S.J.M.CAPITALINVESTMENTS

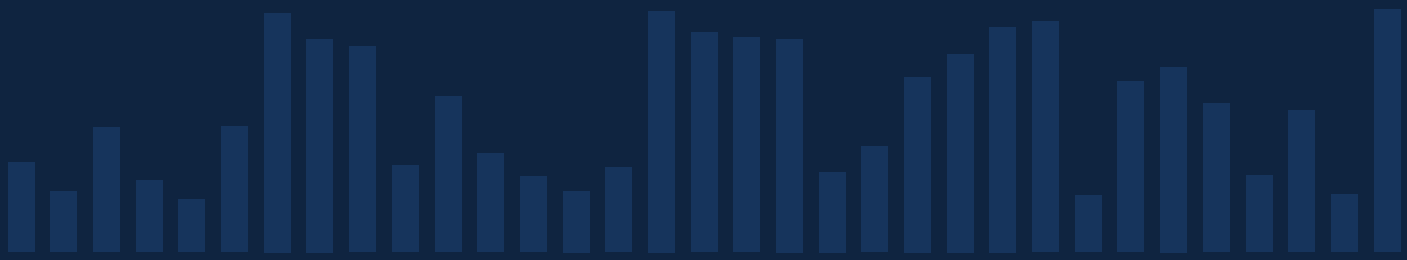
THE GREATEST ACHIEVEMENTS START FROM THE SMALL

DER OPTIONSMARKT

Die komplette Analyse – von der ersten Option bis zum Gamma-Regime

Wie Optionen funktionieren, wer den Markt stellt und warum das Hedging der Market Maker den Markt selbst bewegt: Grundlagen, Griechen, Volatilität, Marktstruktur, GEX, Strategien, Risiko und Praxis.

Ein Kompendium in neun Teilen – für Einsteiger verständlich, für Fortgeschrittene mit Tiefgang · Stand: 25. August 2026



Inhalt

Über dieses Dokument 4

Das Wichtigste in zehn Sätzen 4

Was ist eine Option? Die Grundlagen 5

1.1 Die Vokabeln: Strike, Verfall, Prämie, Multiplikator 5

1.2 Vier Rollen, zwei Knöpfe: die Grundpositionen 5

1.3 Moneyness, innerer Wert und Zeitwert 7

1.4 Amerikanisch oder europäisch, Ausübung und Barausgleich 7

1.5 Optionen sind keine Optionsscheine 8

1.6 Wozu das alles? Die vier Einsatzzwecke 8

Die Griechen: das Cockpit jeder Option 9

2.1 Delta: das Gaspedal – und keine Meinung 9

2.2 Gamma: die Beschleunigung 10

2.3 Theta: der Kraftstoffverbrauch 11

2.4 Vega: der Gegenwind 12

2.5 Profi-Ecke: ein Zustand, vier Fragen – und die zweite Ordnung 12

Volatilität: die Währung des Optionsmarkts 13

3.1 Historische vs. implizite Volatilität 13

3.2 Expected Move: die Vorhersage in Punkten 14

3.3 Skew und Terminstruktur: Volatilität ist nicht eine Zahl 14

3.4 VIX & Co.: Volatilität als Index 15

3.5 Das Volatilitätsregime 2026: ruhiger Index, nervöse Aktien 15

Der Optionsmarkt: Größe, Struktur, Teilnehmer 16

4.1 Ein Markt in Rekordform 16

4.2 Die Infrastruktur: Börsen und Clearing 17

4.3 Market Maker: Liquidität als Funktion 17

4.4 Der Weg einer Order – und wovon die Preise leben 18

Wie der Optionsmarkt den Markt bewegt: Delta-Hedging, Gamma-Regime, GEX 19

5.1 Delta-Hedging: die Risikosteuerung im Gesamtbuch 19

5.2 Die zwei Regime: Long Gamma dämpft, Short Gamma verstärkt 20

5.3 GEX konkret: was die Kennzahl ist – und was nicht . . . 21
5.4 Vanna- und Charm-Flows: die Feinmechanik (Profi) . . . 22
5.5 Die Grenzen: GEX allein erklärt keinen Kursweg . . . 22
5.6 Drei Sätze, die du überall lesen wirst – und der saubere Umgang damit . . . 23

Strategien: der Werkzeugkasten . . . 24
6.1 Die Einsteiger-Vier . . . 24
6.2 Spreads: Risiko gegen Prämie tauschen . . . 25
6.3 Volatilitäts-Strategien . . . 25
6.4 Systematisch stillhalten: das „Wheel“ . . . 25
6.5 Profi-Ecke: Griechen-Handel statt Richtungshandel . . . 26

