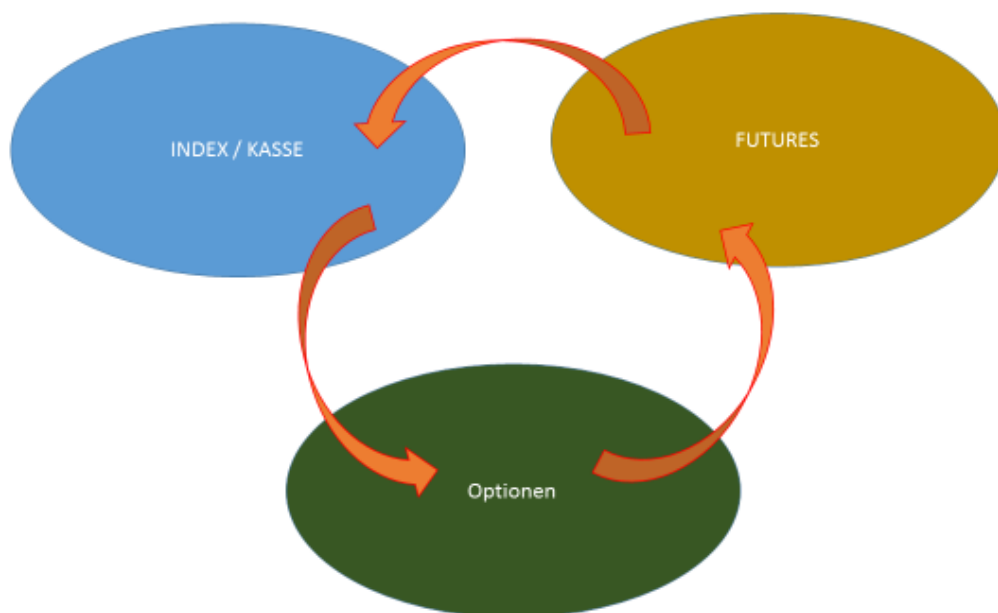


Welche Informationen ziehe ich täglich aus der Open Interest Tabelle?

Jeden Monat wieder, immer zum dritten Freitag (sofern dieser nicht auf einen Feiertag fällt), verfallen weltweit die meisten der Optionen auf Aktien-Indizes und Einzelaktien. Dieses Prozedere erleben wir in dieser Regelmäßigkeit, seit es elektronische Terminbörsen gibt und der überwiegende Teil der dort gehandelten Optionen gegenüber den früher dominanten und noch immer existenten Optionsscheinen und OTC-Optionen, in allen definierten Eckwerten standardisiert ist. Im Bezug auf den deutschen Terminmarkt sprechen wir somit von einem Zeitraum von bisher fast drei Jahrzehnten, in dem Optionen und kurz danach auch Futures aktiv gehandelt werden¹. Natürlich wurden bereits vor dem Handelsbeginn der DTB in Deutschland Optionen gehandelt, allerdings in Form von nichtstandardisierten Optionsscheinen, deren Liquidität kaum mit der heutigen Liquidität und Vielfalt existenter und handelbarer Finanzderivate vergleichbar ist. Statistiken zeigen vielmehr, dass der deutsche Markt in Relation zu seiner Größe des Kassamarktes einen der größten derivativen Überbauten weltweit aufweist und folglich in einer erheblichen Form durch diesen in seiner Kursentwicklung beeinflusst wird. Das heißt konkret, dass wir den Aktienmarkt als Basis immer nur im Kontext mit seinen zwei derivativen Spiegelbildern sehen können. Die Kasse beeinflusst und wird beeinflusst durch Futures und Optionen, die Futures hängen an der Kasse und dem Optionsmarkt und die Optionen werden beeinflusst von Kasse und Futures. Das Bindeglied zwischen diesen ist die Klammer der Arbitrage (Index-Arbitrage und Optionsarbitrage), sowie der Einfluss der Bewertungsmodalitäten von Aktien- und Indexoptionen und die daraus resultierenden „Gewichtsveränderungen“ der Optionen im Vergleich zu ihren Basiswerten.



