wagner (1997), S. 16f.

66 Vgl. Wagner (1997), S. 15 f.

67 Vgl. Uszczapowski (1995), S. 205 f.

68 Vgl. Uszczapowski (1995), S. 211.

69 Vgl. Uszczapowski (1995), S. 212.

70 Vgl. Wagner (1997), S. 21.

3.1.2.2 Bewertung

Bei der Bewertung von Futures als Instrument der Preissicherung steht wiederum der Nutzen für Rohstoffproduzenten in Entwicklungsländern im Mittelpunkt des Interesses. Die Kosten der Partizipation im Futuresmarkt beinhalten Transaktionskosten und Risikoprämie. Die Transaktionskosten betragen zusammen i.d.R. nicht mehr als 1% des Vertragsvolumens, bei entwickelten Märkten liegen sie deutlich darunter, in Zeiten hoher Preisvolatilität können sie signifikant höher liegen. Die Risikoprämie ist der Betrag, den der Hedger an den Vertragspartner dafür zahlen muß, daß dieser das Preisrisiko übernimmt. Sie kann definiert werden als die erwartete Differenz im Cash flow, die sich aus der Nutzung des Risikomanagements gegenüber einer ungesicherten Position ergibt. Empirische Studien zeigen tendenziell geringe und in Abhängigkeit vom Rohstoff variierende Risikoprämien, woraus sich ergibt, daß die Kosten des Risikomanagements im Vergleich zur den Gewinnen aus Risikoreduzierung insbesondere in Entwicklungsländern gering sind.⁷¹ Den Kosten für die Nutzung von Futures als Risikomanagementinstrument kann schließlich der Verlust potentieller Gewinne zugerechnet werden.⁷²

Der Nutzen von Futures ergibt sich aus der mittelfristigen Möglichkeit zur Preissicherung. In die Bewertung einfließen müssen zudem wesentliche Vorteile und Probleme des Futureshandels, die sich vor allem aus den spezifischen Charakteristika des Börsenhandels ergeben.

Vorteile des Futureshandels gegenüber der Preisabsicherung über Forwards resultieren vor allem aus der größeren Flexibilität. Aufgrund der mit dem Börsenhandel einhergehenden Standardisierung ist die Marktliquidität erheblich höher, und eine Aufgabe der Marktposition über Sekundärhandel ist ohne Probleme möglich.⁷³ Hieraus folgen geringe Such- und Abschlußkosten. Zudem besteht die Möglichkeit zur Nutzung von Futures als Preissicherungsinstrument auch dann, wenn kein exakt dem Bedarf entsprechender Vertrag geschlossen werden kann.

Der Börsenhandel bietet darüber hinaus eine hohe Sicherheit, die durch die Einschaltung der Clearingstelle gewährleistet wird. Beide Vertragsparteien sehen sich daher einem geringen Kredit- bzw. Erfüllungsrisiko gegenüber.⁷⁴

Probleme bei der Nutzung von Futures als Sicherungsinstrument ergeben sich vor allem durch die Zugangsvoraussetzungen für den Börsenhandel. Zwar führt die Einschaltung der Clearingstelle einerseits zur Anonymität des Handels und verhindert so eine Diskriminierung in Abhängigkeit vom Handelspartner, wie sie Entwicklungsländer leicht treffen könnte. Andererseits führt die Garantie durch die Clearingstelle aber zu hohen Auflagen für die Börsenzulassung im Hinblick auf Kompetenz, Bonität und Zahlungsfähigkeit.⁷⁵

Die Anforderungen an die Bonität werden durch das System von Sicherheitsleistungen deutlich. In diesem System wird von der Clearingstelle der Börse für jeden Marktteilnehmer ein Sicherheitskonto geführt, auf das er eine Anfangsleistung (initial-margin) einzahlen muß, die als %-Satz vom Nominalwert festgelegt wird (i.d.R. zwischen 0,1 und 6%). Häufig wird auch

71 Vgl. Claessens/Duncan, (1993), S 16.

72 Vgl. Wagner (1997), S. 25.

73 Vgl. Masuoka (1993), S. 99 und S. 103; FAO (1995), S. 2.

74 Vgl. Uszczapowski (1995), S. 197; Masuoka (1993), S. 99.

75 Vgl. Uszczapowski (1995), S. 197 f.

eine sogenannte maintenance-margin gefordert, die eine Hinterlegung von Geld oder Wertpapieren in festzulegender Höhe beinhaltet, über die Verluste gedeckt werden können. Diese Verluste, wie auch die Gewinne, ergeben sich aus der variations-margin, die aus der täglichen Bewertung der Positionen resultiert. Im Falle von Verlusten werden - wenn keine maintenance-margin hinterlegt oder diese nicht ausreichend ist - weitere Sicherheitsleistungen eingefordert, die gerade für Produzenten aus Entwicklungsländern nicht leicht zu befriedigen sind, insbesondere auch weil die Beträge i.d.R. kurzfristig und in konvertibler Währung zu leisten sind. Können erforderliche Nachschüsse nicht innerhalb der vorgesehenen Frist von wenigen Stunden oder maximal einem Tag erbracht werden, ist die Clearingstelle berechtigt, die Position glattzustellen.⁷⁶

Andere Zugangshemmnisse zum Börsenhandel mit Futures ergeben sich häufig aus der Behinderung der Teilnahme an Warenterminkontraktmärkten durch die Regierungen in Entwicklungsländern, da in diesen Ländern oftmals unzureichende rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen bestehen.⁷⁷

Schließlich erschwert auch die Lage der Rohstoffbörsen, die sich meist in Industrieländern befinden, für Entwicklungsländer den direkten Marktzutritt. Hierdurch werden die Transaktionskosten erhöht und der Informationsfluß erschwert.⁷⁸ In solchen Fällen gilt die Etablierung einer binnenwirtschaftlichen oder regionalen Börse als sinnvoll, wenn hierdurch die Transaktionskosten so stark reduziert werden können, daß die Kosten der Börsengründung und -unterhaltung langfristig kompensiert werden. Eine Etablierung einer Börse gilt darüber hinaus als sinnvoll, wenn anderswo kein Futuresmarkt existiert, an dem Verträge gehandelt werden, die den Bedürfnissen des Landes entsprechen.⁷⁹

Die Effektivität der Preissicherung durch Futures ist an die Preisvorhersagefähigkeit von Futuressmärkten gebunden.⁸⁰ Diese beruht darauf, daß Futurespreise die Erwartungsbildung über Angebot und Nachfrage nach einem Rohstoff zum Zeitpunkt der Fälligkeit widerspiegeln und Preisanpassungen aufgrund neuer Informationen am Futuresmarkt als Finanzmarkt schnell und kostenlos erfolgen.⁸¹ Sind diese Voraussetzungen erfüllt, liegt eine parallele Preisentwicklung auf Kassa- und Terminmarkt vor, und Futures können als Instrument zur Risikoverringerung genutzt werden.⁸²

Bei mangelnder Parallelität der Preisentwicklung ist die Absicherung dagegen nur unvollkommen. Nun gibt es aber nicht für alle Güter standardisierte Verträge. Dies kann daran liegen, daß bestimmte Güter für eine Standardisierung nicht geeignet sind oder auch daran, daß eine Standardisierung zwangsläufig nicht dem spezifischen Bedarf aller Produzenten entsprechen kann. Derartige Probleme bestehen besonders für Entwicklungsländer, die an der Entwicklung der Verträge bislang kaum beteiligt sind.⁸³ Eine mangelnde Übereinstimmung des

76 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 98; Uszczapowski (1995), S. 198-201.

77 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 99.

78 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 98.

79 Vgl. Claessens/Duncan, (1993), S. 25.

80 Vgl. Morgan/Sapsford (1994), S. 1683.

81 Vgl. Morgan/Rayner/Ennew (1994), S. 1733.

82 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 93.

83 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 98.

produzierten Gutes mit der Standardisierung in Terminkontrakten kann nun zu Abweichungen in der Preisentwicklung zwischen Futures und Basisgut führen. In diesem Falle kommen „ähnliche“ Futures zum Einsatz; die Sicherung kann lediglich über ein sogenanntes Kreuzhedge erfolgen.⁸⁴ Der Rohstoffproduzent wird in diesem Falle versuchen, einen Futureskontrakt abzuschließen, der den Eigenschaften seines Basisgutes vor allem im Hinblick auf die Preisentwicklung nahe kommt. Die von ihm produzierte Sorte verkauft er dann in jedem Fall unabhängig vom Termingeschäft auf dem Kassamarkt, seine Futuresposition stellt er vor dem Auslaufen glatt.⁸⁵ Die Wahrscheinlichkeit, daß ein dem Bedarf des Produzenten entsprechender Futuermarkt nicht existiert ist jedoch für Produkte mit stark integrierten Weltmärkten gering.⁸⁶

Die Parallelität der Preisentwicklung zwischen Futures- und Kassamarkt kann auch durch andere Einflüsse gestört werden. In diesem Zusammenhang werden insbesondere systematische Preisverzerrungen durch Spekulationen diskutiert, über deren Bedeutung jedoch keine Einigkeit besteht.⁸⁷

Die Effektivität der Preissicherung durch Futures kann auch eingeschränkt sein, wenn die Risikoperiode des Produzenten nicht der Laufzeit der Terminkontrakte entspricht. Insbesondere wenn die Risikoperiode länger ist als die Vertragslaufzeit können zur Preisabsicherung mehrere Termingeschäfte durch sogenanntes Rolling-Over hintereinandergeschaltet werden.⁸⁸ Eine solche Überwälzung von Terminverträgen ist aber nur dann sinnvoll, wenn der Preis für länger laufende Verträge über dem auslaufender Verträge liegt.⁸⁹

Ein letzter Hinweis auf die Effektivität der Preissicherung durch Futures betrifft die Wahl einer optimalen Sicherungsstrategie, die bereits bei der Bewertung von Forwards angesprochen wurde. Eine vollständige Absicherung der Produktion durch Futures bietet einerseits - im Gegensatz zur Absicherung mit Forwards - nicht unbedingt eine vollständige Sicherheit gegen Preiseinflüsse, wenn die Entwicklung von Futures- und Kassapreisen nicht parallel ist. Demgegenüber bedeutet die vollständige Absicherung aber auch einen Verzicht auf potentielle Gewinne aus positiver Preisentwicklung am Kassamarkt. Auch hier stellt sich also wieder die Frage nach der Bestimmung des optimalen Sicherungsverhältnisses.⁹⁰

3.1.3 Optionen

3.1.3.1 Definition und wichtige Charakteristika

Eine Option ist ein Vertrag, der dem Inhaber der Option, dem Käufer, für einen bestimmten Zeitpunkt (europäische Option) oder innerhalb eines bestimmten Zeitraums (amerikanische Option) das Recht einräumt, eine bestimmte Menge eines bestimmten Gutes zu einem be-

84 Vgl. Masuoka (1993), S. 99; Uszczapowski (1995), S. 219.

85 Vgl. Wagner (1997), S. 16 f.

86 Vgl. UNCTAD (1994b), S.24.

87 Vgl. z.B. Palaskas/Crowe (1996), die einen systematischen Einfluß auf den Futurespreis durch Spekulation annehmen, der zu Lasten der Preissicherungsmöglichkeit wirkt.

88 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 93.

89 Vgl. Wagner (1997), S. 18.

90 Vgl. Uszczapowski (1995), S. 219 f.

stimmten Preis zu kaufen oder verkaufen, den Vertragspartner aber zur Erfüllung verpflichtet. Es handelt sich um ein bedingtes Termingeschäft, das eine Erfüllungspflicht für den Verkäufer und ein Wahlrecht zur Ausübung für den Käufer vorsieht.⁹¹ Folgende Grundgeschäftsarten können unterschieden werden. Ein Long-Put beinhaltet den Kauf einer Verkaufsoption, ein Long-Call den Kauf einer Kaufoption, ein Short-Put den Verkauf einer Verkaufsoption und ein Short-Call den Verkauf einer Kaufoption.⁹²

Optionen gibt es als außerbörsliche, OTC- oder over-the-counter-Optionen, oder als börsengehandelte Optionen; die Abgrenzung zwischen beiden weist Ähnlichkeit mit der Abgrenzung zwischen Forwards und Futures auf; börsengehandelte Optionen und Futures unterscheiden sich in ihrem Risikoprofil.⁹³ Am OTC-Markt gehandelte Optionen werden entsprechend als Forward-Optionen, an der Börse gehandelte als Futures-Optionen bezeichnet. OTC-Optionen werden zudem unterscheiden in Caps und Floors, Collars, Optionen auf Forwards und Optionen auf Swaps. Caps und Floors sind als eine Reihe von Kauf- bzw. Verkaufsoptionen interpretierbar, „die gegen einen vorab zu entrichtenden Preis periodische Zahlungen des Verkäufers an den Käufer garantieren, wenn der vertraglich festgelegte Preis ... den dann geltenden Marktpreis übersteigt bzw. darunter liegt.“⁹⁴ Eine Kombination von Caps und Floors entspricht einem Collar.