Risiko, Prozess und Praxis . . . 26
7.1 Die Risiko-Landkarte . . . 26
7.2 Positionsgrößen und Money Management . . . 27
7.3 Der Arbeitsstandard: Lagebild → Risiko → Gegenbefund → Entscheidung . . . 27
7.4 Broker, Freigaben, Handwerk . . . 28
7.5 Steuern in Kürze (DE/CH) – ohne Gewähr . . . 28

Spezialthemen: 0DTE, Earnings, LEAPS, Krypto . . . 28
8.1 0DTE: der Markt, der jeden Tag neu geboren wird . . . 28
8.2 Earnings-Trades und der IV-Crush . . . 29
8.3 LEAPS und Stock Replacement . . . 29
8.4 Krypto-Optionen: Deribit, CME und die ETF-Schiene . . . 29
8.5 Über Aktien hinaus: Futures-Optionen, FX, FLEX . . . 30

Zum Schluss: Fehler, Lernpfad, Glossar, Quellen . . . 30
9.1 Die zehn teuersten Anfängerfehler . . . 30
9.2 Dein Lernpfad von hier aus . . . 31
9.3 Glossar . . . 31
9.4 Quellen und Materialgrundlage . . . 31

Über dieses Dokument

Dieses Dokument ist eine vollständige Analyse des börsengehandelten Optionsmarkts: was Optionen sind und wie sie bepreist werden, welche Kräfte (die „Griechen“) ihren Wert treiben, wie groß der Markt ist und wer ihn stellt – und vor allem, wie das Absicherungsverhalten der Market Maker auf den Markt zurückwirkt (Delta-Hedging, Gamma-Regime, GEX). Den Abschluss bilden Strategien, Risikomanagement und ein sauberer Handelsprozess. Zahlen und Fakten stammen aus aktuellen Primärquellen (OCC, Cboe, SpotGamma, Eurex u. a.); die als Zitat gesetzten **Lernbilder** gehen auf das im Quellenverzeichnis genannte Schulungsmaterial und eigene Mitschriften zurück – alle Quellen sind in Abschnitt 9.4 aufgeführt.

So liest du es: Teil 1 bis 3 bauen das Fundament auf – wer Optionen noch nie gehandelt hat, beginnt dort. Teil 4 und 5 erklären, wie der Markt hinter den Kulissen funktioniert; hier liegt der Schwerpunkt der Marktmechanik (Market Maker, Delta-Hedging, Gamma-Regime, GEX). Teil 6 bis 8 behandeln Strategien, Risiko und Spezialthemen. Wer schon Erfahrung hat, springt direkt zu Teil 5 und 8. Die **Profi-Ecken** vertiefen einzelne Themen mathematisch oder methodisch – sie dürfen beim ersten Lesen übersprungen werden.

BEVOR ES LOSGEHT

Optionen sind kein „schnelles Geld“, sondern ein Werkzeugkasten: Man kann mit ihnen Risiko kaufen, Risiko verkaufen, Risiko umbauen – und man kann sich mit ihnen ruinieren, wenn man die Mechanik nicht versteht. Dieses Dokument liefert die Mechanik. Die Disziplin musst du liefern.

Das Wichtigste in zehn Sätzen

1. Eine Option ist ein handelbares Recht: Der Käufer erwirbt gegen Prämie das Recht, einen Basiswert zu einem festen Preis zu kaufen (Call) oder zu verkaufen (Put) – der Verkäufer übernimmt die Pflicht. **2.** Es gibt deshalb vier Grundpositionen, nicht zwei: Long Call, Long Put, Short Call, Short Put – erst die Position (Kauf oder Verkauf) macht die Richtung, nicht der Optionstyp. **3.** Der Optionspreis besteht aus innerem Wert und Zeitwert; der Zeitwert wird von Restlaufzeit und impliziter Volatilität bestimmt und verfällt bis zum Verfallstag auf null. **4.** Die Griechen sind das Cockpit: Delta (Kursreaktion), Gamma (Änderung des Deltas), Theta (Zeitwertverfall pro Tag), Vega (Reaktion auf Volatilität). **5.** Die implizite Volatilität ist die Wettervorhersage des Marktes – sie sagt nicht, wohin es geht, sondern wie stark es voraussichtlich schwankt.

