

# Open Interest – was steht da eigentlich zwischen den Zeilen?

Autor: Uwe Wagner, Technischer Analyst und Trader | 20.05.2016 10:04 | Copyright BörseGo AG 2000–2020

**Hat das Open Interest Einfluss auf die Kurse des jeweiligen Basiswertes? Lassen sich über das Open Interest mögliche Bewegungstendenzen im Markt erwarten?**

Jeden dritten Freitag im Monat werden wir an der Terminbörse immer wieder mit einem Ereignis konfrontiert, dem einige Mythen vorausseilen und welches nicht immer in seiner Konsequenz verstanden wird. Gemeint ist der Verfall von Aktien- und Indexoptionen. Kaum ein privater Trader beschäftigt sich mit diesem Thema ernsthaft, bestenfalls weiß er, dass es ein „Open Interest“ gibt und das damit „wunderliche“ Dinge geschehen können. Doch was genau, warum und wieso, wissen viele Investoren und Trader schon nicht mehr, obwohl dieses Wissen nicht minder wichtig ist, als Kenntnisse über Trendlinien, Widerstände und Unterstützungen. Am Open Interest arbeiten die „großen Investoren“, nämlich jene, welche den Markt wirklich bewegen. Und deshalb sollten wir, besonders im Day-Trading, wissen, was da passiert.

Ziel dieses Artikels ist es somit, eine Basis für das Verständnis dessen zu schaffen, was es mit diesen Optionen, die Monat für Monat verfallen, auf sich hat, wie diese im Markt wirken und welche Beeinflussungen durch diese auf die Kurse der jeweiligen Basiswerte einwirken und wie das Wissen darum im Markt für uns Day-Trader ausgenutzt werden kann.

## *Was ist eine Option?*

Eine Option ist ein handelbares Recht, einen zu Grunde liegenden Basiswert zu einem definierten Preis, innerhalb oder zu einer bestimmten Zeit vom Verkäufer (Stillhalter) der Option zu kaufen bzw. an einen Investor / Trader verkaufen zu können. Wir unterscheiden hierbei zwei Arten von Optionen, die so genannten **Calls (Kaufrechte)** bzw. die so genannten **Puts (Verkaufsrechte)**. Um es deutlicher zu veranschaulichen: der Käufer eines Calls auf eine Aktie X (damit der entsprechende Basiswert), berechtigt diesen, vom Verkäufer des Calls (Stillhalter) den Basiswert bis zum Verfallstag (amerikanische Option) oder am Verfallstag (europäische Option) zu einem im Vorfeld definierten Kurs (Basispreis) abzukaufen. Während die Option für den Inhaber ein Recht darstellt, steht der Stillhalter in der Pflicht. Übt der Inhaber der Option sein Kaufrecht aus, muss der Stillhalter zum Basispreis liefern (ob er will oder nicht).

Ein Put ist das umgekehrte Recht. Ein Put erlaubt dem Inhaber, den entsprechenden Basiswert zum Basispreis, innerhalb der Laufzeit (amerikanische Option) oder zum Laufzeitende (europäische Option) an den Stillhalter zu verkaufen. Ergänzend soll an dieser Stelle hervorgehoben werden, dass alle an der EUREX gehandelten Optionen amerikanischer Natur sind, folglich während der gesamten Laufzeit ausgeführt werden können. Folglich wollen wir uns in diesem Artikel auch nur auf diesen Optionstypen konzentrieren.

Optionen sind nun wieder für sich genommen selbst handelbare Produkte, folglich benötigen sie einen Preis, zu dem sie gekauft / verkauft werden können. Hierzu wird ein finanzmathematisches Modell zur Bewertung von Finanzoptionen eingesetzt, dessen Grundlage von Fischer Black und Myron Samuel Scholes entwickelt und 1973 veröffentlicht wurde. Robert C. Merton war der dritte Beteiligte bei der Entwicklung des Formelwerkes, veröffentlichte jedoch separat dazu einen Artikel und wird nicht namentlich im Modell-Namen erwähnt. Wie diverse Experten noch heute anmerken, müsste das Modell gerechterweise auch seinen Namen tragen und nicht nur als Black-Scholes-Formel bezeichnet werden, jedoch setzte sich dies nicht durch. Dennoch wurde Merton zusammen mit Scholes für die Entwicklung des Bewertungsmodells mit dem Preis der schwedischen Reichsbank für Wirtschaftswissenschaften 1997 ausgezeichnet.

Wir wollen im Folgenden in diesem Artikel nur das grundsätzlichste Prinzip der jeweiligen Einflussfaktoren zur Wertermittlung einer Option vereinfacht darstellen und auf das Wesentliche reduzieren. Das ist jedoch notwendig, um im zweiten Schritt Phänomene der Kursentwicklung der Basispreise in Richtung des Verfalls, bis hin zum Verfallstag besser zu verstehen.

Neben der Bezeichnung für die Ausführungsrichtung (also Call für Kaufrecht, Put für Verkaufsrecht), unterscheiden wir zudem noch drei weitere Klassifikationen einer Option:

**Sie kann im Geld liegen (in the money), sie kann am Geld liegen (at the money) oder sie kann aus dem Geld liegen (out of the money).**

Wie ist das zu verstehen? Betrachten wir drei Calls (Kaufrechte) auf ein und die selbe Aktie X, die sich einzig durch ihre Basispreise unterscheiden.