¹ Im Jahre 1988 wurde die Deutsche Terminbörse (DTB) als erste neue Börse in Deutschland nach dem Zweiten Weltkrieg gegründet und diente dem ausschließlichen Handel von standardisierten Finanzderivaten. Träger der als öffentlich rechtlich geltenden Deutschen Terminbörse war die DTB Deutsche Terminbörse GmbH. Am 23. Januar 1990 startete der Handel von standardisierten Optionen, der Handel diverser Futures startete etwas später. 1998 fusionierte die DTB mit der schweizer Terminbörse Soffex (Swiss Options an Financial Futures Exchange) zur heutigen Eurex (European Exchange), eine der größten vollelektronischen Terminbörsen der Welt.

Doch gerade der letztgenannte Aspekt, der Einfluss der Optionen und ihrer Wertentwicklung (in Abhängigkeit ihrer Ausübungswahrscheinlichkeiten), wird besonders im Retail-Bereich immer wieder unterschätzt, falsch dargestellt oder bei der Analyse von Kursverläufen der Kassa-Werte ganz weggelassen. Dies ist aber vergleichbar mit dem Weglassen der Bewertung von LKW-Bewegungen im europäischen Straßennetz und einem ausschließlichen fokussieren auf PKWs und Motorräder.

Mit dem beschleunigten Einzug der Computer in den Wertpapierhandel und dem gewaltigen Anwachsen an Berechnungs- und Auswertungskapazitäten (was erst das exponentielle Wachstum des Derivate-Marktes möglich machte), änderte sich die Organisation und Struktur des Börsenhandels von den 90er Jahren an dramatisch. Diese Entwicklung wurde begleitet von einer veränderten Sichtweise auf Kursbewegungen von Kasse- und derivaten Werten. Der Fokus rückte zunehmend weg vom klassischen fundamentalen, wie auch technischen Analyseansatz und zog besonders im Trading-Bereich den Menschen als Akteur und Ursache einer Kursbewegung in das Zentrum der Betrachtung. Zunehmend wurden die Handelsaktivitäten an sich zum Mittelpunkt der Marktbeurteilung: wer handelt, wann handelt er, wie handelt er, was darf er, was kann er, welche Motive stecken hinter jeder Bewegung usw.. Diesem „Spurenlesen“ folgte die Entwicklung und Praktizierung von klar definierten und optimierten Handelschoreografien, mit denen auf Bewegungen sogenannter Wirte reagiert wurde, bzw. was Antizipationen zuließ².

Fokussieren wir im Trading heute somit vorrangig auf das Lesen von Spuren, das Interpretieren von Choreografien, um dann mit entsprechenden Handelsbausteinen darauf zu reagieren, stützen wir uns dabei auf zwei Arten von Spuren: (1) einmal die direkten, sich aktuell im Markt ausbildenden Spuren der Akteure, die nur sichtbar werden, wenn sie im Markt aktiv sind (kurzfristig ausgerichtete Trader (im Sammelbegriff als KFH bezeichnet, wobei alle Kategorien von Tradern, die nicht final auftreten, unter diesen Sammelbegriff fallen), Kommissionshändler, Index-Arbitrageure u.ä.) und (2) die bleibenden Spuren, welche sich sichtbar aus den vollzogenen Handelsaktivitäten heraus ableiten lassen. Hierzu zählen wir zunächst alle als reflexiv zu wertenden Handelsverhalten (welche im Markt reflexiv bewertbare Kursverläufe herausbilden), viel wichtiger aber die dauerhaften Spuren, welche die in ihrer üblichen Arbeitsweise kaum präsent auffallenden Optionshändler hinterlassen. Jeden Tag werden deren Handelsaktivitäten schwarz auf weiß aufgelistet und von den Börsen veröffentlicht, in den sogenannten Open-Interest Aufstellungen.

Wäre der Einfluss von Optionen auf den Kursverlauf von Aktien, deutlich mehr noch auf den Kursverlauf von Indizes (über ihre jeweiligen Futures) nicht von Bedeutung, könnte man auf das tägliche Lesen der OI-Tabelle durchaus verzichten. Doch die Tatsache, dass Optionspositionen wegen der Eigenschaften von Optionen einen gewaltigen, in der jeweils letzten Woche vor Verfall mitunter alles dominierenden Einfluss auf den Handel selbst und auf die Kursbewegung des Basiswertes haben kann, ist das Verstehen der OI-Tabelle und deren Berücksichtigung im Handel eigentlich ein „Muss“ für ernsthaftes Trading.

