



HSBC Zertifikate-Akademie

Ein Blick in die Zukunft – Terminmärkte und Futures



[HOME](#)

[SUPPORT](#)

[LOG IN](#)





Liebe Leserinnen und Leser der HSBC Zertifikate-Akademie,

in diesem Artikel werden wir einen Blick auf Futures-Kontrakte werfen. Hierzu werden wir zunächst die Geschichte der Terminmärkte betrachten und warum diese überhaupt eingeführt wurden. Anschließend blicken wir auf die Konstruktion der Futures und darauf, welche Eigenschaften diese besitzen sowie welche Einflüsse auf den Preis eines Futures wirken.

Terminmärkte – ein Blick über den großen Teich

Ihren Ursprung haben die Terminmärkte in den USA. Dort wurden bereits Mitte des 19. Jahrhunderts Futures-Kontrakte an der Börse gehandelt, denn schon 1848 öffnete die CBOT (Chicago Board of Trade) ihre Tore, die als die älteste Terminbörse der Welt gilt.

Die grundlegende Intention war der Handel mit landwirtschaftlichen Produkten, speziell mit Getreide. Die Händler kauften dieses Getreide im Herbst nach der Erntesaison und wollten ihr Gut in Chicago verkaufen, da dies ein essenzieller Ort für den Getreidehandel war. Der Verkauf war jedoch aufgrund der Temperaturen oft erst im Frühjahr möglich, was eine große Unsicherheit aufseiten der Händler zur Folge hatte. Denn diese hatten keine Gewissheit darüber, welche Konditionen im Frühjahr herrschen würden und zu welchen sie das Getreide verkaufen könnten. Dies bildete die Grundlage zur Einführung von Terminkontrakten. Man vereinbarte bereits im Herbst, zu welchen Konditionen im Frühjahr gehandelt wird. Im Herbst selbst fand weder eine Zahlung noch ein direkter Handel statt. Das Kassageschäft wurde also auf einen zukünftigen Zeitpunkt verschoben. Dieser Grundidee folgen auch die heutigen Futures-Kontrakte.

Futures und Forwards

Die oben beschriebenen Geschäfte konnten als Geschäfte von Handelspartner zu Handelspartner gesehen werden. Heute wird unterschieden zwischen eben diesen und Geschäften, welche über die Börse abgehandelt werden. Erstere sind sogenannte Forward-Kontrakte, welche OTC also „over the counter“ vereinbart werden. Futures sind börsengehandelte Terminkontrakte, um die es im heutigen Artikel gehen soll. Diese sind standardisiert und werden in der heutigen Zeit an verschiedensten Terminbörsen auf der ganzen Welt und auf verschiedenste Güter gehandelt, denn Futures-Kontrakte werden nicht nur auf Rohstoffe, wie vorrangig Energie-Futures und Futures auf

Edelmetalle, angeboten, sondern es existieren auch sogenannte Index-Futures auf Indizes wie beispielsweise den DAX® oder Futures auf Einzelwerte oder Währungen.

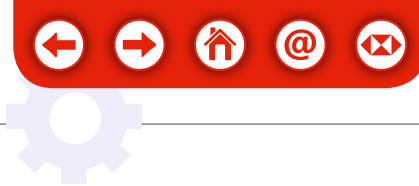
Die größte Terminbörse im europäischen Raum ist die Eurex. Sie ist zentraler Handelsplatz für europäische Termingeschäfte. Im amerikanischen Raum sind es vor allem die Börsen von CBOT und CME (Chicago Mercantile Exchange), welche seit 2007 beide der CME Group angehören. 2008 folgte die Übernahme der NYMEX (New York Mercantile Exchange), der weltgrößten Warenterminbörse (hier werden unter anderem Agrarstoffe, Diesel, Benzin oder auch Kaffee und Kakao gehandelt). An der CME werden vorwiegend Futures auf Rohstoffe wie Kupfer, Wolle, Zinn etc. gehandelt.