6. Der US-Optionsmarkt ist auf Rekordkurs: 15,2 Mrd. Kontrakte 2025, 2026 läuft es auf über 18 Mrd. hinaus; über die Hälfte des S&P-500-Indexoptionsvolumens verfällt noch am Handelstag (0DTE). **7.** Market Maker stellen fortlaufend An- und Verkaufspreise, verdienen am Spread – nicht an deiner Richtung – und sichern ihr Buchrisiko über Delta-Hedging ab. **8.** Je nach Positionierung wirkt dieses Hedging dämpfend (Long-Gamma-Regime) oder verstärkend (Short-Gamma-Regime) auf den Markt – das ist der Kern von Kennzahlen wie GEX. **9.** GEX ist ein modelliertes Lagebild unter offengelegten Annahmen, kein Signal: beobachtet sind nur Optionskette, Open Interest und Kurs – die Dealer-Seite bleibt eine Annahme. **10.** Wer handelt, braucht einen Prüfprozess: Lagebild → Risiko → Gegenbefund → Entscheidung; „Beobachten“ und „kein Trade“ sind vollwertige Ergebnisse.

TEIL 1

Was ist eine Option? Die Grundlagen

Eine Option ist ein standardisierter Vertrag zwischen zwei Parteien über einen Basiswert – eine Aktie, einen Index, einen ETF, einen Future oder eine Kryptowährung. Der **Käufer** der Option zahlt eine Prämie und erhält dafür ein **Recht**. Der **Verkäufer** (auch „Stillhalter“ genannt) erhält die Prämie und übernimmt dafür eine **Pflicht**. Genau diese Asymmetrie – Recht gegen Pflicht, Prämie gegen Risiko – ist der Kern des gesamten Optionsmarkts.

Der Vergleich, der fast immer passt, ist die **Versicherung**: Wer einen Put auf seine Aktien kauft, kauft eine Kursversicherung – er zahlt eine Prämie, und wenn der „Schadensfall“ (Kurssturz) eintritt, gleicht die Option den Schaden unterhalb des vereinbarten Niveaus aus. Wer den Put verkauft, ist die Versicherungsgesellschaft: Er kassiert laufend Prämien und trägt dafür im Schadensfall das Risiko. Beide Rollen sind legitim, beide können profitabel sein – sie haben nur völlig verschiedene Risikoprofile.

1.1 Die Vokabeln: Strike, Verfall, Prämie, Multiplikator

- **Call:** das Recht, den Basiswert zum festgelegten Preis zu **kaufen**.
- **Put:** das Recht, den Basiswert zum festgelegten Preis zu **verkaufen**.
- **Strike (Basispreis):** der im Vertrag festgelegte Kauf-/Verkaufspreis.
- **Verfallstag (Expiry):** der Tag, an dem das Recht erlischt. Es gibt monatliche Standardverfälle (dritter Freitag), Wochenverfälle und bei großen Indizes tägliche Verfälle.
- **Prämie:** der Preis der Option – vom Käufer gezahlt (Debit), vom Verkäufer vereinnahmt (Credit).
- **Multiplikator:** Ein US-Aktienoptionskontrakt bezieht sich auf **100 Aktien**; eine Prämie von 2,50 $ kostet also 250 $. Indexoptionen haben eigene Multiplikatoren: SPX 100 $ pro Punkt, DAX-Optionen (ODAX) 5 € pro Punkt, EURO-STOXX-50-Optionen (OESX) 10 € pro Punkt.
- **Open Interest (OI):** die Zahl der offenen, noch nicht glattgestellten Kontrakte je Strike und Verfall – gemeldeter Bestand, kein Handelsvolumen.

1.2 Vier Rollen, zwei Knöpfe: die Grundpositionen

LERNBILD

„**Vier Rollen. Zwei Knöpfe. Eine Welt.** Call ist nicht automatisch bullisch. Put ist nicht automatisch bärisch. Die Richtung entsteht erst durch eure Position: Kaufen (Long) oder Verkaufen (Short).“ – Der Käufer zahlt die Prämie (Debit), der Verkäufer ist Stillhalter und erhält die Prämie (Credit).

MERKSATZ

Call ist nicht automatisch bullisch, Put nicht automatisch bärisch – wichtig! Es gibt vier Optionstypen: Auch mit einem Put lässt sich eine bullische Position aufbauen (Short Put) und mit einem Call eine bärische (Short Call). Die Marktmeinung steckt in der Kombination aus Optionstyp *und* Handelsrichtung, nie im Optionstyp allein.