Wenn in allgemein veröffentlichten Marktanalysen die Sprache auf die Open Interests kommt, wird dies in der Regel unter dem Blickwinkel der reinen Ausübungsmöglichkeiten

² Diese Entwicklungstendenz ergriff nahezu alle Trading-Bereiche, vom Kommissionsgeschäft, über die Arbitrage von Kasse / Future, bis hin (und erst recht) den reinen Trading-Bereich, welcher sich folgerichtig auf immer kleinere Zeitfenster ausrichtete. Dabei ging es um die drastische Reduzierung von Positionsrisiken, die Verringerung von Komplexitäten und die Ausnutzung definierbarer Reflexivitäten, was die Ertrags- / Risikobewertungen des Tradings deutlich verbesserte. Klassisches Positions-Trading verschwand ab Mitte der 90er somit fast vollständig aus dem Berufs-Trading und ist heute vorrangig Bestandteil (wenn auch eher als Investmentstrategie) der Arbeit von Fondsgesellschaften, Kapitalanlagegesellschaften und Vermögensverwaltungen.

getan. Hierbei wird immer wieder argumentiert, dass Marktakteure wegen der jeweiligen OI's den Kurs des Basiswertes in die eine oder andere Richtung schieben könnten, um Ausübungen zu erhalten oder Optionen wertlos verfallen zu lassen. In der Berufspraxis ist diese Denkweise allerdings nicht zentral, was dazu führt, dass die Motivationen hinter den OI's mitunter falsch interpretiert und die Schlüsse daraus falsch gezogen werden. Der aber wohl größte Fehler, der beim Interpretieren von OI-Positionen gemacht wird, ist die Fokussierung auf den Verfallstag. Den in der Realität geht es hierbei weniger um den Verfall selbst, sondern vielmehr um die „Effekte“ einer Optionspreisentwicklung bis zum Verfall. Der Verfall am Ende der Laufzeit ist schlussendlich nur noch eine Verrechnung und hat in der Regel keine Kursrelevanz mehr, zumal es in Index-Optionen ohnehin keinerlei effektive Lieferung des Basiswertes gibt (es wird in Cash abgewickelt – Cash-Settlement) und die Abrechnung der Gewinne bzw. Verluste auf Optionen nicht mit einmal anfallen, sondern ohnehin jeden Tag bewertet (aber nicht täglich ausgeglichen) werden.

Das heißt: das Lesen einer OI-Tabelle gehört zum wichtigsten Rüstzeug einer sinnvollen Handelsvorbereitung, die Bedeutung offener Optionspositionen ist während ihrer Laufzeit am höchsten und nicht am letzten Handelstag und (ganz wichtig), es sind nicht nur die Optionen des jeweiligen Frontmonats zu bewerten, sondern alle Optionen aller Laufzeiten!!

Wie lesen wir eine OI-Tabelle richtig?

Börsentäglich erstellt die Eurex (über die Clearing AG) eine Statistik aller offenen Optionspositionen, wobei wir die tabellarische Darstellung nicht nur der Eurex-Seite entnehmen können, sondern auch auf anderen Anbieterseiten finden. Als Open Interest werden alle offenen Positionen (Kontrakte) ausgewiesen, getrennt nach Calls und Puts (also Kauf- und Verkaufsrechten).

Die einzige Quelle der Veröffentlichung ist allerdings die Eurex Clearing AG, da diese als Gegenseite hinter jedem an der Eurex getätigten Geschäft steht.³

Im Gegensatz zu verbrieften Optionsscheinen, welche eine im Vorfeld definierte Emissionsmenge aufweisen, sind Optionen an der Eurex (und anderen elektronischen Terminbörsen) nicht mengenmäßig eingeschränkt, sondern könnten theoretisch in unendlicher Menge emittiert werden, sofern es für jeden Verkäufer auch einen Käufer gibt und umgekehrt. Das OI pro Option sagt uns also aus, wie viele Calls oder Puts im jeweiligen Basispreis, im jeweiligen Verfallsmonat, im jeweiligen Basiswert offen sind.⁴

Wenn Teilnehmer A einen Call kauft und Teilnehmer B diesen verkauft, ergibt das ein OI von 1. Kauft jetzt Teilnehmer C einen weiteren Call und als Verkäufer tritt Teilnehmer D auf den Plan, liegt uns jetzt ein OI von 2 vor. Unterstellen wir, A verkauft seinen Call und C kauft diesen, bleibt das OI bei 2, es hat sich lediglich die Bündelung der Optionen verschoben: C hat jetzt 2 Calls, B ist einen Call short, D ist ebenfalls einen Call short. Würde jetzt C einen Call wieder verkaufen und D kauft diesen zurück, wird eine offene Position geschlossen und das OI sinkt auf 1.