Merkmale eines Futures

Wir wollen uns nun näher ansehen, wie ein Futures-Kontrakt aufgebaut ist. Grundlage bilden die Merkmale, welche den ursprünglichen Händlern von Getreide wichtig waren. Es wird genau festgelegt, welche Menge gehandelt wird, wann der Handel stattfindet und wie die Einlösung aussieht. Ein Futures-Kontrakt besitzt u.a. folgende wichtige Kontraktsspezifikationen:

- Basiswert (Qualität genau definiert)
- Fälligkeits- bzw. Lieferungsdatum
- Bezugsverhältnis
- Settlement (Art der Lieferung)

Die Ausstattungen eines solchen Futures sind damit vergleichbar mit denen von Optionen. Es gibt jedoch einen wichtigen Unterschied, nämlich dass keine Wahl-Möglichkeit zur Ausübung existiert. Der Kontrakt ist bindend sowohl für Käufer (Long-Position) als auch Verkäufer (Short-Position); man spricht hier von einem unbedingten Termingeschäft. Die Art der Lieferung (Settlement) kann sowohl physisch, also durch tatsächliche Lieferung des Basiswerts, aber auch durch eine Zahlung durchgeführt werden. Futures auf Aktien-Indizes beispielsweise besitzen in der Regel keine physische Lieferung, vielmehr wird das Geschäft über eine Zahlung abgewickelt. Durch die Bringschuld des Lieferanten bzw. die Pflicht zur Zahlung durch den Käufer können zur Fälligkeit große Verluste auf beiden Seiten entstehen. Steigt der Basiswert beispielsweise bis zur Fälligkeit stark an, so ist dies negativ für den Verkäufer, da der vereinbarte Kaufpreis unter dem Marktwert des Produkts liegt. Fällt der Basiswert bis zum Fälligkeitsdatum, so wirkt dies spiegelbildlich negativ auf den Käufer. Um sich anhäufende Verluste zu vermeiden, werden Futures-Kontrakte börsentäglich abgerechnet. Es wird also täglich die Differenz zum Vortagskurs abgerechnet und dem Käufer bzw. Verkäufer in Rechnung gestellt oder gutgeschrieben. Dies dient dazu, das Ausfallrisiko einer Partei zu verringern. Aufgrund dieses Vorgehens



werden Futures auch als symmetrische Geschäfte bezeichnet.

Der Futures-Preis

Der arbitragefreie Futures-Preis setzt sich aus zwei Komponenten zusammen:

$$\text{Futures-Preis} = \text{Aktueller Spot-Preis} + \text{Basis}$$

Der Futures-Preis ist damit direkt abhängig vom aktuellen Spot-Preis des Basiswerts. Als Spot-Geschäft bezeichnet man einen Handel, welcher unmittelbar abgewickelt wird. Durch die zweite Komponente, die Basis, kann der Futures-Preis vom Spot-Preis abweichen. Auf die genaue Zusammensetzung der Futures-Basis wollen wir nun genauer eingehen. Die Arbitrage ist eine Aussage über risikolose Gewinnmöglichkeiten durch fehlerhafte Preisung an den Kapitalmärkten. Würde der Futures-Kontrakt beispielsweise zu billig bepreist sein, so könnte man den Futures einfach heute kaufen und sich damit den Kaufpreis in der Zukunft sichern. Im Gegenzug könnte man sich den Basiswert heute leihen (und zwar bis zur Fälligkeit des Futures) und direkt verkaufen. Zur Fälligkeit erwirbt man den Basiswert durch den Futures zu einem festgelegten Preis und kann die Leihe damit zurückgeben.

Die Basis eines Futures (arbitragefreier Ansatz)

Die Basis umfasst alle Kosten und auch Erträge, die für den Verkäufer des Basiswerts während der Haltedauer entstehen. Durch Miteinberechnung dieser Kosten (bzw. Erträge) entsteht der theoretisch faire Terminpreis für den jeweiligen Futures. Die Komponenten der Basis wirken sich einerseits preissteigernd (Haltekosten) sowie preismindernd (Halteerträge) auf den Futures-Preis aus. Wird

der Basiswert physisch gelagert, wie es beispielsweise bei Rohstoffen in der Regel der Fall ist, so fallen für diese Lagerung Kosten an, welche vom Verkäufer an den Käufer weitergegeben werden, oder es entstehen Finanzierungskosten für den Verkäufer des Futures (cost of carry). Die Halteerträge wirken positiv für den Verkäufer des Basiswerts. Schüttet eine Aktie beispielsweise eine Dividende während der Laufzeit eines Futures auf diese Aktie aus, so ist dies ein positiver Effekt für den Verkäufer und dies wirkt sich preismindernd auf den Futures-Preis aus. Zinsen, welche während der Laufzeit anfallen, können in beide Richtungen wirken, je nachdem ob die Zinsen positiv oder negativ sind. In der Vergangenheit wirkten sich teilweise negative Zinsen preismindernd aus, durch die eingeleitete Zinswende – und damit positive Zinssätze – entstehen nun echte Finanzierungskosten, welche preissteigernd wirken. Insgesamt lässt sich die Basis wie folgt beschreiben:

$$\text{Basis} = \text{Haltekosten} - \text{Halteerträge}$$

Man spricht von einer positiven Basis, wenn die Haltekosten die Halteerträge übersteigen. Dies führt dazu, dass der Futures über dem Spot-Preis notiert. Ist die Basis negativ, überwiegen also die Halteerträge gegenüber den Haltekosten, so notiert der Futures unterhalb des Spot-Preises.