Position	Erwartung	Recht / Pflicht	Prämie	Max. Gewinn / Verlust
Long Call	Kurs steigt	Recht zu kaufen	zahlt (Debit)	unbegrenzt / Prämie
Long Put	Kurs fällt	Recht zu verkaufen	zahlt (Debit)	Strike − Prämie / Prämie
Short Call	Kurs fällt oder bleibt stehen	Pflicht zu verkaufen (liefern)	erhält (Credit)	Prämie / unbegrenzt
Short Put	Kurs steigt oder bleibt stehen	Pflicht zu kaufen	erhält (Credit)	Prämie / Strike − Prämie

Auffällig: Der Stillhalter gewinnt in *zwei* von drei Szenarien (Kurs läuft in seine Richtung oder bleibt stehen), der Käufer nur in einem – dafür ist der Gewinn des Stillhalters auf die Prämie begrenzt, während der Käufer das große asymmetrische Auszahlungsprofil besitzt. Optionen verkaufen heißt: hohe Trefferquote, kleine Gewinne, seltene große Verluste. Optionen kaufen heißt: niedrige Trefferquote, begrenzte Verluste, gelegentlich große Gewinne. Keines von beiden ist „besser“ – es sind zwei Geschäftsmodelle.

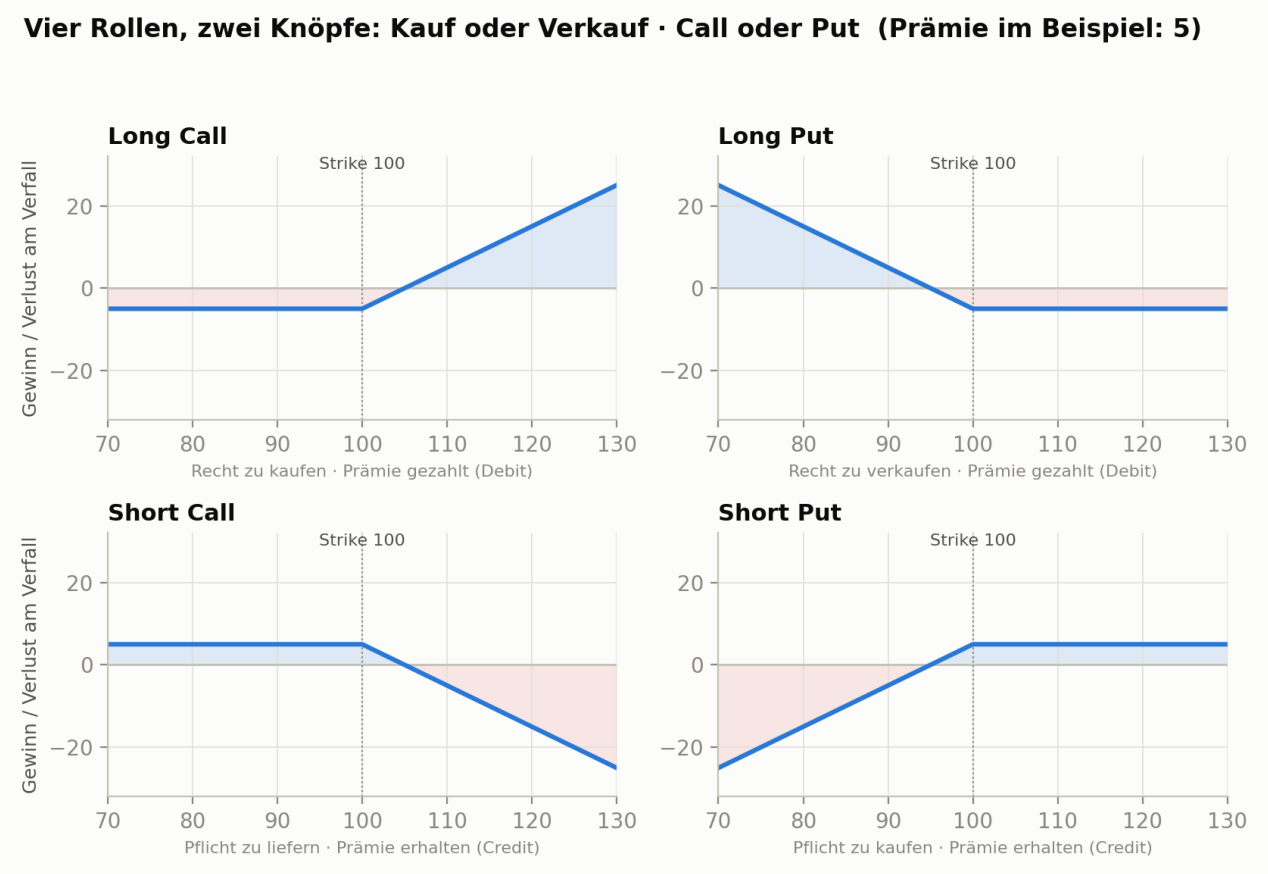


Abb. 1 – Die vier Grundpositionen am Verfallstag (Strike 100, Prämie 5). Blau hinterlegt: Gewinnzone, rot: Verlustzone. Long-Positionen haben begrenzten Verlust (die Prämie), Short-Positionen begrenzten Gewinn.