Somit wird deutlich: die ausgewiesene Zahl in der OI Tabelle weist uns aus, wie viele Kontrakte pro Option, im Rahmen ihrer standardisierten Kennziffern (Basiswert, Basispreis, Laufzeit, Ausübungsrichtung) zum Zeitpunkt der Erstellung der Statistik offen sind.

³ Die Clearing AG veröffentlicht die offenen Options-Positionen mindestens zweimal täglich: nach Mitternacht und gegen 13 Uhr, nachdem alle Settlements der Marktteilnehmer der Vortagesgeschäfte der Clearing AG elektronisch übermittelt wurden. Aus diesem Grunde kann es zu Abweichungen der Rohdaten zwischen der Veröffentlichung von Mitternacht und 13:00 Uhr kommen.

⁴ „Offen“ bedeutet, dass einem Geschäft, welches im „opening-Modus“ gehandelt wurde, noch kein „closing“ gegenübersteht, oder einem „closing“ noch kein „opening“ zugeordnet ist. Somit sind diese Positionen noch im Markt als offene Positionen existent und entfalten ihre Wirkung.

Jedem Kauf steht folglich ein Verkauf gegenüber und umgekehrt. Während Kauf und Verkauf im Markt gleichmäßig verteilt, würden sich die Effekte der unterschiedlichen Positionierungen weitestgehend aufheben. In einem solchen Falle würden sich die Einflüsse der offenen Options-Positionen auf den Gesamtmarkt in Grenzen halten und wären somit für unsere Handelstätigkeit ohne Belang. Tatsächlich sind die Verteilungen der offenen Positionen jedoch nicht gleichmäßig, sondern es treten Klumpungen auf, was somit auch zu Bündelungen der Effekte der Preis- / Wertveränderungen und damit der „Gewichte“ der Optionen führt.

Warum gehen wir von Positions-Klumpungen aus?

Bilden sich aber Klumpungen, möglichst noch einseitig, dann wirken die Effekte einer Option, welche über die Parameter Delta, Gamma, Theta, Vega und Rho gemessen werden, je nach Größe einer Klumpung auffällig, mitunter alles dominierend auf die Kursentwicklung des Basiswertes durch.

Da wir der OI Tabelle diese überaus wichtige Information nicht entnehmen können, müssen wir (wie in der gesamten Optionspreistheorie) eine Grundannahme treffen, nämlich dass sich die Akteure wirtschaftlich sinnvoll verhalten. Was heißt „wirtschaftlich sinnvoll“? Eine Option kann ausgeübt werden, unabhängig davon, ob sie werthaltig oder wertlos ist. Wir unterstellen jedoch, dass der Inhaber der Option nur werthaltige Optionen ausübt, während er wertlose Optionen verfallen lässt.⁵ Nur weil wir diese Prämisse treffen, ist überhaupt eine mathematische Berechnung des Wertes / Preises einer Option möglich.

Sehen wir uns die OI Tabelle an, stellen wir in der Regel fest, dass besonders in den aus dem Geld liegenden Calls, aber auch in den aus dem Geld liegenden Puts mitunter sehr große offene Positionsüberhänge vorliegen. Für eine Einschätzung des börsentäglichen Einflusses dieser offenen Positionsüberhänge ist es wichtig abzuschätzen, wie die Verteilung dieser Positionen ist. Sind die aus dem Geld liegenden Call-Optionen auf der Long-Seite in einer oder wenigen Händen? Ist die Short Seite auf eine oder wenige Adressen konzentriert? Sind beide Seiten breit gestreut? Die gleichen Fragestellungen gelten auf der Put-Seite und die Beantwortung dieser Fragen hat dominanten Einfluss auf unsere Erwartung im Hinblick auf die tägliche Kursentwicklung des Basiswertes.