Positive und negative Basis und die Folgen (Contango und Backwardation)

Eine positive Basis führt zudem dazu, dass Futures mit längerer Laufzeit auf denselben Basiswert einen höheren Preis besitzen als Futures mit einer kürzeren Laufzeit (siehe Abbildung 1). Futures, welche quasi keine Restlaufzeit mehr besitzen, nähern sich dem Spot-Preis an, da die Basis gegen 0 geht (mit kürzerer Laufzeit sinken Haltekosten und Halteerträge). Im Rohstoff-Bereich spricht man im Falle einer steigenden Forward-Curve von einer sogenannten Contango-Situation. Ist umgekehrt die Basis negativ und damit die Futures-Curve fallend (siehe Abb. 2), so entsteht eine Backwardation-Situation. Futures-Preise für länger laufende Kontrakte notieren unter den kürzer laufenden Futures-Preisen. Dies kann vorrangig bei Futures auf Rohstoffe der Fall sein. Denn hier existieren unter Umständen Vorteile für den Halter des Rohstoffs (beispielsweise zu Konsumzwecken). Ein Markt kann während der Laufzeit von Contango in Backwardation wechseln und umgekehrt, da die Basis während der Laufzeit positiv bzw. negativ werden kann. Der WTI Crude Futures notierte beispielsweise im Frühjahr 2020 deutlich im Contango – mittlerweile allerdings wieder in Backwardation.