1.3 Moneyness, innerer Wert und Zeitwert

Eine Option ist **im Geld** (in the money, ITM), wenn ihre Ausübung sofort etwas wert wäre – ein Call mit Strike 100 bei Kurs 110 ist 10 Punkte im Geld. Sie ist **am Geld** (at the money, ATM), wenn Strike und Kurs ungefähr gleich sind, und **aus dem Geld** (out of the money, OTM), wenn die Ausübung aktuell sinnlos wäre. Daraus ergibt sich die wichtigste Zerlegung des Optionspreises:

MERKSATZ

Optionspreis = innerer Wert + Zeitwert. Der innere Wert ist das, was die Ausübung jetzt bringen würde (nie negativ). Der Zeitwert ist der Aufpreis für die Chance, dass sich der Kurs bis zum Verfall noch günstig bewegt. Am Verfallstag ist der Zeitwert null – eine OTM-Option verfällt wertlos, egal wie „knapp“ es war.

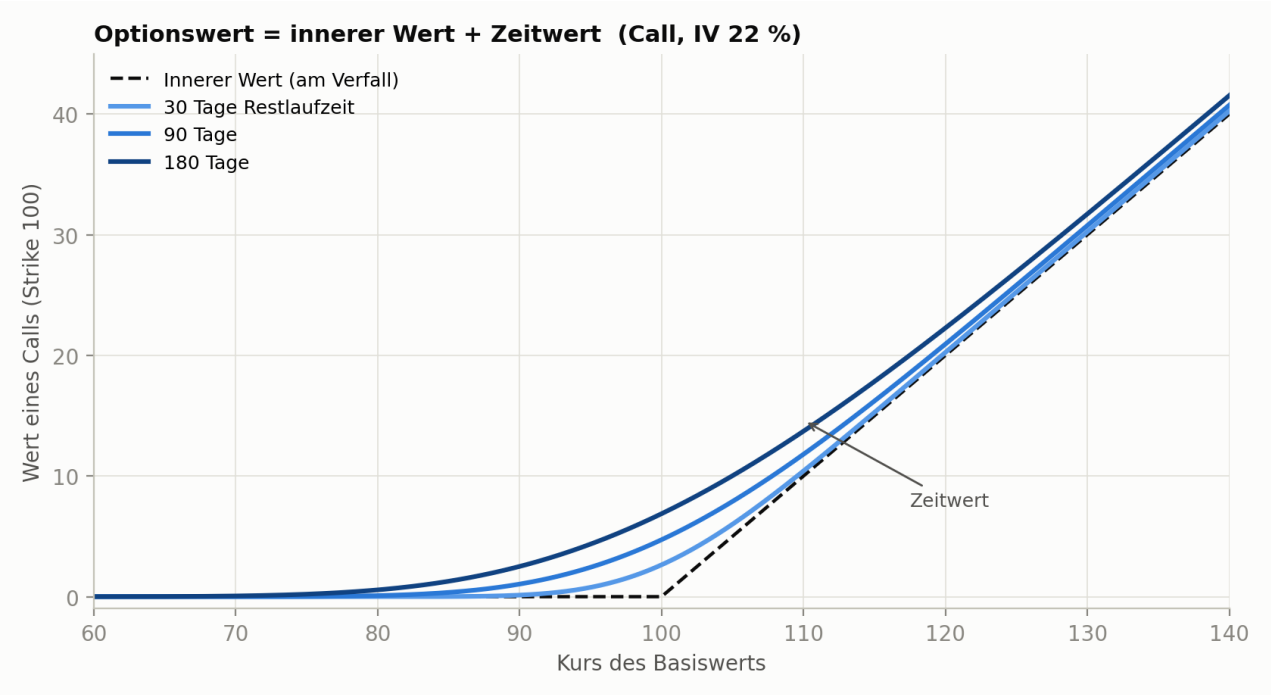


Abb. 2 – Callwert vor dem Verfall: Je mehr Restlaufzeit, desto höher liegt die Kurve über dem inneren Wert (gestrichelt). Der Abstand ist der Zeitwert – am größten am Geld, wo die Unsicherheit maximal ist.

