p a n d
n e w s l e t t e r
No. 38 / Oktober 2001 Frankfurt/Main – Zürich
eurex

Die Niederlande auf Knopfdruck – Jetzt neue Märkte für Anleger

Nach erfolgreichem Start des Handels von US-Aktien und US-Aktienoptionen auf Xetra® bzw. Eurex im September wurde nun auch der Handel mit niederländischen Produkten erweitert.

Der nächste Schritt im Rahmen des „Global Markets Concept" der Eurex und der Deutschen Börse ist die Einführung eines Segments für niederländische Werte. Marktteilnehmern soll damit der gleichzeitige Zugriff auf niederländische Aktien- und Aktienindex-Produkte sowohl im Kassa- als auch im Terminmarkt ermöglicht werden.

Im Derivate-Bereich handelt Eurex schon heute acht niederländische Aktienoptionen. Alle acht Werte sind im EURO STOXX 50^{SM} Index enthalten:

ABN Amro (AAR)	KPN (KPN)
Aegon (AEN)	Phillips (PHI 1)
Ahold (AHO)	Royal Dutch (ROY)
ING (INN)	Unilever (UNI)

Für einen Zeitraum von sechs Monaten, beginnend am 22. Oktober 2001, werden für diese Aktienoptionen weder Handels- noch Clearingentgelte erhoben („Fee Holiday").

Die Entscheidung der Deutschen Börse, die niederländischen Aktien auf einem separaten Segment „Xetra® Dutch Stars" einzuführen, ermöglicht Anlegern, kostengünstig im Kassamarkt zu investieren.

Deutsche Börse und Eurex kooperieren weiterhin mit Marktexperten, die für die notwendige Liquidität in den niederländischen Produkten sorgen. Im Terminmarkt haben sich sechs Institute bereit erklärt, als Market-Maker für niederländische Optionen zu agieren. Die Brokerfirmen Van der Moolen und AOT Stock Specialist werden darüber hinaus als sogenannte „Dutch Market Experts" auftreten und auf Xetra® permanente Quotierungen für die Aktiengattungen in den Markt einstellen.

Für allgemeine Informationen zu den Aktienoptionen an der Eurex wenden Sie sich bitte an Vassilis Vergotis, T +49 (0)69-21 01-72 74, E-Mail: Vassilis.Vergotis@eurexchange.com und an Holger Stürtz, T +49 (0)69-21 01-72 51, E-Mail: Holger.Stuertz@eurexchange.com für das Market Making an der Eurex. Für Auskünfte zum „Xetra® Dutch Stars Segment" wenden Sie sich bitte an Ken Sorenson, T +49 (0)69-21 01-15 50, E-Mail: Ken.Sorenson@deutsche-boerse.com.

Inhalt

1 Die Niederlande auf Knopfdruck – Jetzt neue Märkte für Anleger
2 Kontraktspezifikationen der neuen US-Aktienoptionen an der Eurex
3 Eurex-Aktienoptionen im Vergleich zum US-Markt
8 Der neue Eurex-StrategyMaster
9 News & Termine
10 Schulungstermine Oktober und November 2001

Kontraktspezifikationen der neuen US-Aktienoptionen an der Eurex

Am 24. September 2001 hat die Eurex zehn neue US-Aktienoptionen eingeführt. Die Ausgestaltung der neuen Optionen orientiert sich an dem bestehenden Konzept für deutsche und europäische Aktienoptionen an der Eurex. Demgemäß erfolgt der Handel und die Notierung in Euro.

Die Deutsche Börse hat das US-Segment zeitgleich am 24. September 2001 gestartet. Das neue Segment „Xetra® US-Stars" enthält alle US-Werte des Dow Jones Industrial Average™, S&P 100, Nasdaq 100 und Dow Jones Global Titan 50℠. Die rund 200 US-Aktien können auf Xetra® genauso einfach, schnell und kostengünstig wie deutsche Standardwerte gehandelt werden. Für Privatanleger und institutionelle Investoren wird so die Handelsqualität in US-Aktien optimiert und die Kosten sinken auf das Niveau eines inländischen Wertpapiergeschäftes.

Der Benchmarkindex des Dow Jones Industrial Average™ wird zukünftig auf Basis der Xetra®-Preise in der europäischen Zeitzone von 9.00 – 15.30 Uhr MEZ berechnet und veröffentlicht.

