

# KAPITEL 3

## Das Börsenalphabet

Wie beim Lesen- oder Schreibenlernen, beginnt das Erlernen jeder Kulturtechnik mit dem Alphabet der jeweiligen Sprache. Die Börse als ein eigenes System mit für Uneingeweihte unverständlichen Regeln kann, wenn man sie sich wirklich erschließen will, auch nur über die Ochsentour des Börsenalphabet-Lernens verstanden werden. Als ich anfang, an der Börse zu arbeiten, war mir nicht bewusst, dass ich trotz Banklehre, abgeschlossenem BWL-Studium und diversen Händlerprüfungen noch einmal bei null anfangen musste. Mein Chef machte mir sehr schnell und unmissverständlich klar, dass ich in Sachen Eigenhandel an der Börse ein Analphabet war.

Damals wusste ich noch nicht, warum Abkürzungen dieses Weges nicht gestattet sind. Jeder Versuch, dieses Lernen abkürzen oder umgehen zu wollen, würde zum Scheitern an der Börse führen. Die Frage war nicht ob, sondern nur wann.

Der Unterschied zwischen Glücksrittern, Zockern und verantwortungsbewussten Börsenhändlern war und ist der, dass Letztere die Mühen des Lernens und der Ausbildung von Grund auf nicht gescheut haben. Der erste Kontakt mit der Börse wird oft angeregt durch Empfehlungen von Freunden, Bekannten oder Arbeitskollegen, die meist am Ende einer Phase ausgeprägter Kurssteigerungen von sagenhaften Gewinnen schwärmen. So sind nicht gerade wenige Menschen, deren bis dahin bevorzugte Anlageform das gute alte deutsche Sparbuch war, bei der Telekom zu Höchstkursen eingestiegen. Diese Spekulanten sind ohne jegliches Wissen darüber, wie die Börse funktioniert und welche Gefahren für sie hieraus erwachsen können, durch die blinde Verlockung des schnellen Geldes zu Aktionären geworden. Die fatale Fehleinschätzung, dass es möglich ist, ohne eine ausreichende Ausbildung an den Börsen über einen längeren Zeitraum überleben zu können, haben nicht wenige mit dem Verlust ihrer Lebensersparnisse bezahlen müssen.

Börsenquereinsteiger, die in ihrem ursprünglich erlernten Beruf sehr erfolgreich waren, scheitern oft an der Börse. Dies liegt nicht daran,

dass sie unfähig sind. Sie haben nicht erkannt, dass sie für das profitable Ausüben des Börsenberufes wieder von ganz vorne beginnen müssen. Die Arbeitsregeln und -methoden, beispielsweise eines erfolgreichen Bäckers, Rechtsanwalts oder Arztes, lassen sich nicht auf die Börse übertragen. Auch wenn sie keine zwanzig mehr sind, müssen sie die Demut mitbringen, wieder als Lehrlinge anzufangen. Der vorausgegangene Erfolg in einem börsenfremden Beruf, das Lesen einiger Bücher gekoppelt mit dem Besuch eines Tagesseminars genügen nicht, um sich an der Börse langfristig gegen den Berufshandel erfolgreich durchsetzen zu können. Das Beherrschen des Alphabets ist ja nur ein Hilfswerkzeug, um, wenn man dann lesen und schreiben kann, komplexere Sachverhalte zu durchdringen. Dem ABC unserer Schrift entsprechen an der Börse die Regeln der Kursentstehung. Warum kommt es überhaupt zu Kursveränderungen? Wie findet der Ausgleich von Angebot und Nachfrage statt? Was genau ist Liquidität? Wie hängen Kassa- und Terminmärkte zusammen?

Die mangelnde Kenntnis über Grundzusammenhänge an der Börse verzerrt die Wahrnehmung dessen, was dort wirklich passiert. Eine solche subjektive Beurteilung der Lage hat mit der Realität oft nur noch wenig zu tun. Die tatsächliche Wirklichkeit der Börse kann ohne Grundlagen nur eingeschränkt oder überhaupt nicht wahrgenommen werden. Lesen und Schreiben wird nicht um ihrer selbst willen gelehrt, sondern weil es den Lernenden später zu anderen Tätigkeiten befähigt.

Sofern Sie nicht aus dem professionellen Lager kommen, sollte dieses Kapitel nicht übersprungen werden. Lehnen Sie die Vorstellung, das Kursrechnen zu lernen, nicht einfach ab, auch wenn Sie nicht als Skontroführer<sup>1</sup> an der Börse arbeiten wollen. Sie werden anschließend Ihre vergangenen und zukünftigen Trades mit einem differenzierteren Blick betrachten können. Ziel dieses Kapitels ist es nicht, Sie zum Kursmakler auszubilden, sondern Ihnen das Börsenalphabet beizubringen. Lediglich jene Bereiche der Börsenhändlerausbildung werden fokussiert, die relevant für den erfolgreichen Börsenhandel sind. Das Kursrechnen ist auch nicht um seiner selbst willen wichtig, sondern weil es wie das Alphabet der Generalschlüssel für das Verständnis hierauf aufbauender Zusammenhänge ist.

---

<sup>1</sup> Ein Skontro ist das Handelsbuch des Kursmaklers, in dem alle Orders notiert sind und letztlich Angebot und Nachfrage zusammengebracht werden.

### 3.1 Gründe für Kursveränderungen

Allianz, der größte Wert in unserem Skontro, brach mit einem Mal weg. Vor unserer Schranke hatte sich eine Traube von ca. 50 Händlern gebildet, die miteinander darum wetteiferten, den Versicherungswert zu verkaufen. War ich froh, dass mein Chef da war und die Kurse rechnete. Ich wäre zu diesem Zeitpunkt damit völlig überfordert gewesen. Die plötzliche Kursbewegung hätte mich überrannt. Indessen versuchte ich, an unserem Reuters-Nachrichtenticker herauszufinden, was die Verkaufswelle ausgelöst hatte. Nach kurzer Recherche war klar, die Allianz hatte ihre Bilanzpressekonferenz vorgezogen und die Gewinnzahlen veröffentlicht. Allianz hatte das beste Ergebnis in ihrer über 100-jährigen Unternehmensgeschichte gemacht. Der Chef verkaufte Allianz und hatte bereits eine beachtliche Short-Position aufgebaut. Ich dachte damals wirklich, er würde einen Riesenfehler machen. Wie konnte er nur auf das Rekordergebnis mit so umfangreichen Verkäufen reagieren? Ich versuchte einzugreifen und ihn davon zu überzeugen, seinen Allianz-Short zu schließen und Long zu gehen. Auf mein Bemühen reagierte er unwirsch. Ich war sehr irritiert davon, dass er diese kursrelevante Mitteilung völlig ignorierte.

Die Allianz bewegte sich an diesem Tag mit hohen Umsätzen nur Richtung Süden. Die Käufer wurden regelrecht unter der Lawine von Allianzaktien begraben. Die Aktie schloss mit über 10 % im Minus. Welchen Denkfehler hatte ich nur gemacht? Was hatte mein Chef gesehen, was ich nicht sah? Hätte er auf mich gehört und die Allianzposition gedreht, würden wir jetzt auf einem riesigen Loss sitzen.

Als wir am Nachmittag die Geschäfte vom Morgen in das Börsengeschäfts-Abwicklungssystem (BÖGA) eingaben, sah ich, dass der Chef gigantisch verdient hatte. Dementsprechend war er sehr guter Stimmung und die Anstrengung des Vormittags schien an diesem inzwischen 63-Jährigen spurlos vorübergegangen zu sein. Nachdem gegen 16.00 Uhr alle Geschäfte verarbeitet waren, bat er mich in sein Büro und erteilte mir folgende Lektion:

Zunächst sollte ich ihm allgemein Ursachen nennen, warum eine Aktie im Kurs **steigen** kann. Ich begann, wahllos Gründe, die mir einfielen, aufzuzählen. Mit dem Hinweis, dass es an der Börse immer vorteilhaft ist, in aggregierten Größen zu denken, forderte er mich auf, die genannten Gründe zu ordnen und unter Oberbegriffen zusammenzufassen.

**Wirtschaftliche Gründe:** Dividenden, Bilanzzahlen, Gewinnwarnungen, Fusionen, gute oder schlechte Presse, Markennamen, ...

**Technische Gründe:** Dampfmaschine, Telefon, Automobil, Flug zum Mond, Mobilfunk, Computer, Pharmazie, Nanotechnologie, ...

**Politische Gründe:** Kriege, Wahlergebnisse, politische Beschlüsse (z. B. Subventionen), Import- und Exportverbote, Zölle, Steuern, ...

**Soziale Gründe:** Bevölkerungspyramide, Volksaktien wie Viag oder VW, Einkommensverteilung, soziale Spannungen wie Rassenunruhen und Apartheid, Streiks, ...

**Kulturelle Gründe:** Sparquote und Aktienanteil der Bevölkerung, individualistisch marktwirtschaftliche Kultur von Ländern wie den USA oder der BRD im Kontrast zu eher kollektivistischen Kulturen von Ländern wie China, Japan, Norwegen oder Schweden, ...

**Naturkatastrophen:** Erdbeben, Überschwemmungen, Vulkanausbrüche, extreme Hitze- oder Kälteperioden, ...

Dann forderte er mich auf, ihm in gleicher Form Gründe zu nennen, warum eine Aktie im Kurs **senken** kann. Ich war damals nicht wenig überrascht von meiner eigenen Antwort auf diese Frage. Die Ursachen ließen sich doch tatsächlich auswechseln. Heute weiß ich, dass die Gründe für Kurssteigerungen sich kaum von denen für fallende Kurse unterscheiden.

**Es scheint so zu sein, dass kein Grund ausschließlich für Kursgewinne bzw. Kursverluste reserviert ist.** Sehr schnell drängte mir der Chef dann die Frage auf, ob Kursentwicklungen nicht tatsächlich völlig losgelöst von der Nachrichtenlage sind. Ich hatte ja selbst beobachten können, dass diejenigen, die an vorderster Front handelten und die Kurse machten, offensichtlich keinen besonderen Wert darauf legten, welche Nachrichten gerade en vogue waren.

Da ich einem einzelnen Ereignis nicht direkt eine vorhersagbare Kursentwicklung zuordnen kann, hat also die Nachricht an sich erst einmal keinen Wert für mich. Bedeutete dies nun, dass ich, um erfolgreich an der Börse arbeiten zu können, getrost auf das Studium von Zeitungen verzichten konnte? Brauchte ich denn all die Realtime-News nicht mehr? Wofür hatten wir überhaupt die teuren Nachrichtenticker? Augenblicklich beschäftigte mich aber in erster Linie die Frage, warum er auf die Veröffentlichung des Rekordergebnisses mit umfangreichen Verkäufen reagiert hatte.

Die hinter seinem Verhalten steckende Logik machte er mir mit folgender Geschichte zugänglich.

Eine Familie hat Zwillinge, Michael und Friederike. Beide gehen in dieselbe Klasse. Der Sohn ist in der Schule ein richtiger Überflieger und geht gerne dorthin. Die Eltern müssen ihn nicht zum Lernen und Erledigen der Schulaufgaben drängen. Michael ist der ganze Stolz der Eltern. Deshalb gewähren sie ihm alle erdenklichen Freiheiten und belohnen ihn oft mit Geschenken.

Die Tochter hingegen quält sich zur Schule. Ihre Versetzung ist oft gefährdet. Sie wird an kurzer Leine gehalten, was Taschengeld und kleine Freiheiten betrifft. Die Eltern wollen sie damit zum Lernen anhalten und dadurch gleichzeitig auch die Leistungen ihres Sohnes hervorheben und anerkennen.

Eines Tages passiert Folgendes: Die Kinder haben, da sie in derselben Klasse sind, exakt die gleiche Mathematikarbeit geschrieben. Der Sohn hat diesmal nicht als Klassenbester abgeschnitten und legt seinen Eltern die Note 2 zur Unterschrift vor. Die Tochter ist hingegen nicht, wie sonst üblich, bei den Klassenletzten, sondern hat auch die Note 2 geschrieben. Sie legt diese ebenfalls den Eltern zum Unterschreiben vor.

Die objektiv identische Leistung wird unterschiedlich bewertet. Der Sohn ist in dieser Wahrnehmung der Verlierer und die Tochter die Gewinnerin. Friederikes Taschengeld wird erhöht, das des Sohnes gekürzt. Die Tochter erhält Applaus und Anerkennung, Michael hingegen wird gerügt und bestraft.

Objektiv betrachtet führt also ein und dieselbe Note zu entgegengesetzten Handlungen. Wieso?

Die Eltern verhalten sich keineswegs irrational. Da sie sich von ihren Erwartungen leiten lassen, handelt es sich um eine unbewusste Rationalität. Beim Sohn haben sie nur die beste Note erwartet, und da kommt die Note 2 einem Absturz gleich. Bei der Tochter haben sie im besten Fall mit einer ausreichenden Note gerechnet. Die Note 2 der Tochter überrascht die Eltern äußerst positiv.

**Erwartungen, die nicht erfüllt werden, führen zu Bestrafungen. Aktiengesellschaften, die die Markterwartungen nicht erfüllen, werden an der Börse mit aggressiven Verkäufen bestraft. Starker Verkaufsdruck führt dann zu Kursverlusten.**

**Erwartungen, die übertroffen werden, führen zu einer erhöhten Nachfrage von Aktien der Gesellschaft, die positiv überrascht hat.**

Ich hatte verstanden! Jetzt war mir sein Verhalten plausibel. Im Grunde weicht die Börsenlogik gar nicht so sehr von der Alltagslogik ab. Die enttäuschten Erwartungen der Anleger waren die Ursache für die massive

Abstrafung der Allianz. Das veröffentlichte beste Ergebnis in ihrer Unternehmensgeschichte erfüllte die Erwartungen der Investoren nicht. Diese hatten auf einen noch höheren Gewinn spekuliert. Seit diesem Tag weiß ich, dass die Erwartung, die in eine Nachricht gesetzt wird, wichtiger als die Nachricht selbst ist.

Nun verwunderte mich auch nicht mehr, dass Unternehmen, die bisher nur defizitär gearbeitet hatten, nach der Veröffentlichung eines weiteren, aber eben unter den Erwartungen liegenden Verlustes im Kurs explodieren können. Hier waren die Erwartungen düster. Die eigentlich schlecht arbeitende Firma hatte (wie Friederike) positiv überrascht. In solchen Fällen liegen die Verluste immer unter den prognostizierten Erwartungen.

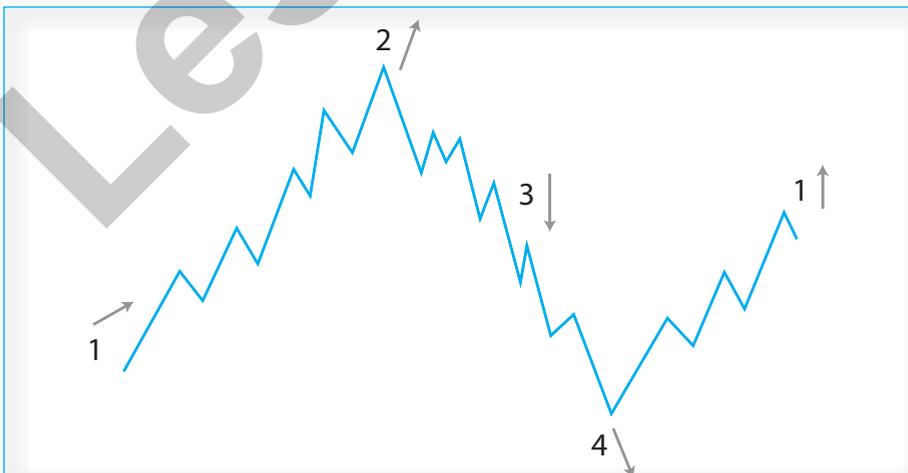
Der mit dieser Logik vertraute Händler kauft sich massiv in diese Aktie ein. Dahinter steht die Überlegung, dass diese Firma auf der Erfolgsspur ist. Die Verringerung des Verlustes wäre nicht möglich gewesen, wenn das Management nicht mit den richtigen Produkten und der richtigen Strategie arbeiten würde.

**Um eine zukünftige Kursprognose machen zu können, muss neben der Nachricht selbst die Erwartung hierüber antizipiert werden.**

Ein Beispiel aus dem Handelsblatt vom 6. März 2009:

»Erleichterung nach US-Daten – Dax zieht an«

»Der DAX dreht unmittelbar nach Veröffentlichung der US-Arbeitsmarktdaten ins Plus. Die Zahl der Arbeitslosen stieg zwar auf den höchsten Stand seit 25 Jahren. Doch offenbar hatten die Investoren mit noch schlechteren Zahlen gerechnet.«



Folgende Konstellationen sind möglich:

1. Gute Nachrichten werden von der Börsengemeinde als solche interpretiert. Die Kurse ziehen deutlich an.
2. Gute Nachrichten werden schlecht eingestuft. Es kommt zu Verkäufen, weil die allgemeine Erwartung höher lag.
3. Schlechte Nachrichten werden als schlecht wahrgenommen und interpretiert. Dies führt zu Kursverlusten.
4. Schlechte Nachrichten werden äußerst positiv interpretiert. Resultat sind erhebliche Kursgewinne.

Aus der Alltagslogik heraus sind die Punkte 1 und 3 ohne Weiteres plausibel. Unsere gesamte Erziehung, Sozialisierung und der gesellschaftlich moralische Wertekanon bauen auf diesen Prinzipien auf. Die dahinter stehende Idee der Leistungsgerechtigkeit ist der Kern einer kapitalistischen Marktordnung.

Die Punkte 2 und 4 irritieren Börsenneulinge regelmäßig. Diese Funktionsweise muss verinnerlicht, akzeptiert und in den eigenen Handel implementiert werden.

Um erfolgreich an der Börse handeln zu können, genügt es nicht zu beurteilen, ob ein Ereignis positiv oder negativ ist. Vielmehr muss diese Nachricht in Relation zu der Konsenserwartung gesetzt werden. Erst dann lässt sich damit erfolgreich handeln.

Die Masse der Anleger lechzt danach, sich Kursbewegungen mit passenden Nachrichten erklären zu wollen. Dieses unerfüllbare Verlangen wird von den Medien bedient. Gehen wir auf das Beispiel mit der Allianz zurück.