Optionen dienen dem Ziel der Preissicherung bei unsicherem Hedgingbedarf durch Setzung eines Mindestpreises.⁹⁵

Ein Beispiel soll den Wirkungsmechanismus von Optionen verdeutlichen: Ein Getreideproduzent kauft am 01.01.01 eine Verkaufsoption über die Lieferung einer Tonne Getreide zum Preis von 1000 DM zum Fälligkeitstermin 30.09.01. Am 30.09.01 ist der Kassapreis für Getreide auf 900 DM/t gesunken. Der Getreideproduzent nimmt in diesem Fall seine Option wahr und vermeidet einen Verlust von 100 DM. Ist der Preis dagegen auf 1100 DM/t gestiegen, läßt er die Option verfallen und verkauft das Getreide zum Tagespreis. Er realisiert einen Gewinn von 100 DM.

Anhand dieses Beispiels können wesentliche Charakteristika von Optionen zusammengefaßt werden. Wie in der Definition von Optionen deutlich wird, handelt es sich um ein bedingtes Termingeschäft, bei dem der Käufer zwar das Recht, aber nicht die Pflicht hat seine Option auszuüben. Ob es sich um individuell ausgehandelte oder standardisierte Verträge handelt, hängt von der Art der Option ab. OTC-Optionen werden individuell ausgehandelt, börsengehandelte Optionen sind standardisiert. Die Standardisierung betrifft den zugrundeliegenden Gegenstand, den Ausübungspreis, die Laufzeit und die Kontraktgröße.⁹⁶ Im Hinblick auf die Finanztransfers sind Optionen dadurch gekennzeichnet, daß bei Vertragsabschluß lediglich der Optionspreis vom Optionskäufer an den Optionsverkäufer zu leisten ist. Dieser kann jedoch

91 Vgl. Posmeck (1994), S. 5 und S. 12 f., UNCTAD (1994d), S. 28f. u. S. 38f., Michaelowa/Naini (1995), S. 94.

92 Vgl. Uszczapowski (1995), S. 44.

93 Vgl. Posmeck (1994), S. 13 f.

94 Wagner (1997), S. 9.

95 Vgl. Masuoka (1993), S. 100.

96 Vgl. Uszczapowski (1995), S. 81

erheblich sein, wenn man berücksichtigt, daß das Risiko ungünstiger Preisbewegungen ausschließlich vom Verkäufer zu tragen ist.

Die Fälligkeit von Optionen liegt i.d.R. innerhalb eines Jahres.

Insgesamt kann für die Beschreibung der Charakteristika von Optionen ansonsten auf die Aussagen zu Forwards und Futures verwiesen werden, die entsprechend auf Optionen zutreffen, je nachdem, ob es sich um OTC-Optionen oder um börsengehandelte Optionen handelt. Größere Bedeutung haben börsengehandelte Optionen. Hier ist noch darauf hinzuweisen, daß Optionen meist auf Futures ge- oder verkauft werden, selten auf den Rohstoffkauf oder -verkauf selbst.⁹⁷ Optionen auf Futures sind überwiegend amerikanische Optionen.⁹⁸

3.1.3.2 Bewertung

Für den Rohstoffproduzenten besteht die erste Komponente der Kosten zur Nutzung von Optionen zur Preissicherung in der Verpflichtung zur Leistung des Optionspreises. Die Zahlung dieses Preises erfordert einen vergleichsweise hohe Mitteleinsatz bei Vertragsabschluß.⁹⁹ Dieser Preis mindert gleichzeitig den Gewinn, wenn das Ausübungsrecht aufgrund einer positiven Preisentwicklung nicht genutzt wird und er mindert ebenso den vermiedenen Verlust im Falle der Ausübung der Option aufgrund einer negativen Preisentwicklung. Das führt dazu, daß eine Option erst dann ausgeübt wird, wenn der aus der negativer Preisentwicklung resultierende potentielle Verlust den Optionspreis übersteigt.

Weitere Kosten, insbesondere Transaktionskosten im Zusammenhang mit dem Abschluß des Vertrages, sind abhängig von der Art der Option. Bei OTC-Optionen werden wie bei Forwards verhältnismäßig hohe Such- und Abschlußkosten entstehen.¹⁰⁰ Bei börsengehandelten Optionen besteht gegenüber Futures der Vorteil, daß Nachschußpflichten in Form von Sicherheitsleistungen für den Käufer nicht entstehen.

Der Nutzen von Optionen liegt für den Rohstoffproduzenten darin, daß er sich gegen eine für ihn ungünstige Preisentwicklung absichern kann, ohne auf Gewinne aus einer positiven Preisentwicklung verzichten zu müssen.

Andere Vor- und Nachteile von Optionen sind abhängig von der Art der Optionen. So kann die Bewertung von Forwards im wesentlichen auf OTC-Optionen, die für Futures auf börsengehandelte Optionen übertragen werden.

Für OTC-Optionen bedeutet das vor allem, daß der Möglichkeit zur individuellen Absicherung hohe Such- und Abschlußkosten sowie geringe Flexibilität gegenüberstehen. Zudem sieht sich der Optionskäufer (nicht der Verkäufer) einem Kredit- bzw. Nichterfüllungsrisiko gegenüber.¹⁰¹ Der börsliche Optionshandel ist wie der Futureshandel gekennzeichnet durch Standardisierung der Kontraktmerkmale, Erfüllungssicherheit, hohe Marktliquidität, effiziente Abwicklung und damit durch geringe Transaktionskosten und große Handelsvolumina. Die Erfül-

97 Vgl. FAO (1995), S. 3.

98 Vgl. Becker (1994), S. 20.

99 Vgl. Masuoka (1993), S. 107.

100 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 101.

101 Vgl. Masuoka (1993), S. 108.

lungssicherheit wird durch das Clearingsystem gewährleistet. Die Clearingstelle ist wie beim Futureshandel Vertragspartner für jedes Geschäft.¹⁰² Ein Vorteil gegenüber Futures liegt darin, daß unvorhergesehene Sicherheitsleistungen vom Optionskäufer nicht eingefordert werden können.¹⁰³

Auch weitere Probleme börsengehandelter Optionen sind denen von Futures ähnlich. So wirkt sich eine gestörte Preisentwicklung am Futuresmarkt negativ auf die Preissicherungsmöglichkeit durch Optionen aus, da Futurespreise als Orientierung für den Optionshandel dienen.¹⁰⁴ Auch kann wie bei Futures das Problem auftreten, daß Produzenten keinen für sie nützlichen Markt vorfinden. Wiederum ist die Wahrscheinlichkeit hierfür jedoch bei Produkten mit stark integrierten Weltmärkten gering.¹⁰⁵

Zusammenfassend gilt der Kauf von Optionen als geeignetste Weise des Risikomanagements, insbesondere für solche Länder, die eine wenig entwickelte Finanzinfrastruktur haben.¹⁰⁶ Wesentlich ist für diese Einschätzung, daß mit der Nutzung von Optionen kein Risiko hinsichtlich des erforderlichen Finanzbedarfs besteht und darüber hinaus kein Verzicht auf potentielle Gewinne erfolgt und so Überlegungen zur Gestaltung der Sicherungsstrategie nur insoweit von Bedeutung sind, als die finanziellen Ressourcen für den Kauf von Optionen begrenzt sind.

3.1.4 Swaps

3.1.4.1 Definition und wichtige Charakteristika

Swaps beinhalten den Tausch periodisch fester Zahlungen gegen variable Zahlungen über eine vereinbarte Zeitspanne.¹⁰⁷ Dabei zahlt die eine Partei - der Rohstoffproduzent - zu festgelegten Terminen einen an den variablen Preis einer fixierten Rohstoffmenge gebundenen Betrag im Austausch gegen einen vereinbarten fixen Betrag.¹⁰⁸ Der variable Betrag kann unterschiedlich definiert sein. Er kann den tatsächlichen Erlösen des Produzenten in der jeweiligen Abrechnungsperiode entsprechen, kann aber auch an einen Preisdurchschnitt oder einen Preisindex gebunden sein. So kann er sich z.B. aus dem Durchschnitt der Tagespreise der Abrechnungsperiode ergeben. Auch wenn Rohstoffswaps als reine Finanztransaktionen nicht mit der physischen Lieferung einer Ware verbunden sind, können sie aufgrund ihrer ökonomischen Wirkungen als Aneinanderreihung von Forwardkontrakten interpretiert werden.¹⁰⁹

Ziel des Einsatzes von Rohstoffswaps ist eine mittel- bis langfristige Preisfixierung für den Rohstoffproduzenten.¹¹⁰

102 Vgl. Uszczapowski (1995), S. 80 ff.

103 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 101.

104 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 100.

105 Vgl. UNCTAD (1994b), S.24.

106 Vgl. UNCTAD (1994b), S.8.

107 Vgl. Wagner (1997), S. 9.

108 Vgl. Claessens/Duncan (1993), S. 13.

109 Vgl. Masuoka (1993), S. 109.

110 Vgl. Masuoka (1993), S. 109.

Ein Beispiel soll den Wirkungsmechanismus von Rohstoffswaps deutlich machen: Ein Getreideproduzent zahlt einer Bank seine aus den variablen Getreidepreisen resultierenden Einnahmen; die Bank zahlt an den Produzenten einen für die Laufzeit des Swaps fixierten Preis. Der fixierte Preis sei 1.000 DM/t Getreide; bei einer Laufzeit von 5 Jahren und einem monatlichen Getreideverkauf von einer Tonne erhält der Getreideproduzent von der Bank $5 \cdot 12 \cdot 1.000 = 60.000$ DM. Der tatsächliche Getreidepreis schwankt in den 5 Jahren der Vertragslaufzeit (1.100 DM/t im Jahr 1, 800 DM/t im Jahr 2, 1.000 DM/t im Jahr 3, 900 DM/t im Jahr 4, 1.100 DM/t im Jahr 5). Aus dieser Preisentwicklung folgen die Zahlungen des Getreideproduzenten an die Bank in Höhe von insgesamt $12 \cdot 1.100 + 12 \cdot 800 + 12 \cdot 1.000 + 12 \cdot 900 + 12 \cdot 1.100 = 58.800$ DM. Über die gesamte Laufzeit gerechnet vermeidet der Produzent somit einen Verlust von 1.200 DM. Aber selbst wenn der Getreidepreis z.B. im Jahr 5 bei 1.200 DM/t läge und der Produzent, über die gesamte Laufzeit gerechnet, den gleichen Betrag an die Bank zahlte wie sie an ihn, ermöglichte der Vertrag ihm eine langfristige Planungssicherheit bezüglich seiner Einnahmen.

Anhand dieses Beispiels können die wesentlichen Charakteristika von Rohstoffswaps zusammengefaßt werden. Generell ergeben sich aus der Interpretation als aufeinanderfolgende Forwardkontrakte im wesentlichen die gleichen Charakteristika wie für Forwards.¹¹¹ Wie diese werden Rohstoffswaps zwischen den Vertragspartnern - Rohstoffproduzent auf der einen und Bank oder Handelshaus auf der anderen Seite - individuell ausgehandelt.¹¹² Ebenfalls ist wie bei Forwards ein anfänglicher Finanztransfer nicht üblich oder zwingend. Er kann jedoch, ebenso wie Sicherheitsleistungen, Gegenstand der Verhandlungen sein.¹¹³ Zur Abwicklung der Finanztransfers zu den Zahlungsterminen ist zu bemerken, daß natürlich nur ein Nettotransfer der jeweiligen Spitze stattfindet.¹¹⁴ Liegt also der fixe Betrag über dem variablen, zahlt die Bank die Differenz an den Produzenten; im umgekehrten Fall zahlt der Produzent an die Bank. Der wesentliche Unterschied zu Forwards liegt darin, daß eine physische Lieferung nicht Bestandteil von Rohstoffswaps ist. Der Verkauf des Rohstoffs erfolgt unabhängig vom Swapgeschäft am Kassamarkt.

Zur Laufzeit von Rohstoffswaps liegen unterschiedliche Angaben vor. Laut UNCTAD und FAO beträgt sie i.d.R. zwischen einem und vier Jahren, sie kann aber zwischen 6 Monaten und 15 Jahren liegen.¹¹⁵ Andere Quellen gehen von bis zu zehn Jahren oder bei einer Regellaufzeit zwischen einem und sieben Jahren gar von bis zu 25 Jahren aus.¹¹⁶ Insgesamt kann aber in jedem Fall, anders als bei Forwards, Futures und Optionen mindestens eine mittelfristige Preissicherung erreicht werden.