Kontraktspezifikationen (Auszug)

Kontraktgröße	Der Kontrakt bezieht sich auf 100 Aktien des zugrunde liegenden Basiswertes.
Basistitel	AOL Time Warner (AOL) CISCO Systems (CIS) Citigroup (TRV) EMC (EMP) General Electric (GEC) IBM International Business Machines (IBM) Intel (INL) Microsoft (MSF) Oracle (ORC) Sun Microsystems (SSY)
Minimale Preisveränderung	Optionspreise haben Preisabstufungen von EUR 0,01.
Erfüllung	Physische Lieferung von 100 Aktien des zugrunde liegenden Basiswertes.
Erfüllungstag	Drei Börsentage nach der Ausübung.
Verfallmonate	Die drei nächsten aufeinander folgenden Monate und die drei darauf folgenden Monate aus dem Zyklus März, Juni, September und Dezember, d.h. Laufzeiten bis zu 12 Monaten.
Handelszeit	9.00 bis 20.00 Uhr MEZ.

Bislang haben sich zwischen 5 und 6 Market-Maker-Institute pro Aktiengattung bereit erklärt, die US-Aktienoptionen zu quotieren und damit für die notwendige Basisliquidität zu sorgen.

Die den Optionen zugrunde liegenden Aktien sind girosammelverwahrt und werden in den Crossborder-Link zum amerikanischen Zentralverwahrer DTCC, New York einbezogen. Die Abwicklung der Aktienoptionen im Falle einer Ausübung erfolgt über CASCADE analog dem Verfahren bei deutschen Aktienoptionen gegen Zahlung in Euro.

Die ausführlichen Kontraktspezifikationen der US-Aktienoptionen sind auf der Eurex-Website **www.eurexchange.com/Marketplace/Products** veröffentlicht. Für Rückfragen wenden Sie sich bitte an Holger Stürtz, T +49 (0)69-21 01-72 51, E-Mail: Holger.Stuertz@eurexchange.com.

US- und Eurex-Marktmodell im Vergleich

Zwischen den Marktmodellen in den USA und Europa gibt es eine Reihe bedeutender Unterschiede, die sich auf unterschiedliche Handelsusancen und rechtliche Rahmenbedingungen zurückführen lassen. Das Eurex-Marktmodell wurde in dieser Betrachtung als Beispiel für die europäischen Börsen herangezogen, die alle auf ähnlichen Modellen aufbauen. Auch die US-Börsen verfolgen sehr ähnliche Modellansätze, einerseits aufgrund ihrer gemeinsamen historischen Entwicklung als Parkettbörsen, andererseits wegen der Berücksichtigung verschiedener SEC-Vorschriften.

Grundprinzipien

In den USA gibt es jeweils einen Marktteilnehmer pro Option, der im Vergleich zu den übrigen Teilnehmern über wesentliche Privilegien im Zugriff auf Orderströme verfügt. Es handelt sich hierbei um einen Market-Maker – den so genannten „Specialist“ [2] –, der prinzipiell das Recht hat mit einem gewissen Prozentsatz an jedem Geschäft beteiligt zu sein (30-60% des Volumens zum jeweils kontrahierten Preis). Im Gegenzug dazu muss der „Specialist“ kontinuierlich Preise quotieren. Auch wird generell erwartet, dass er zur Aufrechterhaltung eines geordneten Marktes beachtliche Marktrisiken eingeht.

Das Eurex-Modell basiert auf dem Prinzip der strengen Preis-Zeit-Priorität und miteinander konkurrierender Market-Maker, um den speziellen Liquiditätsanforderungen bei Optionen Rechnung zu tragen. Die einzelnen Market-Maker haben keinerlei Orderprivilegien, sie profitieren aber von reduzierten Gebühren im Rahmen ihrer jeweiligen Market-Maker-Aktivitäten. Im Gegenzug dazu müssen sie Quote-Anforderungen („Quote Requests“) beantworten und bei der Quotierung bestimmte Kriterien hinsichtlich Mindestvolumen, maximaler Geld-/Brief-Spanne und Antwortzeit erfüllen. Jeder Börsenteilnehmer kann auf Antrag die Funktion eines Market-Maker übernehmen. Im Allgemeinen sieht die Eurex mindestens drei Market-Maker pro Optionsprodukt vor, um auf diese Weise die Bildung wettbewerbsfähiger Preise zu garantieren. Für einige Optionen sind aber bis zu 50 verschiedene Institute als Market-Maker aktiv.