Auch hier werden jetzt Annahmen getroffen, welche sich an der Wirtschaftlichkeit orientieren. Immer mal wieder äußert sich der eine oder andere Schulungsteilnehmer skeptisch, ob das Treffen der Annahme noch der tatsächlichen Realität entspricht – dazu lassen sich zwei Antworten entgegenhalten: (a) würden institutionelle Marktakteure monatlich immer wieder wirtschaftlich wenig sinnvolle Entscheidungen treffen, würden sie nicht lange überleben. Niemand hat im Markt Zugriff auf hohe Kapitalsummen, wenn er mit diesen unverantwortlich oder mit mangelnder Fachkenntnis umgeht. (b) Lügen die Klumpungen von Optionspositionen nicht in dem Maße vor, wie auf Grund ihrer Verteilung und ihren wirtschaftlichen Verhalten unterstellt, würde sich der Markt / Kursverlauf anders gestalten, als unter angenommenen Verteilung.

Was ist wirtschaftlich sinnvoll: dass sich aus dem Geld liegende Calls in einer (wenigen) Händen befinden? Oder macht es Sinn, wenn sich entsprechende Call-Positionen auf der Short-Seite in einer oder wenigen Händen klumpen? Wie sieht es auf der Put-Seite aus? Gelten hier die gleichen wirtschaftlichen Prämissen oder drehen sich diese um?

⁵ Optionen können grundsätzlich von ihrem Inhaber ausgeübt werden. Dabei ist es unerheblich, ob diese werthaltig oder wertlos ist. Dennoch geht die Optionspreistheorie davon aus, dass Optionen nur dann ausgeübt werden, wenn es ökonomisch sinnvoll ist (die Option somit werthaltig ist – sie einen inneren Wert besitzt).

Der Kernparameter, der hier eine entscheidende Rolle spielt, ist das Theta, der Zeitwert einer Option.

Man realisiert mit einer Option auf Endfälligkeit dann Gewinn, wenn diese am Ausübungstag einen höheren inneren Wert aufweist, als der Preis (innerer Wert plus Zeitwert) zum Zeitpunkt des Kaufes betrug. Somit stellt sich die Frage, bei wie vielen Optionen tritt dieser Fall ein? Es gibt diverse Statistiken, in denen von einer 75%igen bis 30%igen Verfallsquote ausgegangen wird. Auf dieser Grundlage wird dann immer wieder heftig über Sinn und Unsinn von Endfälligkeitsstrategien gesprochen – tatsächlich sind diese Auswertungen wertlos. Die Frage muss anders gestellt werden: „Wie viele Optionen erreichen am Fälligkeitstag einen höheren inneren Wert, als ihr Kaufpreis betrug?“. Zudem hängt diese Antwort maßgeblich davon ab, ob man mit seiner Markteinschätzung zum Zeitpunkt des Kaufes der Option richtig lag. Aber fokussieren wir uns auf die erste Frage nach der Entwicklung des inneren Wertes, kann man durchaus feststellen, dass hier die Erfolgsquote in einem normalen Markt niedriger ist, als von den Optionskäufern erwartet.

Daraus wird geschlussfolgert, dass es wirtschaftlich sinnvoll ist zu unterstellen, dass die Short-Seite der Call-Optionen eher zu Klumpungen neigt, während die Long-Seite als „breit gestreut“ angenommen werden kann.⁶

Aktienmärkte steigen in der Regel langsamer als wie sie fallen. Dieser Aspekt führt dazu, dass seit 1987 (nach dem Crash im Oktober) nicht mehr von einer glatten und einheitlichen impliziten Volatilitätskurve ausgegangen wird, sondern eine tatsächlich geschwungene Kurve vorliegt.⁷ Da eine Options-Long-Position auch gleichzeitig eine Volatilitäts-Long-Position

⁶ ... und bei den Put-Verkaufsoptionen (trotz des Theta-Problems, welches bei Calls und Puts identisch ist) eher von einer Klumpung im Long-Bereich ausgegangen werden kann, während die Short Seite meist breit gestreut ist.

⁷ Die Form der Volatilitäts-Kurve ist abhängig vom jeweiligen Markt und vom Optionstyp. In vielen Fällen beobachtet man auch einen sogenannten Skew (engl. *skew* - Schiefe), bei dem die implizite Volatilität bei niedrigen Strikes steigt und höheren Strikes fällt.

Während das Phänomen des Volatilitäts-Smile bei Devisenoptionen schon länger zu beobachten war, trat es für Aktienoptionen erst nach dem Börsencrash von 1987 auf.

Für das Auftreten von Volatilitäts-Smiles gibt es verschiedene konkurrierende Erklärungsansätze, über die keine Einigkeit herrscht. Da das Black-Scholes Modell eine konstante Volatilität voraussetzt, kann es das Auftreten von Volatilitäts-Smiles nicht erklären.