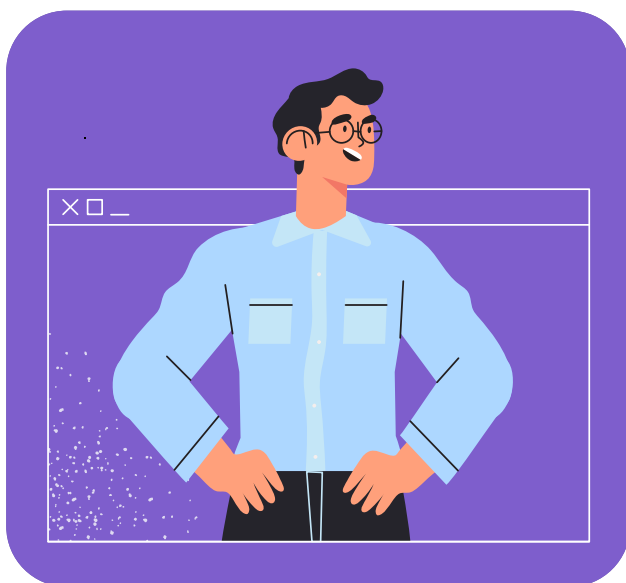


Abb. 1: Contango-Curve eines fiktiven Futures

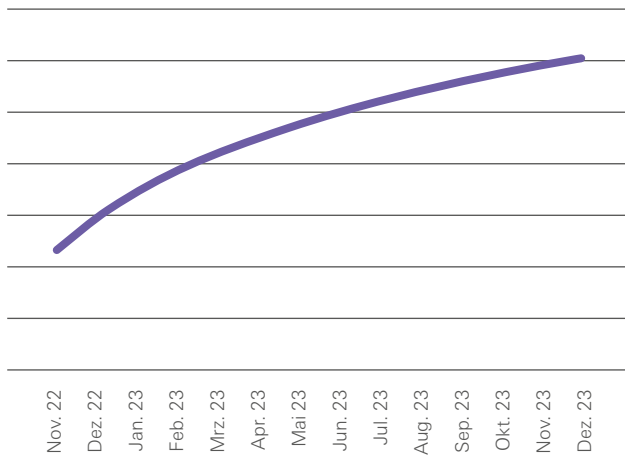
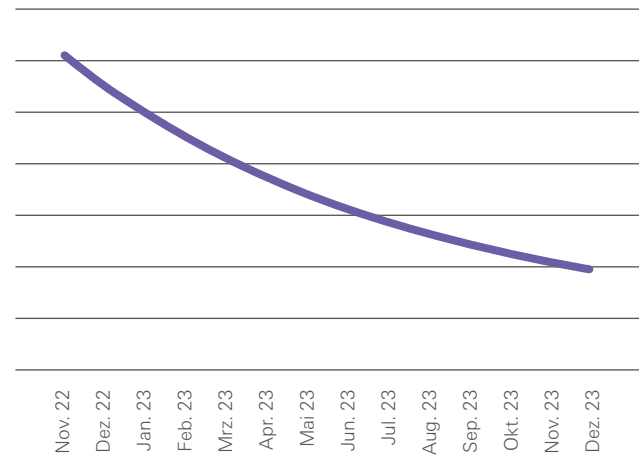
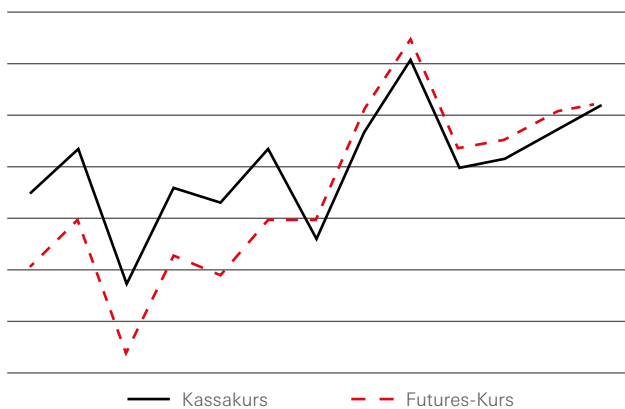


Abb. 2: Backwardation-Curve eines fiktiven Futures



Der Effekt, dass die Basis während der Laufzeit eines Futures vom positiven in den negativen Bereich (oder umgekehrt) wechselt, kann jedoch auch außerhalb des Rohstoff-Bereichs der Fall sein. Um den Wechsel zwischen positiver und negativer Basis zu verdeutlichen, betrachten wir das folgende Beispiel.

Abb. 3: Schematischer Verlauf eines fiktiven Futures auf einen fiktiven Basiswert



In Abbildung 3 sieht man schematisch den Verlauf eines Futures-Kurses im Vergleich zum Kassakurs eines Basiswerts. Am Anfang der Laufzeit liegt der Futures-Kurs deutlich unter dem Kassakurs. Dies ändert sich jedoch während der Laufzeit. Ein mögliches Szenario könnte ein Futures auf eine Aktie sein, welche eine Dividende während der Laufzeit ausschüttet. Hier überwiegen anfangs die Halteerträge durch die Ausschüttung der Dividende. Nach der Ausschüttung überwiegen jedoch die Haltekosten in Form von Zinszahlungen, welche eine nun positive Basis und damit einen höheren Futures-Preis zur Folge haben. Gegen Laufzeitende nähert sich der Futures dem Spot-Preis an.

Fazit

Termingeschäfte haben eine weit zurückreichende Geschichte. Heute haben Terminkontrakte eine zentrale Bedeutung in der Finanzwelt. Durch Futures-Geschäfte können Firmen Absicherungsgeschäfte gegen Preisrisiken tätigen. Um diese auszuführen, ist ein Verständnis für die Funktionsweise von Futures nötig. Obwohl auf den ersten Blick ähnlich aufgebaut wie Optionen, sind Futures durch die Pflicht zur Erfüllung des Kontrakts von Optionen zu differenzieren. Auch findet durch den Wegfall der Risikoprämie keine direkte Zahlung zum Vereinbarungszeitpunkt statt. Futures findet man in vielen verschiedenen Gebieten. Besonders für Rohstoffe sind sie jedoch essenziell, da Absicherungsgeschäfte durch physische Lagerung für die meisten Institute kaum möglich wären. Durch die Schwankung zwischen Contango (Futures notiert oberhalb des Spot-Preises) und Backwardation (Futures notiert unterhalb des Spot-Preises) sollten Anleger stets darauf achten, ob beispielsweise ein Derivat auf den Futures-Kontrakt oder den Basiswert selbst (Spot-Preis) aufgesetzt wurde. Derivate werden in der Regel sowohl auf den Basiswert selbst als auch auf Futures angeboten (beispielsweise auf den DAX® oder Gold). Damit ist es für Anleger wichtig zu unterscheiden, ob sich das Derivat auf den Spot-Preis oder den Futures-Preis bezieht.