111 Vgl. Masuoka (1993), S. 108

112 Vgl. Wagner (1997), S. 9.

113 Vgl. FAO (1995), S. 4.

114 Vgl. Occhiolini (1993), S. 133.

115 Vgl. UNCTAD (1994d), S. 29-34 und S. 39; FAO (1995), S. 4.

116 Vgl. Masuoka (1993), S. 108; Michaelowa/Naini (1993), S. 94.

3.1.4.2 Bewertung

Die Kosten der Nutzung von Rohstoffswaps setzen sich für den Rohstoffproduzenten aus Transaktionskosten und Risikoprämie zusammen. Die Transaktionskosten sind wie bei Forwards und anderen nicht an der Börse gehandelten Instrumenten hoch, da durch den individuellen Charakter von Rohstoffswaps hohe Such- und Abschlußkosten entstehen.¹¹⁷ Die Risikoprämie kommt bei der Festlegung des fixen Preises zum Ausdruck, den der Rohstoffproduzent erzielen kann. Dieser wird um das Entgelt für die Übernahme des Risikos von den erwarteten Kassapreisen abweichen.

Diesen Kosten von Rohstoffswaps steht vor allem der Nutzen aus einer mittel- bis langfristigen Preisfixierung gegenüber, die dem Produzenten über die Laufzeit eines Rohstoffswaps eine sichere Kalkulationsgrundlage bietet. Wie bei Forwards bieten die Merkmale von Rohstoffswaps die Möglichkeit zu einer guten Anpassung der Preissicherung an die individuellen Bedürfnissen.¹¹⁸

Für eine abschließende Bewertung von Rohstoffswaps sind weitere Probleme von Bedeutung. So besteht aufgrund der fehlenden Absicherung durch eine Börse wie bei Forwardkontrakten ein beiderseitiges Kreditrisiko. Für den Produzenten bedeutet der Abschluß von Rohstoffswapschäften zudem - wie bei Forwards - zwar die Absicherung gegen Preisverluste, aber zugleich den Verzicht auf Gewinne aus positiver Preisentwicklung. Bei einer Absicherung durch Swaps verbleibt für den Produzenten zudem möglicherweise ein - wenn auch geringes - Preisrisiko. Ob dieses entsteht ist davon abhängig, wie der vom Produzenten zu leistende variable Betrag definiert ist. Ergibt er sich z.B. aus dem Durchschnitt der Tagespreise der Abrechnungsperiode, werden vermutlich Differenzen zwischen dem aufgrund des Swapgeschäfts zu leistenden und dem im Rahmen des Rohstoffverkaufs am Kassamarkt tatsächlich erzielten Betrag auftreten. Schließlich bieten Rohstoffswaps keine Absicherung gegen quantitative Risiken. Nur die vertraglich festgelegte Menge ist gegen Preisschwankungen gesichert.

Neben diesen individuellen Problemen stellt sich die Frage, ob überhaupt ein entwickelter Swapmarkt vorliegt. Damit ein Rohstoff Gegenstand von Swapgeschäften sein kann, muß er gewisse Voraussetzungen erfüllen. So muß der zugrundeliegende Rohstoff zum einen Preisschwankungen in beiden Richtungen unterliegen, da sonst kein Anreiz für den Abschluß eines Swapgeschäfts besteht. Voraussetzung sind darüber hinaus gut entwickelte und liquide Kassa- und Futuresmärkte, damit ein zuverlässiger Preisindex verfügbar ist.¹¹⁹ Störungen am Futuresmarkt wirken dagegen negativ auf die Preissicherungsmöglichkeit durch Swaps, da Futurepreise als Orientierung für den Handel mit Swaps dienen. Ein Finanzinstitut wird sich zudem kaum zum Angebot von Swaps bereit erklären, wenn es seinerseits keine Absicherung am Futuresmarkt vornehmen kann.¹²⁰

In der Praxis zeigt sich, daß Rohstoffswaps eine relativ junge Entwicklung sind; es besteht ein noch nicht sehr aktiver, aber wachsender Markt. Verfügbar sind Swaps in erster Linie für Gold, Silber und Rohöl. Angeboten werden auch Swaps für Kupfer, Aluminium, Nickel, Zink

117 Vgl. Michaelowa/Naini (1993), S. 101.

118 Vgl. Wagner (1997), S. 11

119 Vgl. Occhiolini (1993), S. 134.

120 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 100.

und Flugbenzin, diese Märkte sind aber wesentlich enger.¹²¹ Für die Zukunft wird für Rohstoffswaps keine den Zins- und Währungsswaps entsprechende Marktexpansion erwartet.¹²²

3.1.5 *Bonds und Loans*

3.1.5.1 *Definition und wichtige Charakteristika*

Rohstoffbonds und -loans sind Schuldverschreibungen bzw. Anleihen, die Rendite- und/oder Tilgungszahlungen an die Entwicklung des Rohstoffpreises oder eines Rohstoffpreisindex einer fixierten Menge eines bestimmten Rohstoffs koppeln.¹²³

Ein Rohstoffbond stellt eine Kombination aus konventionellem Bond und Preissicherungsinstrument dar. Ist nur die Rückzahlung an den Rohstoffpreis gebunden, liegt eine Kombination von konventionellem Bond und Forwardkontrakt vor. Sind auch die Renditezahlungen gebunden, besteht eine Kombination aus konventionellem Bond und Rohstoffswap. Darüber hinaus gibt es den Optionstypen, der eine Kombination aus konventionellem Bond und Rohstoffoption darstellt. Hier hat der Halter des Bonds zusätzlich das Recht, einen bestimmten Rohstoff zum Ausübungspreis zu kaufen oder zu verkaufen.¹²⁴

Entsprechend stellt eine Rohstoffanleihe eine Kombination aus konventioneller Bankanleihe und Preissicherungsinstrument dar.

Vorrangiges mit Rohstoffbonds und -loans verbundenes Ziel ist die Finanzierung. Daneben wird aber auch eine Absicherung gegen Preisrisiken vorgenommen.¹²⁵ So wird der Rohstoffproduzent mit Hilfe beider Instrumente in die Lage versetzt, seinen Verpflichtungen aus Rendite- und Tilgungszahlungen unabhängig von der aktuellen Preisentwicklung nachzukommen.

Folgende Charakteristika beschreiben Rohstoffbonds ebenso wie -loans. Es handelt sich um nichtstandardisierte Instrumente, woraus sich ergibt, daß die Vertragsbedingungen individuell auszuhandeln sind. Als reine Finanzinstrumente sind Bonds und Loans nicht mit der physischen Lieferung eines Rohstoffs verbunden. Abgesehen von Gebühren erfolgt keine monetäre Anfangsleistung. Die Laufzeiten von Rohstoffbonds und -loans sind lang, die Instrumente bieten daher eine langfristige Sicherungsmöglichkeit.¹²⁶

3.1.5.2 *Bewertung*

Aus dem individuellen Charakter von Rohstoffbonds und -loans folgt einerseits der schon bekannte Vorteil, daß eine Anpassung an die individuellen Sicherungsbedürfnisse möglich ist. Andererseits besteht der Nachteil hoher Such- und Abschlußkosten. Aus dem außerbörslichen

121 Vgl. Masuoka (1993), S. 109

122 Vgl. Occhiolini (1993), S. 134.

123 Vgl. Claessens/Duncan (1993), S. 13 f.

124 Vgl. Masuoka (1993), S. 111 f.

125 Vgl. Claessens/Duncan (1993), S. 14.

126 Vgl. UNCTAD (1994d), S. 40.

Handel ergibt sich außerdem eine mangelnde Sicherung, die dazu führt, daß der Gläubiger ein hohes Kreditrisiko trägt.

Für den Schuldner ergibt sich dagegen aufgrund der langen Laufzeiten eine hohe Planungssicherheit.

Zur Nutzbarkeit von Bonds ist festzustellen, daß sie weniger als Instrument für den einzelnen Produzenten von Bedeutung sind. Vielmehr erfolgt häufiger eine Nutzung durch die staatliche Ebene in Entwicklungsländern, die ihren Schuldendienst an die Entwicklung der Erlöse aus ihren Hauptexportprodukten koppeln wollen. Vielfach ist mit der Ausgabe von Bonds eine Umstrukturierung der externen Verschuldung verbunden. Dies war z.B. in Mexiko, Uruguay und Venezuela der Fall. Eine Verbindung kann statt mit Umschuldungsbemühungen aber auch mit Investitionsprojekten bestehen.¹²⁷

Im Hinblick auf die Art der Rohstoffe, an die Bonds und Loans bislang gebunden werden, ist festzustellen, daß bislang in erster Linie Gold und Öl, seltener auch Silber, Kupfer und Nickel als Bezugsgröße dienen.¹²⁸ Schon hieraus wird die eingeschränkte Nutzbarkeit zur direkten Preissicherung für Rohstoffproduzenten in Entwicklungsländern sichtbar. Aber auch aus der Tatsache, daß internationale Banken i.d.R. die Vertragspartner sind, werden einige Nutzungsbeschränkungen offenbar. Auf deren Festlegung von Kreditlinien wurde bereits hingewiesen. Für Entwicklungsländer ergibt sich damit wieder das Problem, daß der Zugang zu Rohstoffbonds und -loans aufgrund geringer länderspezifischer Kreditlinien begrenzt sein kann.

3.2 Zusammenfassende Bewertung marktkonformer Risikoabsicherung

Die Effektivität marktkonformer Instrumente wird nachfolgend unter verschiedenen Aspekten beurteilt. Zunächst wird der Grad der Zielerreichung von Preis- und Erlösstabilisierung betrachtet. Anschließend werden Vorteile und Probleme marktkonformer Stabilisierung erläutert. Vorteile gegenüber traditioneller Stabilisierung sind hierin eingeschlossen. Probleme betreffen sowohl generelle Probleme der Zielerreichung als auch spezifische Probleme für Entwicklungsländer. Hieraus ergeben sich erste Hinweise auf das Zugangspotential der Entwicklungsländer zu marktkonformen Instrumenten. Es folgen einige vergleichende Überlegungen zu den einzelnen marktkonformen Instrumenten, die Aufschlüsse über für Entwicklungsländer besonders in Erwägung zu ziehende Maßnahmen geben. Abschließend werden Grenzen marktkonformer Stabilisierung aufgezeigt und Perspektiven für die Nutzung betrachtet.

Generell ist Voraussetzung für einen effizienten und funktionsfähigen Terminmarkt, also für die Möglichkeit zur Nutzung von Forwards, Futures, Optionen und Swaps, daß eine gewisse Kassapreisvolatilität vorliegt, damit überhaupt ein Anreiz für Produzenten, Konsumenten und Spekulanten besteht, auf Termin zu handeln.¹²⁹ Diese Voraussetzung ist im hier betrachteten Zusammenhang erfüllt, da sich erst aus der Schwankung der Kassapreise für Rohstoffe eine Schwankung der Erlöse ergibt, die Stabilisierungswünsche der Rohstoffproduzenten entstehen

127 Vgl. UNCTAD (1994d), S. 40.

128 Vgl. Masuoka (1993), S. 113.

129 Vgl. Wagner (1997), S. 61.

läßt. Den Zielen der Preis- und Erlösstabilisierung wird der Einsatz marktkonformer Instrumente des Risikomanagements auf Terminmärkten dann eher gerecht als die traditionelle Stabilisierung.¹³⁰ Eine vollständige Stabilisierung der Preise kann während der durch ein Termingeschäft abgedeckten Periode erreicht werden, wenn die Produktionsmenge feststeht und preiswirksame Schwankungen lediglich nachfrageseitig entstehen. Der Zeithorizont der Sicherung kann durch Wahl eines geeigneten Termingeschäfts oder durch das Überwälzen von Termingeschäften der Risikoperiode angepaßt werden.¹³¹

Es ist jedoch zu beachten, daß die Stabilisierung nur für die vertragliche festgelegte Menge gilt. Entstehen angebotsseitige Schwankungen, also Abweichungen der tatsächlichen von der geplanten Produktion, wie dies insbesondere bei agrarischen Rohstoffen leicht der Fall sein kann, ist eine vollständige Stabilisierung nicht möglich; die Abweichungen sind Preisschwankungen im vollen Umfang unterworfen. Übersteigt die Produktion die durch Terminvertrag abgesicherte Menge, muß der Rohstoffproduzent diesen Überschuß am Kassamarkt verkaufen, liegt die Produktion unter der geplanten und gesicherten Menge, ist ein Ankauf am Kassamarkt erforderlich. Es besteht die Gefahr von Verlusten aus diesen An- oder Verkäufen, aber auch die Chance einer Gewinnerzielung aus positiver Preisentwicklung. Ob insgesamt eine Stabilisierung des Preises gelungen ist, ergibt sich aus dem durchschnittlich realisierten Preis, der durch Gewichtung von Kassa- und Terminpreis mit der jeweils zu diesem Preis abgesetzten Menge ermittelt werden muß.¹³²