An besagtem Tag hätte ein Anfänger gekauft und mit Beginn des scharfen Kurseinbruchs versucht herauszufinden, welche Nachricht dazu geführt hatte. Während solcher Suchaktionen fällt der Kurs gewöhnlich immer weiter. Bis er in Erfahrung gebracht hätte, dass die Veröffentlichung des Rekordgewinns bei Allianz die Ursache dafür war, wäre der Kurs weiter eingebrochen. Spätestens zu diesem Zeitpunkt würde ein erfahrener und verantwortungsvoller Händler die Position geschlossen und damit seinen Verlust begrenzt haben.

Der Anfänger hingegen tendiert gerade dann nicht dazu, seine Position zu schließen, sondern diese auszubauen. Er glaubt, die Börse müsse sich irren, da die Meldung des Rekordgewinnes nur Kurssteigerungen nach sich ziehen dürfe. Er verhält sich wie ein Geisterfahrer, der sich über

die vielen ihm entgegenkommenden Autos wundert. Beiden, dem Börsenanfänger und dem Geisterfahrer gelingt nicht rechtzeitig der Transfer, dass sie selbst auf der falschen Spur sind.

Mich interessierte die Frage, wie ich denn erkennen könne, in welcher der vier Phasen der Markt sich gerade befindet. Dass nicht die Nachricht, sondern die Erwartung darüber kursrelevant ist, war zwar schön und gut. Aber ließ sich das überhaupt in den gewöhnlichen Alltagshandel integrieren? Der Chef war ungehalten. Er meinte, ich hätte noch sehr viel zu lernen. Und ich solle dabei nicht den zweiten vor dem ersten Schritt tun. Auch solle ich die Arroganz ablegen zu glauben, dass der Markt unrecht habe. Der Markt sei viel intelligenter als ich. Und ich solle gefälligst, wenn ich etwas nicht verstehe, nicht versuchen, diejenigen, die es richtig machen, davon abzuhalten.

Auf die Idee, dass ich ihn mit meiner Tendenz, alles Börsenwissen mit einem Teelöffel einnehmen zu wollen, überstrapazieren könnte, bin ich damals nicht gekommen. Aber auch dies war für mich ein gesunder Schubs, da ich ihm jetzt die Zeit gab, mir die Sachen in der Reihenfolge beizubringen, die er als richtig ansah. Dass ich einen guten Mentor hatte, zeigte sich täglich in den phänomenalen Gewinnen, die er realisierte. Diese Tatsache erleichterte es mir ungemein, sein Ausbildungskonzept nicht in Frage zu stellen.

### 3.2 Grundbegriffe an den Börsen

Am darauffolgenden Morgen wurde mir vorgeführt, wie schnell man sein Standbein an der Börse wechseln können muss.

Nach der Lektion des Vortages erwartete ich für Allianz weiter fallende Kurse. Zu meiner Verwunderung fand ich in unserer Aufgabenliste – hier werden die über Nacht gehaltenen Gesamtpositionen des Kursmachers aufgeführt – keine Short-Position in Allianz. Wieso hatte mein Chef die Aktien gestern eingedeckt<sup>1</sup>? Er hatte mir doch erklärt, dass wegen der verfehlten Erwartungen mit Kursverlusten zu rechnen sei.

Bei Börsenbeginn eröffnete die ALV<sup>2</sup> 2 % unter dem Vortagesschlusskurs. Diese 2 % Gewinn waren ihm durch das vorzeitige Schließen seiner Short-Position auf ca. 50 000 Aktien entgangen. Während ich noch im

<sup>1</sup> Eindecken bedeutet, eine Short-Position durch einen Kauf zu schließen.

<sup>2</sup> ALV ist das Wertpapierkürzel für die Allianz-Aktie.

Kopf überschlug, wie viel Geld das war, hörte ich, wie der alte Herr aggressiv zu kaufen begonnen hatte. Was sollte das jetzt? Die Aktie war begründet schwach, hatte folgerichtig schwach eröffnet – und er kaufte. Er muss mir meine Verwunderung angesehen haben. Lächelnd flüsterte er mir zu: »Die Allianz ist völlig verfixt!«

Was bedeutete »verfixt«? Fragen konnte ich erst nach Börsenschluss. Bis dahin hatte die Allianz tatsächlich einen Großteil der Vortagesverluste aufgeholt. Alle Händler, die gestern nicht genug Allianz verkaufen konnten, waren heute nur als Käufer unterwegs. Und wieder hatte mein Chef prächtig verdient.

Ich fragte ihn, ob er mir den heutigen Kursanstieg in der Allianz erklären wolle. Er erwiderte, dass er dies doch schon am Morgen getan hätte. Ich musste zugeben, die Erklärung nicht verstanden zu haben, weil ich den Begriff »verfixt« nicht kannte. »Haben Sie das in der Banklehre oder in der Börsenhändlerausbildung denn nicht gelernt?« Um sicher zu gehen, erklärte er mir daraufhin alle an der Börse gebräuchlichen Termini und verknüpfte dies mit einem Schnelldurchgang im Kursrechnen. Ich hatte auf diesem Gebiet noch Schwächen.

Auf einem Flipchart notierten wir links alle Begriffe, die mit Kaufen und auf der rechten Seite alle, die mit Verkaufen zusammenhängen.

Kaufen	Verkaufen
billigst, unlimitierter Kauf, Market Order, Bid, Geldkurs, Geld, G Long gehen = kaufen	bestens, unlimitierter Verkauf, Market Order, Ask, Briefkurs, Brief, B, Ask, Short gehen = verkaufen, = fixen, anfixen
à la Hausse spekulieren Haussier Bullish sein Kauflimite sind Maximallimite	à la Baisse spekulieren Baissier Bearish sein Verkaufslimite sind Mindestlimite

Auf der linken Seite werden alle zum Zeitpunkt der Kursfeststellung eingegangenen Kauforders nach ihrer Ausführungspriorität eingetragen. Bei den Käufen stehen deshalb ganz oben die unlimitierten Kauforders. Die englische Bezeichnung hierfür ist »Market Order«, da diese Order unabhängig von der Kurshöhe mit dem nächsten Kurs festgestellt werden muss. Sie soll auf jeden Fall, aber so billig wie möglich ausgeführt werden. Daher werden in der Fachsprache unlimitierte Kauforders auch »Billigst-Order« genannt. Danach kommen die limitierten Kauforders. Hier muss

wie bei einer Versteigerung die Kauforder mit dem höchsten Kauflimit zuerst berücksichtigt werden. Je mehr jemand bereit ist, für eine Aktie zu zahlen, umso höher wird er seine Kauforder limitieren und damit automatisch weiter oben im Skontro auftauchen.

Kauflimite heißen in der Börsensprache Geldlimite. Früher, als die Börsenhändler noch physisch die Aktien direkt vor Ort bar bezahlten, wendeten sie tatsächlich mit den Geldscheinen. Heute bezahlt an den Börsen niemand mehr seine Aktienkäufe bar. Aber wenn jemand kaufen will, ruft er immer noch aus »Ich bin Geld in Allianz«. Wenn jemand »119 Geld« ist, bedeutet es, dass er die Allianz zu 119 kaufen möchte. Das Börsenkürzel für Geldlimite lautet **G**.

Limitierte Kauflimite sind Höchstgebote. Im Beispiel ist die Person bereit, maximal 119 Euro zu bezahlen. Wenn der Kurs 119,01 oder höher notiert, wird seine Order nicht ausgeführt. Was passiert allerdings, wenn der erste Kurs nach Orderaufgabe bei 118,75 festgestellt wird? In diesem Fall erwirbt der Käufer die Aktie, jedoch nicht zu 119, sondern zu dem festgestellten Kurs von 118,75. Sein Limit von 119 Geld heißt also nicht, dass er keine niedrigeren Kurse akzeptiert. Im Gegenteil. Je niedriger der Kaufkurs, umso günstiger kauft er sie. Würde er beispielweise 1000 Stück mit 119 Geld limitiert haben, aber mit 118 abgerechnet worden sein, so kauft er die gleiche Anzahl von Aktien 1000 Euro günstiger. Bei Geldkursen gilt, dass sie immer darunter, aber nie darüber abgerechnet werden können. Geldlimite haben eine Schutzfunktion. Sie sollen sicherstellen, dass der Käufer nicht später eine böse Überraschung erlebt, weil zu Mondpreisen abgerechnet wurde.

Ich wurde aufgefordert, für eine spätere Lektion schon einmal zu überlegen, in welchen Werten und Marktphasen unbedingt mit Geldlimiten gearbeitet werden muss und in welchen das relativ egal ist.

Auch die folgende Erklärung erweiterte mein Marktverständnis, vielleicht weil sie so einfach war. Jeder, der eine Aktie, einen Future, eine Option, eine Währung, einen Rohstoff, eine Immobilie oder sonst irgendein Asset kauft, macht dies immer in Erwartung steigender Kurse des erworbenen Gutes. Auf steigende Kurse zu spekulieren, wird mit folgenden Börsenwendungen ausgedrückt:

1. Long gehen
2. bullish sein/ich bin bullish/ich bin ein Bulle
3. á la Hausse spekulieren
4. ein Haussier sein

Der Bulle als Symbol für steigende Kurse wurde aus dem angelsächsischen Sprachraum übernommen, da dieser bei Angriffen seine Hörner von unten nach oben schwingt. Wenn ich bisher keine Allianz-Aktien habe und diese jetzt kaufe, bin ich Allianz Long. Dies bedeutet, dass ich Allianz-Aktien in mein Depot gebucht bekomme und mein Konto mit dem ausmachenden Kaufbetrag belastet wird.

## ALV

1000	billigst
750	billigst
5000	119
3500	118,9
6000	118,8
2500	118,7
200	118,6
3696	118,52
5000	118,5

Die Verkaufsseite befindet sich rechts.

Hier werden alle bis zur Kursfeststellung eingegangenen Orders ebenfalls nach Ausführungspriorität sortiert. Dementsprechend stehen bei den Verkäufen ganz oben die unlimitierten Orders. Im Börsenjargon werden diese Orders auch »bestens-Orders« oder »Market Orders« genannt. Mit dem Aufgeben einer bestens-Order soll erreicht werden, dass unbedingt zum nächsten Kurs verkauft wird. Gleichgültig wie der nächste Kurs wird, die Aktien sind verkauft. Die deutsche Orderbezeichnung »bestens« drückt sehr klar aus, dass die Aktien zu jedem Kurs, aber doch so hoch, wie es geht, eben zum bestmöglichen Kurs verkauft werden sollen.

Unterhalb der »Market Orders« stehen die limitierten Verkaufsorders. Auch diese sind priorisiert. Je niedriger der Kurs ist, den ein Verkäufer für seine Aktien akzeptiert, umso höher ist seine Ausführungswahrscheinlichkeit. Jemand, der bereit ist, seine Aktien bei 118 zu verkaufen, wird dies auf alle Fälle vor einem anderen Verkäufer tun können, der 119 Euro haben will. Verkaufslimite sind Mindestkurse, da der Verkäufer mindestens den genannten Kurs haben will. Habe ich beispielsweise eine Verkaufsorder bei 119 limitiert, dann bedeutet dies, dass ich bei Kursen unter 119 Euro, sprich schon bei 118,99 nicht mehr zur Ausführung komme. Jeden Kurs, der über 119 festgestellt wird, beispielsweise 119,65, akzeptiert der Verkäufer natürlich liebend gerne, da er ja einen höheren Verkaufspreis erzielt. Das Börsenkürzel bzw. -symbol für Verkäufe ist B und

leitet sich von Brief ab. In den Anfangszeiten der Börse haben die Händler tatsächlich noch mit Aktienbriefen gewedelt, um zu signalisieren, dass sie ihre Aktien verkaufen möchten. Als Reminiszenz an diese Zeiten sprechen Börsenhändler heute noch davon, dass sie Brief sind, wenn sie verkaufen wollen.

ALV

	500	b
	3000	19
	2500	19,15
	4000	19,35
	1000	19,41
	5000	19,50
	954	19,65
	7000	19,9
	8000	20

Wenn jemand »Allianz 119 Brief« ruft, möchte er diese Aktie zu 119 verkaufen. Selbstverständlich akzeptiert er jeden höheren Kurs. Auch Brieflimate haben eine Schutzfunktion. Sie sollen sicherstellen, dass der Verkäufer keine bösen Überraschungen erlebt.

Auch hier sollte ich schon einmal überlegen, in welchen Situationen und in welchen Märkten unbedingt mit Verkaufslimiten zu arbeiten ist und wo auf diese getrost verzichtet werden kann.

Generell lässt sich sagen, dass jeder, der ein Wertpapier, einen Future, eine Option oder jedes andere Asset verkauft, immer auf fallende Preise dieses Wertes spekuliert. Hierbei gilt es, folgende Differenzierung vorzunehmen:

Bei dem Verkauf von Wertpapieren, die mir gehören und deshalb in meinem Depot sind, handelt es sich um eine Glattstellung. Die weitere Kursentwicklung betrifft mich jetzt nicht mehr. Ich hatte eine bestimmte Anzahl von Aktien in der Vergangenheit gekauft und verkaufe diese jetzt. Sofern der Verkaufspreis höher als der Kaufpreis war, werde ich einen Gewinn, andernfalls einen Verlust verbuchen. Wichtig ist, dass dieser Verkauf eine Glattstellung ist, sodass ich netto in dieser Aktie keine Position mehr habe. Eine Long-Position wurde glattgestellt.<sup>1</sup>

Verkaufe ich hingegen Aktien, ohne dass ich diese vorher gekauft hatte, dann gehe ich Short. Aus der Alltagslogik ist bekannt, dass nur das ver-

<sup>1</sup> Auch mit dieser Glattstellung wird implizit auf fallende Kurse spekuliert. Sofern kein Zwang besteht, wird eine Position nicht verkauft, wenn weiter steigende Kurse erwartet werden. Vielmehr würde abgewartet und später zu höheren Kursen verkauft werden.

kauft werden kann, was man auch hat. Insofern befremdet dieser Trade zuerst. Eine Wohnung, die ich nicht besitze, kann ich nicht verkaufen. Bei Aktien und den meisten anderen Finanzprodukten geht aber genau dies. Es ist nicht außergewöhnlich, dass Anleger, die ein Wertpapier nicht besitzen, dieses in Erwartung fallender Kurse verkaufen. Richtigerweise muss hier von »Short gehen« gesprochen werden. Es muss verstanden werden, dass beim Shortgehen der Trader verkauft, ohne dass sich das verkaufte Produkt in seinem Eigentum befindet.

Wenn ich Short gehe, verkaufe ich beispielsweise 1000 Allianz-Aktien zu 119. Wie funktioniert dies in der Praxis? Warum macht der Käufer das mit? Zuallererst muss festgehalten werden, dass der Käufer nichts davon mitbekommt. Er weiß nicht, ob ich die Aktien aus meinem Bestand heraus verkaufe oder diese Short gehe, sprich noch gar nicht besitze. Dem Käufer ist dies auch gleichgültig. Er wird erst Zug um Zug bezahlen, wenn ihm die Aktien ausgehändigt werden. Jetzt stellt sich die Frage, wie ich an die Aktien komme, die ich zuvor verkauft habe, ohne dass ich sie besaß. Die Lösung ist einfach: Die Bank oder der Broker leiht mir die notwendige Anzahl von Aktien gegen eine kleine Gebühr. Diese Dienstleistung wird inzwischen von einigen Brokern für bis zu einer Woche kostenfrei angeboten. Für längere Zeiträume berechnet die Bank eine Wertpapierleihgebühr. Große institutionelle Investoren und vor allem indexgebundene Fonds, die ihre Aktienbestände über sehr lange Zeiträume halten, erhöhen mit diesen Geschäften ihre Rendite.

Aber zurück zum Allianz-Short von 1000 Stück bei 119 Euro. Ich erhalte die Summe von 119 000 Euro auf einem speziellen Shortkonto bei der Bank gutgeschrieben. Diesem Guthaben steht aber meine Verpflichtung gegenüber, der Bank noch die 1000 Allianz-Aktien zu liefern, sprich über den Markt zurückzukaufen. Hier können sich drei Szenarien ergeben:

### **1. Fallende Kurse**

Der Kurs fällt auf 111 Euro und ich kaufe auf diesem Kursniveau die Aktien zurück. Für den Kauf bezahle ich dann 111 000 Euro. Die 1000 Aktien werden der Bank geliefert. Somit bin ich jetzt netto glatt, habe also keine Position mehr. Ich habe mit diesem Geschäft einen Gewinn von 8 000 Euro gemacht, da ich beim Short 119 000 Euro bekommen habe, aber bei der Eindeckung dafür nur 111 000 Euro zurückzahlen musste. Damit ist meine Spekulation auf fallende Kurse voll aufgegangen.

## 2. Steigende Kurse

Der Kurs steigt auf 119,50 und ich kaufe auf diesem Niveau zurück. Für den Kauf bezahle ich jetzt 119.500 Euro. Die Aktien werden der Bank geliefert und ich bin wieder netto glatt, habe also keine Position mehr. Mit diesem Geschäft habe ich einen Verlust von 500 Euro gemacht. Beim Short habe ich 119 000 Euro gutgeschrieben bekommen, muss jetzt aber 119.500 Euro für das Eindecken der Position bezahlen. Ich habe hier den Markt falsch eingeschätzt und bezahle diese Fehlspekulation mit einem Verlust.

## 3. Unveränderte Kurse

Ich kaufe die Aktie zu 119 Euro zurück. In diesem Fall habe ich, abgesehen von den Transaktionskosten, weder Gewinn noch Verlust gemacht.

Mit folgenden Termini kann an der Börse die Absicht, auf fallende Kurse zu spekulieren, grundsätzlich beschrieben werden:

1. leer verkaufen/anfixen/fixen
2. Short gehen/Short sein
3. bearish sein
4. à la Baisse spekulieren
5. Baissier sein

Der Begriff »bearish sein« ist aus dem Angelsächsischen entliehen und hat seine Begründung darin, dass ein Bär mit der Pranke von oben nach unten schlägt, wenn er angreift.

In der Börse spricht man von »flat sein« oder »glatt sein«, wenn man netto keine Position hat. Wenn ich keine Position habe und eine Aktie verkaufe, gehe ich Short. Dieser Leerverkauf kann auch mit »eine Aktie anfixen« beschrieben werden. Wenn ein Börsenhändler sagt »Ich fixe die Allianz«, kann daraus geschlossen werden, dass er in Erwartung fallender Kurse diese Aktie shortet.