Ein Erklärungsversuch aus der Verhaltensökonomik ist, dass die Marktteilnehmer nach dem Crash von 1987 aus Angst vor einem erneuten Crash Put-Optionen die weit aus dem Geld sind, in erhöhtem Maß schätzten, da diese eine günstige Absicherung gegen Kursabstürze darstellen. Dies erklärt eine höhere implizite Volatilität bei niedrigen Strikes. Da diese Erklärung suggeriert, dass der Markt Optionen nicht rational bepreist, wird sie von Vertretern der Markteffizienzhypothese abgelehnt.

Andere Erklärungen besagen, dass die Modellannahmen von Black-Scholes zu stark vereinfachend sind. Wenn die Volatilität nicht als konstant angenommen wird, sondern vom aktuellen Preis des Basiswerts sowie von der Zeit abhängt, spricht man von lokaler Volatilität. Wichtige Modelle hierfür sind das zeitdiskrete Derman-Kani-Modell (eine Erweiterung des Binomialmodells) sowie das kontinuierliche Modell von Bruno Dupire.

Ein weiterer Ansatz zur Erklärung des Volatilitäts-Smile ist, die Volatilität als veränderliche Größe zu beschreiben. Bekannte Modelle mit veränderlicher Volatilität sind das Heston-Modell oder die GARCH-Modelle.

Eine andere Erweiterung besteht darin, den stetigen Wiener-Prozess, der für den Logarithmus des Basiswerts im Black-Scholes-Modell angenommen wird, durch einen Sprünge aufweisenden stochastischen Prozess zu ersetzen. Dies führt zu *Jump diffusion*-Modellen wie dem von Robert Carhart Merton, welche ebenfalls zur Modellierung von Volatility Smiles verwendet werden können.

darstellt und eine Options-Short-Position auch als Volatilitäts-Short-Position gleichgestellt werden kann, macht es durchaus Sinn, auf der preislichen Oberseite eher Short-Positionen zu halten und auf der Unterseite eher long positioniert zu sein.

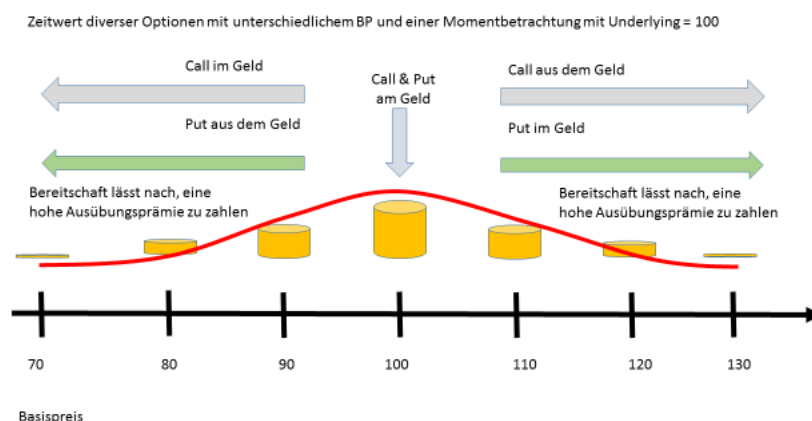
Wenn wir nun aber argumentieren, dass es gerade mit Blick auf die Thetaentwicklung sinnvoll ist (Call-) Optionen am Geld und aus dem Geld eher short zu sein (bei Inkaufnahme des damit verbundenen Gamma-Risikos), stellt sich allerdings zwangsläufig die Frage nach dem Sinn von Long-Puts. Warum sollte es wirtschaftlich sinnvoll sein, Long Put Positionen zu halten? Verlieren die langsamer ihr Theta als die Calls aus dem Geld? Ist deren Ausfallquote grundsätzlich niedriger als die der Calls?

Nein. Long-Put-Positionen verlieren genauso wie ihre Gegenpole auf der Call Seite. Der einzige praktische Sinn dieser Long-Positionen auf der Put-Seite ist der, dass man (a) in einem dynamischer fallenden als steigenden Markt auf der Unterseite nicht Gammas Short sein will, da sonst rasch die Kontrolle über die Gesamtposition verloren werden kann und (b) weil man bei dynamischen Kursverlusten in der Regel mit einem Vola-Anstieg rechnen muss / kann – da ist man Volatilität somit lieber eher long als short.