Sagen wir, die Aktie X wird zu 20 Euro am Markt gehandelt und wir betrachten uns drei Calls mit folgenden Basispreisen: 15 Euro, 20 Euro und 25 Euro. Der Call mit dem Basispreis von 15 Euro ist in diesem Beispiel attraktiv, denn er erlaubt den Erwerb der Aktie X zu 15 Euro, somit 5 Euro unter dem aktuellen Kurs. Dieser Call wäre „im Geld“. Der Call mit einem Basispreis von 20 Euro befindet sich genau „am Geld“, denn diese Option gestattet es, die Aktie zu 20 Euro zu kaufen, zum gleichen Preis wie sie am Markt gehandelt wird. Steigt die Aktie auf 20,01 Euro, wäre der Call formal „im Geld“, fällt die Aktie auf 19,99 Euro oder tiefer, liegt der Call „aus dem Geld“, vergleichbar dem Call mit einem Basispreis von 25 Euro.

Im Sinne der Definition ist ein „aus dem Geld“ liegender Call wertlos. Warum sollten Sie Geld für ein Recht bezahlen, welches nur den Erwerb der Aktie X zu einem Preis von 5 Euro oberhalb des aktuellen Marktpreises zulässt?

Und dennoch: wenn Sie sich die Kursnotierungen für out of the money Calls ansehen, die nicht unmittelbar vor ihrem Verfall stehen, haben diese durchaus einen Wert. Dieser wird durch zwei Komponenten gestellt: (a) der Wahrscheinlichkeit, dass der Call noch während seiner verbleibenden Laufzeit „ins Geld“ läuft, sprich: dass er werthaltig wird und (b) durch den Zins. Ich komme auf diese Preiskomponenten noch zurück.

Für einen Put (Verkaufsrecht) gelten die gleichen Klassifikationen. Sehen wir uns die Gegenstücke zum Call auf den gleichen Basispreisen an: 15 Euro, 20 Euro und 25 Euro. Die Aktie X notiert auch in diesem Beispiel bei 20 Euro, was zur Folge hat, dass hier der Put mit dem Basispreis von 25 Euro attraktiv „im Geld“ liegt, der 20er Basispreis „am Geld“ und der 15er Basispreis „out of the money“ notiert. Warum? Es macht keinen Sinn, dem Stillhalter Stücke der Aktie X mit 15 Euro anzudienen, wenn man diese auch für 20 Euro im Markt verkaufen könnte. Es macht aber durchaus Sinn, Aktien zum Basispreis von 25 Euro dem Stillhalter aufzudrücken, bei einer Realnotiz im Markt mit 20 Euro. Der 20er Put ist „at the money“ bei einem Aktienkurs von 20 Euro, klettert „ins Geld“, wenn die Aktie unter 20 Euro fällt und notiert „out of the money“, wenn die Aktie über die 20er Schwelle steigt.

Merken Sie etwas? Auf jedem Basispreis gibt es ein Optionspaar. Einem Call steht jeweils ein Put mit gleichem Basispreis gegenüber. Und jetzt kommt die erste Erkenntnis: einem „in the money“ Call, steht auf gleichem Basispreis ein „out of the money“ Put gegenüber. Ein „out of the money“ Call hat als Nachbarn dagegen einen „in the money“ Put. Der exakt „am Geld“ notierende Call wird exakt durch einen ebenfalls „am Geld“ notierenden Put flankiert. Merken wir uns diese Konstellation, sie wird noch wichtig für das Verständnis der Auswirkungen der Optionen auf den Kurs des Basiswertes mit anwachsender Nähe der Option zu ihrem Verfall hin.

### **... und was sind die „Griechen“?**

Die vier wichtigsten Parameter einer Option werden zusammengefasst als „Griechen“ bezeichnet und schlüsseln sich auf in das **Delta**, das **Gamma**, das **Vega** und das **Theta**. Eine fünfte Bewertungskomponente, nämlich das **Rho**, lassen wir an dieser Stelle weg, da es das Prinzip der Optionspreisbestimmung für unseren Fall hier nicht transparenter macht.

Sehen wir uns zunächst nur die ersten beiden Parameter der Wertveränderung einer Option an und beobachten deren Zusammenspiel miteinander.

Beginnen wir mit dem **Delta**. Als Delta wird die Komponente bezeichnet, welche die Höhe der Wertveränderung einer Option anzeigt, wenn sich der zu Grunde liegende Basiswert um jeweils eine Geld- oder Werteinheit (ein

Euro bzw. ein Indexpunkt) verändert. Das Delta kann jeden Wert zwischen Null und Eins annehmen. Hat eine Call-Option ein Delta von 1, steigt ihr Wert um einen Euro / eine Werteinheit, wenn der Wert des Basiswertes um einen Euro / eine Werteinheit steigt. Fällt der Basiswert, bewegt sich auch in diese Richtung der Wert der Call-Option 1 zu 1 mit, sofern das Delta 1 beträgt. Liegt das Delta dagegen bei 0 (Null), passiert nichts mehr in der Wertveränderung der Option, egal wie sich auch der Basiswert bewegt, die Option ist wertlos. Auch wenn es jetzt logisch ist, soll es dennoch der Vollständigkeit halber erwähnt werden: hat das Delta z.B. einen Wert von 0,2, verändert sich der Wert der Option um 0,2 Euro / Werteinheiten, wenn der Basiswert eine Wertveränderung von einer Geld- / Werteinheit vollzieht, bei 0,5 und 0,7 usw. sieht die Entwicklung entsprechend aus. Für eine Put-Option gelten die Schritte der Wertveränderung vergleichbar der beschriebenen Call-Option, nur mit umgekehrten Vorzeichen.