Ohne weitere Erklärung verstand ich jetzt, was mein Chef heute Morgen mit »Die Allianz ist völlig verfixt« gemeint hatte. Er hatte damit sagen wollen, dass die Allianz überverkauft war. Zu viele Marktteilnehmer hatten am Vortag die Aktie leer verkauft. Aus der Tatsache, dass der gestrige Schlusskurs nahe des Tagestiefs notiert hatte, konnte er ableiten, dass die meisten Leerverkäufer ihre Short-Position noch nicht eingedeckt hatten. Erst mit dem Schließen der Short-Positionen wären ihre Gewinne reali-

siert. Short-Positionen können nur durch Käufe geschlossen werden. Folgerichtig begannen zum ersten Kurs, zumal dieser 2 % leichter eröffnet hatte, sich die ersten Shorties auf diesem Niveau einzudecken. Diese Käufe führten zu steigenden Kursen. Die steigenden Kurse wiederum versetzten diejenigen Leerverkäufer in Panik, die noch nicht geschlossen hatten, da sich ihre Gewinne verkleinerten. Das Gebot der Stunde lautete für sie, sich schnell einzudecken, sprich mit Kauforders ihre Short-Positionen zu schließen. Der Kurs stieg deutlich an, da der erhöhten Nachfrage ein geringeres Angebot gegenüberstand. Der Chef hatte nur damit, dass er sich in die Nettoposition der anderen Marktteilnehmer hineinversetzt und daraus deren künftige Handlungen antizipiert hatte, wieder ein Vermögen verdient.

### 3.3 Grundlagen der Börsenkursfeststellung

An den Börsen findet in einem geregelten gesetzlichen Rahmen der aggregierte Austausch von Wertpapieren statt, ohne dass festgestellt werden kann, welche Person oder Institution aus welchem Grund auch immer kauft oder verkauft. Den Börsen und den mit der Kursfeststellung beauftragten Personen und Institutionen ist gleichgültig, warum Kurse steigen oder fallen. Mein Interesse sollte sich darauf beschränken, regelkonforme Kurse festzustellen. Je mehr Umsatz ich dabei generierte, desto besser. Ich hatte bereits gelernt, dass es falsch ist, eine Kursänderung einer direkten Nachricht oder einem Ereignis zuzuordnen zu wollen. Keine Nachricht und kein Ereignis kann zu einer objektiven Bewertung im Sinne von »wenn ..., dann ...« herangezogen werden. Meistens entscheidet nicht die Nachricht selbst, sondern die Erwartungen der Marktteilnehmer darüber, ob sie positiv oder negativ aufgenommen wird.

Das menschliche Gehirn neigt dazu, logische Verbindungen herzustellen und plausible Erklärungen zu suchen. Aber viele Kursverläufe entziehen sich diesen Erklärungsmustern. Oft nimmt die Börse zukünftige Ereignisse in der heutigen Kursentwicklung vorweg. Manchmal reagiert sie aber erst im Nachgang auf bereits bekannte und vergangene Sachverhalte. Meine Gewinn- und Verlustbilanz wird nicht besser, wenn ich in Erfahrung zu bringen versuche, *warum* sich ein Kurs in die eine oder andere Richtung bewegt hat. Um professionell zu handeln, ist es nicht relevant, nachträglich Erklärungen auf der Ebene von Kursbewegungen zu suchen. Es ist realisierbar und daher sinnvoll, mögliche Levels zu identifizieren,

in denen aus der Markttechnik heraus Bewegung in eine Aktie kommen wird. Wo könnte eine große Anzahl von Marktteilnehmern in die gleiche Richtung spekulieren? Es genügt, wenn der Fokus auf diese Aktionspunkte gerichtet wird, sowohl auf die Einstiege als auch auf die Ausstiege bezogen.

An allen Börsen und in allen Märkten der Welt werden Kurse im Wesentlichen folgendermaßen gerechnet: Es gibt immer ein Skontro, also ein Orderbuch als T-Konto. Angebot und Nachfrage wurden darin früher per Hand und heute zunehmend elektronisch zum Ausgleich gebracht. In der oberen Zeile werden der Name des Wertpapiers bzw. die WKN<sup>1</sup> und der letzte festgestellte Kurs eingetragen. Das kann auch der Kurs vom Vortag sein, wenn der erste Kurs als Eröffnungskurs gerechnet wird.

Im unteren Beispiel handelt es sich um die Allianz AG, hier abgekürzt mit ALV. Der Vortageskurs ist der Schlusskurs vom Freitag, der bei 119 Euro lag. Ich hatte bereits gelernt, dass die Orders nach der Ausführbarkeit priorisiert werden. Zuerst werden die unlimitierten Orders notiert. Auf der Kaufseite folgen dann die Orders mit dem höchsten Limit. Auf der Verkaufseite schließen sich die Orders mit dem niedrigsten Limit an.

Börsenpreise müssen nach folgenden Grundsätzen festgestellt werden:

1. Meistausführungsprinzip
2. Preiskontinuität
3. Widerspiegelung der tatsächlichen Marktlage
4. Gleichbehandlungsgrundsatz aller Orders

An Parkettbörsen müssen diese Grundsätze gleichwertig eingehalten werden. In elektronischen Börsen dominiert immer der Grundsatz des Meistausführungsprinzips.

**Meistausführungsprinzip:** Die einzig relevante Größe an den Börsen sind Umsätze. Deshalb muss immer der Kurs gerechnet werden, mit dem der größte Umsatz erzielt werden kann. Bei diesem Kurs findet der Austausch der größtmöglichen Anzahl von Aktien zwischen Käufern und Verkäufern statt.

**Preiskontinuität:** Mit Preiskontinuität ist gemeint, dass der zu er rechnende Kurs sich immer am Vorkurs orientieren soll. Jede Börse ist bestrebt, für eine kontinuierliche Kursentwicklung zu sorgen. In den Fäl-

<sup>1</sup> Wertpapierkennnummer

len, in denen Börsenorders zu verschiedenen Kursen abgerechnet werden können, wird der am nächsten zum Vorkurs liegende Kurs gewählt. Ein Beispiel: Zum Eröffnungskurs liegen nur jeweils 500 Allianz-Aktien bestens und billigst im Skontro vor. Da keine limitierten Orders vorliegen, kann also zu jedem Kurs abgerechnet werden.

**ALV(119)**

500 billigst		500 bestens
--------------	--	-------------

Würde der Kurs jetzt bei 120 festgestellt werden, wäre der Verkäufer erfreut, da er seine Aktien 1 Euro das Stück teurer verkauft. Der Käufer dagegen würde sich ärgern. Ihn kostet der Kauf 500 Euro mehr.

Bei einem Kurs von 118 würde sich der Käufer freuen und der Verkäufer würde sich ärgern. Da beide ihre Order aufgrund des letzten festgestellten Kurses bei 119 aufgegeben haben, ist es am sinnvollsten, wieder diesen Kurs zu rechnen, da dann niemand bevorzugt bzw. benachteiligt wird.

**ALV(119)**

500 billigst 2000 119 Geld		500 bestens
-------------------------------	--	-------------

Bei obiger Orderlage kann der Kurs nicht 119 gerechnet werden, da zu diesem Kurs noch Nachfrage über 2000 Aktien besteht. Auch hier sind die beiden unlimitierten Orders über 119 ausgeglichen. Theoretisch ist also jeder Kurs über 119 möglich. Wegen des Gebotes der Preiskontinuität wird der Kurs so nah wie möglich an dem Vorkurs gerechnet werden. Der Kurs wird also hier 119,01 festgestellt und dabei werden 500 Stück umgesetzt. Bei diesem Kurs werden weder der Käufer noch der Verkäufer bevorzugt.

**ALV(119)**

500 billigst		500 bestens 862 118,70
--------------	--	---------------------------

Auch in diesem Beispiel kann der Kurs nicht 119 gerechnet werden, da es hier einen Angebotsüberhang von 862 Aktien gibt. Aus diesem Grund kann der Kurs nicht 118,90 oder 118,80 oder 118,70 gerechnet werden.

Erst unter 118,70 ist der Markt ausgeglichen. Der Kurs würde in diesem Fall also 118,69 notieren, da dies der nächste Kurs zum Vorkurs ist, bei dem der Markt ausgeglichen ist. **Preiskontinuität besagt, dass unter Beachtung der Orderbuchlage immer der Kurs zu wählen ist, der am nächsten zum Vorkurs liegt.**

**Widerspiegelung der tatsächlichen Marktlage:** Die Kurse müssen so gerechnet werden, dass sie die tatsächliche Marktlage widerspiegeln. Man möchte hiermit vermeiden, dass kurzfristige Angebots- oder Nachfrageüberhänge zu extremen Kursausschlägen führen. Wenn beispielsweise nur aufgrund der Orderbuchsituation ein Kurs um die Hälfte fallen oder steigen müsste, ohne dass besondere Nachrichten vorliegen, so darf dieser Kurs nicht gerechnet werden, da eine Seite sehr stark benachteiligt würde. In den Parkettbörsen ist hierfür der Kursmakler verantwortlich. In elektronischen Börsen, wie beispielsweise XETRA, kommt es bei Überschreiten von prozentualen Kursveränderungen zu sogenannten Volatilitätsunterbrechungen. Eine Volatilitätsunterbrechung hat den Sinn, den Marktteilnehmern genügend Zeit einzuräumen, um ihre Orders zu modifizieren bzw. neue Orders einzustellen. Jedenfalls soll damit erreicht werden, dass es nicht zu erratischen Kursausschlägen kommt. Nachfolgend zwei Beispiele dafür:

ALV(119)		
1000	95 Geld	500 bestens

Der Kurs könnte einfach 95 gerechnet werden und der Kaufseite würden die 500 Stück zugeteilt. Rein vom Orderbuch her wäre dieser Kurs gerechtfertigt. Waren an diesem Tag keine besonderen Vorkommnisse zu beobachten, würde dieser Kurs jedoch nicht die tatsächliche Marktlage widerspiegeln. Der Verkäufer, der seine bestens-Order aufgegeben hat, als der Kurs noch bei 119 war, würde sich zu Recht ärgern und benachteiligt fühlen. Der Käufer hingegen hätte zu einem Schnäppchenkurs gekauft. Solch ein marktferner Kurs zieht sofort neue Käufer an, die sich in ihren Geboten überbieten, bis der Kurs wieder zum Ausgangsniveau steigt. Auf der anderen Seite ist aber kein Verkäufer bereit, zu diesen schlechten Kursen zu verkaufen. Eine Börse, die keine marktgerechten Kurse gewährleisten kann, wird von den Investoren gemieden.

## ALV(119)

500 billigst

2000 155 Brief

In diesem Beispiel müsste der Kurs 155 gerechnet werden. Der Verkäufer würde zu diesem Kurs nur 500 seiner 2000 Aktien verkaufen können. Ein solcher Kurs ist völlig inakzeptabel, da marktfern. An den Parkettbörsen würde der Kursmakler sukzessive einen steigenden Geldkurs veröffentlichen und damit potenzielle Verkäufer hierauf aufmerksam machen. Er könnte zuerst ausrufen, dass er 120 Geld ist. Da dies ein Aufschlag von ca. 1 % zum Vorkurs ist, werden potenzielle Verkäufer dazu animiert, entweder direkt die 500 Stück bei 120 zu verkaufen oder ihrerseits wieder einen höheren Briefkurs anzubieten, vielleicht bei 121. Eventuell nimmt dann der Kursmakler seinen Geldkurs auf 120,50 hoch und der Verkäufer akzeptiert und verkauft zu diesem Kurs. Bei 120,50 kann und braucht sich der Käufer, der 500 billigst eingestellt hatte, nicht zu ärgern, da es sich um einen der tatsächlichen Marktlage entsprechenden Kurs handelt.

**Gleichbehandlung aller Orders:** Der Kursmakler auf dem Parkett darf keinen Marktteilnehmer bevorzugen oder benachteiligen. Von wem eine Order kommt, ist kein Priorisierungsgrund. Über Ausführung oder Nichtausführung entscheidet also allein das Limit. Ein Beispiel:

## ALV(119)

1000 118,70

1000 118,70

1100 bestens

Bei 118,70 möchte Herr Müller, ein Freund des Kursmaklers, 1000 Aktien kaufen. Auch Herr Ungut, den der Kursmakler nicht leiden kann, weil er für eine ausländische Bank arbeitet, möchte zum gleichen Kurs 1000 Aktien erwerben. Der Gleichbehandlungsgrundsatz verpflichtet den Kursmakler, das Angebot über 1100 Aktien auf beide Käufer in gleicher Höhe aufzuteilen. Jedes Ergebnis, in dem die beiden nicht die gleiche Anzahl von 550 Aktien zugeteilt bekommen, würde dem Gleichbehandlungsgrundsatz widersprechen.

In XETRA entscheidet der Zeitpunkt der Ordereinstellung über die Reihenfolge der Ausführung, wenn zwei Parteien zum gleichen Limit kaufen wollen.

In XETRA würde derjenige, der seine Order als erster eingestellt hat, voll bedient werden, also 1000 Aktien kaufen. Der zweite Käufer würde

auf seine Order nur die vom Verkaufsvolumen übriggebliebenen 100 Aktien zugeteilt bekommen.

Es ist interessant, noch einen Blick auf die Gemeinsamkeiten und Unterschiede der Kursfindung der Frankfurter Parkettbörse und der elektronischen Handelsplattform XETRA zu werfen. An der Parkettbörse gibt es immer einen Menschen, der den Kurs feststellt. Der Kursmakler hat die Aufgabe, Angebot und Nachfrage zusammenzubringen und, sofern eine Seite fehlt, diese durch Selbsteintritt zu ersetzen. Er konkurriert nicht mit dem Markt. Wenn jemand, wie in obigem Beispiel 500 Aktien kaufen will und die nächste Briefseite so weit weg ist, dass es zu nicht marktgerechten Kursen kommen kann, darf er sich als Kontrahent dazwischen stellen. Der Käufer erhält seine Aktien. Der Kursmakler muss nun auf eigenes Risiko sehen, wie er die Aktien selbst eindeckt, sofern er sie nicht schon davor im Bestand hatte. Er gewährleistet Kurskontinuität, da er nicht wegen einer unlimitierten Kauforder den Kurs zuerst von 119 auf 120 hochziehen wird, um ihn dann mit der nächsten bestens-Order wieder auf 118 runterzurechnen. In XETRA würde aber genau dies geschehen.

<b>ALV(119)</b>			
500	118 Geld	500	120 Brief

Sähe das Orderbuch in XETRA so aus, dann würde eine Order über 500 billigst sofort zu einem gerechneten Kurs von 120 führen. Jemand, der diesen hohen Kurs zum Verkauf nutzen will und deshalb schnell 500 bestens reinlegt, wird zu 118 Euro ausgeführt. Der zeitliche Abstand zwischen beiden Kursen kann in XETRA Millisekunden betragen. Kein Kursmakler der Welt kann es sich erlauben, binnen Sekunden einen Kurs zuerst auf 120 hochzuziehen, um ihn dann sofort wieder auf 118 fallen zu lassen. Der Kursmakler wird hier entweder von seinem Recht, selbst eintreten zu dürfen, Gebrauch machen oder aber die Orders nicht sofort ausführen und versuchen, zu einem günstigeren Kurs eine Gegenpartei zu finden.

Entschließt sich der Kursmakler zum Selbsteintritt, wird er zuerst ausrufen, dass er für 500 Stück 119,50 Geld ist. Damit gibt er dem Markt die Gelegenheit, hierauf zu reagieren. Wenn sich keine Briefseite findet, verkauft er die 500 Stück selbst und ist dann Short.

Die zweite Order über 500 bestens wird er ebenfalls durch Selbsteintritt, also indem er als Käufer auftritt, bei 119,50 oder leicht darun-

ter zurückkaufen. Für die Vermittlungstätigkeit und die Bereitschaft, als Gegenpartei zu fungieren, erhält der Kursmakler sowohl vom Käufer als auch vom Verkäufer eine Courtage<sup>1</sup> vom ausmachenden Kurswert.

So absurd es scheinen mag, selbst eine Order über den Kauf einer einzelnen Aktie würde in XETRA in obigem Beispiel sofort den Kurs von 119 auf 120 ansteigen lassen. Wenn hierauf eine unlimitierte Verkaufsother über nur eine Aktie eingehen würde, so fiel der Kurs von 120 auf 118.

Jetzt wurde klar, worauf mein Chef mit der Frage abgestellt hatte, in welchen Märkten ich unbedingt mit Limiten arbeiten müsse und wann ich hierauf getrost verzichten könne. Ein Teil der Antwort liegt bereits auf der Hand. In welchen Aktien werden in XETRA nur wenige Orders in den Orderbüchern stehen? Ist dies eher in Allianz oder in einem exotischen und illiquiden Wert wahrscheinlich? Ein Blick in die Orderbücher liefert prompt die Antwort. Die Orderbücher der großen DAX-Werte sind mit Orders vollgepackt. Dahingegen klaffen bei den illiquiden Werten erhebliche Lücken zwischen den einzelnen Orders. Je vollgepackter das Orderbuch einer Aktie ist, desto weniger Überraschungen können auftreten, wenn mit unlimitierten Orders gearbeitet wird. Dies gilt sowohl für Parkett- als auch für elektronische Börsen.

Bei illiquiden Werten ist in XETRA die Gefahr ungünstiger Ausführungen besonders groß. Hier fehlt der nivellierende Kursmakler. Daher verbietet es sich, in umsatzschwachen Werten ohne Limite zu arbeiten. Das Vorhandensein eines Kursmaklers und seine Bereitschaft, selbst einzutreten bzw. sich aktiv um eine Gegenpartei zu kümmern, macht es in illiquiden Werten attraktiv, der Parkettbörse den Vorrang zu geben. Aber Vorsicht! Auch hier sollte mit Limiten gearbeitet werden, da ansonsten der Makler einen Freibrief hat.