Der Zeitwert ist am höchsten, wenn die Zukunft am unsichersten ist: bei langer Restlaufzeit, bei hoher erwarteter Schwankung (Volatilität) und am Geld. Tief im Geld oder weit aus dem Geld ist der Ausgang ziemlich klar – entsprechend klein ist dort der Zeitwert. Diese eine Grafik erklärt bereits die halbe Griechen-Lehre aus Teil 2: Delta ist die Steigung dieser Kurve, Gamma ihre Krümmung, Theta das Absinken der Kurve Richtung inneren Wert, Vega ihr Aufblähen bei steigender Volatilität.

1.4 Amerikanisch oder europäisch, Ausübung und Barausgleich

- **Amerikanischer Stil:** Ausübung jederzeit bis zum Verfall möglich. Standard bei US-Aktien- und ETF-Optionen; die Lieferung erfolgt physisch (100 Aktien je Kontrakt).
- **Europäischer Stil:** Ausübung nur am Verfallstag. Standard bei Indexoptionen (SPX, ODAX, OESX) – dort gibt es keinen Aktienkorb zu liefern, sondern **Barausgleich** (Cash Settlement) der Differenz.

- **Ausübung lohnt fast nie vorzeitig:** Wer ausübt, wirft den restlichen Zeitwert weg. Die wichtige Ausnahme sind Calls kurz vor einer Dividende (Teil 7.1).
- **Assignment:** Wird eine Option ausgeübt, bestimmt die Clearingstelle per Zufallsverfahren einen Stillhalter, der liefern bzw. abnehmen muss. Wer Optionen schreibt, muss mit Zuteilung rechnen – besonders bei ITM-Optionen kurz vor Verfall.
- Die meisten Optionspositionen werden nie ausgeübt, sondern vorher durch das Gegengeschäft **glattgestellt** – man verkauft die gekaufte Option bzw. kauft die geschriebene zurück.

1.5 Optionen sind keine Optionsscheine

Für Anleger aus Deutschland, Österreich und der Schweiz wichtig: Die hier behandelten **börsengehandelten Optionen** (Eurex, US-Börsen) sind etwas anderes als die bei Banken beliebten **Optionsscheine, Turbo- und Knock-out-Zertifikate**. Optionen sind standardisiert, laufen über eine zentrale Clearingstelle (OCC in den USA, Eurex Clearing in Europa), haben ein öffentliches Orderbuch mit vielen Market Makern und kein Emittentenrisiko. Ein Optionsschein ist dagegen ein Inhaberschuldverschreibung *einer* Bank: Preisstellung, Spread und Bewertungsmodell liegen beim Emittenten, man kann nur kaufen (nie selbst stillhalten), und im Insolvenzfall der Bank ist der Schein gefährdet. Wer die Mechanik dieses Dokuments – Stillhalterstrategien, Spreads, Griechen-Management – wirklich nutzen will, braucht ein Depot mit echtem Optionshandel (z. B. über einen Broker mit Zugang zu Eurex oder den US-Optionsbörsen).

1.6 Wozu das alles? Die vier Einsatzzwecke

- **Absichern (Hedging):** Puts als Depotversicherung, Collars zur Begrenzung beider Seiten – der historische Ursprung des Optionsmarkts.
- **Einkommen (Stillhalten):** Covered Calls und Cash-Secured Puts verwandeln Seitwärtsphasen und Wartezeit in Prämieneinnahmen.
- **Spekulieren mit Hebel und definiertem Risiko:** Ein Long Call bewegt ein Vielfaches seines Einsatzes, kann aber maximal die Prämie verlieren – im Unterschied zum Margin-Kauf von Aktien.
- **Volatilität handeln:** Optionen sind das einzige Instrument, mit dem man direkt auf „wie stark schwankt es“ statt „wohin läuft es“ setzen kann – von Straddles bis zu Dispersion-Strategien (Teil 3 und 6).