Das Delta einer Option steigt, je tiefer sie ins Geld geht. Es sinkt, je weiter die Option aus dem Geld geht und es liegt bei 0,5 wenn eine Option am Geld ist. Und wir stellen etwas sehr Interessantes fest: die Summe der Deltas beider Optionen (Call und Put) eines Basispreises beträgt IMMER genau 1. Das heißt: hat der Call ein Delta von 1, muss der dazu passende Put ein Delta von Null haben. Liegt das Call-Delta bei 0,9, liegt das Delta des Puts bei 0,1 (die Summe macht 1). Ist das Delta des Calls bei 0,4, muss das Delta des Puts bei 0,6 liegen. Was lässt sich daraus schließen? Ein Call und ein Put eines gemeinsamen Basispreises spiegelt vom Risikoverhalten den Basiswert immer 1:1 wider. Und genau diese Tatsache ist es, die Optionen interessant machen für Arbitrageure. Wenn man sich eine Aktie bzw. einen Index (also einen Basiswert) „synthetisch“ abbilden kann, sucht der Arbitrageur immer nach der Möglichkeit, einen Basiswert z.B. synthetisch zu kaufen und real zu verkaufen, wenn ihm der „Zusammenbau“ des synthetischen Basiswertes billiger gelingt, als der reale Basiswert am Markt zu verkaufen ist. Gelingt dies, wäre der Arbitrageur risikoneutral und die Differenz zwischen der synthetischen Konstruktion und dem realen Basiswert wäre der Gewinn des Arbitrageurs. Ist der synthetische Basiswert dagegen teurer als der reale Wert an der Börse, verkauft er den Basiswert synthetisch und kauft ihn real zurück, um (a) risikoneutral zu sein und (b) einen Arbitragegewinn zu realisieren.

Doch Optionen sind auch aus weit anderen Gründen für Investoren interessant: sie werden als **spekulative Hebelinstrumente** genutzt. Bei einer Option kann z.B. mit einem im Voraus definierten Kapitaleinsatz (der Preis der Option) ein Käufer dieses Rechts einen theoretisch unbegrenzten Gewinn erzielen. Ein Stillhalter erzielt dagegen durch den Verkauf einer Option sofort eine Prämie (den Verkaufspreis) und setzt darauf, dass die Option am Verfallstag wertlos verfällt und er den Verkaufserlös komplett einbehalten kann.

Wir sehen also: Optionen sind vielseitig einsetzbar, um auf Gewinne zu spekulieren, Risiken zu besichern oder Arbitragegewinne zu erzielen. Aber in jedem Fall kommt es auf die Preisentwicklung an, und hier kommen jetzt die nächsten Preiseinflussfaktoren ins Spiel. Wir gehen zum **Gamma** über.

Stellen wir uns folgende Frage: was bewirkt die Veränderung des Deltas. Wir sagten im Vorfeld, dass es immer vom Verhältnis des Basispreises und des Wertes des Basiswertes abhängt. Aber welcher Einflussfaktor beschleunigt oder bremst die Veränderung des Deltas? Es ist das Gamma. Je höher das Gamma, umso schneller verändert sich das Delta der Option in Abhängigkeit zum Wert des Basiswertes (Aktie oder Index). Und hier möchte ich jetzt eine nicht fachlich formvollendete, aber im Grunde bildlich prägende Aussage treffen: das Gamma (als auch alle anderen Preiseinflussfaktoren wie Theta und Vega) wirken in Abhängigkeit der Wahrscheinlichkeit, mit der eine Option am Verfallstag werthaltig, also ins Geld gehen wird. Mal ganz plakativ: Wenn es sehr wahrscheinlich ist, dass die betreffende Option zum Zeitpunkt ihrer Fälligkeit werthaltig sein wird, haben die anderen Faktoren kaum noch Einfluss auf das Delta, welches dann eigentlich schon bei 1 sein muss. Würde andererseits klar sein, dass eine Option wertlos verfällt, haben Gamma und Vega (auf das Theta kommen wir separat) ebenfalls keinen Einfluss mehr auf das Delta, welches dann im Grunde bei Null liegen würde. Solange jedoch noch eine Chance auf „werthaltig“ oder „nicht werthaltig“ besteht, wird das Gamma und andere Faktoren wirken.

Merken wir uns: je höher das Gamma, umso größer der Hebel auf das Delta einer Option und damit auf deren Wertveränderung, wenn sich der Preis des Basiswertes verändert.

## **Wie hilft ein long Gamma beim Geld verdienen?**

Jetzt runden wir das Bild ab: Der Käufer einer Option kauft sich praktisch Delta (Delta long im Bezug auf einen Call, Delta short im Bezug auf einen Put). Ein Käufer erwirbt aber noch mehr: er kauft in jedem Falle Gamma. Wer eine Option hält (gekauft hat), für den läuft das Gamma immer zu dessen Gunsten. Und diesen Punkt müssen wir jetzt verstehen, um die Bedeutung des Open Interest besser (oder überhaupt) zu verstehen.