Es gibt einen weiteren großen Unterschied zwischen diesen beiden Börsen. Das Orderbuch in XETRA ist offen. Jeder kann sich die 10 besten Geld- und 10 besten Briefseiten anschauen. Auf dem Parkett geht das nicht. Hier ist das Orderbuch nur für den Kursmakler offen einsehbar. Nur die von ihm veröffentlichte beste Geld- und Briefseite sind im Markt sichtbar. Dabei sind diese Taxen nicht einmal handelbar. Sie haben lediglich indikativen Charakter. Es kommt nicht wie bei XETRA zu einer sofortigen Ausführung. Von diesem Sachverhalt lässt sich ableiten: Es macht

---

<sup>1</sup> Die Höhe der Courtage wird von der Börse festgelegt und orientiert sich am Handelsvolumen. Mit steigendem Umsatz sinkt der in Rechnung gestellte Courtage-Prozentsatz.

Sinn, Orders in hochliquiden Werten über XETRA abzuwickeln. Denn auf dem Parkett weiß ich nicht, wann und zu welchem Kurs ich ausgeführt werde. Zudem bedarf es bei einem hochliquiden Wert nicht der kostenpflichtigen Vermittlungstätigkeit eines Maklers.

In folgenden Fällen kann das Orderbuch in XETRA ebenfalls nicht eingesehen werden:

- beim Eröffnungskurs,
- bei der Feststellung des Kassakurses um 13.00 Uhr,
- beim Schlusskurs um 17.30 Uhr,
- bei allen Kursen, denen eine Volatilitätsunterbrechung vorausging.

Dann werden die Kurse nach der gleichen Methode wie auf dem Parkett gerechnet.

1. Jeder Wert hat sein eigenes Skontro.
2. Alle Orders werden während der Orderaufnahme auf der linken Seite nach Kauforders und rechts nach Verkauforders sortiert.
3. Die Orders werden priorisiert: Auf dem Parkett ist das einzige Kriterium das Kurslimit. In XETRA kommt noch der Zeitpunkt der Ordereinstellung hinzu. Innerhalb der Kauforders erfolgt die Priorisierung nach der Ausführbarkeit. Zuerst kommen die unlimitierten Orders, dann die limitierten, beginnend mit dem höchsten und endend mit dem niedrigsten Kauflimit. Innerhalb der Verkaufsseite wird genau so geordnet: zuerst die unlimitierten Orders, dann die am niedrigsten limitierte Order und zum Schluss die am höchsten limitierte Order.
4. Zu jeder Seite werden die kumulierten Volumina ausgerechnet. Wenn bei 119 Euro 5000 Aktien verkauft werden sollen und bei 120 Euro 1500 Aktien, dann ist die kumulierte Briefseite bei 120 Euro 6500 Stück, da derjenige, der bei 119 verkaufen will, dies bei 120 noch viel lieber tun wird.
5. Dann wird in einer separaten Spalte ausgerechnet, wie hoch der mögliche Umsatz bei jedem Kurs ist. Hierfür muss bei jedem Kurs die Nachfrage dem Angebot gegenübergestellt werden. Wenn bei 120 Euro 6500 Aktien verkauft werden sollen, zu diesem Kurs aber nur eine Nachfrage über 500 Aktien besteht, so können zu diesem Kurs maximal 500 Aktien umgesetzt werden.

6. Die Kursfeststellung erfolgt bei dem Kurs, der den größten Umsatz auf sich ziehen kann (Meistausführungsprinzip) und am geringsten vom Vorkurs abweicht (Preiskontinuität).
7. Ausgeführte Orders fallen nach der Kursfeststellung raus. Berücksichtigt werden bei der nächsten Kursfindung die nicht- oder nur teilausgeführten Orders und alle neu eintreffenden.

Zwei Orderbuchkonstellationen werden oft nicht sofort verstanden und führen zu Irritationen.

ALV(119)			
5000	119 Geld	5000	120 Brief

Nur mit diesen beiden Orders im Buch kann Angebot und Nachfrage nicht zusammengebracht werden. Der Kursmakler veröffentlicht deshalb eine Taxe von 119 zu 120. Er signalisiert damit dem Markt, dass er bei 119 Käufer hat und bei 120 ein Angebot besteht. Zum Beispiel entschließt sich ein Kleinanleger, 25 Aktien zu verkaufen. Weil er den Ausführungskurs nicht dem Zufall überlassen, aber auf jeden Fall doch verkaufen möchte, legt er die Order nicht bestens, sondern limitiert in den Markt.

Wenn der Makler 119 Geld ist, muss eine Verkaufsoorder, die unter diesem Geldkurs limitiert wird, auf jeden Fall ausgeführt werden. Deshalb stellt der Kleinanleger seine Verkaufsoorder mit einem Limit von 117 Euro ein. In XETRA würden die 25 Aktien sofort zu 119 verkauft werden. Der Käufer würde auf sein nachgefragtes Volumen von 5000 Stück nur diese 25 Aktien bekommen. Auf dem Parkett ergibt sich folgendes Bild:

ALV(119)			
5000	119 Geld	25	117 Brief
		5000	120 Brief

Der Makler wird die Taxe nicht verändern. Der Kleinanleger wundert sich, warum 119 Geld ausgewiesen wird, obwohl er eine Verkaufsoorder mit 117 Brief eingestellt hat. Vielleicht ärgert er sich über die Unverschämtheit, dass der Makler nicht die wirkliche Orderbuchlage anzeigt. Aus seiner Sicht ist ja 117 Brief.

Tatsächlich liegen bei 119 Kaufaufträge über 5000 Stück vor. Die Verkaufsoorder über 25 Stück bei 117 könnte bei 119 ausgeführt werden. Wenn der Makler den Kurs 119 ohne Zusatz rechnen würde, müsste er

selbst dem Käufer die fehlenden 4975 Aktien verkaufen. Das kann er tun, wird es aber nicht, da er ein so großes Risiko nicht eingehen wird. Er könnte jetzt noch den Kurs 119 bG, also bezahlt Geld, machen und dem Käufer die 25 Aktien zuteilen. Aber auch dies wird er unterlassen, weil der Käufer über diese Minizuteilung auf eine so große Order nicht erfreut sein wird. Seine Transaktionskosten sind bei diesen geringen Stückzahlen zu hoch. Ganz korrekt müsste die Taxe lauten: 119 Geld für 4975 und 119,01 Brief für 25 Stück. Aber der Makler wird sich hüten, wegen 25 Aktien seine Briefseite von 120 auf 119,01 herunterzunehmen. Warum? Nun, wenn die Briefseite nicht mit Volumen unterlegt ist, wird er bei potenziellen Käufern nur Frust erzeugen und sich selbst blamieren. Also ist die unveränderte Taxe des Kursmaklers 119 zu 120 richtig. Er wird eine Zeit lang abwarten und die 25 Stück über 119 vielleicht bei 119,05 Euro selbst kaufen.

Aufgrund der folgenden Orderlage sollte ich den umgekehrten Sachverhalt selbst durchdringen:

ALV(119)			
50	122,50 Geld	5000	120 Brief
5000	119 Geld		

Was würde geschehen, wenn der Käufer der 50 Aktien die Order in XETRA eingestellt hätte? Was geschieht, wenn er die Order an die Parkettbörse weiterleitet? Wie ist die Orderlage dort, bevor und nachdem die Order eingespielt wurde? Auf welchen Trugschluss könnte eine mit dem Kursrechnen nicht vertraute Person hereinfliegen? Wie würde ich den Kurs wahrscheinlich rechnen, wenn der Vorkurs 119 lautete?<sup>1</sup>

Mit dieser Vorgehensweise werden Angebot und Nachfrage ausgeglichen. Das Kursrechnen selbst musste nicht weiter vertieft werden. Die oben beschriebene Methodik hatte ich verstanden. Orderbuchlagen, in denen die Geldseite über der Briefseite oder die Verkaufsseite unter dem Kauflimit lagen, verwirrten mich immer wieder. Um diese Defizite zu beheben, arbeiteten wir noch folgende Beispiele durch:

<sup>1</sup> In XETRA würde der Kurs sofort 120 bezahlt werden, wobei der Verkäufer lediglich 50 Aktien verkauft hätte. Auf dem Parkett ist die Orderlage vor der Einstellung 119 zu 120 für jeweils 5000 Aktien. Nach der Ordereinstellung ist die exakte Orderlage 119,99 Geld für 50 Aktien zu 120 Brief für 4950 Aktien. Anfänger meinen fälschlicherweise oft, dass der Kursmakler 122,5 Geld ausweisen müsste. Ein routinierter Kursmakler wird den Kurs in der Nähe des letzten Kurses rechnen, also vielleicht 119,10.

ALV(119)			
2000	119	Geld	5000 118 Brief

Jemand will 2000 Aktien bei 119 kaufen. Es gibt jedoch einen Verkäufer, der 5000 Aktien bei 118 verkaufen möchte. Deshalb ist 118 Brief für 3000 Stück. Unter 118 ist der Markt Geld für 2000 Aktien. Die richtige Taxe wäre hier 117,99 Geld für 2000 und 118 Brief für 3000.

Hier musste der Kurs 118 bezahlt Brief gerechnet werden. Der Verkäufer hätte eine Teilausführung über 2000 Aktien bekommen. Es dauerte eine ganze Weile bis ich verstand, dass wenn ich den Kurs 118 bezahlt rechne, ich zu diesem Kurs dem Verkäufer die 3000 verbleibenden Aktien auf eigenes Risiko abkaufen muss. Ganz am Anfang hatte ich sogar den Fehler gemacht und den Kurs 119 bezahlt Brief gerechnet. Da der Verkäufer bei 118 limitiert war, hatte er bei einem über seinem Briefkurs festgestellten Kurs, egal wie der Kurszusatz war, Anspruch auf volle Ausführung. Und ich musste zu dem hohen Kurs die 3000 Aktien kaufen.

ALV(119)			
5000	119	Geld	2000 118 Brief

In diesem Beispiel ist die Orderlage 119 Geld für 3000 zu 119,01 Brief für 2000.

Ich musste den Kurs 119 bezahlt Geld rechnen und dem Käufer die 2000 Aktien zuteilen. Wenn ich den Kurs 119 ohne Zusatz gerechnet hätte, müsste ich als Kursmakler die Kauforder voll abrechnen und die fehlenden 3000 Aktien selbst shorten. Natürlich könnte es einem Anfänger auch passieren, dass er den Kurs 118 bezahlt Geld rechnet. Der Verkäufer wird voll ausgeführt, da der Kurszusatz bereits signalisiert, dass zu diesem Kurs noch Nachfrage besteht. Der Käufer aber, und das verstehen Anfänger immer wieder nicht, muss natürlich auch voll ausgeführt werden. Der Kurs kann ja erst 118 gerechnet werden, wenn die darüberliegenden Kauflimite ausgeführt worden sind.

Das Grundverständnis für aus dem Kursrechnen zu ziehende Rückschlüsse, um gut zu handeln, legte mein Chef aber mit folgender Demonstration dar: Er öffnete in XETRA das Orderbuch der Aktie Krones, das wie folgt aussah:

## KRN(165)

100	162,50	4500	167
350	161	100	168
500	160	5000	170
300	158	1000	171,20

Er ordnete an, 1000 Aktien billigst zu kaufen. Ich führte die Order aus und erwarb 1000 Kronen bei 167. Sofort danach wies er mich an, diese 1000 Stück wieder bestens zu verkaufen. Ich war zwar verwundert, führte aber die Order aus und legte 1000 bestens in XETRA ein. Der Kurs fiel schlagartig auf 158. Was immer der Senior mir erklären wollte, es musste sehr wichtig sein, weil es ihm 6.500 DM wert war. Der Kauf bei 167 und der darauffolgende Verkauf hatten genau diesen Betrag an Verlust produziert. Statt das Geld so aus dem Fenster zu werfen, hätte er es lieber mir geben sollen, dachte ich damals. Ich konnte nicht einschätzen, wie viel mehr wert es war, was ich mit dieser Lektion lernen sollte. Ich war sehr gespannt, was jetzt folgen würde. Er sagte, diese Lektion solle ich nie vergessen. Ich müsse lernen, genauso schnell einen Verlust zu realisieren, wenn es sich um meine eigene Position und um mein Geld handelte. Es ist für das kurzfristige Handeln unentbehrlich, Positionen in dem Moment sofort zu schließen, in dem die Annahmen für die Eröffnung der Position nicht mehr gegeben sind. Ich hatte jetzt auch praktisch verstanden, was die Geld-Brief-Spanne bedeutete. Hätte er mich 1000 Aktien in Allianz kaufen und dann sofort wieder verkaufen lassen, so hätte dies nur wenige Hundert Mark gekostet, da die Spanne in diesem Wert damals selten größer als 0,50 DM war.

Je höher dieser Spread<sup>1</sup>, umso teurer werden Positionsschließungen. Und es war selbstredend, dass der kurzfristige Handel sich nicht mit diesen Werten profitabel realisieren ließ. Einleuchtend war, dass ich mit kurzfristigem Handel in den mir zugeordneten Nebenwerten nicht erfolgreich sein würde. Ich hatte bisher versucht, mit einem schwerfälligen und wenig wendigen Lastwagen in einem Formel-1-Rennen mit zu den Gewinnern zu zählen.

Der Kurs war noch weiter gefallen, als ich aufgefordert wurde, das Times und Sales Sheet<sup>2</sup> von Kronen zu öffnen.

<sup>1</sup> Spread bedeutet die Geld-Brief-spanne.

<sup>2</sup> Times und Sales Sheet ist die Liste, in der chronologisch die zu den jeweiligen Kursen getätigten Umsätze aufgeführt sind.

Uhrzeit	Kurs	Umsatz	
15.03	163	2	
15.48	164,5	150	
16.00	165	58	
16.03	167	1000	- mein Kauf
16.03	167	256	
16.04	162,50	100	- mein Teilverkauf
16.04	161	350	- mein Teilverkauf
16.04	160	500	- mein Teilverkauf
16.04	158	50	- mein Restverkauf
16.04	158	256	
16.06	157	28	
16.10	155	300	
16.10	155	1200	

Die eigentlich wirkliche Erkenntnis dieses Beispiels ist aber eine ganz andere:

Es war nichts passiert. Krones hatte keine Zahlen gebracht. Ihr Vorstandsvorsitzender war nicht ausgewechselt worden. Es kamen auch keine Wirtschaftszahlen und die Bundesbank hatte auch nicht überraschend die Zinsen verändert. Nur die für mich zu Übungs- und Verständniszwecken eingestellten beiden Orders hatten die Kursbewegung verursacht.

Alle, die das nicht wussten, aber die Krones AG auf dem Radar hatten, fingen jetzt mit ihren Interpretationen an. Manche würden irgendwelche Meldungen als Grund hierfür heranziehen. Andere würden vielleicht technische Indikatoren als Grund für den Kursverlust ansehen. Die von mir losgetretene Kursbewegung veranlasste andere dazu, Positionen zu eröffnen oder zu schließen. Der Chef machte mich auf die identische Stückzahl von 256 aufmerksam. Wahrscheinlich hatte sich jemand mit einer Stop-Buy-Order um 16.03 Uhr bei 167 einstoppen lassen, um nur eine Minute später bei 158 ausgestoppt zu werden. Die Geschäfte, die danach noch getätigt wurden, erfolgten ebenfalls nachrichtenlos. **Der Kurs selbst war die Nachricht!** Jeder neue Kurs ruft bei den Beteiligten und Interessierten Aktionen hervor.

In Seminaren sind die Teilnehmer regelmäßig überrascht, wenn ihnen im Rahmen einer Gruppenübung (Simulation des Börsengeschehens, in der ein Teil der Gruppe als Käufer und der andere als Verkäufer auftritt) bewusst wird, dass ihre Aktionen fast ausschließlich von den vorhergehenden Kursen bestimmt wurden – und zwar völlig unbewusst. Um gut

zu handeln, ist es nicht relevant, jede Kursbewegung mittels Nachrichten erklären und verstehen zu wollen.

Ich bekam und beherzige seither den Rat, mich nicht dieser Kontrollillusion hinzugeben. Je kurzfristiger der Handel ausgelegt ist, umso anfälliger ist diese Strategie für zufällige Kursentwicklungen.

Dann schauten wir uns den Chart von Krones an. Damals arbeitete ich noch mit vielen Indikatoren, die alle unterhalb des Hauptcharts angehängt waren. Der Chef fragte mich, ohne seinen Zynismus zu verbergen, was meine »Nasa-Indikatoren« denn jetzt so signalisieren würden. Um die Armseiligkeit der von mir verwendeten Indikatoren noch zu unterstreichen, wollte er wissen, ob einer der vielen »Nasa-Indikatoren« vorausgesagt hätte, dass er an jenem Tag um diese Uhrzeit zuerst 1000 Krones billigst kaufen und dann später verkaufen würde. Ich beobachtete damals zu jeder Aktie acht Indikatoren. Ich musste gestehen, dass sich alle Indikatoren aus der Aktienkursentwicklung berechneten. Er riet mir, mich mehr mit dem Originalchart zu beschäftigen als mit hiervon abgeleiteten Indikatoren.

Nachdem alle Indikatoren weggeklickt waren, sodass nur noch der nackte Chart von Krones übrig blieb, wurde erklärt, worauf ich die Aufmerksamkeit zu richten hätte.

Um gut zu handeln, ist es relevant, sich bei einem neuen Kurs zu fragen, wie die alten Käufer und Verkäufer der Aktie auf die Kursveränderung reagieren werden. Werden die Altaktionäre am festgestellten Kurs Gewinne mitnehmen, Verluste realisieren oder die Position aufstocken? Wo könnten ihre Gewinnsicherungs- und Gewinnziele, Gewinnziele und Verlustbegrenzungsstopps im Markt liegen?

Um gut zu handeln, ist es relevant, sich bei einem neuen Kurs zu fragen, ob dieser Kurs potenzielle Käufer dazu animieren könnte, die Aktie jetzt zu kaufen. Wo könnten deren Kauflimits bzw. deren Stop-Buy-Limits im Markt liegen?

Zudem ist es für gutes Handeln relevant, sich bei einem neuen Kurs zu fragen, ob dieser Kurs potenzielle Verkäufer dazu animieren könnte, die Aktie Short zu verkaufen. Wo könnten deren Verkaufslimits und Stop-Sell-Limits im Markt liegen?

Ich sollte trainieren, immer mehr in diesen Kategorien und Fragestellungen zu denken, wenn ich die Kursentwicklung eines Wertpapiers anschau. Indem ich zu jedem Kursniveau überlege, wie dieses sich auf die Marktteilnehmer auswirken wird, verschaffe ich mir einen Handlungsvorsprung. Ein Großteil der Kursbewegungen sind Resultate der Kurse selbst und nicht einer Nachricht.