Vorteilhaft im Hinblick auf die Realisierung von Preis- und Erlösstabilisierung ist aber, daß marktkonforme Instrumente jedem Produzenten die Möglichkeit bieten, eine seinen Präferenzen entsprechende Hedgingstrategie zu wählen. Empirische Analysen haben gezeigt, daß auf diese Weise trotz des bestehenden Mengenrisikos erhebliche Minderungen der Erlösvarianz von bis zu 70% realisiert werden können.¹³³

Schließlich ist noch zu beachten, daß Existenz und Nutzung von Terminmärkten generell eine Minderung von Preis- und damit vielfach auch von Erlösschwankungen unterstützen können. Dies wird mit einem verbesserten Ausgleich intertemporaler Knappheitsgrade erklärt, der sich ergibt, weil durch die Möglichkeit zur Absicherung von Lagerbeständen die Anreize für private Lagerhaltung steigen. Zudem werden preisrelevante Informationen durch zentralisierte Märkte, standardisierte Verträge und durch das Interesse von Spekulanten an gewinnrelevanten Informationen schneller und in größerem Ausmaß ermittelt und verwertet. Hierdurch kommt es zu einer geringeren Schwankung von Terminpreisen und über den Arbitragezusammenhang auch zu geringeren Kassapreisschwankungen. Wenn Preise zudem als Signal für Produktionsentscheidungen herangezogen werden, kommt es langfristig auch zu geringeren Angebotsschwankungen, was die Preisstabilisierung unterstützt.¹³⁴ Marktkonforme Instrumente des Risikomanagements bieten also nicht nur eine Absicherungsmöglichkeit für Rohstoffproduzenten über

130 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 95.

131 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 96 und S. 130.

132 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 96 und S. 130.

133 Vgl. hierzu Wagner (1997), S. 108, die Werte für Weizen, Kaffee, Naturkautschuk, Kupfer und Zinn angibt.

134 Vgl. Wagner (1997), S. 109.

die Risikoperiode, sondern können langfristig indirekt selbst einen Beitrag zur Preisstabilisierung leisten.

Im Vergleich zu traditionellen Instrumenten bieten marktkonforme Stabilisierungsmaßnahmen eine Reihe von Vorteilen.¹³⁵ Wesentlich ist, daß sie keinen Eingriff in die Marktpreisbildung darstellen, sondern bei frei schwankenden Weltmarktpreisen eine individuelle Absicherungsmöglichkeit bieten. So können individuelle Präferenz- und Produktionsunterschiede berücksichtigt werden, während Verzerrungen von Produktions- und Konsumententscheidungen keine große Gefahr darstellen.¹³⁶ Vorteilhaft ist zudem, daß bei Anwendung entsprechender Instrumente wie z.B. Swaps auch eine längerfristige Stabilisierung grundsätzlich möglich ist. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, daß insbesondere die Effizienz kurzfristiger Instrumente aufgrund ihrer hohen Liquidität positiv eingeschätzt wird, während die Verfügbarkeit langfristiger Instrumente eher begrenzt ist.

Weitere Vorteile der Instrumente des marktkonformen Risikomanagements sind, daß sie einen Beitrag zur Verbesserung des Zugangs zu Finanzmärkten leisten und die Fähigkeit zur Schuldendienstleistung und damit die Kreditwürdigkeit eines Landes erhöhen können. Bei Wahl einer angemessenen Risikomanagementstrategie kann ein Beitrag zur Stabilisierung der ökonomischen Entwicklung eines Landes geleistet werden.¹³⁷ Positiv ist dabei auch, daß Risikomanagement nicht ausschließlich alternativ, sondern auch komplementär zu anderen Instrumenten angewendet werden kann. So ist z.B. eine Stabilisierung über den Abschluß langfristiger Lieferverträge durch einen Verband der rohstoffexportierenden Unternehmen weiterhin sinnvoll.¹³⁸

Probleme im Hinblick auf eine effektive Nutzung marktkonformen Risikomanagements ergeben sich in verschiedener Hinsicht. Insbesondere Entwicklungsländer sehen sich mit Transparenz- und Informationsproblemen, Problemen der Marktstruktur und mangelnder Liquidität, Bonitätsproblemen und Problemen der Vertragsgestaltung konfrontiert.¹³⁹ Zudem ist nicht gewährleistet, daß die erläuterten Instrumente überhaupt verfügbar sind. Generell gilt, daß die Entwicklung der Nachfrage nach Risikomanagementinstrumenten auch in Industrieländern relativ jung ist und damit eine Verfügbarkeit gerade auch für Entwicklungsländer nicht unbedingt gewährleistet ist.¹⁴⁰ Ausreichend liquide Terminmärkte für Forwards und Futures existieren z.B. bisher nur für kurzfristige Verträge, während nur wenige Märkte für langfristige Forwards und Futures sehr liquide sind.¹⁴¹ Die sehr kurzfristigen Instrumente reichen aber vielfach nicht aus, um den Risikozeitraum zwischen Investition und Produktion zu überwinden und langfristige Instrumente werden nur zögernd entwickelt. Hemmnisse liegen u.a. in rechtlichen und vertraglichen Rahmenbedingungen für Banken und Finanzintermediäre nicht nur in Entwicklungsländern.¹⁴² Eine mangelnde Verfügbarkeit kann nicht nur im Hinblick auf die Laufzeiten,

135 Vgl. insbesondere Claessens/Duncan (1993), S. 15 ff.

136 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 97.

137 Vgl. Masuoka (1993), S. 114.

138 Vgl. Claessens/Duncan (1993), S. 17.

139 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 101.

140 Vgl. Claessens/Duncan (1993), S. 15.

141 Vgl. Wagner (1997), S. 111.

142 Vgl. Claessens/Duncan (1993), S. 14 f.

sondern auch für bestimmte Güterarten ein Problem darstellen. So werden Agrargüter oftmals gar nicht oder nur in Sorten oder Qualitäten an der Börse gehandelt, die dem Bedarf der Produzenten in Entwicklungsländern nicht entsprechen.¹⁴³

Probleme des Risikomanagements resultieren auch aus den hohen Anforderungen an das Management. Dies gilt insbesondere für kurzfristiges Risikomanagement, das einen hohen Überwachungs- und Entscheidungsbedarf mit sich bringt. Auch die Wahl einer optimalen Risikomanagementstrategie stellt nicht zu unterschätzende Anforderungen an Entscheidungsträger.

Schwierigkeiten entstehen auch, wenn Terminmärkte verzerrt sind und sich diese Verzerrungen in der Terminpreisbildung niederschlagen. In diesem Fall kann eine Sicherung durch Risikomanagement die Erlöse verringern.¹⁴⁴ Solche Verzerrungen können außer aus Spekulationen auch aus der Existenz von Marktmacht resultieren. So kann ein Produzent mit Marktmacht, der den Kassapreis über sein Angebot und damit seine Produktionsentscheidung beeinflussen kann, auch auf seinen Terminmarktgewinn Einfluß nehmen.¹⁴⁵ Auch wenn das Verhalten eines großen Produzenten, der den Terminpreis durch eigene An- und Verkäufe am Terminmarkt zu seinen Gunsten beeinflusst, keine Terminmarktmanipulation im rechtlichen Sinne darstellt, können aber monopolistische, oligopolistische oder kartellierte Marktstrukturen bereits das Entstehen oder Fortbestehen eines Terminmarktes verhindern.¹⁴⁶

Ein letztes Problem soll im Zusammenhang mit einem Aspekt angesprochen werden, der aufgrund abweichender Wirkungsannahmen schon als möglicher Vorteil der marktkonformen Stabilisierung erläutert wurde. So wird eine allgemeine Stabilisierungswirkung durch Terminmärkte aufgrund eines intertemporalen Ausgleichs angezweifelt. Vielmehr wird in dem Anreiz zur Lagerhaltung aufgrund stabilisierter Preise kein angebotsglättender sondern ein angebotserhöhender Faktor gesehen, der die Gefahr birgt, den varianzreduzierenden Effekt marktkonformer Stabilisierung zu reduzieren.¹⁴⁷

Bei einem Vergleich der marktkonformen Risikomanagementinstrumente ist zunächst die Unterscheidung von individuell ausgehandelten Instrumenten, die im Freiverkehr gehandelt werden, und standardisierten Instrumenten des Börsenhandels von Bedeutung. Wesentliche Vorteile von over-the-counter Instrumenten liegen darin, daß sie dem individuellen Bedarf angepaßt werden können und administrativ und finanziell leichter handhabbar als börsengehandelte Instrumente sind. Dem steht jedoch das Problem gegenüber, daß mit der Anpassung der Risikomanagementinstrumente an den spezifischen Bedarf eines Produzenten auch der Preis für die Sicherung steigt.¹⁴⁸ Wesentliche Vorteile standardisierter Instrumente liegen dagegen in der

143 Vgl. Wagner (1997), S. 11.

144 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 130.

145 Vgl. Wagner (1997), S. 89 und S. 93.

146 Vgl. Wagner (1997), S. 99; hier finden sich auch weitere Ausführungen zur Terminmarktmanipulation im juristischen Sinne.

147 Vgl. Wagner (1997), S. 89.

148 Vgl. FAO (1995), S. 4 f.; Wagner (1997), S. 10.

höheren Vergleichbarkeit und größeren Markttransparenz, der hohen Sicherheit und der größeren Zahl potentieller Marktteilnehmer, die zu einer Steigerung der Fungibilität beiträgt.¹⁴⁹

Hervorgehoben sei noch einmal der wesentliche Vorteil von Optionen gegenüber anderen Instrumenten des Risikomanagements. Nur bei diesem Instrument entstehen neben den Transaktionskosten keine weitere Kosten in Form von Opportunitätskosten durch den Verlust potentieller Gewinne.¹⁵⁰ Der Kauf von Optionen gilt daher als geeignetste Weise des Risikomanagements ohne gleichzeitiges Cash flow Risiko; er gilt insbesondere für solche Länder als geeignet, die eine wenig entwickelte Finanzinfrastruktur haben.¹⁵¹

Die Grenzen des Risikomanagements mit Hilfe marktkonformer Instrumente zeigen sich in mehrfacher Hinsicht. Besonders betont sei noch einmal, daß der Weltmarktpreis durch den Einsatz von Risikomanagementinstrumenten grundsätzlich nicht beeinflußt wird.¹⁵² Die nicht belegten Wirkungen eines möglichen intertemporalen Ausgleichs bleiben hier unberücksichtigt. Aber auch bei ihrer Einbeziehung bleibt die Aussage gültig, daß der langfristige durchschnittliche Marktpreis nicht beeinflußt wird, da lediglich von verringerten Preisschwankungen, aber nicht von einer Beeinflussung des Preistrends ausgegangen wird.¹⁵³ Risikomanagementinstrumente sind damit nicht geeignet zur Kompensation langfristiger negativer Preistrends und zur Erhöhung der Realeinkommen der Entwicklungsländer; hierzu sind Produktivitätssteigerungen in vorhandenen Produktionszweigen erforderlich sowie Bemühungen zur Diversifizierung der Exporte. Insofern ersetzt marktkonformes Risikomanagement nicht die Korrektur grundlegender ökonomischer Defizite.¹⁵⁴

Eine weitere wichtige Grenze des Risikomanagements ist, daß hierdurch nicht das bereits diskutierte Mengen- oder Produktionsrisiko gelöst werden kann, das insbesondere bei agrarischen Rohstoffen besteht.¹⁵⁵

Schließlich stellt auch die schon mehrfach angesprochene Verfügbarkeit eine Grenze des Risikomanagements dar. Marktkonforme Instrumente sind nur begrenzt einsetzbar, da es weder für alle Risiken Märkte gibt, noch alle Märkte für die Marktteilnehmer nutzbar sind.¹⁵⁶

Im Hinblick auf die Perspektiven für die weitere Entwicklung des Risikomanagements mit Hilfe marktkonformer Instrumente wird erwartet, daß der Markt für langfristige Risikomanagementinstrumente insbesondere für leicht standardisierbare Rohstoffe expandiert, während die Weiterentwicklung existierender Instrumente für Rohstoffe mit besonderer Bedeutung für Entwicklungsländer (z. B. Kaffee, Kakao, Baumwolle) von der Überwindung bestehender Hemmnisse abhängt.¹⁵⁷

149 Vgl. Wagner (1997), S. 10.

150 Vgl. Wagner (1997), S. 25.

151 Vgl. UNCTAD (1994b), S.8.

152 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 95.