Wir unterstellen jetzt, wir kaufen zwei Calls, welche absolut „am Geld“ notieren. Beide Calls haben ein Delta von 0,5; in der Summe haben wir uns jetzt ein Delta von 1. Um uns abzusichern, verkaufen wir den entsprechenden Basiswert, welcher ja auch einem Delta 1 entspricht. Sehen wir uns jetzt unser Risiko-Profil an: wir haben in unserem Portfolio jetzt ein Delta long von 1 (zusammengesetzt aus den zwei Deltas von 0,5). Das verkaufte Delta 1 des Basiswertes steht dem gekauften Delta gegenüber, wir sind aus Risikogesichtspunkten neutral. Jetzt steigt der Basiswert. Was passiert? Das Delta steigt je Option auf z.B. 0,6, da die Optionen ins Geld gehen. Und jetzt sehen wir uns unser Risikoprofil an: Wir sind noch immer ein Delta 1 short (über den verkauften Basiswert), über die beiden Option sind wir jetzt aber 1,2 Deltas long. Per Saldo ist unser Portfolio long (0,2 Deltas), wir beginnen also Geld zu verdienen im steigenden Markt, ohne dass wir irgendetwas machen müssen. Im Grunde könnten wir jetzt 0,2 Deltas verkaufen (unseren long realisieren und damit einen Kursgewinn einstecken). Steigt der Basiswert weiter, erhöht sich das Delta der Optionen immer mehr und wir verdienen weiter am sich aufbauenden Delta-Long der beiden Call-Optionen, welches wir weiter verkaufen können. Nehmen wir jetzt weiter an, dass der Basiswert mittlerweile kräftig gestiegen ist und wir durch Delta-Verkäufe nun risiko-neutral sind. Jetzt fällt der Basiswert wieder zurück, das Delta schmilzt, da die Optionen aus der Position „in the money“ in die Position „at the money“ gleitet. Stellen Sie sich vor, wir hatten bei einem Delta-Call von 0,7 (in der Summe 1,4) 0,4 Deltas verkauft und diesen Gewinn realisiert. Jetzt sinkt das Delta der Calls wieder auf je 0,5 (in der Summe 1). Da wir „oben“ jedoch bereits 0,4 Deltas verkauft haben, wäre unser reales Delta jetzt nicht mehr bei 1, sondern bei 0,6. Und wir hätten damit auch auf dem Weg nach unten einen Gewinn gemacht, denn wir wurden um 0,4 Deltas shorter, die wir jetzt durch Käufe eindecken.

**Die Tatsache, dass das Delta immer zu unseren Gunsten läuft, verdanken wir dem Gamma, welches wir ja „mitgekauft“ haben beim Erwerb der Optionen.**

Versetzen Sie sich jetzt in die Lage des Stillhalters. Der ist die Optionen short und hat sich das Delta short durch den Kauf des Basiswertes abgesichert. Doch er ist nicht nur das Options-Delta short. Er ist auch Gamma short. Und jetzt geschieht genau das Gleiche im Portfolio des Stillhalters, wie im Long-Falle beschrieben. Allerdings mit entgegengesetztem Vorzeichen. Das heißt, die Delta-Entwicklung läuft immer gegen die Interessen des Stillhalters: steigt der Markt, wird er Delta shorter und muss kaufen, fällt der Markt, wird der Stillhalter longer und muss immer wieder verkaufen.

Sollten Sie diesen Effekt noch nicht verstanden haben, lesen Sie den letzten Abschnitt bitte noch einmal. Es ist wichtig, dieses Prinzip zu verstehen.

Fassen wir zusammen: der Inhaber einer Option partizipiert immer an der Bewegung des Basiswertes, bremst durch seine Hedge-Aktivitäten jedoch die Bewegung (er verkauft im steigenden Markt und erhöht damit das Angebot, er kauft im fallenden Markt und erhöht die Nachfrage). Was passiert? Der Kurs wird eingeklemmt, je größer die Optionsposition ist.

Der Stillhalter einer Option „leidet“ dagegen jedoch unter der Bewegung des Basiswertes. Da er "shorter" wird, wenn der Markt steigt, muss er nachkaufen und treibt damit den Kurs vor sich her. Er erhöht im steigenden Markt die Nachfrage. Fällt der Markt, wird er immer longer und muss folglich immer wieder verkaufen, womit er das Angebot erhöht und den Kurs weiter drückt. Was passiert hier? Der Kurs reagiert hektisch und nervös, da der Stillhalter immer nur reagieren muss und die Kursbewegung des Basiswertes immer gegen sich hat.

Das Gamma weist allerdings noch eine Eigenart auf. Nicht nur, dass es unterschiedlich stark auf das Gamma einwirkt, je nach Entfernung zum Basispreis, es zieht sich in seiner Wirkung mit fortschreitender Laufzeit in Richtung Verfall auch zunehmend um den Basispreis zusammen. Wirkt es z.B. Monate vor Verfall noch recht gleichmäßig auf das Delta ein, so wirkt es nahe des Verfallstages immer ausgeprägter nahe des Basispreises, während seine Wirkung immer auffälliger nachlässt, je weiter wir uns vom Basispreis wegbewegen – sei es nach oben oder unten. Die stärkste Wirkung, dafür in einer sehr engen Bandbreite um den Basispreis herum, entfaltet das Gamma am Tag vor Verfall, um dann am Verfalltag zu erlöschen

Die Konsequenzen sollten jetzt deutlich werden. Sind Sie Inhaber einer Option, profitieren Sie überaus deutlich am Gamma / Delta-Effekt, wenn sich der Preis des Basiswertes nahe des Verfallstages nahe am Basispreis der Option bewegt. Dieser Vorteil verwischt, je weiter sich die Option vom Basispreis wegbewegt. Sind Sie Stillhalter einer Option, erleben Sie genau das Gegenteil. Nahe des Basispreises schüttelt es Sie umso heftiger durch und zwingt Sie zur Reaktion, je näher Sie dem Verfall entgegen gehen.