Wie werden solche Theta / Gamma Positionen sinnvoll aufgebaut?

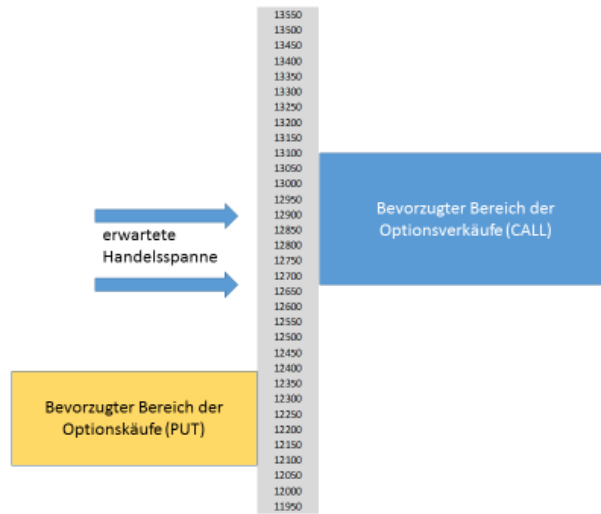
Ein Theta / Gamma Trader fokussiert nicht auf den Endfälligkeitwert einer Option. Dieser wäre ohnehin nur einmal zu vereinnahmen, nämlich zum Zeitpunkt der Positionsschließung. Beim Theta / Gamma Trading wird eine Option zum „Mittel zum Zweck“, das heißt, es kommt auf eine sinnvolle Balance zwischen dem Verdienen des Theta im „out of the money“ Bereich auf der Call Seite und dem dort geschickten Agieren im Gamma Short an, und dem Arbeiten im Gamma-Long-Bereich der Puts bei Kursrücksetzern, wobei hier das immer wiederkehrende rasche Gewinnrealisieren im Vordergrund steht, um damit verbundene Theta-Verluste auszugleichen und Handelserträge zu erzielen. Daraus sollte deutlich werden, dass es unwichtig ist, was eine Option wert ist, sondern es auf deren Veränderung in ihren Bewertungs-Parametern ankommt.

Das Grundprinzip des Positionsaufbaus ist recht einfach, auch wenn die Realität mitunter etwas verzerrter ist auf Grund entsprechender Gegebenheiten.



Eine Modellerweiterung, die Volatility-Skews erklären kann ist die Miteinbeziehung von Ausfallrisiken ins Optionspreismodell.

Da der Theta-Verlust am Geld am höchsten ist, bietet sich der Verkauf von Call Optionen am Geld / leicht aus dem Geld am ehesten an. Mit einem Teil der (theoretischen und noch nicht realisierten) Theta Erlöse werden aus dem Geld liegende Puts gekauft, deren Theta-Betrag noch vergleichsweise niedrig ist und der somit auch nicht mit „eigenem Geld“ bezahlt wird.



Der obige Positionsaufbau zeigt jetzt aber, dass sich die Risiken einer Short- Call-Position im Hinblick auf das Delta-Gamma Verhalten einer Option und dem damit verbundenen Gesamteinfluss auf die Delta-Entwicklung des Gesamtportfolios des Optionshändlers in den aus dem Geld liegenden Optionen in wenigen Händen konzentrieren (mit allen daraus resultierenden Konsequenzen für die Kursentwicklung des Basiswertes), während die Vorteile der positiven Delta-Gamma-Effekte durch die breite Streuung eher verpuffen. Umgekehrt erwarten wir in den Put-Überhängen eine Konzentration in den für das Trading positiven Effekten für den Optionsinhaber, während hier die Delta-Gamma Risiken und nachteiligen Problematiken eher breit gestreut sind. Dieser Tatbestand besagt, dass wir uns somit über die Auswirkungen dieser Klumpungen auf die Wertentwicklung der Portfolios der Optionshändler absolut im Klaren sein müssen, um abschätzen zu können, wie deren Aktivitäten im Hinblick auf Glatstellungen von Delta-Überhängen, Antizipationen bzw. Gewinnmitnahmen ausfallen könnten / werden.