Als Kursmakler erlebt man oft, wie in Funk, Fernsehen und Zeitungen die abstrusesten Erklärungen für Kursbewegungen herhalten müssen, die mit der Börsenrealität nichts zu tun haben. Wenn eine Bank mich beauftragt, den Industriestaubsauger in einer Aktie anzumachen, sprich, alles, was in diesem Wert im Markt erhältlich ist, wegzukaufen, dann steigt diese Aktie natürlich extrem. Von wem die Bank diese Order hat, kann ich nicht wissen. Es kann sich dabei um eine Order der Bank selbst oder eine Kundenorder handeln. Zu ergründen, von wem die Order kommt, ist daher nicht relevant. Wichtig ist nur, dass die Kauforder abgearbeitet wird. Die Kursmaklertätigkeit bringt es mit sich, dass man genau sieht: Eine Aktie steigt, weil ein Marktteilnehmer großes Volumen wegkauft. Am nächsten Tag wird in Zeitungen beispielsweise verkündet, ein Vorstand dieser Firma habe ein Interview gegeben oder man glaube zu wissen, die Firma werde wohl bessere Zahlen veröffentlichen. Ebenso ist es Unfug, wenn berichtet wird, wer angeblich auf der Kaufseite gesichtet worden ist. Außer dem Kursmakler weiß ja niemand, welche an der Börse zugelassene Bank gekauft hat. Und selbst hier ist ihm, wie oben ausgeführt, nicht bekannt, in wessen Namen die Aktien gekauft wurden. Es ist nicht nachzuvollziehen, wie Journalisten behaupten können, institutionelle, private oder sogar japanische bzw. amerikanische Käufe seien für einen Kursanstieg verantwortlich gewesen. Wenn beispielsweise Goldman & Sachs auf der Kaufseite gesichtet wird, kann man nicht daraus schließen, dass für eine amerikanische Adresse gekauft wird. Genauso kann diese weltweit operierende Investmentbank die Order für eine asiatische oder europäische Adresse ausführen.

Wenn ich einen Kurs rechne, ist es völlig gleichgültig, warum die Käufer kaufen und die Verkäufer verkaufen wollen. Selbst wenn ich es wissen wollte, wäre es nicht möglich, die Gründe für die Orders in meinem Skontro zu eruieren. Hierfür müsste ich ja jede Order bis zu ihrem Entscheider zurückverfolgen und die Person nach ihrem Grund fragen. Täte man das, würden die Aussagen sehr überraschen. So könnte eine Antwort sein, dass jemand geerbt und daher Anlagebedarf hat. Ein anderer wird vielleicht sagen, er kauft die Aktie, weil er gehört hat, dass die Allianz heute exzellente Zahlen bringen wird. Wieder ein anderer hat von seinem Nachbarn gehört, dass dieser mit der Aktie bereits ein Vermögen gemacht hat. Ein professioneller Händler kann die Aktie im Rahmen eines Arbitragegeschäfts<sup>1</sup> oder eines Spreadgeschäfts kaufen wollen. Schließlich kann es

---

1 Zum Begriff Arbitragegeschäft folgt ein eigenes Kapitel.

auch sein, dass jemand die Aktie kauft, um seinem Lehrling zu demonstrieren, wie zufällig Kurse entstehen ... Diese Liste ließe sich unendlich fortsetzen. Wichtig ist nur: Das »Warum?« der Order beeinflusst in keiner Weise die Kursfeststellung. Die Orderzettel sind nicht mit Spalten versehen, in welche die Kunden den Grund ihres Wertpapiergeschäftes eintragen müssen. Die einzigen den Kurs bestimmenden Parameter sind die Anzahl und der Kurs, zu dem jemand eine Aktie kaufen will.

Auf der Verkaufsseite sieht es genauso aus. Auch hier gibt es die unterschiedlichsten, aber nicht im Geringsten interessierenden Gründe, warum jemand auf die Idee kommt, eine Allianz zu verkaufen. Möglicherweise hat er sich scheiden lassen, muss seine Frau auszahlen und deshalb verkaufen. Vielleicht hat jemand einen Nachzahlungsbescheid vom Finanzamt bekommen, braucht Liquidität und trennt sich deshalb von seinen Aktien. Oder er will in der Allianz-Aktie, die schon seit langem in seinem Depot ist, einen Gewinn oder Verlust realisieren. Auch kann es sich um einen Insider handeln, der schon weiß, dass die Bilanzzahlen nicht die Erwartungen erfüllen werden. Oder es kommt zu einer Verkaufswelle, ausgelöst durch die Empfehlung irgendeines Börsengurus in der Welt.

Ich musste ziemlich bald einsehen: Wenn ich mich weiterhin mit den Gründen für die Verkaufs- und Kauforders beschäftigen würde, käme ich weder zum Kursrechnen noch zum Eigenhandel. Man kann völlig vernachlässigen, was die Medien gerade glauben machen wollen, warum eine Aktie sich bewegt. Es hat lange gedauert, bis ich akzeptiert habe, dass der Versuch misslingen wird, Kursbewegungen mit spezifischen Gründen unterlegen zu wollen. Es ist pure Energie- und Zeitverschwendung.

Im Maschinenraum eines Schiffes versuchen die Matrosen auch nicht zu enträtseln, warum sie gerade vom Deck die Order erhalten »Volle Fahrt voraus!« oder »Alle Maschinen volle Kraft zurück!«. Es ist irrelevant für sie, wer diesen Befehl aus welchem Motiv heraus gibt. Ihre Aufgabe ist es, Befehle exakt auszuführen. Nicht mehr und nicht weniger. Auf die Börse übertragen ist nur wichtig, welche Anzahl von Aktien zu welchen Kursen geordert wird. Um gut zu handeln, genügt es vollauf zu erkennen, mit welcher Geschwindigkeit und in welche Richtung das Schiff unterwegs ist, wohin also die Orderströme geleitet werden. Dies an sich ist schon schwierig genug. Warum also sich noch mit unnützen Arbeiten ablenken?

### 3.4 Liquidität

In einer anderen Lektion wurde mir der Begriff der Liquidität im Börsenkontext genauer erläutert. Dass diese Größe eminent wichtig ist, sowohl für die Auswahl der Märkte, in denen ich aktiv handeln will, als auch für die Gewinnerwartung und Verlustpotenziale von Investments, hatte ich ja bereits bei dem Kronen-Trade gesehen.

Die Bereitschaft und Fähigkeit zu lernen und das Gelernte zu memorieren, wird durch praktische Beispiele gefestigt. Deshalb hatte mein Chef mich auch die 1000 Kronen zuerst billigst kaufen und dann sofort bestens verkaufen lassen. Er pflegte zu sagen, Paper-Trades seien etwas für zahnlöse Papiertiger. Noch unmittelbarer konnte Liquidität nicht erfahren werden. Anfängern ist eine gleiche Erfahrung zu wünschen. Deutlich preiswerter kann dies mit dem Kauf und sofortigen Verkauf eines Bund-Future-Kontraktes erfolgen.

Er wollte jetzt richtig tief in die Materie einsteigen. Zuerst sollte ich erklären, was ich denn mit dem Begriff Liquidität überhaupt verbinde. Woran könnte ich festmachen, ob es sich bei einem Wert eher um einen liquiden oder illiquiden Wert handelte? Und ganz wichtig die Frage: Müssten Werte abhängig von ihrem Liquiditätsgrad besonders gehandelt werden und falls ja, wie? Die Frage aller Fragen war aber: Böten eher liquide oder illiquide Märkte die höchsten Gewinnchancen?

Er erklärte mir die wichtigsten Punkte der Liquidität zuerst verbal und dann anschaulich mit den Orderbüchern:

1. Markttiefe
2. Marktbreite
3. Sofortigkeit
4. Bid-Ask-Spread (Geld-Brief-Spanne)
5. Erneuerungskraft

**Markttiefe:** Ein Markt ist tief, wenn um den letzten bezahlten Kurs größere Orders ausgeführt werden können, ohne dass dies zu größeren Kursauschlägen führt. Je kurzfristiger der Zeithorizont ist, mit dem eine Position eröffnet wird, umso höher muss die Markttiefe des jeweiligen Produktes sein. In den oben genannten Beispielen, in denen eine Order über 25 Aktien zu stärkeren Kursbewegungen führte, kann demzufolge nicht von einem tiefen Markt gesprochen werden. In einem tiefen Markt hätte sich

der Kurs aufgrund des zu vernachlässigenden Volumens gar nicht oder nur sehr geringfügig bewegen dürfen.

**Marktbreite:** Die Marktbreite kennzeichnet nicht mehr das Volumen von einzelnen Orders, sondern die Anzahl der vorhandenen Orders zu unterschiedlichen Kursen. Hier interessiert indirekt die Anzahl der involvierten Marktteilnehmer. Wenn beispielsweise 119 Geld für 100 000 Aktien ist und es sich hierbei nur um eine einzige Order handelt, so ist das kein breiter Markt, da diese Order genauso schnell gelöscht werden kann, wie sie eingestellt wurde. Setzen sich die 100 000 Aktien auf der Geldseite aber beispielsweise aus 20 verschiedenen Einzelorders mit durchaus unterschiedlichen Volumina zusammen, kann man von einem richtig breiten Markt sprechen. Hier ist die Geldseite relativ unabhängig von der Entscheidung eines Einzelnen. In den meisten elektronischen Börsen gibt es extra eine Funktionalität, die die Marktbreite anzeigt, d. h. aus wie vielen Einzelorders eine kumulierte Geld- oder Briefseite besteht. Sehr viele Orders kulminieren an markanten Punkten von Wertpapieren, wie an runden großen Zahlen bei Aktien oder Futures. In Baissephasen lässt sich immer wieder beobachten, dass auf dem Kurs 10 Euro Hunderte Einzelorders liegen, bevor die Aktie einstellig wird. Die Masse muss wohl denken, dass genau an diesem Punkt die Aktie zu fallen aufhören wird.

**Sofortigkeit:** Dies drückt den zeitlichen Aspekt der Liquidität aus. Die Schnelligkeit, mit der Transaktionswünsche von Investoren umgesetzt werden, bestimmt die Sofortigkeit eines Marktes. Die Bedeutung der Sofortigkeit nimmt in dem Maße zu, in dem der Zeithorizont eines Wertpapiergeschäftes sinkt. Elektronische Börsen, in denen sofort in der Millisekunde des Anklickens das Geschäft getätigt ist, bieten die höchste Sofortigkeit. Umgekehrt ist die Sofortigkeit des Parketthandels immer kleiner. Der Devisenhandel bietet die Sofortigkeit sogar ohne Handelsunterbrechung rund um die Uhr, weshalb dieser Markt auch als einer der liquidesten gilt. Investoren, die sehr große Positionen aufbauen wollen, aber auch solche mit einem langfristigen Zeithorizont, bewerten die Sofortigkeit nicht sehr hoch. Jemand, der eine Aktie mit der Perspektive erwirbt, sie die nächsten 30 Jahre behalten zu wollen, wird auch 1 Minute länger auf die Ausführung warten. Ein Daytrader aber, der vielleicht mit dem 5-Minutenchart handelt und von kleinen Kursschwankungen profitieren möchte, kann unmöglich darauf warten, bis sich auf dem Parkett ein Kursmakler erbarmt und seine Order ausführt. Wenn amerikanische Wirtschaftsnachrichten anstehen, kann sehr gut beobachtet werden,

wie schnell sich dann hier die Kurse bewegen. Jeder Versuch, diese auf dem Parkett mit zu handeln, wird scheitern. Die Anzahl der Kurse, die im Computerhandel binnen einer Sekunde festgestellt werden können, kann kein Kursmakler erfüllen. Die Auftragserfüllungseffizienz und -sicherheit des Computerhandels ist dem Parketthandel immer überlegen.

**Bid-Ask-Spread:** Eine Geld-Brief-Spanne entsteht, wenn nicht gegengleiche Orders ausgeführt werden können. Der Nachfragekurs der Käufer ist niedriger als der Angebotskurs der Verkäufer. Die Käufer möchten so wenig wie möglich zahlen, die Verkäufer so viel wie möglich erzielen. Je liquider eine Börse oder ein Wertpapier ist, desto enger werden die Spannen. Die Konkurrenz vieler Käufer und Verkäufer führt zu einer Verengung der Spanne.

Die Existenz von zwei Kursen für ein Wertpapier zum gleichen Zeitpunkt verdeutlicht, dass an den Börsen neben dem Wertpapier selbst eine Dienstleistung, sprich der Eigentumsübertragungsservice, gehandelt wird. Von diesen Kosten der Eigentumsübertragung hängt es ab, wie dicht Geld- und Briefkurse beieinander liegen. Je geringer der Reibungsverlust der Transaktion, desto geringer die Spanne. Je effizienter ein Produkt oder eine Dienstleistung hergestellt wird, umso günstiger kann sie angeboten werden. Das von Börsen produzierte Produkt ist die Eigentumsübertragung von Wertpapieren, Rohstoffen und Derivaten. Je effizienter also die Aufträge ausgeführt werden können, umso günstiger kann diese Dienstleistung anhand von niedrigen Geld-Brief-Spannen angeboten werden. Da die Aufträge in elektronischen Börsen effizienter und sicherer abgewickelt werden können, ist die Spanne dort vor allem in hochliquiden Werten fast ausnahmslos niedriger als an Parkettbörsen. Der Vorteil des Computers ist in diesen Werten, dass er keine Fehler macht, nicht krank wird, keinen Urlaub braucht und sein Belastungspegel fast unerschöpflich hoch ist.

Bei kleineren Werten, die eben nicht von vielen Banken und Analysten beobachtet werden, fehlt dem Computer der entscheidende Vorteil: Da alle Orders aus der Monopolstellung des Kursmaklers heraus über ihn laufen, kennt er über die Zeit alle Marktteilnehmer, die in dem speziellen Wertpapier entweder bereits Positionen haben oder sich noch positionieren wollen. Wenn ihm beispielsweise eine Person mit einer Kaufabsicht mitteilt, welche Menge sie zu welchem Kurs kaufen möchte, kann der Kursmakler Marktteilnehmer, von denen er weiß, dass diese die Aktien früher gekauft haben, hierauf ansprechen. Potenzielle Käufer und potenzielle Verkäufer können über

die Einschaltung eines neutralen und vertrauenswürdigen Kursmaklers günstiger zueinander finden. Über elektronische Börsen lassen sich nennenswerte Volumen in marktengen und illiquiden Werten schlecht handeln. Beide Seiten haben immer Angst, dass derjenige, der als erster seine Absicht kundtut, indem er eine Order einstellt, über Insiderinformationen verfügt. Diese Gefahr wird weitgehend durch die über Jahre hinweg gewachsenen persönlichen Kontakte des Kursmaklers zu den Marktteilnehmern aufgehoben. Deshalb stellen die Marktteilnehmer in XETRA in engen Werten, wenn überhaupt, nur reine Abfischlimite<sup>1</sup> ein. Der Kursmakler kann hier oft mit deutlich engeren Spannen aufwarten. Die Wahrscheinlichkeit von Insiderwissen in kleineren Werten ist deutlich höher als bei großen Weltfirmen. In den kleinen Werten wird dieses Risiko eingepreist und führt zwangsläufig zu einer Weitung der Spanne.

Die Kursmakler an Parkettbörsen müssen dafür, dass sie Kurse stellen und auch selbst eintreten, zum einen Aktienbestände vorhalten und zum anderen Händler beschäftigen. Beides verursacht Kosten und wird in die Geld-Brief-Spanne eingerechnet. Die Kursmaklertätigkeit entspricht den Aufgaben eines Notars. Beide bieten den Service der Eigentumsübertragung an. So wie der Notar für die reibungslose Abwicklung von Immobiliengeschäften zuständig ist, trägt der Kursmakler dafür Sorge, dass Wertpapiere die Besitzer wechseln. Käufer wie auch Verkäufer werden sowohl beim Immobilien- als auch beim Wertpapiergeschäft gleich behandelt, da sowohl der Notar als auch der Kursmakler neutral zu sein haben. Übrigens ist der Kursmakler genauso wie der Notar amtlich vereidigt und wird vom zuständigen Ministerium ernannt. Die Berufsbezeichnung Kursmakler gibt es nicht mehr. Zunächst wurden sie neudeutsch Finanzintermediäre genannt. Ab Mai 2011 lautet die amtliche Bezeichnung aller an Präsenzbörsen teilnehmenden Personen »Spezialist«. So oft sich die Berufsbezeichnung auch ändern mag, die Tätigkeit bleibt substantziell immer die gleiche.

Mit dem Vergleich der Tätigkeit des Notars eröffnete mir mein Chef ein tieferes Verständnis vom Begriff der Liquidität. Ein Notar aus einem Ballungszentrum, beispielsweise München oder Hamburg, hat mehr zu tun als sein Kollege aus Bad Hersfeld im damaligen Zonenrandgebiet. Mir leuchtete sofort ein, dass das Pendant zu München oder Hamburg bei den Wertpapieren die liquiden großen DAX-Werte

---

1 Zur Thematik der Abfischlimite siehe Kapitel 9.

sind. Dünn besiedelte Städte entsprachen an der Börse eher kleineren und daher weniger liquiden Werten. Eine nicht minder eigene, aber eindringliche Erklärung von Liquidität brachte mein Chef mit einer Analogie zum Blutkreislauf. Je mehr Blut in einem Kreislauf zirkuliert, umso mehr kann hiervon abgezapft werden. Einem Kleinkind kann nicht die gleiche Menge Blut wie einem Erwachsenen entnommen werden, da es sonst kollabieren würde. Das Blut der Börse ist das Geld. In den großen DAX-Werten zirkuliert, um in diesem Bild zu bleiben, deutlich mehr Geld als in den kleineren Nebenwerten. Die Liquidität von großen Werten ermöglicht den Marktteilnehmern größere Gewinne. Umgekehrt kann weniger mit den kleinen Werten verdient werden, da hier insgesamt deutlich kleinere Beträge investiert sind. Damit hatte er indirekt meine Frage, inwieweit Liquidität die Gewinnmöglichkeiten beeinflusst, geklärt.