Warum ist es so? Weiter oben in diesem Artikel wurde bereits darauf hingewiesen, dass die „Stärke“ des Gammas in direkter Abhängigkeit zur Wahrscheinlichkeit steht, ob eine Option zum Zeitpunkt des Verfalls werthaltig oder wertlos ist. Liegt eine Option Monate vor Verfall noch ein gutes Stück weit weg vom Basispreis, wobei es unerheblich ist, ob die Option „im Geld“ oder „aus dem Geld“ notiert, ist die Wahrscheinlichkeit jedoch vergleichsweise höher, profitabel zu bleiben oder zu werden, als wenn wir uns nur wenige Tage vor Verfall bewegen.

Am letzten Handelstag, also am Verfallstag, verlieren alle preisbeeinflussenden Parameter, mit Ausnahme des Deltas, ihre Bedeutung. Und das Delta kann an diesem Tag nur noch zwischen Null und 1 hin und her schalten, nämlich genau am Basispreis. Denn entweder ist die Option im Geld oder sie ist aus dem Geld. Notiert die Aktie X oberhalb der 20 Euro, liegt ein 20er Call im Geld, der 20 Put ist wertlos. Notiert die Aktie unterhalb der 20 Euro, ist der 20er Call wertlos, der 20er Put dagegen werthaltig.

Wir sollten jetzt alle wichtigen Effekte der Wertveränderung einer Option im Schnelldurchlauf insoweit angerissen haben, als das wir jetzt das eigentliche Thema, nämlich den Effekt des Open Interest angehen können.

### ***... und jetzt zum Open Interest***

Was definiert das Open Interest (im Folgenden OI genannt)? Als OI definiert man offene Optionspositionen.

Unterstellen wir, Sie halten am Verfallstag eine Call Long Position mit Basispreis 20 in Ihrem Depot. Die Aktie X (Basiswert des Calls) notiert bei 19 Euro. Der Call ist wertlos. Da der Call das einzige Teil ist, welches Sie in Ihrem Depot haben, ist der Wert Ihres Depots auch Null, das Delta Ihres Depots ist Null, es passiert nichts auf Ihrem Depot, egal wo sich die Aktie X in der Spanne von Null Euro bis 20,00 Euro bewegt. Doch jetzt passiert folgendes: die Aktie steigt auf 21 Euro. In dem Moment, wo die Aktie die 20 übersteigt (bereits bei 20,01 Euro), besitzt Ihr Call plötzlich ein Delta von 1 und Ihr Depot weist einen Wertezuwachs von 0,1 Euro aus, ohne dass Sie auch nur einen Finger krümmen mussten. Bei einem Kurs von 21,00 Euro, liegen Sie einen Euro vorn. Sie könnten jetzt eine Aktie X verkaufen und hätten den einen Euro Gewinn realisiert. Jetzt haben Sie einen Euro Gewinn, egal was die Aktie oberhalb der 20,00 Euro macht. Jetzt kommt Druck auf, die Aktien unterschreitet die 20,00 Euro wieder und schlagartig verschwindet das Delta 1 des Calls. Da Sie bei 21,00 Euro jedoch eine Aktie verkauft hatten, welche durch das Delta 1 des Calls oberhalb der 20,00 Euro abgebildet wurde, sind Sie jetzt ein Delta 1 short und könnten unterhalb der 20,00 Euro die Aktie zurückkaufen. Ist Ihnen dies z.B. mit 19,00 Euro gelungen, haben Sie wieder einen Euro realisiert, ohne Risiken eingegangen zu sein. Spinnen wir den Faden weiter: unterstellen wir, Sie hatten 1.000 Calls im Depot mit Basispreis 20. Der Effekt ist der gleiche. Oberhalb der 20 sind Sie 1.000 Deltas long, unterhalb der 20 sind Sie neutral oder 1.000 Deltas short, sollten Sie diese 1.000 Deltas oberhalb der 20 verkauft haben.

Mit einer Put-Long-Position verhält es sich vom Delta her vergleichbar zum Call, eben nur anders herum zu Ihren Gunsten.

Sehen wir uns das Szenario aus Sicht des Stillhalters an. Sie sind jetzt in der Situation, 1.000 Calls mit Basispreis 20 short zu sein. Solange die Aktie unterhalb der 20,00 Euro notiert, sind Sie z.B. Delta neutral. Überwindet die Aktie X jetzt die 20,00 Euro, erhalten die Calls ein Delta von 1. Da Sie die Teile short sind, sind Sie 1.000 Deltas short, somit den Risikowert von 1.000 Aktien X. Um wieder Delta neutral zu werden, müssen Sie 1.000 Aktien kaufen, was den Kurs der Aktie weiter treiben könnte. Kaum haben Sie Ihre 1.000 Aktien gekauft und sind wieder Delta neutral, fällt die Aktie X in unserem Beispiel wieder auf Kurse unter 20,00 Euro. Jetzt verlieren die Short-Calls schlagartig ihr Delta und Sie haben jetzt die 1.000 über 20 gekauften Aktien X auf der Habenseite. Damit bleibt jetzt nur eins: Sie verkaufen die 1.000 Stück und drücken unter Umständen den Kurs der Aktie X weiter.