Gebühren

Durch die Konkurrenz um Orderströme hat sich die Gebührenphilosophie der US-Optionsbörsen nach Einführung der Konkurrenznotierungen komplett umgekehrt. Im herkömmlichen System zahlten Market-Maker an allen Derivate-Börsen weitaus geringere Gebühren als die übrigen Teilnehmer, wobei Kundenorders die höchsten Börsengebühren aufwiesen. An den Optionsbörsen gibt es dagegen keine Gebühren für Kundenorders. Anders sieht es bei den von der CFTC (Aufsichtsbehörde für die US-Terminmärkte) regulierten Futures-Börsen aus, wo Nicht-Mitglieder noch immer bedeutend höhere Gebühren zu entrichten haben als andere Marktteilnehmer.

In Europa zahlen Market-Maker als Ausgleich für ihre Liquiditätsbereitstellung niedrigere Gebühren, während die Börsengebühren für alle übrigen Marktteilnehmer gleich sind.

Quotierungsverpflichtung

Die US-Börsen verlangen von den „Specialists“ die kontinuierliche Quotierung von Preisen. Allerdings stellten diese Quotierungen in der Vergangenheit nur indikative Preise dar. Nach der jüngst von der SEC erlassenen „Rule 11Ac1-1“ müssen Options-Market-Maker nun feste, handelbare Quotierungen veröffentlichen, allerdings nur zur Ausführung von Kundenorders und eines börsenseitig festzulegenden Mindestvolumens. Zwar haben die meisten Börsen offiziell die vorgeschriebene Menge auf einen einzigen Kontrakt beschränkt – in der Realität wurden sie jedoch gegenüber ihren Market-Makern auf Grund des erheblichen Konkurrenzdrucks dazu gezwungen, dieses Mindestvolumen auf 20 bis 100 Kontrakte pro Option auszudehnen.

An der Eurex beinhalten alle Market-Maker-Quotierungen tatsächlich handelbare Preise. Allerdings müssen diese Preise nicht kontinuierlich quotiert werden, obwohl dies auf freiwilliger Basis der Market-Maker in einer Reihe von Optionsserien durchaus der Fall ist.

Zahlungen für Orderströme („Payment for Order Flow“)

Die Zahlung für Orderströme beschreibt eine gängige Praxis, nach der Marktteilnehmer (meistens Market-Maker) Zahlungen an die Bereitsteller von Orderströmen leisten, um deren Orderströme an sich zu ziehen und entsprechend zu platzieren. In den USA hat sich diese Praxis bereits Mitte der 80er Jahre im Aktienmarkt durchgesetzt, während sie auf den Optionsmärkten erst mit Einführung der Konkurrenznotierungen im August 1999 Einzug hielt. Seither konnte diesbezüglich ein regelrechter Boom verzeichnet werden – teilweise angeheizt

[2] Der Begriff „Specialist“ entspricht der offiziellen SEC-Terminologie. Je nach Börse werden jedoch unterschiedliche Bezeichnungen für diese Market-Maker-Rolle verwendet: „Designated Primary Market Maker” (DPM) an der CBOE, „Primary Market Maker” (PMM) an der ISE bzw. „Lead Market Maker“ (LMM) an der PCX.

Fortsetzung Seite 6

Fortsetzung

durch börsenorganisierte Zahlungspläne für Orderströme, die die konkurrierenden Börsen von der SEC genehmigt bekamen. Das Prinzip dieser Pläne beruhte darauf, dass Market-Maker für jeden Optionskontrakt, der gegen eine Kundenorder ausgeführt wird, eine „Marketing-Gebühr" in Höhe von ca. 40 Cents zahlen müssen. Die Börse überweist die Marketing-Gebühr an den „Specialist", der darüber entscheidet, wie die Mittel zur Akquisition von Orderströmen einzusetzen sind. Generell zahlen „Specialists" mehr (d.h. bis zu USD 1,00) für unlimitierte Orders von Privatanlegern und weniger (bzw. gar nichts) für „informierte" Orders institutioneller Anleger.