An dieser Stelle bekam ich die Aufgabe, bis zur nächsten Lektion den Zusammenhang zwischen Kassa- und Terminmarkt anhand des DAX-Index und dem dazugehörigen DAX-Future auszuarbeiten. Erst dann wäre es möglich, den dominierenden Einfluss von Futures und Optionen auf die Geld-Brief-Spanne von Aktienmärkten zu verstehen.

### **3.5 Zusammenhang von Kassa- und Terminmärkten**

Bei Kassamärkten handelt es sich immer um Märkte, an denen direkt die Originalprodukte wie Aktien, Renten, Währungen, Rohstoffe oder Immobilien gehandelt werden. Bis auf Rentenpapiere haben die meisten an Kassamärkten gehandelten Werte keine Laufzeitbegrenzung.

Derivate sind immer von einem Kassamarktprodukt abgeleitete Produkte. Die Wertentwicklung eines Derivates ist also immer an die Wertentwicklung des dazugehörigen Produktes aus dem Kassamarkt gekoppelt.

Zuerst sollte ich anhand eines einfachen Modells erklären, wieso es überhaupt zu einem Termingeschäft kommt. Dies veranschaulichte ich mit einer Geschäftsbeziehung zwischen einem Reisbauern und einem Restaurantbesitzer. Der Reisbauer beliefert schon seit Jahren das Restaurant mit 50 Sack Reis im Jahr. Das Restaurant zahlt jedes Jahr den bei Lieferung aktuellen Marktpreis an den Reisbauern. Der Preis für einen Sack Reis schwankt je nach Ernte stark. In den letzten Jahren waren der höchste Kurs 70 und der tiefste 30 Euro je Sack. Um nicht diesen Preis-

schwankungen unterworfen zu sein und eine sichere Kalkulationsbasis zu haben, handeln eines Tages der Reisbauer und der Restaurantbesitzer einen Vertrag aus. Der Reisbauer verpflichtet sich, im nächsten Jahr dem Restaurantbesitzer 50 Sack Reis zu einem Preis von 50 Euro zu verkaufen. Sie gehen zum Notar und lassen sich den aufgesetzten Vertrag beglaubigen. Aus diesem Dokument gehen die Lieferverpflichtung des Reisbauern und die Abnahmeverpflichtung des Restaurantbesitzers zum vereinbarten Preis und Zeitpunkt hervor. Beide, der Koch wie auch der Reisbauer denken, dass dies ein vorteilhaftes Geschäft für sie ist. Mit dieser Verbriefung sind sie vor ungünstigen Kursentwicklungen geschützt. Wenn die Preise wegen einer besonders üppigen Ernte im Markt gefallen sein sollten, wird der Bauer auf jeden Fall seine 50 Euro je Sack bekommen. Damit sind alle seine Kosten gedeckt und ihm verbleibt auch noch ein kleiner Gewinn. Der Koch hingegen sieht die Sache genau andersherum: Wenn der Preis für Reis, aus welchen Gründen auch immer, stark ansteigen sollte, so muss er nur die vereinbarten 50 Euro je Sack zahlen. Mit diesem Preis, das hat die Vergangenheit gezeigt, arbeitet er nicht nur kostendeckend, sondern verdient auch noch ganz ordentlich. Der Reisbauer hat sozusagen bereits heute seine kommende Ernte im nächsten Jahr für 50 Euro je Sack verkauft. Diesen Vertrag machen die beiden nun mehrere Jahre hintereinander. Der Reisbauer ärgert sich nicht, wenn der Preis einmal deutlich über 50 Euro auf dem Markt gehandelt wird. Der Koch ärgert sich auch nicht, wenn der Preis in einem Jahr deutlich unter 50 Euro gefallen ist, obwohl er dann ja den Sack Reis über den freien Markt deutlich günstiger hätte kaufen können. Beide stellen die Vertragssicherheit über einen kurzfristigen Gewinn.

Drei Monate vor der nächsten Lieferung stirbt der Restaurantbesitzer. Die Witwe verkauft das Restaurant, da sie es nicht weiterführen möchte. Beim Räumen der Schreibtischschublade findet sie die für dieses Jahr gültige und notariell beglaubigte Abmachung mit dem Reisbauern.

Hierin hatte sich ihr verstorbener Mann unwiderruflich verpflichtet, 50 Sack Reis zu 50 Euro in drei Monaten zu kaufen. Sie ist ganz verduzt und weiß nicht, was sie mit diesem Vertrag machen soll. Sie braucht ja jetzt keinen Reis mehr. Deshalb wendet sie sich an ihren Steuerberater. Dieser analysiert schnell die Vereinbarung, verlässt kurz die Kanzlei und kommt mit guten Nachrichten zurück. Er erklärt der Witwe, dass der Reispreis auf dem Markt aktuell bei 100 Euro steht. Das Schriftstück in ihrer Hand sei viel Geld wert. Um exakt zu sein 50 x 50 Euro, also 2500 Euro.

Es gibt jetzt zwei Möglichkeiten: Die erste Alternative ist, einfach abzuwarten und sich den Reis liefern zu lassen und dann am Markt weiter zu verkaufen. Bis dahin kann der Kurs noch weiter steigen, was ihren Gewinn erhöhen würde. Kursverluste würden ihren Gewinn schmälern. Solange der Sack Reis nicht unter 50 Euro fällt, macht sie keinen Verlust.

Alternative B ist, dass sie einen Käufer findet, der 50 Sack Reis in drei Monaten kaufen möchte. Damit wäre der Gewinn sozusagen eingefroren. Die Witwe entscheidet sich für Alternative B. Der neue Besitzer des Restaurants braucht natürlich auch Reis. Er übernimmt gerne die Abnahmeverpflichtung seines Vorgängers. Da er den Reis von dem Reisbauern laut Vertrag zu einem Preis von 50 Euro beziehen wird, der aktuelle Reispreis aber bei 100 Euro liegt, ist dieser Vertrag 2500 Euro wert. Der Vertrag selbst hat einen eigenen Preis, der von der Entwicklung des zugrunde liegenden Reismarktes abhängt. Der Restaurantbesitzer hat diesen Vertrag nicht zu Spekulationszwecken gekauft. Personen, die von weiter steigenden Reispreisen profitieren möchten, können natürlich genau solche Verträge kaufen. Ein Derivat erblickt das Licht der Welt, sobald ein Vertrag zur Lieferung und Abnahme eines Ursprungsproduktes zu einem festgelegten Preis und Zeitpunkt in der Zukunft vereinbart wird.

Beim obigen Beispiel handelt es sich um ein unbedingtes Termingeschäft. Keine der Parteien hat ein Wahlrecht bzw. eine Option. Sowohl der Käufer als auch der Verkäufer müssen unbedingt am Verfalltag erfüllen. Der Käufer muss die vereinbarte Ware zum vereinbarten Preis kaufen. Der Verkäufer muss die vereinbarte Ware zum vereinbarten Preis in der vereinbarten Menge liefern. **Futures sind unbedingte Termingeschäfte.**

**Im Gegensatz hierzu sind Optionen bedingte Termingeschäfte.** Die Käufer von Optionen haben ein Wahlrecht. Sie werden ihre Option nur ausüben, wenn ihre Spekulation aufgegangen ist. Käufer von Optionen haben ein Recht, aber nicht die Pflicht, ihre Option auszuüben.

Die Verkäufer von Optionen haben dieses Wahlrecht nicht. Sie müssen die der Option zugrunde liegende Vereinbarung erfüllen, sobald der Käufer das möchte. Es gibt zwei Grundarten von Optionen. Die Kaufoption, auch Call genannt, und die Verkaufsoption, die Put genannt wird.

### **Calls:**

Der Käufer eines Calls hat die Option, zu einem bestimmten Zeitpunkt eine bestimmte Anzahl von Aktien zu einem festgelegten Kurs, dem Basispreis, zu kaufen. Er wird diese Option nur ausüben, sich also die Aktien liefern lassen, wenn der vereinbarte Kurs unter dem Börsenkurs liegt.

Ein Beispiel: Ich kaufe eine Call-Option auf Allianz mit dem Basispreis 75 Euro. Notiert am Ausübungstag der Option die Allianz-Aktie an der Börse bei 100 Euro, dann übe ich die Option aus. Ich lasse mir die Aktien zum vereinbarten Preis von 75 Euro liefern und verkaufe diese am Markt für 100 Euro. Damit realisiere ich einen Gewinn von 25 Euro je Aktie.

Notiert die Allianz allerdings bei 60 Euro am Verfalltag der Option, so lasse ich diese verfallen und übe sie nicht aus. Bei der Ausübung der Option würde ich ja 75 Euro für die Allianz-Aktie zahlen, die ich aber aktuell zu 60 Euro an der Börse kaufen könnte. Käufer von Call-Optionen spekulieren immer auf steigende Kurse des zugrunde liegenden Basiswertes.

Damit ich die Kaufoption erwerben kann, muss sich jemand bereit erklären, mir diese zu verkaufen. Der Verkäufer einer Kaufoption spekuliert also auf fallende Kurse. Der Verkäufer des Calls muss auf Verlangen die Aktien zum vereinbarten Kurs liefern. Er hat kein Wahlrecht wie der Käufer des Calls. Dafür, dass er sich verpflichtet, die Aktie zu liefern, erhält er eine Prämie. Mit steigender Laufzeit der Option steigt die Prämie, die der Verkäufer des Calls verlangen wird. Der Zeitwert einer lang laufenden Option muss höher sein als der einer kurzen. Der Gewinn des Verkäufers des Calls ist auf die vereinnahmte Prämie begrenzt. Wenn ich einen Call auf Allianz mit Basispreis 75 **Short verkauft** und dafür 5 Euro Prämie erhalten habe, können sich am Verfalltag folgende Szenarien ergeben:

1. Der Kurs der Allianz ist unter 75 Euro. In diesem Fall wird die Option nicht ausgeübt, sie verfällt wertlos und ich realisiere 5 Euro Gewinn.
2. Der Kurs der Allianz notiert bei Verfall über 75, beispielsweise bei 100 Euro. Jetzt muss ich die Allianz dem Käufer des Calls zum vereinbarten Basispreis von 75 Euro liefern. Ich verkaufe die Aktie also 25 Euro niedriger als der aktuelle Marktpreis ist. Damit entsteht mir ein Verlust in Höhe von 20 Euro (25 Euro Kursverlust abzüglich der Prämie von 5 Euro, die ich zuvor erhalten habe). Das Verlustpotenzial ist bei verkauften Optionen theoretisch unendlich hoch. Wenn die Allianz auf 2000 Euro innerhalb der Laufzeit der Option gestiegen wäre, hätte ich trotzdem die Aktie zum Basispreis von 75 liefern müssen.

Der verstorbene Restaurantbesitzer hätte sich auch mit dem Kauf eines Calls vor steigenden Reispreisen schützen können. Er hätte beispielsweise einen Call mit Basispreis 50 kaufen können. Bei

Preisen über 50 Euro je Sack Reis am Laufzeitende hätte er sich einfach die Ware liefern lassen und dafür die vereinbarten 50 Euro bezahlt. Er hätte die Option wertlos verfallen lassen, wenn am Ende der Laufzeit der Preis je Sack Reis unter den vereinbarten 50 Euro notiert hätte. Dann wäre ihm ein Verlust in Höhe der gezahlten Optionsprämie entstanden. Die von ihm benötigte Reismenge kann er in diesem Fall direkt am Markt zu den günstigeren Kursen kaufen.

Der Reisbauer verkauft den Call, weil er keine steigenden Kurse erwartet. Er vereinnahmt die Optionsprämie. Er ist nicht abgesichert, wenn der Reispreis drastisch fallen sollte. Ist der Kurs bei Verfall unter dem Basispreis, so wird der Käufer die Option nicht ausüben. Der Reisbauer kann seine Ware jetzt nur zum niedrigeren Marktpreis verkaufen. Die erhaltene Optionsprämie reduziert seinen Verlust.

Wenn bei Verfall der Reispreis über dem Basispreis steht, so muss er die vereinbarte Anzahl an Säcken Reis zu 50 Euro liefern. Hätte er den Call nicht geschrieben, das bedeutet in der Fachsprache eine Option zu verkaufen, dann könnte er seinen Reis zu den höheren Preisen am Markt verkaufen.

**Der Käufer eines Calls spekuliert immer auf steigende Kurse.**

**Der Verkäufer eines Calls spekuliert immer auf sinkende Kurse.**

**Puts:**

Der Käufer eines Puts hat das Recht, zu einem vereinbarten Zeitpunkt eine bestimmte Anzahl von Aktien zu einem festgelegten Preis zu **verkaufen**. Er wird diese Option nur ausüben, wenn zum Verfallzeitpunkt der Börsenkurs unter dem vereinbarten Kurs liegt. Ein Beispiel: Ich kaufe eine Put-Option auf Allianz mit dem Basispreis 75 Euro. Notiert am Ausübungstag der Option die Allianz-Aktie an der Börse bei 50 Euro, dann übe ich die Option aus. Ich nehme mein Recht aus der Option wahr und verkaufe die Allianz-Aktien zum vereinbarten Preis von 75 Euro. Da ich die Aktien am Markt für 50 Euro zurückkaufen kann, realisiere ich einen Gewinn von 25 Euro. Wenn ich die Aktien bereits im Bestand hatte, verkaufe ich sie dem Stillhalter der Option, das ist die Person, die mir den Put verkauft hatte. Ohne das Optionsgeschäft könnte ich meine Aktien nur zum Marktpreis von 50 Euro verkaufen. Der Kauf des Puts versetzt mich in die Lage, jetzt zu 75 Euro verkau-

fen zu können. In diesem Beispiel sind alle Verluste, die mir unterhalb von 75 Euro entstehen würden, abgesichert. Selbst wenn der Kurs der Allianz auf 1 Euro fällt, kann ich über die Option die Aktien zu 75 verkaufen.

Notiert die Allianz am Verfalltag der Option allerdings bei 85 Euro, lasse ich diese verfallen und übe sie nicht aus. Bei der Ausübung der Option müsste ich die Aktien zu 75 Euro verkaufen. Ich ziehe natürlich den an der Börse erzielbaren höheren Kurs von 85 Euro vor. **Käufer von Put-Optionen spekulieren immer auf fallende Kurse des zugrunde liegenden Basiswertes.**

Damit ich die Verkaufsoption kaufen kann, muss sich jemand bereit erklären, mir diese zu verkaufen. Der Verkäufer eines Puts, auch Stillhalter der Option genannt, spekuliert also auf steigende Kurse. Er muss auf Verlangen die Aktien zum vereinbarten Preis abkaufen und hat kein Wahlrecht wie der Käufer des Puts. Deshalb ist es seine Pflicht, bis zum Verfall »stillzuhalten«. Dafür, dass er sich verpflichtet, die Aktien zum vereinbarten Kurs zu kaufen, erhält er die Optionsprämie. Mit steigender Laufzeit der Option steigt die Prämie, die der Verkäufer des Puts verlangen wird. Der Zeitwert eines lang laufenden Puts muss höher sein als der eines kurz laufenden. Der Gewinn des Verkäufers des Puts ist auf die vereinnahmte Prämie begrenzt. Wenn ich einen Put auf Allianz mit Basispreis 75 verkaufe und dafür 5 Euro erhalten habe, können sich am Verfalltag folgende Szenarien ergeben:

1. Der Kurs der Allianz ist über 75 Euro. In diesem Fall wird die Option nicht ausgeübt, sie verfällt wertlos und ich realisiere die 5 Euro Prämieinnahmen als Gewinn.
2. Der Kurs der Allianz notiert bei Verfall unter 75, beispielsweise bei 50 Euro. Jetzt bin ich verpflichtet, die Aktien zum vereinbarten Kurs zu 75 Euro zu kaufen. Mit dem Moment der Ausübung verbuche ich einen Verlust, da ich für die Allianz, die an der Börse bei 50 steht, 25 Euro mehr zahle. Der Käufer des Puts verdient die 25 Euro, die mir jetzt als Verlust entstehen. Netto verliere ich nur 20 Euro, da die zuvor erhaltene Optionsprämie den mir entstehenden Verlust um 5 Euro reduziert. Das Verlustpotenzial ist bei verkauften Put-Optionen auf die Kurshöhe des zugrunde liegenden Basiswertes begrenzt. Die Allianz-Aktie kann maximal auf Null fallen. In diesem Fall müsste ich immer noch die Aktie zu 75 Euro kaufen. Diese 75 Euro abzüglich der erhaltenen Optionsprämie sind mein maximal möglicher Verlust.

Der Reisbauer hätte sich mit dem Kauf eines Puts vor fallenden Kursen schützen können. Er hätte beispielsweise einen Put mit Basispreis 50 Euro kaufen können. Bei Preisen über 50 Euro hätte er die Option wertlos verfallen lassen. Jetzt kann er auf dem freien Markt seinen Reis zu den höheren Preisen verkaufen. Ihm entsteht lediglich ein kleiner Schaden in Höhe der gezahlten Optionsprämie für den Kauf der Put-Option. Kursrückgänge unter 50 Euro hätten dem Reisbauern keine Verluste beschert. Bei Reispreisen unter 50 Euro wird er die Put-Option ausüben und seine Ernte an den Stillhalter des Puts zum vereinbarten Basispreis verkaufen. Selbst wenn niemand mehr Reis haben will und der Preis infolgedessen auf null fällt, muss der Stillhalter des Puts die vereinbarten 50 Euro bezahlen.

Der Restaurantbesitzer verkauft den Put, weil er keine fallenden Kurse erwartet. Er vereinnahmt die Optionsprämie. Er ist nicht abgesichert, wenn der Reispreis deutlich steigen sollte. Ist der Kurs bei Verfall über dem Basispreis, so wird der Käufer des Puts die Option nicht ausüben. Der Restaurantbesitzer muss seine benötigte Reismenge regulär am Markt zum höheren Preis kaufen. Die erhaltene Optionsprämie reduziert seinen Verlust.

Wenn bei Verfall der Reispreis unter dem Basispreis steht, so muss er die vereinbarte Anzahl von Säcken an Reis zu 50 Euro kaufen. Hätte er den Put nicht geschrieben, also leer verkauft, dann könnte er seinen Reis zum niedrigeren Marktpreis kaufen. Der Verkäufer des Puts erwartet relativ stabile Kurse. Er dürfte keinen Put schreiben, wenn er von fallenden Kursen ausgehen würde. Von nachhaltig steigenden Kursen würde er am meisten mit dem Kauf eines Calls profitieren.