Wenn Sie einen Call und einen Put mit identischem Basispreis in Ihrem Depot liegen haben, profitieren Sie von dieser Positionierung in beide Richtungen. Sind Sie das Optionspaar short, wirken die gegenteiligen Effekte auf Ihr Depot sowohl oberhalb der 20,00 Euro, als auch darunter.

Jetzt sollte deutlich werden, was es mit dem OI auf sich hat. Einem Long Call, muss ein Short Call gegenüberstehen, einem Long Put steht ein Short Put gegenüber. Das heißt, ein Teilnehmer partizipiert vom Delta / Gamma Effekt, der andere Teilnehmer hat damit eher zu kämpfen. Wie sich aber vorstellen können, macht es schon einen Unterschied, ob Sie z.B. einen Call (oder Put) long oder short sind, oder hunderte oder gar tausende. Also kommt es somit nicht nur darauf an, zu wissen, wie hoch das OI ist, es ist auch wichtig zu wissen, wie die offenen Optionspositionen im Markt verteilt sind.

Der Einfachheit halber gehen wir davon aus, es gibt insgesamt 100 Marktteilnehmer, welche in Optionen aktiv sind. Nehmen wir an, 50 von denen haben je einen Call gekauft, die anderen 50 Teilnehmer haben je einen Call verkauft. Das heißt, ein jeder hat den Vor- oder Nachteil von je einem Call – das ist handel- und verschmerzbar. Hier wird kaum Nervosität im Markt entstehen.

Unterstellen wir jetzt: ein einziger Marktteilnehmer hat alle fünfzig Calls gekauft, während auf der Verkäuferseite alle 50 Teilnehmer zu je einem Short Call aktiv wurden. Jetzt klumpt sich der Vorteil bei einem Marktteilnehmer, die Risiken sind auf der Gegenseite dagegen „gefünfzigst“. Ganz plakativ gesagt, sind den 50 Verkäufern die kleinen Risiken egal, diese werden „ganz nebenbei“ gehandelt, während der einzige Call-Inhaber seine Positionen ober- und unterhalb hin und her schieben könnte oder stattdlich an einer Tendenz profitiert. Verstehen Sie das Prinzip? Der Markt verläuft ruhig, weil der Inhaber der Position keine Schmerzen hat, sondern nahezu risikoloses Geld verdienen kann. Verkauft er seine anlaufenden Deltas immer wieder rasch und kauft diese unterhalb des Basispreises zurück, wird der Markt kaum von der Stelle kommen und in einer engen Spanne handeln. Kommt eine andere große Adresse und reißt den Markt hoch oder runter, muss der Inhaber auch nichts machen, sondern kann wunderbar abwarten, bis sich alle ausgetobt haben und so ganz nebenbei hedged er seine anlaufenden Deltas zu seinen Gunsten.

Anderes Szenario: 50 Marktteilnehmer kaufen je einen Call, ein einziger Marktteilnehmer steht auf der Gegenseite mit 50 Teilen short. Jetzt verteilen sich die Vorteile auf 50 Marktteilnehmer und dröseln sich praktisch auf je ein Fünfzigstel auf. Das Risiko klumpt sich dagegen auf eine Adresse. In der Praxis passiert jetzt folgendes: während der Vorteil bei jedem einzelnen Long-Inhaber wohl kaum auffällig zu Buche schlägt, hat der einzige Call-Short-Teilnehmer mit den gegenteiligen Problemen zu kämpfen. Das heißt, dessen Interesse kann nur darin bestehen, den Kurs rasch vom „gefährlichen“ Basispreis wegzubekommen, um dem Delta / Gamma Effekt zu entkommen. Gelingt ihm das aus irgendeinem Grunde nicht, schlägt das Delta immer wieder zu dessen Nachteil um, sobald der Basispreis über- / unterschritten wird. Da er unter Umständen immer wieder reagieren muss, wird der Markt hektisch und nervös, wahrscheinlich geprägt von plötzlichen Bewegungsschüben und raschen Impulswechseln.

Doch muss das so sein? Nein, muss es nicht. Entweder besichert sich der Teilnehmer mit einer Gegenposition im Folgemonat oder hat die Optionen geschrieben (verkauft), da er auch eine Ausübung akzeptieren würde. In diesem Falle wäre ihm die Delta-Frage ohnehin egal, denn er würde diese Position separat buchen und auslaufen lassen und die Ausübung hinnehmen.

Ich möchte Sie somit dafür sensibilisieren, ein Gefühl dafür zu entwickeln, wie die Positionen im OI im Markt verteilt sind und welche Interessen dahinterstehen.

### ***Doch jetzt mal eine andere Frage: Warum tut sich ein Stillhalter das an?***

Wer in Gottes Namen geht die Stillhalterposition ein, wenn er damit immer die Kursbewegung gegen sich hat? Oder anders herum: warum geht nicht jeder die Position des Optionsinhabers ein?

Hier kommen jetzt die noch verbleibenden preisbestimmenden Faktoren ins Spiel, von denen wir uns auf das **Theta** (den Zeitwert einer Option) und das **Vega** (Volatilitätskomponente) fokussieren.