Die unterschiedlichen Zahlungshöhen für Orderströme an den US-Optionsmärkten weisen darauf hin, dass es weitaus effizienter ist, wenn Zahlungen ausschließlich zwischen Market-Makern und den Orderstrombesitzern ohne Einschaltung der Börse erfolgen. In jüngster Zeit scheinen nun auch die US-Börsen demselben Weg zu folgen. Während CBOE, PHLX und AMEX die Aussetzung ihrer Zahlungspläne für Orderströme ankündigten, verfolgt die PCX diesbezüglich eine Neuorganisation.

Platzierung von im Voraus kontrahierten Geschäften („Pre-arranged Trades")

Die Möglichkeit zur kontrollierten Platzierung von im Voraus kontrahierten Geschäften steht im direkten Zusammenhang mit der Leistung von Zahlungen, mit denen Teilnehmer Orderströme an sich ziehen. Je mehr Teilnehmer die (käuflich erworbenen) Orderströme kontrollieren können, desto wertvoller sind diese. Demzufolge gibt es eine bedeutende Anzahl an Marktteilnehmern (hierzu gehören beispielsweise die großen Investmentbanken sowie einige Market-Maker), die ihre Orderströme kontrollieren wollen. Darüber hinaus sind alle Initiatoren von Orders an einem effizienten Platzierungsmechanismus interessiert, da Market-Maker dann entsprechend höhere Zahlungen für ihre Orderströme leisten könnten. Auf der anderen Seite bedeutet die kontrollierte Platzierung aber auch, dass der Markt keinen bzw. einen nur sehr eingeschränkten Zugriff auf den Orderstrom hat – was letztendlich zu einer Ausdünnung des regulären Orderbuchs führt. Da Börsen und Teilnehmer gleichermaßen an einer sehr hohen Liquidität des Orderbuchs interessiert sind – das schließt auch diejenigen Teilnehmer ein, die weniger restriktive „Crossing-Regeln" bevorzugen, da zu einem effizienten Platzierungsmechanismus die Möglichkeit gehört, unerwünschte Orderströme los zu werden, – haben die Börsen (in Zusammenarbeit mit den Aufsichtsbehörden) entsprechende Vorschriften für die kontrollierte Platzierung von Orders bzw. Geschäften festgelegt. Die Börsen versuchen dabei, den idealen Interessenausgleich zwischen einem effizienten Platzierungsmechanismus für im Voraus kontrahierte Geschäfte und einem möglichst hochliquiden öffentlichen Orderbuch zu schaffen.

Der Umfang im Voraus kontrahierter Geschäfte hängt stark von den jeweiligen Optionsprodukten ab. Generell ist jedoch davon auszugehen, dass 30-60% des Gesamtvolumens auf solche „Pre-arranged Trades" entfällt. Zwischen Europa und den USA gibt es hierbei kaum Unterschiede.

An den US-Parkettbörsen kann die kontrollierte Platzierung von Orders mittels außerbörslicher Vorvermittlung und anschließender Ausführung auf dem Börsenparkett erfolgen – hierbei kann dann ggf. der „Specialist" seinen Anteil an dem jeweiligen Geschäft einfordern. Der Wettbewerb zwischen den einzelnen Börsen zwingt den „Specialist" jedoch verstärkt dazu, Brokern die Ausführung von Cross-Geschäften mit nur geringer bzw. ohne Beteiligung des „Specialist" bzw. anderer Marktteilnehmer (wenn überhaupt) zu ermöglichen – schließlich könnte sich der Broker ja dazu entschließen, die Order an einer Konkurrenzbörse auszuführen. Nach dem Platzierungsmechanismus der ISE wird die Order in den Markt eingestellt, wobei dem Initiator dieser Platzierung ein Mindestanteil von lediglich 40% an dem Geschäft garantiert wird. Alternativ dazu können Teilnehmer die Order für 30 Sekunden[3] in den Markt einstellen, um sie dann anschließend vollständig selbst auszuführen, sofern sie noch nicht ausgeführt wurde. Derzeit erfolgt das „Crossing" der meisten Großorders über die Parkettbörsen, da sich der an den „Specialist" oder andere Marktteilnehmer abzutretende Anteil an dem jeweiligen Geschäft wegen des gestiegenen Konkurrenzdrucks unter den Börsen beträchtlich reduziert hat.