Die obige Grafik zeigt die bearbeitete OI Tabelle der ODAXe, wobei pro Spalte zunächst die Summe aller offenen Positionsüberhänge berücksichtigt ist, gefolgt von den Überhängen pro

Folgemonat. Folgende Aspekte müssen im Zusammenhang mit einer sinnvollen OI Auswertung beachtet werden:

- (1) Uns interessieren nur die realen Überhänge!⁸ Die Eurex (sowie andere Terminbörsen) weist pro Basispreis und Verfallmonat alle offenen Positionen, sortiert nach Call und Put aus. Die Einflüsse der Delta-Gamma-Verzerrungen resultieren allerdings nur aus den Überhängen. Offene Positionen in Call und Puts gleichen sich somit zunächst aus (die können wir in unserer Betrachtung weglassen). Wir listen demnach nur auf, was über diese sich ausgleichenden OI's hinausragt. Konkret: werden in einem Optionspaar 5.562 offene Call-Kontrakte ausgewiesen, auf der Put-Seite dagegen nur 2.112, ziehen wir die Puts von den Calls ab und geben für diesen Basispreis ein echtes OI von 3.450 Call-Kontrakten an. Da es sich um Calls handelt, wird eine Konzentration von Short Calls unterstellt, mit allen damit zusammenhängenden Konsequenzen für den Basiswert, resultierend aus dem Delta-Gamma-Verhältnis. Das OI lautet somit: MINUS 3.450. Nehmen wir jetzt an, in einem anderen Optionspaar werden 10.543 Call-Kontrakte im OI ausgewiesen, die dazu gehörige Put Option weist im Gegenzug 25.654 Kontrakte im OI aus. Der Überhang beträgt demnach 15.111 offene Kontrakte auf der Put-Seite. Da es sich um Puts handelt, unterstellen wir eine Konzentration der Long-Puts in wenigen Händen, somit ist das OI PLUS 15.111.
- (2) Man liest immer wieder, dass der Fokus nur auf dem Frontmonat liegt. Dabei werden hintere Monate einfach weggelassen. Dieses Vorgehen ist falsch. Jede Option wirkt durch, das Delta wird nicht abgeschwächt, egal wie lang die Laufzeit noch ist. Der Unterschied zum Frontmonat (geschuldet der längeren verbleibenden Laufzeit) ist lediglich die Veränderungsgeschwindigkeit des Deltas, wenn sich der Basiswert bewegt. Haben wir aber z.B. im Frontmonat eine positive Delta-Gamma Relation und im gleichen Basispreis im Folgemonat eine negative Relation, kommt es zur Aufhebung oder Abschwächung oder gar Überlagerung und wirkt sich entsprechend auf die Kursentwicklung des Basiswertes aus.
- (3) Im Bezug auf die Optionen auf den DAX Index (FDAX Optionen gibt es nicht mehr) gilt zu berücksichtigen, dass wir pro Kontrakt 5 Optionen haben. Das heißt: will man die Delta-Wirkung des OI's auf das Portfolio des Optionshändlers ausrechnen, um sich ein Bild darüber zu machen, wie sich das Delta im Vergleich zum FDAX verändert (d.h., mit wie vielen Futures wird der Händler wann reagieren müssen), rechnen wir: OI Überhang am Basispreis dividiert durch 5 und dann multipliziert mit dem Delta. Da die Wirkung der Verzerrung am Geld am stärksten ist, empfiehlt es sich, das Ergebnis mit 0,5 zu multiplizieren. Unmittelbar vor Verfall gilt der „Lichtschaltereffekt“ zu berücksichtigen, wenn das Delta bei Überschreiten bzw. Unterschreiten des Basispreises zwischen 1 und 0 schwankt.

Die sich aus dieser Auswertung heraus ergebende Auswertung des im Markt unterlegten Spannungsfeldes, ausgehend von den offenen Optionspositionen, erlaubt eine sehr gute Indikation für das zu erwartende Verhalten der Akteure im Markt, lässt potentielle Reflexivitäten auffälliger hervortreten und erhöht das Ertrags- / Risikoverhältnis im Trading deutlich.

⁸ Wir unterstellen, dass den Optionen der Überhänge keine Endfälligkeitsstrategien gegenüberstehen – somit keine Synthetisierungen, keine Strategien und ähnliches, denn diese Endfälligkeitsstrategien haben keinen Einfluss auf den Gesamtmarkt. Da nicht alle Überhänge der Theta / Gamma Seite (und erst recht nicht der marktdominanten Theta / Gamma Seite) zugerechnet werden können, fokussieren wir für unsere Betrachtungen auch nur auf etwa die Hälfte der Überhangspositionen, welche wir dieser Handelsgruppe zuordnen.