Das **Theta** definiert sich in erster Linie über den Zins. Wenn Sie z.B. eine Call-Option erwerben, partizipieren Sie an Kursgewinnen des Basiswertes, ohne das Geld für diesen vollständig aufwenden zu müssen. Die Differenz zwischen Kaufpreis des Basiswertes und dem Preis des Calls (das ist der Betrag, den Sie sparen), können Sie zur Bank bringen und dort verzinst anlegen. Diesen Vorteil müssen Sie beim Erwerb einer Option bezahlen. Der Zeitwert baut sich Tag für Tag ab und geht am Verfalltag auf Null. Das Theta ist an einer „am Geld“ liegenden Option am größten. Das heißt: kaufen Sie eine Option und halten diese bis zum Verfall und unterstellen wir, der Markt bewegt sich bis dahin nicht, verlieren Sie jeden Tag Geld über den dahinschmelzenden Zeitwert. Folglich bekommt ein Stillhalter den Zeitwert bei Verkauf der Option bereits ausgezahlt und hofft, dass die Option wertlos verfällt und er den Zeitwert behalten kann.

Das **Vega** spiegelt die erwartete Volatilität im Markt des Basiswertes wider. Wie bereits beschrieben, geht es um die Wahrscheinlichkeit, dass eine Option am Verfalltag im Geld liegt. Je höher die Volatilität, umso höher ist naturgemäß die Wahrscheinlichkeit, dass eine Option werthaltig wird / bleibt. Also erhöht steigende Volatilität den Preis einer Option. Da die Volatilität mit fortschreitender Zeit auch nach und nach ihre direkte Bedeutung auf die Möglichkeit der Werthaltigkeit einer Option verliert, gibt auch diese Komponente in der Preisbildung nach. Der Stillhalter spekuliert somit unter Umständen auf fallende Volatilität oder auf die Tatsache, dass seine geschriebene Option wertlos verfällt.

Viele Fonds haben in den früheren Jahren, als die Märkte weniger volatil als heute waren, gern aus dem Geld liegende Calls geschrieben (verkauft). Die Überlegung war folgende: „Ich verkaufe Calls auf hohem Niveau, um Prämie zu vereinnahmen, weil ich damit rechne, dass dieser Basispreis ohnehin nicht erreicht wird. Sollte dies der Fall sein, ist es mir auch egal, dann verkaufe ich eben die Aktie auf jenem Niveau, welches ich heute für „hoch“ einschätze.“

Aus dem Geld liegende Puts werden in der Regel nicht verkauft, da das Risiko eines Crashes immer besteht. Folglich gibt es den Spruch: „The Put is your friend“.

Das Schreiben bzw. Verkaufen einer Option ist somit durchaus attraktiv, nämlich dann, wenn man damit ordentliche Prämie im Vorfeld kassiert und die Option später billiger zurückkauft oder verfallen lässt. Dafür nimmt man die Risiken der Short-Position auf sich.

Der Inhaber hat ja auch ein Problem: er verliert die Zeitprämie. Das heißt, nur um an dem beschriebenen Delta / Gamma – Effekt verdienen zu können, muss er einen nicht unerheblichen Zeitwertverlust im Vorfeld in Kauf nehmen bzw. durch aktives Handeln dagegen ankämpfen.

Sie sehen, auch hier erkaufte man sich, wie überall an der Börse, Vorteile durch Nachteile.

Uwe Wagner

## Im Artikel besprochene Instrumente

<b>DAX</b>	<b>XETRA</b>	21.10.2020 17:45:00	<b>12.557,64</b>	<b>-179,31</b>	<b>-1,41</b>	12.765,05	12.545,59
	Börsenplatz	Zeit	akt. Kurs	abs	%	Hoch	Tief
<b>Euro-Bund Future</b>	<b>EUREX</b>	22.10.2020 02:34:45	<b>175,58</b>	<b>0,02</b>	<b>0,01</b>	175,60	175,54
	Börsenplatz	Zeit	akt. Kurs	abs	%	Hoch	Tief

Stand: 22.10.2020 02:50:46

## Risikohinweis & Haftungsausschluss gemäß § 15 und § 17 AGB BörseGo AG

### § 15 Haftung

15.1 Soweit Nutzer Inhalte in Diskussionsforen, sogenannten Streams, Chats oder Blogs einstellen und dort Ratschläge oder Anlagetipps erteilen, handelt es sich ausschließlich um von den betreffenden Nutzern verantwortete Inhalte. BörseGo stellt insofern lediglich das Medium technisch zur Verfügung und ist nicht für die Genauigkeit, Richtigkeit oder Verlässlichkeit dieser Inhalte verantwortlich. Insbesondere ist BörseGo nicht für Verluste oder Schäden haftbar, die dem Nutzer dadurch entstehen, dass dieser auf eine solche Information vertraut.

15.2 Resultieren Schäden des Nutzers aus dem Verlust von Daten, so haftet BörseGo hierfür unabhängig von einer etwaigen Beteiligung nicht, soweit die Schäden durch eine zweckgemäße, regelmäßige und vollständige Sicherung aller relevanten Daten durch den Nutzer vermieden worden wären.