An der Eurex gibt es zwei verschiedene Arten von im Voraus kontrahierten Geschäften, so genannte Block-Trades und Cross-Geschäfte. Großorders als OTC-Geschäfte gekennzeichnet können über die Block-Trade-Funktionalität eingegeben werden.

[3] Die ISE hat bei der SEC den Antrag gestellt, die Zeit auf 5 Sekunden zu reduzieren.

Diese Funktionalität ermöglicht die Eingabe institutioneller Ordergrößen in das (Clearing-)System, ohne dass diese im öffentlichen Orderbuch erscheinen. Der Block-Trade kann von einer Partei oder zwei verschiedenen Parteien ausgeführt werden. Dies basiert auf der Erkenntnis, dass großvolumige Geschäfte ohnehin oft außerhalb des Orderbuchs vorbereitet werden. Die Block-Trade-Funktionalität bietet Marktteilnehmern damit eine Möglichkeit zur effizienten Abwicklung großer und komplexer Transaktionen ohne Teilausführungsrisiko.

Cross-Geschäfte ohne Mindestgrösse müssen dagegen über das öffentliche Orderbuch abgewickelt werden. Nach den Crossing-Vorschriften der Eurex müssen die ein Crossing planenden Marktteilnehmer den Markt mittels eines „Cross-Request" über ihre Absicht informieren, wobei auch das entsprechende Volumen anzuzeigen ist. Dadurch wird den übrigen Marktteilnehmern die Möglichkeit geboten, neue oder bessere Geld- und Briefpreise einzugeben. Nach einer Wartezeit von fünf Sekunden kann die Eingabe des Cross-Geschäfts seitens des Initiators bzw. der Initiatoren erfolgen. Hierbei ist zu beachten, dass separate Kauf- und Verkaufsorders einzugeben sind, die Ausführungsrisiken unterliegen. Dabei garantiert das Prinzip der Preis-Zeit-Priorität, dass das jeweilige Cross-Geschäft nur innerhalb der verbesserten Geld-/Brief-Spanne zustande kommen kann. Wenn die am Cross beteiligte(n) Partei(en) das Geschäft nicht innerhalb der verbesserten Geld-/Brief-Spanne abwickeln möchte(n), muss die zum verbesserten Geld- bzw. Briefpreis ausführbare Order entweder teilweise oder vollständig in den Markt gegeben werden[4]. Während also an der Eurex das Crossing stets innerhalb der jeweiligen Geld-/Brief-Spanne vorgenommen wird, ist es in den USA durchaus üblich, dass die Ausführung von Cross-Geschäften zum entsprechenden Geld- oder Briefpreis erfolgt.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass es große Unterschiede zwischen den einzelnen Marktmodellen gibt, die vornehmlich das Resultat unterschiedlicher, historisch gewachsener Handelsusancen sind. Die wichtigsten Unterschiede noch einmal im Überblick:

- Im US-Markt herrscht das Prinzip der Preispriorität mit einem privilegierten Market-Maker („Specialist") pro Option. An der Eurex gilt das Prinzip der Preis-Zeit-Priorität und die jeweiligen Market-Maker stehen in direktem Wettbewerb zueinander.
- Handelbare Preisquotierungen gibt es in den USA nur für kleine Kundenorders, während alle Quotierungen an der Eurex handelbar sind und kein Unterschied zwischen Kunden- und Eigenhandelsorders besteht.
- Die Vorschriften für im Voraus kontrahierte Geschäfte sind unterschiedlich, wobei es auf die Sichtweise ankommt, welche Regeln als strikter betrachtet werden.
- Nach der strukturellen Veränderung der Gebührenmodelle von US-Börsen werden für Kundenorders keine Börsengebühren mehr belastet. Dem traditionellen Gebührenmodell europäischer Börsen zufolge tragen Market-Maker an der Eurex einen geringeren Gebührenanteil.