**Der Käufer eines Puts spekuliert immer auf fallende Kurse des zugrunde liegenden Basiswertes. Der Verkäufer eines Puts spekuliert darauf, dass die Kurse stabil bleiben oder steigen.**

Mein Chef hatte nur wenig Ahnung von Futures und Optionen, da bis zur Gründung der DTB (Deutsche Terminbörse), dem Vorläufer der heutigen EUREX, in Deutschland Termingeschäfte weitgehend verboten waren. Deshalb hatte ich so weit ausgeholt und mich des Modells mit dem Reisbauern und dem Restaurantbesitzer bedient. Ich hatte mich im Vertiefungsstudium an der Uni auf Derivate spezialisiert. Nachdem ich mich vergewissert hatte, dass der Chef die Grundlagen verstanden hatte, war es nicht mehr schwer, den Zusammenhang zwischen Kassa- und Terminmarkt anhand des DAX-Index und dem dazugehörigen DAX-Future zu erklären. Den dominierenden Einfluss von Futures und Optionen auf die Geld-Brief-Spanne von Aktienmärkten hatte er bereits verstanden.

Es war unbestreitbar, dass Terminmärkte die Kassamärkte beleben. Die Kursmakler in Frankfurt, speziell diejenigen mit DAX-Werten im Skontro, hatten seit der Gründung der DTB deutlich mehr zu tun. Termin-geschäfte führen zu Absicherungsgeschäften in den Kassamärkten. Ich erklärte ihm, dass die Existenz eines Derivatemarktes sich auf die Geld-Brief-Spanne in den Kassamärkten in fünffacher Hinsicht verengend aus-wirkt.

1. Die Kursänderungsrisiken sinken, da über derivative Instrumente Kassapositionen abgesichert werden können.
2. Die Kapitalbindungskosten sinken, da am Terminmarkt durch Verop-tionierung der Kassabestände Zusatzgewinne in Form der Options-prämie realisiert werden können.
3. Die Kapitalbindungskosten sinken, da die Kassaposition mit einem deutlich geringeren Kapitaleinsatz an den Terminmärkten abgesi-ichert werden kann.
4. Die Termingeschäfte induzieren höhere Umsätze im Basiswert. Dies führt zu einer Erhöhung der Transaktionsfrequenz und hierdurch wieder zu einer Senkung der Geld-Brief-Spanne.
5. Die Möglichkeit, eine Aktienposition auch synthetisch am Termin-markt aufbauen zu können, verstärkt den Wettbewerb zwischen bei-den Börsen und führt hierüber zu einer Spannenreduktion.

Der Bid-Ask-Spread einer Aktie sinkt, wenn sie an in Konkurrenz zuein-ander stehenden unterschiedlichen Börsen gehandelt wird. Sowohl Arbi-tragegeschäfte als auch der intensive Wettbewerbsdruck führen zu einer Spannenreduzierung.

Der Chef war sichtlich von meinen theoretischen Kenntnissen über derivative Produkte angetan. Obwohl es spät geworden war, wollte er von mir wissen, ob ich ihm den Zusammenhang zwischen dem DAX-Future und der Allianz, unserem DAX-Wert genauer erklären könne. Ich konnte.

Es ist möglich, an der DTB mit Optionen direkt auf die Kursentwick-lung einer Einzelaktie, wie beispielsweise Allianz, zu spekulieren. Möchte aber jemand sein Risiko diversifizieren, so wird er eine größere Anzahl von Aktien kaufen wollen. Die 30 größten Gesellschaften sind in einem Korb namens DAX (Deutscher Aktienindex) zusammengefasst. Unter anderem ist die Allianz dabei. Um diesen Index abzubilden, müsste ein Investor jedes Mal diese 30 Aktien kaufen oder verkaufen. Die hieraus

resultierenden, nicht unerheblichen Transaktionskosten können umgangen werden, wenn statt der 30 Einzelaktien eine einzelne, künstliche »DAX-Aktie« gehandelt werden könnte. Der DAX-Index ist aber keine Aktie, sondern eine rein rechnerische Größe.

Die Börse bietet einen Future auf diesen DAX-Index an. Ein DAX-Future lässt sich kostengünstiger, einfacher und schneller handeln als 30 Einzelaktien. Der Wert des DAX-Futures leitet sich aus dem Wert des DAX-Indexes ab. Der DAX-Index wiederum berechnet sich direkt aus der Kursentwicklung der in ihm enthaltenen Aktien. Wenn unsere Allianz um 10 % steigt und die übrigen 29 DAX-Aktien unverändert notieren, wird der DAX-Index in der Gewichtung der Allianz steigen. Die 10-prozentige Kurssteigerung in Allianz würde, wenn sie im Index mit 5 % gewichtet ist, zu einer 0,5-prozentigen Kurssteigerung im DAX-Index führen. Wenn der DAX-Index steigt, wird der DAX-Future, da er ja diesen Index repräsentiert, auch in etwa der gleichen Höhe steigen.

Hier muss differenziert werden:

Der DAX-Index muss exakt um 0,5 % steigen und wird dies auch tun, da er nur berechnet wird. Da der DAX-Index selbst nicht gehandelt werden kann, gibt es dafür kein Orderbuch. Allein die Mathematik bestimmt den Wert des DAX-Indexes.

Der DAX-Future hingegen ist ein handelbares Produkt und hat somit ein eigenes Orderbuch. Der Wert bestimmt sich also aus der jeweiligen Angebots- und Nachfragesituation im DAX-Future-Orderbuch. Daher kann der gehandelte Preis des DAX-Futures vom theoretisch rechnerischen Preis abweichen.

Der Chef hatte mitgedacht, weil er bemerkte, dass dann aber doch sofort die Arbitrage einsetzen würde. Ja, genau so war es!

Er kannte die Arbitrage von den Aktien her nur allzu gut. Ein Arbitrageur nutzt Preisdifferenzen an unterschiedlichen Börsen in einer Aktie aus, um sich risikolos einen Gewinn zu sichern. Wenn unsere Allianz an einer Regionalbörse niedriger gehandelt wurde, sorgten sofort Arbitrageure dafür, dass die Kurse sich wieder angleichen. Der Arbitrageur kaufte beispielsweise an der Münchener Börse 1000 Allianz zu 435 DM und verkaufte sie sofort in Frankfurt zu 435,95 DM weiter. Er hatte damit risikolos einen Gewinn von 950 DM gemacht. Arbitrage war nur möglich, wenn es zu einem Wert unterschiedliche Orderbücher gab. In Allianz gab es damals in Deutschland insgesamt acht Orderbücher, da die Aktie an so vielen Börsen gehandelt wurde. Die Aktien notierten selten an allen Börsen zum exakt gleichen Kurs. Die Arbitrage sorgte dafür, dass die Kurse sich in

etwa der gleichen Höhe befanden. Kam es an einer Börse aus der Orderbuchsituation heraus zu abweichenden Kursen, so wurde so lange arbitriert, bis die Kurse der Aktien so dicht beieinander waren, dass risikolos keine Gewinne gemacht werden konnten.

Dass die Arbitrage zwischen dem DAX-Future und dem zugrunde liegenden DAX-Index nach der gleichen Logik funktionieren müsste, war naheliegend. Jetzt sollte ich erklären, wie genau die Arbitrage zwischen dem DAX-Future und den dem DAX-Index zugrunde liegenden Aktien erfolgte.

Der DAX-Future notiert meist höher als der DAX-Index selbst. Je länger die Laufzeit des Futures, umso größer der Abstand zum DAX-Index. Kurz vor Verfall des Futures schmilzt dieser Spread fast auf null. Am letzten Handelstag sind dann beide Kurse nahezu identisch. Der Grund hierfür ist ein relativ einfacher. Ein Investor, der die 30 DAX-Werte besitzt, könnte ja auf folgende Idee kommen: Er verkauft seine Aktien und kauft sich dagegen einen DAX-Future. Die Erlöse aus dem Verkauf der Aktien kann er bis zum Laufzeitende verzinst anlegen. Für den Kauf des Futures fließt kein Geld ab, da dafür nur eine Sicherheit, die sogenannte Margin, verlangt wird. Damit könnte er also risikolos Gewinne machen. Von der Positionseite her ändert sich ja für ihn nichts, da der DAX-Future die verkauften 30 Aktien wertmäßig repräsentiert. Der Verkäufer des Futures berücksichtigt aber genau diesen Sachverhalt und verlangt einen um die Zinserträge eingerechneten höheren Futurepreis.

Ein DAX-Future mit einer langen Laufzeit muss höher notieren als ein Future mit einer kürzeren Laufzeit, obwohl beide den gleichen Aktienkorb repräsentieren. Jetzt wurde klar, dass beispielsweise bei einem DAX von 4000 der DAX-Future, wenn er noch 9 Monate läuft, vielleicht bei

4090 notieren wird und wenn er nur noch 1 Monat läuft, vielleicht bei 4020 notiert.

**Der Abstand zwischen dem DAX-Index und dem DAX-Future sinkt mit abnehmender Restlaufzeit des Futures.**

Die Aufnahmekapazität meines Bosses war jetzt erschöpft. Er hatte für heute viele neue Sachen gehört und, wie mir schien, auch verstanden. Ich war wirklich beeindruckt davon, wie wissbegierig



der alte Herr noch war. Wir vereinbarten, sofern der Markt es zuließe, am nächsten Tag mit der Erläuterung, wie die Arbitrage des DAX-Futures mit der Kasse vonstattengeht, fortzufahren.

### **3.6 Arbitrage zwischen DAX-Future und den DAX-Kassawerten anhand eines Beispiels**

Am nächsten Tag war die Börse relativ ruhig. Der gesamte Markt wartete auf die amerikanischen Arbeitsmarktzahlen um 14.30 Uhr. Die Umsätze waren dünn.

Der DAX bewegte sich bis 13.30 Uhr zwischen 3100 und 3120 Punkten. Der Abstand zwischen dem DAX-Future und dem DAX betrug während der gesamten Parkettbörsensitzung nur wenige Punkte, ganz so, als ob eine unsichtbare Hand keine Abweichung zulassen würde. Der Abstand war so gering, da der Future in zwei Tagen auslaufen würde. Ich hatte beide Charts übereinander gelegt und man konnte sehr deutlich erkennen, dass der Future zwei bis vier Punkte parallel über der Kasse verlief. Wir waren noch rechtzeitig vor den Zahlen vom Essen zurück. Der Chef pflegte, wenn der Markt in Erwartung eines Ereignisses so ausdünnte, keine großen Positionen zu halten. Er verglich diese Marktphasen mit der Feder einer mechanischen Uhr, die bis zum Zerreißen angespannt ist. Wenn die Feder dann zerriss, konnte sie in jede Richtung fliegen.

Um 14.29 Uhr beobachteten wir gespannt die Liste mit den XETRA-Kursen der 30 DAX-Werte und die Orderbücher samt Charts von Allianz und dem DAX-Future. Der Abstand zwischen Kasse und Future betrug immer noch wenige Punkte. Der Future notierte bei 3120 Punkten. Normalerweise wäre der Chef um diese Zeit noch beim Essen gewesen. Er handelte nur zu den Kernzeiten der Präsenzbörse. Punkt 14.30 Uhr kam auf einmal totale Hektik in den Markt.

FDAX, das war das Kürzel des DAX-Futures, stand binnen Sekunden bei 3160 Punkten. Ich machte den Chef auf den gestiegenen Abstand zwischen Kasse und Future aufmerksam. Der FDAX war jetzt bei 3195, während der DAX bei 3120 stand. Das war ein Spread von 75 Punkten. Der Spread musste jetzt wieder zusammenlaufen! Die Arbitrage würde dafür sorgen. Die Arbitrageure würden so lange die DAX-Werte kaufen und dagegen den Future verkaufen, bis der Abstand sich wieder bei dem rechnerisch korrekten Abstand von einigen Punkten eingependelt

hätte. Tatsächlich, in der Liste der 30 DAX-Aktienwerte leuchteten immer wieder zur gleichen Zeit grüne Pfeile auf. Das signalisierte, dass der letzte bezahlte Kurs höher als der vorhergegangene war. Die Kurse wurden regelrecht hochgepeitscht. Während die Aktien jetzt allesamt miteinander stiegen, fiel parallel dazu der FDAX. Nach 3 Minuten hatte sich der Markt entladen. Der FDAX kam zurück auf 3150 und der DAX-Index stieg auf 3147. Jetzt stimmte der Abstand zwischen Kasse und Termin wieder.

Mein Chef war von meiner eingetroffenen Vorhersage nicht schlecht überrascht. Das mit dem Abstand kannte er nicht und hatte es daher noch nie beachtet. Er wollte das ganz genau erklärt haben. Wir gingen in sein ruhigeres Büro. Sofort schossen aus ihm nur so die Fragen: Wie können die so schnell die Orders eintippen? Wie behalten die den Überblick, was zu teuer und was zu billig ist? Und warum steigt der Future überhaupt so schnell und so verrückt? Ich sah, wie der alte Herr richtig von der Geschwindigkeit der elektronischen Börse überrollt wurde. Es war für ihn alles zu schnell. Seine Generation kam mit dieser Taktung nicht mehr klar. Meine Generation wiederum konnte mit seiner beim Trinken nicht mithalten. Es war unglaublich, wie viel Alkohol diese Händler der Nachkriegsgeneration trinken konnten und trotzdem am nächsten Tag, ohne dass man ihnen auch nur das Geringste anmerkte, ihren Job erledigten.

Es war schon eine paradoxe Situation, dass ich als Lehrling jetzt dem Meister etwas beibringen sollte. Zumal ich, um die Kapriolen des DAX-Futures erklären zu können, auf genau die Themen, die er mir vor kurzem beigebracht hatte, zurückgreifen musste.

Zuerst galt es, mit dem Konzept der Liquidität und mit dem Wissen, wie Kurse entstehen, die Kursexzesse im Future vorhin zu erklären. Normalerweise ist der DAX-Future ein hochliquider Markt. Er zeichnet sich durch eine große Markttiefe und Marktbreite, hohe Umsätze und sehr enge Geld-Brief-Spannen aus. In solch einem Umfeld sind erratische Kursbewegungen, wie wir sie gerade gesehen hatten, nicht möglich. Also, was war geschehen? Nun, der ganze Markt wusste von den Arbeitsmarktzahlen. Ich brauchte meinem Chef nicht zu erklären, dass professionelle Händler in solchen Situationen kein Roulette spielen. Bevor die Nachricht selbst veröffentlicht ist, eröffnen sie keine neuen Positionen und tendieren dazu, alte Positionen zu schließen. Sie löschen die meisten ihrer Orders und warten ab. Dies führt dazu, dass das Orderbuch im Future löchrig wie Schweizer Käse wird. Der zuvor hochliquide Future

hat kurz vor den Zahlen alle Kennzeichen eines illiquiden Wertes aus der dritten Reihe. Im Orderbuch verbleiben nur wenige Orders. Die Abstände zwischen den einzelnen Limiten sind groß. Die durchschnittliche Ordergröße sinkt. Schon kleinste Orders können zu großen Kursbewegungen führen.

Die ausgetrocknete Liquidität allein erklärt nicht die dann regelmäßig folgenden Kurssprünge. Die Form der Kursfeststellung, die »Order-driven« erfolgt, führte zu den krassen Kursbewegungen. Ein regulativ eingreifender Kursmakler hätte, wie auf dem Parkett, solch absurde Kursbewegungen verhindert. Er achtet darauf, dass die festgestellten Kurse nicht fern jeder Realität sind. Der Kursmakler kann selbst eintreten oder einen marktfernen Kurs einfach nicht feststellen.

Jetzt schloss sich der Kreis. Da an den elektronischen Börsen die Kurse ohne Kursmakler festgestellt wurden, konnten bei ausgedünnter Orderlage die Kursexzesse entstehen.

Ich ging an den Flipchart und drehte die Seiten um, auf denen noch die Erklärungen zu der Kursfeststellung von einer der letzten Lektionen hingen. Erst dieses neulich erworbene Wissen brachte mich in die Situation, überhaupt nachvollziehen zu können, was im Future gerade eben geschehen war. Theoretisch sah es sehr einfach und lukrativ aus. Ich musste nur früh genug auf die richtige Richtung setzen und schwups war es möglich, binnen weniger Minuten, zum Teil sogar Sekunden, erhebliche Profite zu machen. Das war aber nur die Theorie. Die Wirklichkeit sah folgendermaßen aus: Das Orderbuch leert sich kurz vor den Zahlen. Auch aus dem separat geführten und nur für die Börse einseharen Stopp-Orderbuch werden Stop-Buy- und Stop-Sell-Aufträge gelöscht. Sobald ein Stopp-Level erreicht ist, wird die Stop-Order aktiviert und wandert elektronisch in das Hauptorderbuch. Eine Stop-Buy-Order über 10 Kontrakte bei 3160 wird wie folgt abgewickelt: Solange der FDAX unter diesem Stopp-Level ist, ist diese Order im Hauptorderbuch nicht sichtbar. Sobald der Future auch nur einmal 3160 oder darüber notiert, wird die Stopp-Order getriggert, sprich aktiviert. Jetzt wandert die Order in das Hauptorderbuch und wird dort market, also billigst, ausgeführt. Die Stop-Buy-Order wird zu den Briefkursen, die in dieser Millisekunde offeriert werden, abgewickelt. Dem Computersystem ist es dabei gleich, ob diese kleine Order zu einem Kursanstieg von 10, 20, 30, 50 oder auch 150 Punkten führt. Die Order wird nach den Regeln ordnungsgemäß abgewickelt mit dem zu diesem Zeitpunkt günstigsten Briefkurs.

FDAX				FDAX STOPP			
1	3112	3	3120	5	3130	5	3070
1	3101	1	3125	5	3150	2	3080
5	3100	2	3137	10	3160	10	3098
3	3095	5	3150	2	3170		
2	3087	1	3160	25	3200		
1	3080	3	3168				
15	3075	10	3177				
35	3070	50	3195				
5	3063	22	3199				
150	3050	100	3200				

Von diesen beiden Orderlagen ausgehend, wollte ich nun die Bewegung im Future um 14.30 Uhr erklären und dann den Einsatz der Arbitrage aufzeigen. Um Punkt 14.29 Uhr und 59 Sekunden stand der Future 3112 zu 3120. Der Trader, der als erster die eingehende Meldung gelesen hatte, drückte die vorbereitete Kauforder von 5 Kontrakten market ab. Die Order wird in der Millisekunde ausgeführt. Dabei kaufte er 3 Kontrakte bei 3120, einen bei 3125 und den letzten bei 3137.