153 Vgl. FAO (1995), S. 6.

154 Vgl. Claessens/Duncan, (1993), S. 7 und S. 18.

155 Vgl. UNCTAD (1994b), S.11; FAO (1995), S. 8.

156 Vgl. Wagner (1997), S. 2.

157 Vgl. Claessens/Duncan, (1993), S 15.

Als generelles Hemmnis wirkt, daß Finanzmanagement im allgemeinen und Risikomanagement im besonderen in Entwicklungsländern noch häufig vernachlässigt werden. Da diese Instrumente aber eine Möglichkeit zur Reduzierung der Wirkungen externer Schocks bieten und so die Entwicklungsplanung auf eine sicherere Basis stellen können, sollten sie grundsätzlich Strukturanpassungen begleiten.¹⁵⁸ Insofern gelten Risikomanagement und rohstoffgebundene Finanzierung vor allem dann als sinnvoll, wenn sie in den größeren Kontext des Managements externer Risiken eingebettet werden.¹⁵⁹

Für den einzelnen Rohstoffproduzenten hat diese Sichtweise vor allem dann Konsequenzen, wenn die Risikoreduzierung nicht das eigentliche Ziel, sondern lediglich positiver Nebeneffekt einer Strategie ist, die Gewinn- und Risikoabsicherungsmotiv kombiniert. Zu ermitteln ist dann im Rahmen einer umfassenden Risikomanagementstrategie das optimale Hedgeverhältnis, d.h. das Verhältnis der abzusichernden Menge zur gesamten Kassamarktposition.¹⁶⁰

3.3 Zugang der Entwicklungsländer zu marktkonformen Instrumenten

Hemmnisse für die Nutzung von marktkonformen Risikomanagementinstrumenten können ihre Ursachen im mangelnden Bewußtsein über das Risikoprofil, mangelnden Kenntnissen über die Nutzungsmöglichkeiten der Instrumente zur Risikoreduzierung, in mangelnder Kreditwürdigkeit des Landes verbunden mit den hohen Kosten der Nutzung der Instrumente und in rechtlichen, vertraglichen und institutionellen Barrieren haben.¹⁶¹ Probleme bestehen vor allem im Hinblick auf das Zugangspotential für kleine Rohstoffproduzenten und -händler in stark von Rohstoffexporten abhängigen Ländern mit unterentwickeltem Privatsektor. Hier stellt sich u.a. die Frage, welche Rolle der Staat im Hinblick auf Risikomanagement spielen kann.¹⁶² Die wesentlichen Zugangsrestriktionen werden nachfolgend zusammengefaßt.

Finanzielle Restriktionen betreffen den einzelnen Rohstoffproduzenten ebenso wie ein Entwicklungsland insgesamt. Generell gibt es zwar keine speziellen Anforderungen an Entwicklungsländer, die am Options- oder Futureshandel partizipieren möchten. Ein wesentliches Problem liegt aber in der kurzfristigen Zahlung von Sicherheitsleistungen. Deren Höhe orientiert sich an unterschiedlichen Faktoren wie der Kredithistorie, dem bisherigen Zahlungsverhalten bei Sicherheitsleistungen, der Position im Hedging- oder Spekulationsmarkt, der Zugriffsmöglichkeit auf Finanzmittel, der Lage eines Landes und den bestehenden Devisenmarktbeschränkungen. Insbesondere Devisenmarkt- und Kapitalverkehrsbeschränkungen stellen ein wesentliches Hindernis für die kurzfristige Leistung von Sicherheiten dar.¹⁶³ Das Finanzierungsproblem im Hinblick auf Sicherheitsleistungen betrifft zunächst den einzelnen Produzenten. Er muß der Anforderung von Sicherheitsleistungen (margin calls) nachkommen, die kurzfristig und in

158 Vgl. Masuoka (1993), S. 94

159 Vgl. Claessens/Duncan, (1993), S 7.

160 Vgl. Wagner (1997), S. 26 f.

161 Masuoka (1993), S. 120; Claessens/Duncan, (1993), S 25.

162 Vgl. UNCTAD (1994b), S. 3.

163 Vgl. Occhiolini (1993), S. 131 f.

Hartwährung zu erfüllen sind.¹⁶⁴ Es trifft aber auch die Gesamtheit der Rohstoffproduzenten in Entwicklungsländern, da Banken für den Handel mit Entwicklungsländern aus Risikoüberlegungen häufig Obergrenzen setzen.¹⁶⁵

Die hierbei bedeutende länderspezifische Kreditwürdigkeit ist abhängig von politischen und sozialen Risiken, ökonomischen und finanziellen Risiken, aktuellem wirtschaftlichem Wachstum, langfristigem Wachstumspotential, Stabilität von Bruttoinlandsprodukt und Preisen. An den Faktoren wird deutlich, daß ein Land seine Einstufung zur Kreditwürdigkeit beeinflussen kann. Die unternehmensspezifische ist nur dann besser als die länderspezifische Kreditwürdigkeit, wenn ein Unternehmen unabhängigen Zugang zu Devisen hat. Die aus diesen Überlegungen resultierende Kreditlinie für ein typisches Land Sub-Sahara Afrikas liegt für Risikomanagementtransaktionen bei etwa 5 bis 10 Mio. US\$.¹⁶⁶ Im Rahmen der finanziellen Restriktionen stellt das Kreditrisiko somit ein wesentliches Hemmnis für den Zugang von Entwicklungsländern zu Risikomanagementmärkten dar, obwohl aufgrund der Charakteristika des Risikomanagements das Kreditrisiko einer Risikomanagementtransaktion erheblich geringer ist als ihr Nominalwert.¹⁶⁷

Mit den finanziellen Restriktionen wurden bereits institutionelle Restriktionen angedeutet. So können die Rahmenbedingungen in Entwicklungsländern die Teilnahme an Warenterminkontraktmarkten behindern. Hemmnisse können sich vor allem aus der nationalen Regulierungspolitik ergeben; hier sind insbesondere Devisenkontrollen, Preisregulierungen, handelspolitische Regulierungen und die Steuerpolitik von Bedeutung, aber auch unklare Gesetze oder sogar Verbote der Partizipation an Risikomanagementmärkten.¹⁶⁸ Von wesentlicher Bedeutung ist der Zugang zu Devisen, der erst die - häufig kurzfristig notwendige - Leistung von Sicherheiten ermöglicht. Institutionelle Probleme zeigen sich auch im Anreizsystem. Wenn im Rahmen einer regulierten Struktur Preisrisiken automatisch überwälzt werden, z.B. durch die Gewährung von Mindestpreisen für Rohstoffproduzenten, besteht kein Anreiz zum Risikomanagement.¹⁶⁹

Eine weitere institutionelle Beschränkung ergibt sich aus der häufig großen räumliche Entfernung von Rohstoffbörsen, weil hieraus neben erhöhten Kosten auch folgt, daß Entwicklungsländer an der Vertragsentwicklung/Spezifizierung am Terminkontraktmarkt kaum beteiligt sind, sondern die Standardisierung an den Bedürfnissen der Industrieländer orientiert ist.¹⁷⁰

Institutionelle Restriktionen können sich auch aus der Größe eines Unternehmens ergeben. So haben kleine Unternehmen einen Zugang zum Markt nur über lokale Banken oder andere Intermediäre. Hier stellt sich die Frage, welche Rolle die Regierung oder Produzentenorganisationen bei der Unterstützung der Nutzungsmöglichkeiten von Risikomanagementinstrumenten spielen können.¹⁷¹ Neben dem Staat oder Produzentenorganisationen können auch

164 Vgl. Maizels (1994), S. 1693 f.

165 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 101; Maizels (1994), S. 1693 f.

166 Vgl. UNCTAD (1994a), S. 10.

167 Vgl. UNCTAD (1994a), S. 9.

168 Vgl. FAO (1995), S. 7; Michaelowa/Naini (1995), S. 99.

169 Vgl. UNCTAD (1994a), S. 20 f.

170 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 98; Wagner (1997), S. 109.

171 Vgl. FAO (1995), S. 6; UNCTAD (1994b), S. 3.

internationale Organisationen eine unterstützende Rolle wahrnehmen. Erforderlich ist dazu die Anpassung der Anleihenpolitik einiger internationalen Organisationen, insbesondere von Weltbank, IWF und Asian Development Bank (ADB), die die rohstoffgebundene Finanzierung in der Vergangenheit dadurch behindert hat, daß die Nutzung von Rohstoffexporten als Sicherheit für Loans oder andere Finanzierungsarten einschließlich Risikomanagementtransaktionen nicht zugelassen wurde.¹⁷²

Eine weitere Quelle von Restriktionen im Zugang zu marktkonformem Risikomanagement bildet das häufig fehlende Know How in den Entwicklungsländern. So haben die Akteure häufig unzureichende Erfahrungen mit Finanzmarktinstrumenten. Die geringe Vertrautheit mit dem Instrumentarium behindert aber die Marktteilnahme.¹⁷³ Probleme bereiten auch die Anforderung an die Entscheidungsgeschwindigkeit.¹⁷⁴

Produktspezifische Restriktionen wurden bereits mehrfach angesprochen. Sie entstehen durch die mangelnde Verfügbarkeit von Risikomanagementinstrumenten für alle Rohstoffe. So läßt die mangelnde Homogenität mancher Güter standardisierte Verträge am Terminkontraktmarkt nicht zu.¹⁷⁵ Bestehen zwar Terminkontrakte, die in ihrer Spezifizierung das von Produzenten aus Entwicklungsländern zu sichernde Gut aber nicht hinreichend genau beschreiben, ist die Preisentwicklung am Terminkontraktmarkt von der am Gütermarkt verschieden und die Sicherungsmöglichkeit ist eingeschränkt.¹⁷⁶

Im Rahmen der Überlegungen zu den Zugangshemmnissen zu marktkonformem Risikomanagement für Entwicklungsländer haben sich erste Hinweise auf Ansatzpunkte im Rahmen der Entwicklungszusammenarbeit und notwendige Reformen in Entwicklungsländern ergeben, die im anschließenden Abschnitt genauer betrachtet werden sollen.

172 Vgl. UNCTAD (1994a), S. 22.

173 Vgl. Maizels (1994), S. 1693 f.; Wagner (1997), S. 110.

174 Vgl. FAO (1995), S. 7.

175 Vgl. Maizels (1994), S. 1693 f.; Michaelowa/Naini (1995), S. 98.

176 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 98.

4 Ansatzpunkte für die Entwicklungszusammenarbeit und für interne Reformen

Für eine effektive Nutzung des Risikomanagements sind eine Reihe von Bedingungen zu erfüllen, die zum Teil in den Bereich der binnenwirtschaftlichen Politik fallen, zum Teil aber auch im Rahmen der Entwicklungszusammenarbeit unterstützt werden können. Erste Bedingung ist die Formulierung einer Risikomanagementstrategie. Hierzu gehören angemessenen Risikoanalyse- und Evaluierungsmethoden. Erforderlich sind daneben die Schaffung von Kompetenzen und von Zuständigkeits- und Kontrollregeln sowie die Aufsicht über Risikomanagementaktivitäten.¹⁷⁷

Einer der ersten Schritte im Rahmen der Entwicklung einer Risikomanagementstrategie besteht in der Identifizierung eines geeigneten Marktes für die Absicherung. Im zweiten Schritt sind die finanziellen Voraussetzungen für die Nutzung dieses Marktes zu prüfen.¹⁷⁸ Insgesamt ist zu beachten, daß Risikomanagement und rohstoffgebundene Finanzierung idealerweise in den größeren Kontext einer umfassenden Strategie zum Management externer Risiken eingebettet sein sollten.¹⁷⁹ Dies ist wünschenswert, da Überschneidungen und Interaktionen zwischen verschiedenen Finanzmarktentwicklungen und -instrumenten bestehen. So können z.B. Veränderungen der Wechselkurse Veränderungen der Rohstoffpreise kompensieren. Darüber hinaus legen schon angesprochene Probleme eine umfassende Strategie nahe. Insbesondere kann die Kreditwürdigkeit eines Landes einerseits die Nutzung von Risikomanagementinstrumenten beschränken, andererseits dienen einige Risikomanagementinstrumente sowohl der Finanzierung als auch der Preissicherung.¹⁸⁰

Bei der Formulierung einer Risikomanagementstrategie ist ferner von Bedeutung, welche Wirtschaftssubjekte oder Institutionen die effektivste Wahrnehmung sichern.¹⁸¹ Beim Risikomanagement für einzelne Unternehmen mit geringen Verbindungen zum Rest der Ökonomie besteht nur ein geringer Bedarf zur Integration des Risikomanagements in ein allgemeines Makromanagement. Der Staat wird hier durch Risikomanagement nur im Hinblick auf die Schwankung von Steuereinnahmen berührt. Handelt es sich dabei um große Unternehmen, ist eine Anbindung an internationale sogenannte „Market makers“ (Ringmakler) denkbar, wodurch auch das Problem der Kreditwürdigkeit überwunden werden kann. Problematisch ist die Nutzung von Risikomanagementinstrumenten für kleine und mittlere Unternehmen, von denen jedes einzelne zu klein ist, um eine effiziente und wirtschaftliche Nutzung des Risikomanagements zu gewährleisten. In diesem Fall ist eine Ansiedlung des Risikomanagements im privaten Sektor trotzdem wünschenswert, da hiermit der größte Anreiz zur Nutzung geschaffen wird. Voraussetzung ist die Existenz der notwendigen rechtlichen und vertraglichen Rahmenbedingungen. Eine Ansiedlung im öffentlichen Sektor ist nur sinnvoll, wenn eine Koordination erforderlich ist oder wenn ein großes Staatsunternehmen involviert ist. Sie ist häufig in solchen Ländern anzutreffen, in denen der Staat vor einer durchgeführten Preisliberalisierung bereits Stabilisierungsprogramme

177 Vgl. UNCTAD (1994b), S.23

178 Vgl. UNCTAD (1994b), S.6.

179 Vgl. Claessens/Duncan, (1993), S 7.

180 Vgl. Claessens/Duncan, (1993), S 18 f.

181 Vgl. Claessens/Duncan, (1993), S 20 ff.

betrieben hat. Der zu schaffenden oder bereits existierenden Institution fällt die Aufgabe des Managements und die Intermediärfunktion zu.