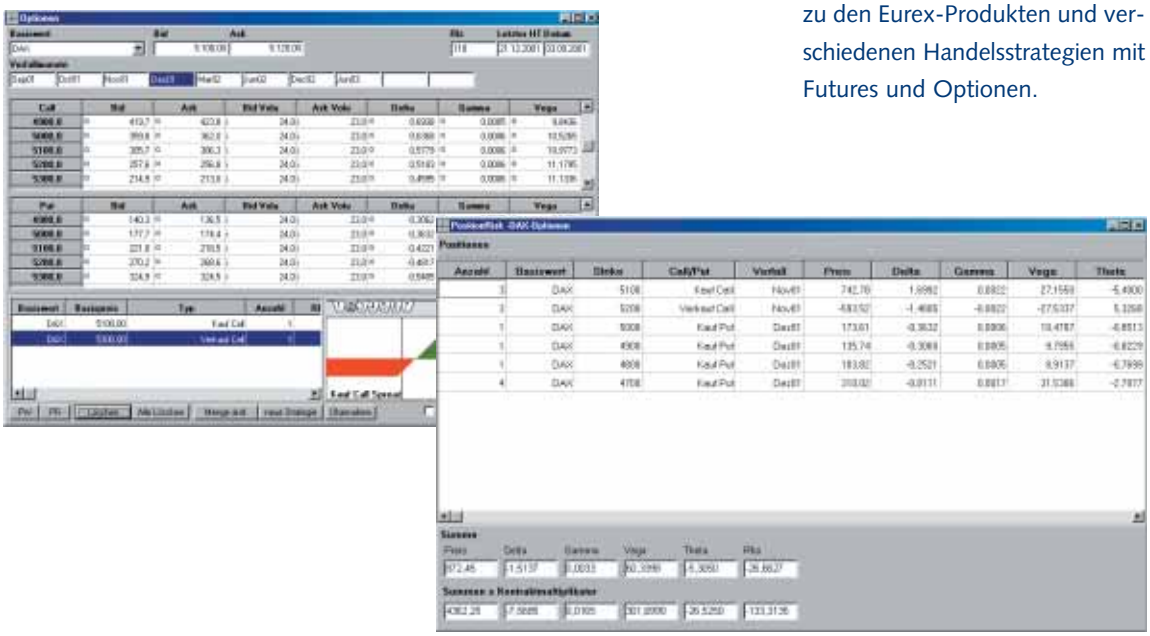
Weitere Informationen erhalten Sie von Randolf Roth, T +1-312-357-69 84, E-Mail: Randolf.Roth@eurexchange.com.

4 Nach den Crossing-Regeln der Eurex besteht in diesem Fall eine Handelsverpflichtung von 50% der beim Cross-Request angegebenen Stückzahl bzw. der Mindest-Quotierungsgröße für Market-Maker, wobei der jeweils geringere der beiden Werte angesetzt wird.

Der neue Eurex-StrategyMaster

Der Eurex-StrategyMaster unterstützt private und institutionelle Investoren bei der Optimierung ihrer Investmentstrategien. Der Eurex-StrategyMaster ist ein Software-Programm, das zur Simulation und Risikoberechnung von Futures- und Optionsstrategien eingesetzt wird. Die Entwicklung und graphische Veranschaulichung komplexer und umfangreicher Handelspositionen in Eurex-Produkten werden durch angepasste Funktionalitäten des Eurex-StrategyMasters erleichtert.

Zur Eingabe und Simulation individueller Strategien stehen im Eurex-StrategyMaster zahlreiche Fenster und Rechenmasken zur Verfügung. Für jedes Produkt sind eine Vielzahl von Basispreisen und Laufzeiten vorhanden, die per Mausklick einfach ausgewählt werden können. Ferner können durch Auswahl verschiedener Risikoparameter die Einschätzung der Marktentwicklung bei individuellen Anlageentscheidungen berücksichtigt werden. Alle Anpassungen und deren Auswirkungen werden sofort angezeigt und erlauben somit größtmögliche Flexibilität. Die umfangreiche Hilfefunktion des Programms bietet zudem eine funktionale Einführung sowie ausführliche Erklärungen zu den Eurex-Produkten und verschiedenen Handelsstrategien mit Futures und Optionen.