RECHENBEISPIEL

Long Call konkret: Aktie bei 100 $. Du kaufst den Call Strike 100, 60 Tage Laufzeit, für 4,00 $ Prämie (= 400 $ pro Kontrakt). Szenario A: Aktie steigt auf 112 $ → innerer Wert 12, die Option ist grob 12,50 $ wert, Gewinn ≈ +850 $ (+213 %), während die Aktie nur +12 % machte. Szenario B: Aktie bleibt bei 100 $ → die Option verliert Tag für Tag Zeitwert und verfällt wertlos, Verlust 400 $ (−100 %). Szenario C: Aktie fällt auf 85 $ → Verlust ebenfalls genau 400 $ – mehr als die Prämie kann ein Käufer nie verlieren. Hebel und Totalverlustrisiko sind zwei Seiten derselben Medaille.

TEIL 2

Die Griechen: das Cockpit jeder Option

Ein Optionspreis hängt gleichzeitig von mehreren Kräften ab: vom Kurs des Basiswerts, von der verbleibenden Zeit und von der erwarteten Schwankungsbreite. Die „Griechen“ zerlegen diese Kräfte in einzelne Messgrößen – sie beantworten je eine präzise Frage über denselben Zustand der Option. Wer sie kennt, verliert die Angst vor den Zahlen und erkennt, *warum* seine Position gerade Geld verdient oder verliert.

LERNBILD

„**Vier Griechen. Euer Auto-Cockpit.** Delta ist euer Gaspedal, Gamma die Beschleunigung. Theta ist der Kraftstoffverbrauch, Vega der Gegenwind.“ – Delta und Gamma beschreiben zwei Ebenen der Kursreaktion; Theta und Vega sind eigenständige Werttreiber: Zeitablauf und implizite Volatilität.

Grieche	Frage, die er beantwortet	Bild aus dem Kurs	Typische Größenordnung
Delta (Δ)	Wie stark reagiert der Optionspreis, wenn der Basiswert einen Punkt läuft?	Das Gaspedal	Call 0 bis +1, Put 0 bis −1; ATM ≈ ±0,50
Gamma (Γ)	Wie schnell verändert sich das Delta selbst bei diesem Kursweg?	Die Beschleunigung („macht aus einem Fiat einen Ferrari“)	Am größten am Geld; explodiert kurz vor Verfall
Theta (Θ)	Wie viel Zeitwert verliert die Option pro Tag, wenn sonst nichts passiert?	Der Kraftstoffverbrauch („der Motor läuft im Leerlauf weiter, der Tank wird trotzdem leerer“)	Negativ für Käufer, positiv für Stillhalter
Vega (ν)	Wie empfindlich ist der Preis, wenn die eingepreiste Schwankung um 1 Punkt steigt?	Der Gegenwind („das Wetter, nicht die Strecke“)	Am größten bei langer Laufzeit und ATM

2.1 Delta: das Gaspedal – und keine Meinung

LERNBILD

„**Delta ist keine Meinung.** Es beschreibt die momentane Sensitivität der Option gegenüber dem Basiswert. Andere Einflussgrößen bleiben in diesem Lernbild konstant.“ – Delta ist die *lokale Steigung* der Optionspreiskurve: nahe am Geld ist die Steigung groß, die Reaktion wird stark.

Ein Delta von 0,50 heißt: Steigt der Basiswert um einen Punkt, gewinnt der Call ungefähr 0,50 – lokal, für einen kleinen Schritt, bei sonst unveränderten Bedingungen. Delta ist damit dreierlei zugleich: **(1)** die Kurssensitivität der Option, **(2)** das Aktienäquivalent der Position – ein Call mit Delta 0,50 auf 100 Aktien verhält sich momentan wie 50 Aktien – und **(3)** eine grobe Daumenregel für die Wahrscheinlichkeit, im Geld zu verfallen (ein 0,30-Delta-Call verfällt in etwa 30 % der Fälle im Geld; das ist eine Näherung, keine exakte Aussage).

MERKSATZ

Das Delta verändert sich immer zuerst, Gamma kommt danach. Je höher das Delta, desto stärker die Reaktion – Delta ist das Gaspedal, Gamma die Beschleunigung. Wenn der Kurs läuft, reagiert zuerst der Optionswert über das Delta; dass die Reaktion beim nächsten Schritt anders ausfällt, ist dann Gammas Werk.