Planung und Durchführung einer zu entwickelnden Risikomanagementstrategie erfordern Reformen in Entwicklungsländern und können zudem durch bilaterale und multilaterale Entwicklungszusammenarbeit unterstützt werden. Im Hinblick auf die internen Reformen in Entwicklungsländern ist die Liberalisierung der Binnenpreise unabdingbare Voraussetzung für die Nutzung marktkonformen Risikomanagements.¹⁸² Nur dann besteht für private Produzenten überhaupt ein Anreiz zur Nutzung des Risikomanagements und nur dann steht der Staat nicht vor dem Problem, eine Stabilisierung des Preises gegen den Markttrend sichern zu müssen, die mit Instrumenten des Risikomanagements nicht geleistet werden kann. Nach der bereits erfolgten Liberalisierung vieler Exportsysteme ist zudem eine Reorientierung der Rolle des Staates erforderlich. Bereiche, in denen beträchtliche Lücken entstanden sind, sind Qualitätskontrolle, Information, Zugang zu Risikomanagementmärkten, institutionelle Strukturen zur Senkung des Vertragsrisikos und ähnliches.¹⁸³

Der Reformbedarf in Entwicklungsländern als Voraussetzung für die Nutzung des Risikomanagements setzt darum vor allem im Bereich rechtlicher und institutioneller Rahmenbedingungen an, die sowohl dem öffentlichen wie dem privaten Sektor den Zugang zu Risikomanagementinstrumenten ermöglichen müssen.¹⁸⁴ Notwendig ist die Schaffung und Sicherung eines angemessenen Umfeldes für Risikomanagement; hier sind angesprochen die Handelsinfrastruktur, rechtliche, regulierende und institutionelle Politik.¹⁸⁵

Im Rahmen der Entwicklungszusammenarbeit kommen mehrere Bereiche als Ansatzpunkte zur Förderung des Risikomanagements in Betracht. Ein wesentlicher Punkt ist die Unterstützung von Ausbildungsaktivitäten, die zur Vermittlung des für die Nutzung von Risikomanagementinstrumenten notwendigen Know hows beitragen.¹⁸⁶ Private Rohstoffproduzenten und Exporteure (nicht nur) in Entwicklungsländern haben i.d.R. weder die Kompetenz noch das Kapital für effektives Risikomanagement. In USA sichern z.B. sechs von sieben kleinen Farmern ihre Preisrisiken nicht. Ein Ausweg kann hier indirektes Risikomanagement z.B. über Produzentenorganisationen oder andere Intermediäre bieten.

Aufgabe der Entwicklungszusammenarbeit und Aufgabe des staatlichen Sektors in rohstoffabhängigen Entwicklungsländern kann in diesem Fall die Förderung der Entwicklung von Intermediären sein. Dies können Produzentenkooperativen, Staatsunternehmen, lokale Banken, private Händler und Verarbeiter sein.¹⁸⁷ Voraussetzung für die Wahrnehmung der Intermediärfunktion durch Produzentenverbände ist eine grundsätzlich unterstützende Haltung durch die Regierung, die begleitende institutionelle Entwicklung sowie die Förderung von Ausbildungsmaßnahmen im Bereich des Risikomanagements beinhalten kann. Staatliche Einrich-

182 Vgl. Claessens/Duncan, (1993), S 20.

183 Vgl. UNCTAD (1994c), S. 5.

184 Vgl. Claessens/Duncan, (1993), S 26.

185 Vgl. UNCTAD (1994c), S. 5.

186 Vgl. Claessens/Duncan, (1993), S 26.

187 Vgl. UNCTAD (1994b), S. 12 f.

tungen als Intermediäre haben den Vorteil, daß sie i.d.R. einen besseren Zugang zu Krediten haben. Um positive Effekte aus der Rolle von Händlern als Intermediäre zu erzielen, müssen bestimmte Bedingungen erfüllt sein. Dazu gehören (1) ein wettbewerbliches Umfeld als Anreiz für die Nutzung des Risikomanagements, (2) eine Mindestgröße, die die Händler zur Teilnahme am Börsengeschäft erst befähigt oder die Einschaltung einer weiteren Intermediärstufe im staatlichen oder Finanzsektor, die eine Teilnahme am Börsengeschäft ermöglicht und (3) die Existenz von Rahmenbedingungen, die eine Partizipation an ausländischen Risikomanagementmärkten fördert. Eine Möglichkeit zur Erhöhung der Akzeptanz von Partnern aus Entwicklungsländern ist die Entwicklung eines Garantiesystems.¹⁸⁸

Die Förderung des Risikomanagements kann auch durch das Engagement internationaler Organisation als Intermediär erfolgen, hier wird z.B. ein Engagement der International Finance Corporation, IFC, vorgeschlagen.¹⁸⁹ Aktiv werden können auch Regionalbanken, wie dies die Eastern and Southern African Trade and Development Bank (PTA Bank) bereits tut.¹⁹⁰

Ein mit der Förderung von Intermediären zusammenhängender Ansatzpunkt der Entwicklungszusammenarbeit und auch der staatlichen Politik in Entwicklungsländern ist die Förderung der Kreditwürdigkeit.¹⁹¹ Möglich wäre z.B. die Bereitstellung von Kreditlinien. Überlegungen gibt es zur Etablierung eines weltweiten „sovereign risk insurance fund“. Hier haben z.B. informelle Gespräche dazu stattgefunden, inwieweit der erste Schalter des GF zu diesem Zweck einsetzbar ist oder das Multilateral Investment Guarantee Agency der Weltbank.¹⁹²

Einzelmaßnahmen zur Überwindung der Kreditrisikoprobleme werden darüber hinaus in großem Umfang vorgeschlagen. Hierzu zählen die Bereitstellung von Informationen über die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit eines Unternehmens oder Maßnahmen zur Absicherung des Kreditrisikos für die Vertragspartner. Hier wird z.B. die Nutzung von sogenannten „offshore margin accounts“ vorgeschlagen, bei denen Barmittel oder anderer Sicherheiten, z.B. in Form des Hauptexportproduktes hinterlegt werden; bislang sind hierzu vor allem Öl und Metalle verwendbar, während sogenannte soft commodities ungeeignet sind. Andere Instrumente sind Letters of credit, Lagerverpfändung, Performance-Bonds von lokalen Banken, Garantien durch Mutterunternehmen in Industrieländern oder staatliche Garantien. Diskutiert werden auch Versicherungen, deren Verfügbarkeit und Prämien aber auf länder- und produktspezifischen Faktoren beruhen. Abgesichert werden können bereits (1) die Nichterfüllung des Vertrages durch Privatunternehmen, wobei hohe Prämien einem geringen Angebot gegenüberstehen, (2) die Nichterfüllung des Vertrages durch Staatsunternehmen oder bei staatlich garantierten Verträgen, wobei geringere Prämien und ein besseres Angebot bestehen und (3) die Nichterfüllung aufgrund von Konfiszierung oder Nationalisierung von Unternehmensmitteln, was mit den geringsten Prämien und dem höchsten Angebot verbunden ist. Die Laufzeiten solcher Versicherungen betragen normalerweise bis zu drei Jahren. Anbieter sind private Versicherer, deren Engagement aber erst jüngeren Datums ist, sowie öffentliche, wie z.B. das Multilateral Investment Guarantee Agency der Weltbank, das aber bislang keine Versicherung für Risikomanagement

188 Vgl. UNCTAD (1994b), S. 18.

189 Vgl. UNCTAD (1994d), S. 23.

190 Vgl. UNCTAD (1994c), S. 3 f.

191 Vgl. FAO (1995), S. 7.

192 Vgl. UNCTAD (1994a), S. 24.

gumenttransaktionen anbietet, oder staatliche Agenturen in Industrie- und Entwicklungsländern. Die einzige staatliche Agentur, die Risikomanagementversicherung für Transaktionen mit Entwicklungsländern in erwähnenswertem Umfang anbietet, ist die Overseas Private Investment Corporation (OPIC) in den USA.

Im Rahmen der Überlegungen zum Zugang zu Risikomanagementinstrumenten wird auch immer wieder diskutiert, inwieweit eine nationale oder regionale Börse diesen erleichtern kann.¹⁹³ Eine Etablierung einer binnenwirtschaftlichen Börse ist sinnvoll, wenn (1) anderswo kein Markt existiert, an dem Verträge gehandelt werden, die den Bedürfnissen des Landes entsprechen oder wenn (2) die Nutzung vorhandener Märkte mit zu hohen Transaktionskosten verbunden ist, die durch die Etablierung einer eigenen Börse reduziert werden können.¹⁹⁴ Vor allem für Entwicklungsländer mit höherem Einkommen besteht dann die Möglichkeit zur Bündelung des Risikomanagementbedarfs durch den Aufbau nationaler Forward- oder Futuresbörsen.¹⁹⁵ Die Errichtung einer Rohstoffbörse ist aber nicht unbedingt der beste Weg zur Reduzierung der Transaktionskosten im Rohstoffhandel, da Errichtung und Sicherung der Nutzung mit hohen Kosten verbunden ist, die - insbesondere in kleinen Ländern - die Vorteile einer solchen Börse überkompensieren können.

Die Vorteile einer Börse bestehen in der Senkung der Kosten zur Identifizierung von Marktpartnern, der Verbesserung der Quantität und Qualität von Informationen, der Erhöhung der Zuverlässigkeit von Qualitätsstandards, der Erhöhung der Sicherheit der Transaktionen, der Verbesserung des Zugangs zu günstiger Handelsfinanzierung und der Erleichterung des Transfers von Preisrisiken. Einige dieser Vorteile wirken stärker, wenn eine räumlich leicht erreichbare und den spezifischen Produzentenbedürfnissen entsprechende Börse genutzt werden kann.

Bei Entwicklung einer nationalen oder regionalen Börse ist zu berücksichtigen, daß diese nicht unmittelbar die Form einer hochentwickelten Terminbörse annehmen kann und soll. Die Aufgaben einer Rohstoffbörse i.w.S. sind jedoch vielfältiger. Sie bestehen im Handel von Kassatransaktionen, im Handel von Termintransaktionen, in der Standardisierung von Transaktionen oder auch in einem frühen Stadium in dem Handel mit sogenannten Lagerscheinen. Mit diesen erfolgt eine Kreditierung produzierter Ware durch die Börse, ohne daß ein Vertragspartner für die physische Transaktion vom Produzenten selbst gesucht werden muß. Er muß lediglich die Ware in einem Lagerhaus der Börse hinterlegen. Diese Art von Handel ist häufig eine der ersten Stufen in der Entwicklung von Rohstoffbörsen. Sie ermöglicht den Produzenten den Zugang zu Kredit, senkt ihre Lagerhaltungskosten und führt insgesamt zur Senkung saisonaler Preisschwankungen. Transparenz, Flexibilität und Liquidität werden gestärkt. Aus makroökonomischer Sicht ist ein solcher Handel positiv zu bewerten, da hiermit eine Preissicherung möglich wird, der Zugang zu ausländischen Märkten/Börsen erleichtert wird und er als Sicherheit gegenüber Banken bei der Finanzierung dienen kann. Nachteilig ist, daß eine Preissicherung für noch nicht produzierte Waren in diesem System noch nicht möglich ist. Aus dem

193 Vgl. vor allem UNCTAD (1997).

194 Vgl. Claessens/Duncan, (1993), S 25.

195 Vgl. UNCTAD (1994b), S.3.

Handel mit Lagerscheinen kann sich aber der Forwardhandel und ein Handel mit Futures entwickeln.