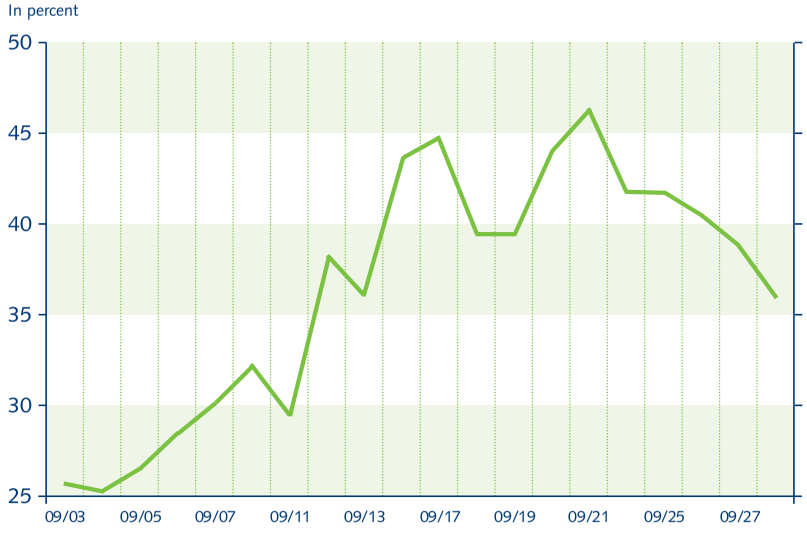


Für weitere Informationen wenden Sie sich bitte an das Team des Trainingscenters, T +49 (0)69-21 01-37 67, E-Mail: trainingscenter@eurexchange.com

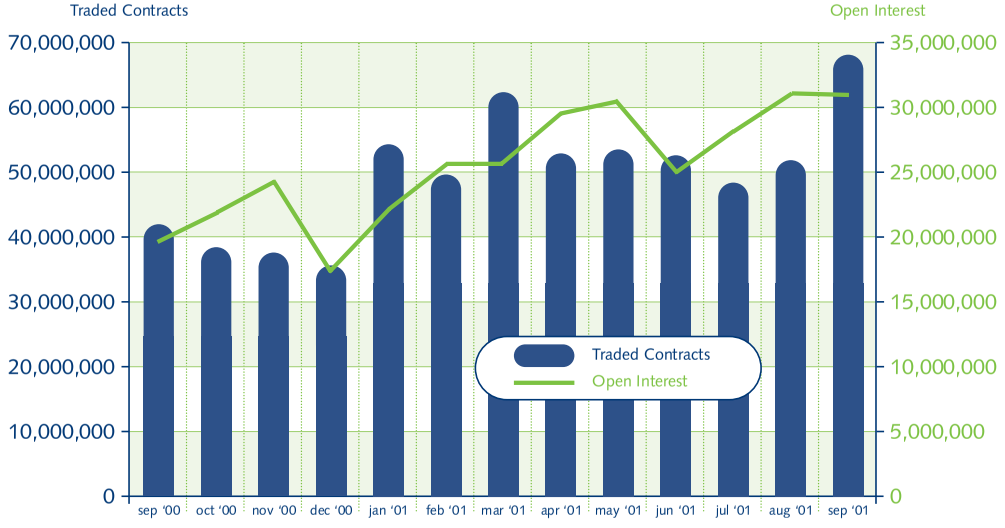
Ihre Meinung ist uns wichtig!

Das X-pand-Team hat für Sie eine neue Mailbox eingerichtet.
Ab sofort können Sie uns Ihre Kommentare und Anregungen unter **Xpand.feedback@eurexchange.com** zukommen lassen.

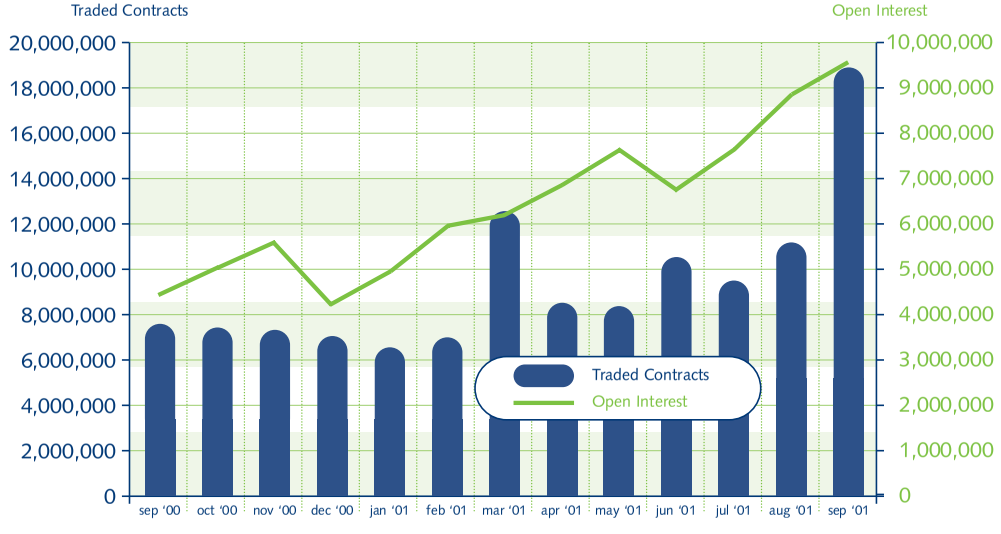
Volatility Index at Eurex September 2001 **at Day End**