Uhrzeit	Kurs	Anzahl	
14.30.01	3120	3	Teilausführung, schneller Trader, der 5 billige eintippt
14.30.01	3125	1	Teilausführung, schneller Trader, der 5 billige eintippt
14.30.01	3137	1	Restausführung der Order des schnellen Traders

Der letzte Print sorgte dafür, dass die erste Stop-Buy-Order über 5 Kontrakte bei 3130 aktiviert wird. Diese Order wanderte jetzt in das Hauptorderbuch und wurde wie eine Billigst-Order ausgeführt. Ein Kontrakt wurde bei 3137, die übrigen 4 bei dem nächsten Limit bei 3150 ausgeführt. Dieser Käufer wird sich vielleicht gewundert haben, da er ja ursprünglich bei 3130 ein- oder ausgestoppt werden wollte, dies aber tatsächlich 20 Punkte höher geschah.

Uhrzeit	Kurs	Anzahl	
14.30.02	3137	1	Teilausführung, 5 Kontrakte Stop-Buy 3130
14.30.02	3150	4	Restausführung, 5 Kontrakte Stop-Buy 3130

Der letzte Print von 3150 aktivierte wiederum die nächste Stop-Buy-Order über 5 Kontrakte bei 3150. Der erste Kontrakt wurde auch zu diesem Preis abgerechnet. Ein weiterer konnte bei 3160 und die verbleibenden

3 Kontrakte dann bei 3168 ausgeführt werden.

Uhrzeit	Kurs	Anzahl	
14.30.03	3150	1	Teilausführung, 5 Kontrakte Stop-Buy 3150
14.30.03	3160	1	Teilausführung, 5 Kontrakte Stop-Buy 3150
14.30.03	3168	3	Restausführung, 5 Kontakte Stop-Buy 3150

Die Kursfeststellung von 3160 im Future aktivierte die Stop-Buy-Order über 10 Kontrakte bei 3160. Diese Order durfte nicht sofort ausgeführt werden, da die vorhergehende zeitlich eine höhere Priorität hatte. Erst nachdem die Stop-Buy-Order 5 Kontrakte mit Limit 3150 abgearbeitet war, konnte diese Stopp-Order zum Zuge kommen. Die ganze Stop-Buy-Order konnte bei 3177 ausgeführt werden.

Uhrzeit	Kurs	Anzahl	
14.30.03	3177	10	Komplettausführung, 10 Kontrakte Stop-Buy 3160

Der 3177er Kursprint aktivierte jetzt das letzte Stopp-Buy-Limit bei 3170 mit 2 Kontrakten. Diese wurden in der gleichen Millisekunde bei 3195 ausgeführt.

Uhrzeit	Kurs	Anzahl	
14.30.03	3195	2	Komplettausführung, 2 Kontrakte Stop-Buy 3170

Derjenige, der diese Stopp-Order reingelegt hatte, wird sich dumm und dämlich geärgert haben. Er kaufte die Futures 25 Punkte höher, als er seinen Stopp limitiert hatte. Wir schauten uns im Times und Sales Sheet die festgestellten Kurse an und mein Chef war fassungslos. Der Dax-Future war in 4 Sekunden um 75 Punkte mit kleinem Volumen gestiegen. Das waren über 2 %! »Ja, sind die denn alle verrückt? Warum verbietet die Börse solchen Humbug nicht?«, wollte mein Chef wissen. Ich konnte dazu nur mit den Schultern zucken. Die Börse bietet eine hoch effiziente Handelsplattform an. Die Kursfindung ist transparent und für jeden, der versteht, wie Kurse gerechnet werden, nachvollziehbar. Ich hatte auch schon oft genug eingezahlt, weil ich nicht um die Zusammenhänge der Liquiditätsausdünnung und der Kursfindungsmethodik wusste. Erst dieses neu erworbene Wissen ermöglichte die Anwendung profitabler Strategien. Der Handel lief computerisiert ab. Versuche, Orders per Hand einzugeben,

schlugen fehl, da dies in »Fast-Market-Phasen« zu langsam war. Mittels Stopp-Orders auf den fahrenden Zug aufzuspringen misslang auch, weil sie zu extrem schlechten Kursen ausgeführt wurden. Die profitable Strategie bestand damals darin, einfach diejenigen, die sich zu schlechten Kursen einstoppen ließen, die Stücke zu verkaufen. Man brauchte nur vor der Veröffentlichung der Zahlen sogenannte Abfischlimate gestaffelt einzustellen.

Uhrzeit	Kurs	Anzahl	
14.30.15	3185	8	Arbitrage
14.31.00	3180	20	Arbitrage
14.31.04	3178	2	Arbitrage
14.31.25	3175	5	Arbitrage
14.33.00	3170	41	Arbitrage

Theoretisch könnten die Kurse im Future noch viel weiter steigen, aber praktisch wird dies durch die Arbitrage verhindert. Die nächsten Zeilen im Times und Sales Sheet waren fallende Kurse. Die Arbitrage hatte eingesetzt. Zwei Tage vor Verfall des DAX-Futures war dieser bis auf wenige Punkte identisch mit dem Dax-Index gewesen. Als der Future bei 3195 war, notierte er 75 Punkte höher als der DAX-Index. Rein rechnerisch durfte dieser Abstand an diesem Tag nur wenige Punkte betragen. Ich wiederholte noch einmal, dass es ja keinen Unterschied machte, ob ich die dem DAX zugrunde liegenden 30 Werte oder eben synthetisch den Future darauf kaufte. Mit einem Seitenhieb auf die letzte Lektion bemerkte ich, dass man ja jetzt kein Nasa-Forscher sein müsse, um zu erkennen, dass Arbitrage möglich ist.

Ich konnte jetzt den DAX über den Kauf der 30 Aktien günstig erwerben. Genau diesen DAX verkaufte ich danach synthetisch über den Future deutlich höher. Der Spread war 75 Punkte. In dem Moment, in dem ich beide Seiten der Arbitrage abgewickelt hatte, war der Gewinn eingelockt. Jetzt musste ich nur bis zum Verfall warten, die Gegengeschäfte machen und meinen Gewinn realisieren. Er hatte verstanden. Sowohl die Käufe in den 30 Aktien in XETRA als auch die Verkäufe an der EUREX im DAX-Future wurden von Computerprogrammen durchgeführt. Die Käufe bei den Aktien führten zu steigenden Kursen. Da alle 30 Aktien in der richtigen Gewichtung gekauft wurden, stieg dadurch auch der DAX-Index. Die Gegengeschäfte zu diesen Aktienkäufen waren Verkäufe im DAX-Future. Hier führten die Verkäufe zu fallenden Kursen.

Insgesamt schloss sich die Schere wieder. Die Arbitrage wurde so lange gemacht, wie die Spanne rechnerisch zu hoch war.

Jetzt war die Arbitrage gemacht. Auf dem Parkett musste man nach der Arbitrage nur dafür sorgen, dass die Allianz, die in München günstig gekauft und in Frankfurt teurer verkauft wurde, tatsächlich auch dorthin geliefert wurde. Dann hatte man seinen Gewinn auf dem Konto gutgeschrieben. Das war einfach zu verstehen, da es sich um die gleiche Ware, hier Allianz-Aktien, handelte. Wie funktionierte dies aber bei der Arbitrage von 30 einzelnen Aktien mit einem Future? Lieferte auch hier jemand etwas irgendwohin?

Die Antwort war etwas umfangreicher als bei der einfachen Aktienarbitrage. Die Terminbörse hatte einen Termin festgelegt, zu dem der Future erfüllt werden musste. An diesem Tag wurde ein Abrechnungspreis von der Terminbörse nach einem mathematischen Modell bestimmt. Alle offenen Kontrakte mussten zu diesem Kurs abgerechnet werden. Das Settlement, so die Fachbezeichnung, erfolgte immer in bar, daher spricht man von einem Cash-Settlement. Die oben beschriebene Arbitrage würde wie folgt aufgelöst werden:

Die Ausgangslage ist, dass ich Aktien Long und Futures dagegen Short bin. Am Settlement-Tag verkaufe ich die Aktienposition und bin damit auf der Aktienseite glatt. Die Short-Futureposition wird geschlossen, indem der ausmachende Geldbetrag verrechnet wird.

Die Gegenüberstellung der Futurepreise mit den DAX-Ständen ließ die mit der Arbitrage erzielten Gewinne nachvollziehen.

Uhrzeit	FDAX	Anzahl	DAX-Index
14.30.15	3185	8	Arbitrage 3112
<b>14.31.00</b>	<b>3180</b>	<b>20</b>	<b>Arbitrage 3130</b>
14.31.04	3178	2	Arbitrage 3138
14.31.25	3175	5	Arbitrage 315
14.33.00	3170	41	Arbitrage 3163
14.34.00	3165	20	Arbitrage 3165

Anhand der Situation um 14.31.00 Uhr erklärte ich im Detail, wie die Arbitrage genau funktioniert:

Ein Arbitrageur verkauft 20 DAX-Futures bei 3180. Damit hat er einen DAX-Korb im Wert von  $3180 \times 50 \text{ DM} \times 20 \text{ Kontrakte} = 3.180.000 \text{ DM}$  verkauft.

Er kauft in XETRA die den 20 Kontrakten entsprechende Anzahl der 30 DAX-Aktien. Die Kurse dieser Aktien führen zu einem Kurs von 3130

im DAX. Die Kaufsumme für diesen Aktienkorb beträgt  $3130 \times 50 \times 20 = 3.130.000$  DM.

Die Differenz aus dem Verkaufs- und dem Kaufkurs ergibt für ihn einen eingefrorenen Gewinn von 50.000 DM. Egal was jetzt geschieht, dieser Gewinn kann ihm nicht mehr genommen werden. Er kann bereits um 14.34.00 Uhr den Hedge auflösen und seinen Gewinn einstreichen. Dazu würde er jetzt die Aktienbestände am Markt zu den höheren Preisen verkaufen. Diese Positionsglattstellung würde ihm einen Gewinn von  $35 \times 20 \times 50 = 35.000$  DM erbringen. Die Arbitrage ist aber erst geschlossen, wenn auch der Future geschlossen ist. Die Short-Futureposition schließt er, indem er den Future jetzt zu 3165 zurückkauft. Hierbei realisiert er einen Gewinn von 15 Punkten auf die 20 Kontrakte. Da jeder Kontrakt je Punkt 50 DM repräsentiert, verdient er hier  $15 \times 20 \times 50 = 15.000$  DM. Jetzt erst ist die Arbitrage komplett geschlossen und er hat insgesamt, wie zu erwarten war, 50.000 DM Gewinn realisiert.

Der Arbitrageur kann auch bis zum Verfall warten. Gleichgültig, wie die Kursentwicklung bis dahin war, sein Gewinn ist ihm sicher.

Wenn die Kurse weiter auf 3250 gestiegen sind, passiert Folgendes:

Er kann die Aktienpositionen in diesem Fall zu deutlich höheren Kursen verkaufen. Seine Aktienkaufkurse hatte er bei einem DAX-Level von 3130 getätigt. Jetzt kann er die Aktien bei einem DAX-Stand von 3250 verkaufen. Sein Gewinn aus der Aktienposition beläuft sich auf  $120 \text{ Punkte} \times 20 \times 50 \text{ DM} = 120.000$  DM. Der Settlement-Preis des Futures wird bei Verfall exakt der Kasse entsprechen, also 3250 Punkten. Zu diesem Kurs findet der Barausgleich statt. Da der Arbitrageur den Future bei 3180 Short war, wird er jetzt mit 3250 abgerechnet. Je Kontrakt realisiert er einen Verlust von 70 Punkten. Die 20 Kontrakte Short im FDAX kosten ihn also  $70 \times 20 \times 50 = 70.000$  DM. Der Gesamtgewinn aus der Aktienposition  $+120.000$  DM und der Futureposition  $-70.000$  DM beträgt aber unverändert 50.000 DM.

Wenn der Markt auf 3000 gefallen sein sollte, passiert Folgendes:

In diesem Szenario muss er die Aktienpositionen zu deutlich niedrigeren Kursen verkaufen. Seine Aktienkaufkurse hatte er bei einem DAX-Level von 3130 getätigt. Jetzt kann er die Aktien zu den niedrigeren Kursen verkaufen, die dem DAX-Stand von 3000 entsprechen. Sein Verlust aus der Aktienposition beläuft sich auf  $130 \text{ Punkte} \times 20 \times 50 \text{ DM} = 130.000$  DM. Der Settlement-Preis des Futures wird bei Verfall exakt der Kasse entsprechen, also 3000 Punkten. Zu diesem Kurs findet der Barausgleich statt. Da der Arbitrageur den Future bei 3180 Short war, wird er jetzt mit

3000 abgerechnet. Je Kontrakt realisiert er einen Gewinn von 180 Punkten. Die 20 Kontrakte Short im FDAX erbringen ihm also  $180 \times 20 \times 50 = 180\,000$  DM. Zum unveränderten Gesamtgewinn von 50 000 DM trägt die Aktienposition einen Verlust von 130 000 DM und die Futureposition einen Gewinn von 180 000 DM bei.

Am großen Verfall, auch Hexensabbat genannt, verfallen die Optionen auf Aktien, die Optionen auf den DAX-Index und der DAX-Future selbst. Diese Tage sind immer sehr umsatzstarke Tage, da viele Positionen sowohl im Kassa- wie auch dem Derivatemarkt gegeneinander aufgelöst werden.

Um nicht durcheinanderzukommen, von welcher Kursentwicklung man bei Long-Call, Short-Call, Long-Put und Short-Put profitierte, hatte sich der Chef während meiner Ausführungen folgende Eselsbrücke überlegt: Jemand, der Long geht, profitiert immer von steigenden Kursen. Longs können also immer mit einem positiven Vorzeichen versehen werden. Jemand der Short geht, spekuliert auf fallende Kurse. Er setzte Shorts deshalb mit einem negativen Vorzeichen gleich. Calls sind Kaufoptionen und steigen im Wert, wenn die Kurse ansteigen. Deshalb versah er Calls mit positivem Vorzeichen. Puts sind Verkaufsoptionen und steigen im Wert, wenn der Basiswert fällt, deshalb haben sie ein negatives Vorzeichen.

Als nächstes wandte er die Multiplikationsregel aus der Mathematik an.

- + Long + Call Plus mal plus = positiv. Der Long-Call spekuliert auf steigende Kurse.
- Short + Call Negativ mal plus = negativ. Der Short-Call spekuliert auf fallende Kurse.
- + Long - Put Positiv mal negativ = negativ. Der Long-Put spekuliert auf fallende Kurse.
- Short - Put Negativ mal negativ = positiv. Der Short-Put spekuliert auf steigende Kurse.

Diese Regel war verblüffend einfach und hilft mir seitdem, selbst in der größten Hektik den Überblick zu bewahren.

Er kam noch mal auf die Frage zurück, inwieweit die Liquidität das Limitierverhalten beeinflussen muss. Die Frage hätte ich in meinen eigenen Ausführungen bereits beantwortet. Eine Position nicht mit einer Stopp-Order zu eröffnen, ist okay, sofern die Gefahr besteht, in einem il-

liquiden Markt eine schlechte Ausführung zu bekommen. Er sagte ausdrücklich, er würde mir nie einen Vorwurf machen, wenn ich aufgrund dieser Überlegung ein Geschäft nicht getätigt hätte.

Sofern ich aber bereits eine Position hatte, musste ich diese unter allen Umständen mit einem Stopp absichern. Das Risiko einer schlechten Ausführung nahm er gerne in Kauf. Dies betrachtete er als Preis für die Begrenzung von Verlusten. Der Schutz des Kapitals hat an der Börse immer Vorrang vor allem anderen. Ich wurde darauf sensibilisiert, dass an der Börse nur die Höhe der Verluste wirklich aktiv beeinflusst werden kann. Er sprach damals davon, dass der Börsenhändler sich immer vor den unbekanntem Unbekanntem schützen müsse. Die unbekanntem Unbekanntem sind Sachverhalte, die von niemandem erwartet werden können, weil sie bis zu ihrem Eintritt als unvorstellbar gelten. Die Beispiele, die er damals brachte (Mauerbau und Fall der Mauer), hatten mich nicht überzeugt. Als aber Jahre später am 11. September die Flugzeuge in die Türme des World Trade Center flogen, begriff ich, was er damit meinte, immer die unbekanntem Unbekanntem im Kalkül zu haben. Diese Nachricht schlug in der Börse wie eine Bombe ein. Ich hatte noch nie zuvor so schnelle und so heftige Kursverluste gesehen. Gerade in Stresssituationen ist es an der Börse unerlässlich, auf sicher verankerte und vertraute Verhaltensmuster zurückgreifen zu können. Alle, die ihre Positionen mit einem Stopp abgesichert hatten, wurden vielleicht schlecht ausgeführt, saßen dafür aber am Ende des Tages nicht auf einem 650-DAX-Punkteverlust. Diejenigen, die es sich nicht zur Gewohnheit gemacht hatten, immer konsequent mit einem Stopp zu arbeiten, wurden an diesem Tag überrollt. Sie waren bedingt durch die Angststarre, in die sie verfallen waren, der Situation hilflos und ohnmächtig ausgeliefert. In solchen hoch emotionalen Stresssituationen ist es nicht möglich, seine geistige Flexibilität aufrecht zu erhalten. An diesem Tag konnten alle, die mit kleinen Verlusten ausgestoppt wurden, sehr leicht erkennen, dass sie Short gehen mussten, und damit ein Vermögen machen. Dieser Lehrstunde ist es zu verdanken, dass ich auch an diesem Tag alle Positionen abgesichert hatte. Der Hominide hatte gar keine Chance, mich in Schockstarre zu versetzen. Nur dadurch konnte ich rechtzeitig das Standbein wechseln und auf Short setzen. **Im Annehmen von kleinen Verlusten liegt oft die Geburt von großen Gewinnen.**

**Zu diesem Kapitel gibt es auf  
[www.erdal-cene.de](http://www.erdal-cene.de) ein Gratis-Webinar**