Bedingungen für die Funktionsfähigkeit einer Kassabörse oder einer Börse, die Lagerscheine handelt sind das Vorliegen eines hohen Angebots und hoher Nachfrage, die Standardisierung und wenn möglich Lagerfähigkeit der Rohstoffe, die Preisbildung durch den Markt, das Vorhandensein erforderlicher Dienstleistungen und Infrastruktureinrichtungen und eine rechtliche Förderung durch den Staat. Zusätzliche Bedingung für eine Futuresbörse ist die Existenz einer Preisvolatilität, die so groß sein muß, daß ein Interesse an der Nutzung der Futuresbörse zu Hedgingzwecken besteht und ein angemessenes Spekulanteninteresse an der Marktteilnahme besteht, damit die Marktliquidität gesichert ist.

Anforderungen an den Staat zur Förderung der Funktionsfähigkeit von Rohstoffbörsen sind, daß der Staat den Handel nicht durch Arbitrageinterventionen behindert. Wichtig ist auch eine inflationsdämmende Geld- und Kapitalverkehrspolitik. Denn hohe Inflation führt dazu, daß Futuresgeschäfte letztlich der Sicherung gegen Inflationsrisiken statt gegen reale Preisrisiken dienen; sie behindert somit die Funktionsfähigkeit. Auch Kapitalverkehrskontrollen behindern die Nutzung von Rohstoffbörsen; zum einen haben binnenwirtschaftliche Produzenten möglicherweise keinen ausreichenden Zugang zu Devisen, um sich an ausländischen Rohstoffbörsen zu engagieren und zum anderen haben ausländische Marktteilnehmer möglicherweise keinen Zugang zur Binnenwährung, der Voraussetzung für die Teilnahme an einer binnenwirtschaftlichen Rohstoffbörse ist. Auch die Steuerpolitik sollte in ihrer Ausgestaltung den Börsenhandel unterstützen. So können z.B. Subventionen u.ä. daran gebunden werden, daß Produzenten ihre Produktion über die Börse verkaufen. Andererseits sollten keine Regelungen bestehen, die Börsentransaktionen (die erst auf dem Papier stattgefunden haben) wie bereits physisch erfolgte besteuern. Schließlich sollten Regulierungen des Bankwesens die Partizipation von Finanzintermediären am Börsenhandel nicht behindern.

Auch zur Organisation einer Börse sind eine Reihe von Überlegungen zu berücksichtigen. Ein wichtiger Faktor der Börsenorganisation ist die Konstruktion und Ansiedlung der Clearingstelle. Sie kann innerhalb der Börse angesiedelt sein, was aber insbesondere für neu etablierte Börsen nicht zu empfehlen ist. Es kann eine unabhängige Clearingstelle außerhalb der Börse geschaffen werden, die i.d.R. von Banken getragen wird. Hier sollten im Falle von Entwicklungsländern alle Börsentransaktionen eines Landes oder einer Region zusammenlaufen. Die Nutzung der Dienstleistungen einer externen etablierten Clearingstelle hat den Nachteil, daß die mit ihrer Funktion verbundenen Einnahmen verloren gehen.

Wichtig ist auch die Planung der Finanzierung einer Börse. Schätzungen der Kosten für Investitionen in Forschung, Infrastruktur und Werbung im Zusammenhang mit der Etablierung einer Börse reichen von 100.000 US\$ für eine einfache Kassabörse bis zu 2 Mio. US\$ für eine Futuresbörse. Die Finanzierung dieser Investitionen kann über den Verkauf von Sitzen erfolgen. FAO und Weltbank haben im Rahmen der Entwicklungszusammenarbeit Mittel für physische Börseninfrastruktur bereitgestellt, sofern es sich um einfache Kassabörsen mit Auktionsverfahren handelte. Die Inter-American Development Bank unterhält einen Zuschußfonds (grant facility), der zur Finanzierung der Anlaufkosten in Anspruch genommen werden kann. Einige bilaterale Geber stellen ebenfalls Zuschüsse oder Anleihen für die Börsenentwicklung bereit; Großbritannien hat z.B. einen Know-how Fund für Commonwealth Staaten. Die Finanzierung der laufenden Kosten stellt insbesondere in den ersten Jahren ein Problem dar, da

die Transaktionsgebühren hier noch nicht auf ein kostendeckendes Niveau gehoben werden können. Dies scheitert an der geringen anfänglichen Zahl der Marktteilnehmer. Erfahrungen zeigen, daß der Zeitbedarf, um potentielle Nutzer mit dem Instrumentarium vertraut zu machen, im Falle von Futuresbörsen drei bis vier Jahre beträgt und es weitere zwei bis drei Jahre beansprucht, bis der Markt eine für die Unternehmen optimale Größe angenommen hat. Für die Anfangsjahre müssen daher ausreichende Finanzreserven verfügbar sein oder alternative Finanzierungsquellen erschlossen werden.

Ohnehin sollte zur Erhöhung der Sicherheit der Marktteilnehmer ein Zugangsmechanismus existieren, der erstens formale Kriterien für den Zugang regelt und zweitens die finanzielle Integrität der Marktteilnehmer sichert z.B. über die Verpflichtung zur Hinterlegung von Garantiegeldern.

5 Risikomanagement als mögliches Aufgabengebiet des Gemeinsamen Fonds

Abschließend soll noch einmal die Frage aufgegriffen werden, die in diesem Beitrag bereits angesprochen wurde und im Rahmen der Entwicklungszusammenarbeit noch immer ungelöst ist. Es geht hierbei um die alternativen Möglichkeiten zur Verwendung der Mittel des Ersten Schalters des GF. In der hierzu geführten Diskussion wird auch eine mögliche Rolle des GF im Rahmen des marktkonformen Risikomanagements betrachtet, was an einigen Stellen dieser Arbeit bereits deutlich wurde.¹⁹⁶

Mögliche Aufgaben können abgeleitet werden aus den für Entwicklungsländer wirksamen Restriktionen bei der Nutzung des Risikomanagements und aus den daraus abgeleiteten Ansatzpunkten für die Entwicklungszusammenarbeit.

Wesentliche Restriktionen, deren Überwindung Gegenstand der Entwicklungszusammenarbeit sein kann, betreffen das Know how, den mangelnden Zugang zu Krediten und damit verbunden den Mangel an Intermediären, die den Zugang zum Risikomanagement insbesondere für kleine Produzenten und Exporteure erst ermöglichen.

Ein Rolle des GF könnte vor allem im Zusammenhang mit der Überwindung der Kreditrestriktion bestehen. Im Hinblick auf die einzelnen Instrumente des Risikomanagements kann dies bedeuten, daß der GF immer dann als Garantiestelle auftritt, wenn die Nutzung der Instrumente die Bereitstellung von Sicherheiten erforderlich macht. Bei den außerbörslichen Instrumenten würde dies beinhalten, daß der GF die Garantie der dargestellten Erfüllungsrisiken übernimmt. Im Bereich der börsengehandelten Instrumenten kann sich eine solche Garantieleistung auf die bereitzustellenden Sicherheitszahlungen beziehen.

Darüber hinausgehend wäre zu erwägen, ob zur Überwindung des Mangels an Intermediären der GF selbst diese Vermittlungsfunktion wahrnehmen kann.

Schließlich ist zu diskutieren, ob der GF ausschließlich eine unmittelbare Funktion im Bereich des Risikomanagements ausüben sollte, oder ob er seiner Tradition gemäß die Internationalen Rohstoffabkommen unterstützen sollte. Diese Unterstützung könnte sich auf die z.T. schon wahrgenommenen Aufgaben der Rohstoffabkommen im Bereich des Exportmarketing beziehen, aber auch weitergehende Aktivitäten im engeren Bereich des Risikomanagements betreffen.

Alle diese Ansätze zur Neuformulierung der Aufgaben des GF stellen eine gute Ergänzung zu der z.T. schon wahrgenommenen Funktion des Zweiten Schalters im Bereich des Risikomanagements dar, in dessen Rahmen einige Projekte, insbesondere im Bereich der Entwicklung des Handels mit Lagerscheinen, durchgeführt werden. Der Zweite Schalter könnte darüber hinaus zur Überwindung der sonstigen Zugangshemmnisse beitragen, indem er z.B. Ausbildungsaktivitäten und notwendige internen Reformen fördert.

Ein Engagement im Bereich des Risikomanagements würde das Bestehen des GF als eigenständige internationale Organisation rechtfertigen, denn bisher hat sich keine andere Organisation auf diesen Bereich spezialisiert und eine Systematisierung und Bündelung von Ansätzen marktkonformer Stabilisierung von Preisen und Erlösen wäre positiv zu bewerten. Kernpro-

196 Vgl. Michaelowa/Naini (1995), S. 103 ff.

blem im Hinblick auf die Realisierung eines solchen Aufgabenfeldes für den GF wird die Frage sein, ob solche Aktivitäten durch das Abkommen zur Gründung des GF gedeckt sind. Dabei sollte aber beachtet werden, daß die möglichen Aktivitäten den durch das Integrierte Rohstoffprogramm vorgegebenen Zielen entsprechen würden, eine Lösung für die aus schwankenden Weltmarktpreisen und Export- bzw. Produktionserlösen resultierenden Probleme von Entwicklungsländern und ihren Rohstoffproduzenten zu finden.¹⁹⁷

197 Eine Möglichkeit zur Ansiedlung von Aufgaben im Zusammenhang mit dem Risikomanagement wird auch in jüngsten Veröffentlichungen noch gesehen; vgl. z.B. Wagner (1997), S. 111.

6 Schlußbemerkungen

Im Vordergrund des vorliegenden Beitrags stand die Frage nach der Anwendbarkeit marktkonformer Instrumente des Risikomanagements für rohstoffexportierende Entwicklungsländerproduzenten. Hierzu wurden die grundlegenden Instrumente in ihrer Wirkungsweise zunächst dargestellt und bewertet, wobei sich eine Reihe von Zugangsproblemen für Entwicklungsländer abzeichneten.

Faßt man diese noch einmal systematisch zusammen so zeigte sich eine erste Restriktion in der Nutzung des Risikomanagements in dem mangelnden Bewußtsein über Risikoprofil und Sicherungsmöglichkeiten. Damit eng zusammenhängend ist als zweite Restriktion die mangelnde Kenntnis in der Anwendung und dem Management der Instrumente. Dritte wichtige Restriktion ist der mangelnde Zugang der Produzenten und Exporteure in Entwicklungsländern zu Krediten, der sich häufig nicht zuletzt aus der unzureichenden länderspezifischen Kreditwürdigkeit ergibt. Eine vierte wesentliche Restriktion stellten schließlich die vielfach unzureichenden rechtlichen, vertraglichen und institutionellen Rahmenbedingungen dar. Hierzu zählen Regulierungen im Bereich von Preis-, Handels- und Steuerpolitik ebenso wie Devisenmarkt- und Kapitalverkehrsbeschränkungen. Angesprochen sind aber auch unzureichende Infrastrukturbedingungen. Diese Defizite haben u.a. einen Mangel an Intermediären zur Folge, der die Nutzung des Risikomanagements weiter einschränkt.

An diesen Zugangshemmnissen müssen interne Reformen in Entwicklungsländern ebenso ansetzen wie Maßnahmen der Entwicklungszusammenarbeit. Interne Reformen beziehen sich dabei vor allem auf die rechtlichen, vertraglichen und institutionellen Rahmenbedingungen. Diese Reformen können durch die bilaterale und multilaterale Entwicklungszusammenarbeit in vielfältiger Weise gefördert werden. Die Entwicklungszusammenarbeit kann weiterhin dazu beitragen, Bewußtsein und Know how im Bereich des Risikomanagements zu fördern, wie es die Aktivitäten der UNCTAD bereits zeigen. Weiterhin kann die Entwicklungszusammenarbeit eine wesentliche Rolle bei der Überwindung des unzureichenden Zugangs zu Krediten vor allem dadurch wahrnehmen, daß sie die Bereitstellung erforderlicher Garantien unterstützt.

Alle diese Aktivitäten können langfristig eine ausgeprägtere Wahrnehmung des Risikomanagements ermöglichen, womit ein Beitrag dazu geleistet werden kann, daß marktkonforme Stabilisierung die Bedeutung anderer Instrumente im Zusammenhang mit Rohstoffpreisschwankungen abnehmen läßt.