Traded Contracts and Open Interest at Eurex 2000/2001 **Total**



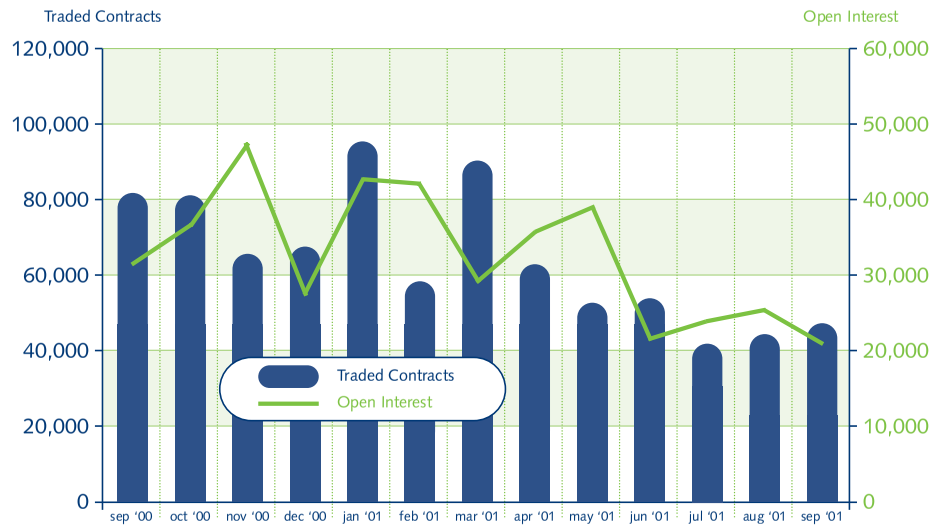
Traded Contracts and Open Interest at Eurex 2000/2001 **Index Products**



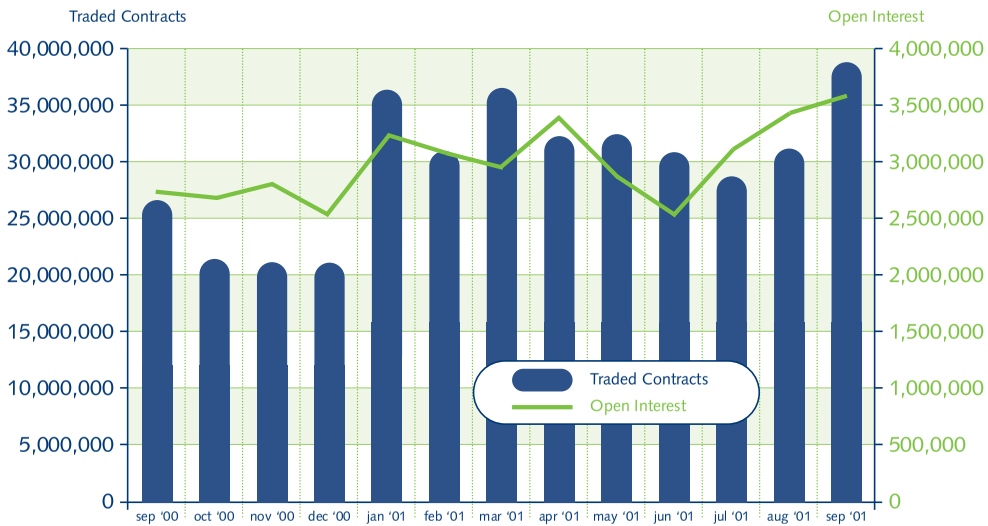
Traded Contracts and Open Interest at Eurex 2000/2001 **Stock Options**



Traded Contracts and Open Interest at Eurex 2000/2001
Money Market Products



Traded Contracts and Open Interest at Eurex 2000/2001
Capital Market Products



For further information please see **www.eurexchange.com**

eurex