15.3 Im übrigen haften BörseGo, ihre gesetzlichen Vertreter und Erfüllungsgehilfen nur bei Verletzung des Lebens, des Körpers, der Gesundheit oder bei Verletzung wesentlicher Vertragspflichten (Kardinalpflichten), das heißt solcher Pflichten, deren Erfüllung die ordnungsgemäße Durchführung des Vertrages überhaupt erst ermöglicht und auf deren Einhaltung der Nutzer regelmäßig vertrauen darf, und deren Verletzung auf der anderen Seite die Erreichung des Vertragszwecks gefährdet. BörseGo haftet weiterhin für Schäden, die aus dem Fehlen zugesicherter Eigenschaften beruhen, sowie für sonstige Schäden, die auf einer vorsätzlichen oder grob fahrlässigen Pflichtverletzung von BörseGo, seiner gesetzlichen Vertreter oder Erfüllungsgehilfen beruhen.

15.4 Bei der Verletzung wesentlicher Vertragspflichten (vgl. Ziff. 15.3) haftet BörseGo nur auf den vertragstypischen, vorhersehbaren Schaden, wenn dieser einfach fahrlässig verursacht wurde, es sei denn, es handelt sich um Schadensersatzansprüche des Kunden aus einer Verletzung des Lebens, des Körpers oder der Gesundheit.

15.5 Weitergehende Ansprüche des Nutzers auf Schadensersatz sind ausgeschlossen. Die Vorschriften des Produkthaftungsgesetzes bleiben unberührt.

## § 17 Risikohinweis

Die Informationen und Services auf den Portalen von BörseGo wenden sich an registrierte sowie nichtregistrierte Nutzer. Die Angebote, die der Nutzer auf den Portalen von BörseGo findet, richten sich jedoch ausdrücklich nicht an Personen in Ländern, die das Vorhalten bzw. den Aufruf der darin eingestellten Inhalte untersagen, insbesondere nicht an US-Personen im Sinne der Regulation S des US Securities Act von 1933 sowie Internet-Nutzer in Großbritannien, Nordirland, Kanada und Japan. Jeder Nutzer ist selbst verantwortlich, sich über etwaige Beschränkungen vor Aufruf der Portale zu informieren und diese einzuhalten.

Insbesondere weist BörseGo hierbei auf die bei Geschäften mit Optionsscheinen, Derivaten und derivativen Finanzinstrumenten besonders hohen Risiken hin. Der Handel mit Optionsscheinen bzw. Derivaten ist ein Finanztermingeschäft. Den erheblichen Chancen stehen entsprechende Risiken gegenüber, die nicht nur einen Totalverlust des eingesetzten Kapitals, sondern darüber hinausgehende Verluste nach sich ziehen können. Aus diesem Grund setzt diese Art von Geschäften vertiefte Kenntnisse im Bezug auf diese Finanzprodukte, die Wertpapiermärkte, Wertpapierhandelstechniken und -strategien voraus.

Soweit BörseGo Börsen- oder Wirtschaftsinformationen, Kurse, Indizes, Preise, Nachrichten, Marktdaten sowie sonstige allgemeine Marktinformationen auf ihren Portalen bereitstellt, dienen diese nur zur Information und zur Unterstützung der selbstständigen Anlageentscheidung des Nutzers. Auch wenn BörseGo alle eingebundenen Informationen sorgsam überprüft, erhebt BörseGo keinen Anspruch auf inhaltliche Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität. Es obliegt dem Nutzer selbst, die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität dieser Daten zu überprüfen. Dies betrifft insbesondere, aber nicht ausschließlich, Kursdaten von Drittquellen. Die genannten Informationen stellen keine Aufforderung zum Kaufen, Halten oder Verkaufen von Wertpapieren und derivativen Finanzprodukten dar und begründen kein individuelles Beratungs- oder Auskunftsverhältnis. Sie sind keine Rechts-, Steuer- oder sonstige Beratung und können eine solche auch nicht ersetzen.

Bevor der Nutzer Investmententscheidungen trifft, sollte er sich sorgfältig über die Chancen und Risiken des Investments informiert haben. Aus einer positiven Wertentwicklung eines Finanzprodukts in der Vergangenheit kann keinesfalls auf zukünftige Erträge geschlossen werden. BörseGo übernimmt keine Haftung für die erteilten Informationen, die von BörseGo als vertrauenswürdig erachtet wurden, für bereitgestellte Handlungsempfehlungen sowie für deren Vollständigkeit.

Leser sowie Teilnehmer an multimedialen Veranstaltungen wie Webinare, Online-Seminare, Seminare oder Vortragsveranstaltungen, die aufgrund der veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen bzw. Transaktionen durchführen, handeln in vollem Umfang auf eigene Gefahr und auf eigenes Risiko.

BörseGo übernimmt keine Haftung für die Inhalte externer Links. Für den Inhalt der verlinkten Seiten sind ausschließlich deren Betreiber verantwortlich. Eine Haftung von BörseGo für die Inhalte derartiger Internetseiten ist ausgeschlossen, soweit dies gesetzlich zulässig ist.

**Stand: September 2019**

Das Dokument mit Abbildungen ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere des Nachdrucks, der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen sowie das Darstellen auf einer Website liegen, auch nur bei auszugsweiser Verwertung, bei der BörseGo AG. Alle Rechte vorbehalten.

[www.boerse-go.ag](http://www.boerse-go.ag) © BörseGo AG

Aktiengesellschaft mit Sitz in München – Registergericht: Amtsgericht München – Register-Nr: HRB 169607 – Vorstand: Robert Abend, Christian Ehmgig, Johannes Pfeuffer, Thomas Waibel – Aufsichtsratsvorsitzende: Dipl.-Kff. Jutta Hofbauer – Umsatzsteueridentifikationsnummer gemäß § 27a UStG: DE207240211



München, 2020