Literatur

- Becker, Ulrich (1994), Lexikon Terminhandel: Finanz- und Rohstoff-Futures, Wiesbaden: Gabler.
- BMZ (1996), Journalistenhandbuch Entwicklungspolitik, Bonn.
- Budd, Nicholas (1995), Legal and Regulatory Aspects of Financing Commodity Exporters and the Provision of Bank Hedging Line Credit in Developing Countries, UNCTAD/COM/56.
- Claessens, Stijn; Duncan, Ronald C. (1993, Hg.) Managing Commodity Price Risk in Developing Countries, Washington, D.C.: The World Bank.
- Claessens, Stijn; Duncan, Ronald C. (1993), Overview, in: Claessens, Stijn; Duncan, Ronald C. (Hg.) Managing Commodity Price Risk in Developing Countries, Washington, D.C.: The World Bank, S. 3 - 29.
- Common Fund for Commodities (1996) Study of the Functioning and Future Role of the Common Fund for Commodities, CFC/EB/21/2.
- FAO, Committee on Commodity Problems, Intergovernmental Group on Grains (1995), Using Risk Management in Grain Trade: Implications for Developing Countries, CCP:GR 95/4.
- International Coffee Organization (1997), Coffee Price Determination and Volatility.
- Kebschull, D. (1985, Hg.), Handels- und Entwicklungspolitik im Nord-Süd-Dialog - Rückblick und Ausblick nach UNCTAD VI, Hamburg.
- Lacroix, Richard; Varangis, Panos (1996), Die Verwendung von Lagerscheinen in Entwicklungs- und Transformationsländern, Finanzierung und Entwicklung, 33 (3), S. 36 - 39.
- Maizels, Alfred (1994), The Continuing Commodity Crisis of Developing Countries, World Development, 22, S. 1685 - 1695.
- Masuoka, Toshiya (1993) Asset and Liability Management: Modern Financial Techniques, in: Claessens, Stijn; Duncan, Ronald C. (Hg.) Managing Commodity Price Risk in Developing Countries, Washington, D.C.: The World Bank, S. 93 - 125.
- Michaelowa, Katharina; Naini, Ahmad (1995), Der Gemeinsame Fonds und die Speziellen Rohstoffabkommen, Nomos: Baden-Baden.
- Morgan, C. W.; Rayner, A. J.; Ennew, C. T. (1994), Price Instability and Commodity Futures Markets, World Development, 22, S. 1729 - 1736.
- Morgan, Wyn; Sapsford, David (1994), Commodities and Development: Some Issues, World Development, 22, S. 1681 - 1684.
- Occhiolini, Michael (1993), Regulatory Aspects of Commodity-linked Finance: Implications for Developing Countries, in: Claessens, Stijn; Duncan, Ronald C. (Hg.) Managing Commodity Price Risk in Developing Countries, Washington, D.C.: The World Bank, S. 126 - 154.

- Palaskas, Theodosios B.; Crowe, Trevor (1996), The Effect of Financial and Fundamental Factors on the Behaviour of Commodity Futures Prices, UNCTAD Review, S. 27 - 34.
- Posmeck, Andreas (1994), Futures Funds und Managed Futures: Konzeption und Performance, Wiesbaden: Gabler.
- UNCTAD (1998), Examination of the Effectiveness and Usefulness for Commodity-Dependent Countries of new Tools in Commodity Markets: Risk Management and Collateralized Finance, TD/B/COM.1/EM.5/2.
- UNCTAD (1997), Emerging Commodity Exchanges: From Potential to Success, UNCTAD/ITCD/COM/4.
- UNCTAD (1997), Government Policies Affecting the Use of Commodity Price Risk management and Access to Commodity Finance in Developing Countries, UNCTAD/ITCD/COM/7.
- UNCTAD (1996), New Types of Non-trade-related Participation in Commodity Futures Markets, UNCTAD/COM/83.
- UNCTAD (1994a), Counterpart and Sovereign Risk Obstacles to Improved Access to Risk Management markets; Issues Involved, Problems and Possible Solutions, TD/B/CN.1/GE.1/3/Corr.1.
- UNCTAD (1994b), National Institution Building to Facilitate Access to Risk Management Markets for Small Producers and Traders Particularly from Developing Countries and Countries in Transition: Issues Involved and Possible Ways to overcome them. Risk Distribution after Liberalization of Commodity Marketing and Problems of Access to Risk Management Markets for Developing Country Entities - Illustrated by the Example of Coffee in Africa, TD/B/CN.1/GE.1/2.
- UNCTAD (1994c), Report of the Ad Hoc Group of Experts on Risk Management in Commodity Trade, TD/B/CN.1/22; TD/B/CN.1/GE.1/4
- UNCTAD (1994d), A Survey of Commodity Risk Management Instruments, UNCTAD/COM 15/Rev.1.
- Varangis, Panos; Larson, Don (1996) Dealing with Commodity Price Uncertainty, The World Bank, International Economics Department, Commodity Policy and Analysis Unit, Policy Research Working Paper 1667, Washington, D.C.
- Wagner, Evamaria (1997), Risikomanagement rohstoffexportierender Entwicklungsländer, Frankfurt a.M. u.a.: Lang.

Anhang 1: Glossar zu wichtigen Begriffen aus dem Bereich des Terminhandels¹⁹⁸

Arbitrage

Börsengeschäfte, die gleichzeitige Preis-, Kurs- und Zinsunterschiede an verschiedenen Märkten zum Gegenstand der Gewinnerzielung machen. Volkswirtschaftlich gesehen führen Arbitrageprozesse zum Ausgleich bestehender Preis-, Kurs- und Zinsdifferenzen zwischen den Teilmärkten und bewirken damit eine einheitliche Preis- und Zinsfeststellung

Backwardation

Bezeichnung für umgekehrte Marktstruktur, in der kürzere Liefermonate höher notieren als fernere und damit momentane Knappheit ausdrücken.

Basis

Preisliche Differenz zwischen dem gegenwärtigen Kassapreis des Basisgutes und dem Kurs des ersten Liefermonats des korrespondierenden Futures. Die Basis kann positiv oder negativ sein, tendiert aber bei Kontraktfälligkeit des Futures stets gegen Null (Basiskonvergenz).

Basisgut

Einem Future zugrunde liegendes Gut, auch als Basiswert, Basisobjekt oder underlying commodity bezeichnet.

Basiskonvergenz

Annäherung von Futures- und Kassakurs mit Herannahen der Fälligkeit des Liefermonats. Begründung: laufende Abnahme der Haltekosten mit schwindender Restlaufzeit.

Contango

Wird teilweise als Bezeichnung für eine normale Marktstruktur verwendet. Diese beschreibt einen normalen Aufbau der Kurse der Liefermonate eines Futures. Sie liegt bei Rohstoff-Futures vor, wenn die ferneren Liefermonate stufenweise höher notieren als der Fälligkeitsmonat. Ursächlich hierfür sind die Haltekosten.

198 Die Erläuterungen sind im wesentlichen entnommen aus Becker (1994).

Fungibilität

Austauschbarkeit, Ersetzbarkeit, Vertretbarkeit. F. ist Voraussetzung für börsenmäßigen Handel. Homogene Güter sind fungibel, wenn sie von so gleicher Beschaffenheit sind, daß einzelne Stücke oder Mengen ohne weiteres untereinander ausgetauscht werden können.

Hedgegeschäft

Transaktion zur Absicherung gegen Kursänderungsrisiken, bei der ein vorhandenes oder antizipiertes Engagement in Kassaware vorübergehend durch ein Substitutionsgeschäft in Futures oder Optionen ersetzt wird. Es soll dazu führen, daß Verluste und Gewinne, die aus Kursveränderungen der Futures einerseits und Marktpreisveränderungen der Kassaware andererseits entstehen, sich weitgehend kompensieren.

Kettenabschluß

Termingeschäft (Forwardkontrakt), bei dem die gleiche Warenpartie mittels Geschäft und Gegengeschäft durch eine Reihe von Kontrahenten gehandelt wird. Die effektive Abwicklung erfolgt nur zwischen dem letzten Käufer und dem ursprünglichen Verkäufer; die Zwischenparteien rechnen ihre Differenzen untereinander ab.

Kreuzhedge

Preissicherung, bei der ein Substitutionsgut, auf das kein Future gehandelt wird, mittels eines im Kursverlauf positiv korrelierenden Futures abgesichert wird.

Margin

additional margin Nachzahlungsforderung

initial margin Anfangsmarge: Einschuß, der zu leisten ist, ehe ein Engagement in einem bestimmten Future eingegangen werden kann

maintenance margin auch: Erhaltungsmarge: beschreibt einen Prozentsatz der Anfangsmarge (i.d.R. 75%), der stets auf dem Sicherheitskonto vorhanden sein muß: Sinkt der Nettowert des Kontos durch Abbuchungen aufgrund täglicher Neubewertung unter diesen Wert, muß das Konto durch Nachzahlungen unverzüglich auf die Höhe der Anfangsmarge aufgestockt werden.

Option, amerikanische

Option, die jederzeit während der Restlaufzeit ausgeübt werden kann. Optionen amerikanischen Typs werden fast immer an Börsen gehandelt. Bei börsengehandelten Optionen auf Futu-

res handelt es sich überwiegend um amerikanische Optionen, bei Optionen auf Forwards um eine Mischform.

Option, europäische

Option, die ausschließlich am Verfalltag, dem Ende der Optionslaufzeit, ausgeübt werden kann.

Mark-to-market / Neubewertung

Börsentägliche Bewertung aller Kontrakte durch das Clearinghaus durch Vergleich der aktuellen Abrechnungspreise von Futures und Optionen mit ihren Vortagsabrechnungspreisen und die Bewertung der Differenz.

Rolling-over

Aufgrund der begrenzten Laufzeit der Liefermonate ist es bei einem langfristig angelegten Engagement in Futures erforderlich, beim Herannahen der Kontraktfälligkeit das Engagement in einen fernerer Liefermonat zu transferieren. Dieses Verfahren wird auch als Switch bezeichnet.

Anhang 2: Übersicht über Rohstoff-Futures

Commodity	Countries where Futures are traded
Energy	
Crude oil	USA, UK, Singapore
Fuel oil	Singapore
Gas oil	UK
Heating Oil	USA
Propane	USA
Natural gas	USA, UK
Electricity	USA, Australia, Finland
Metals	
Aluminium	UK, Japan, China
Copper	UK, USA, China
Nickel	UK, China
Zinc	UK, China
Tin	UK, China
Lead	UK, China
Gold	USA, Singapore, Japan, South Africa, Brazil, Canada, Belgium
Silver	USA, Japan, Canada, the Netherlands
Platinum	USA, Japan
Palladium	USA, Japan
Antimony	China
Magnesium	China
Agricultural raw materials	
Cotton	USA, Brazil
Cotton yarn	Japan, China
Hessian	India
Rubber	Singapore, Japan, Cina
Lumber	USA
Oriented strand board	USA

Commodity	Countries where Futures are traded
Plywood	China
Paper pulp	Sweden, Finland
Dried cocoom	Japan
Raw silk	Japan
Wool	Australia
Woollen yarn	Japan
Tropical beverages	
Coffee (arabica)	USA, Brazil
Coffee (robusta)	UK, Singapore, Brazil, China
Cocoa	USA, UK, China
Livestock and livestock products	
Live cattle	USA, Brazil, Argentina
Live hogs	USA, the Netherlands, Germany, Hungary
Beef	USA, South Africa
Pork bellies (bacon)	USA
Cheddar cheese	USA
Butter	USA
Dairy milk	USA
Grains	
Wheat	USA, UK, France, Australia, Argentina, Canada, Hungary
Maize	USA, Japan, Hungary, Argentina, Brazil, South Africa, Slovenia
Barley	USA, UK, Canada, Hungary, Slovenia, China
Oats	USA, Canada
Wheat flour	Hungary
Rice	USA

Commodity	Countries where Futures are traded
Beans, oils and oilseeds	
Rapeseed/canola	France, Canada
Flaxseed	Canada
Feed peas	Canada
Azuki beans	Japan
Red beans	Japan
Black seed	Hungary
Castorseed	India
Peanuts	China
Soybeans	USA, Argentina, Brazil, Japan
Soybean oil	USA
Soybean meal	USA
Palm oil	Malaysia, China
Sunflower seed	Argentina
Others	
Sugar	USA, UK, France, Japan, Brazil
Gur	India
Potatoes	USA, UK, France, India, the Netherlands, South Africa
Shrimps	USA
Pepper	India
Turmeric	India
Orange juice	USA
Oranges	Spain
Green beans	China
Nurse stock (plant materials)	USA

Die Angaben sind entnommen aus UNCTAD/COM/15/Rev.2; für weitere Erläuterungen siehe dort