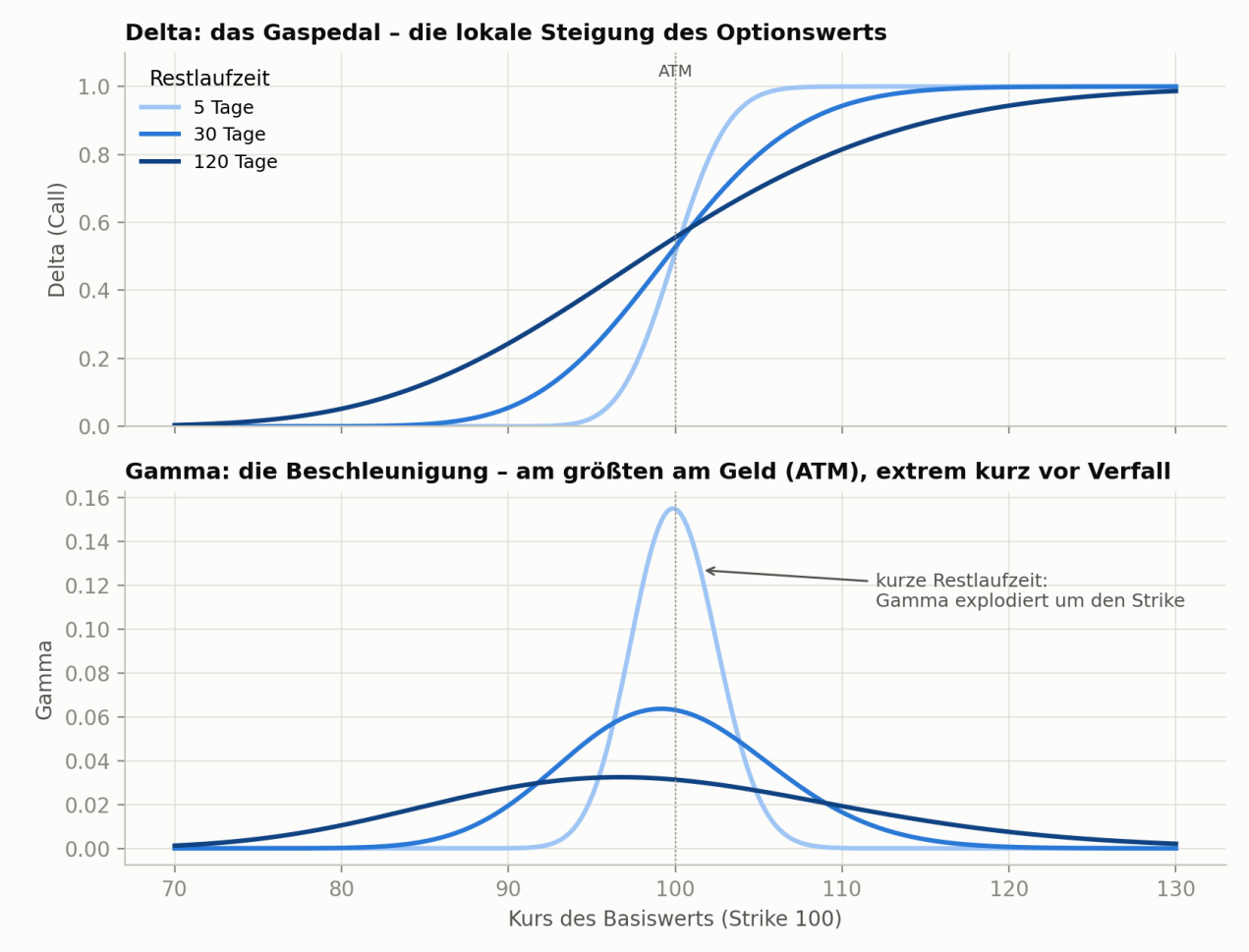


Abb. 3 – Oben: Delta als S-Kurve über den Kurs (Strike 100). Je kürzer die Restlaufzeit, desto steiler der Übergang von 0 nach 1. Unten: Gamma als Glockenkurve – maximal am Geld, und bei kurzer Restlaufzeit extrem konzentriert um den Strike.

2.2 Gamma: die Beschleunigung

Gamma beschreibt, wie sich das Delta selbst verändert, wenn der Basiswert einen kleinen Schritt macht. Zwei Zahlenbeispiele bringen es auf den Punkt – derselbe Kursweg an zwei verschiedenen Stellen der Kurve:

LERNBILD

Gleicher Kursweg, verschiedene Wirkung: Nahe am Geld springt das Delta von 0,13 auf 0,28 – eine Änderung von **0,15**. Tief im Geld bewegt sich das Delta auf demselben Kursweg nur von 0,83 auf 0,90 – Änderung **0,07**. „Merksatz: Gamma ist nicht der Delta-Unterschied selbst, sondern wie stark er auf denselben Kursweg ausfällt. Gamma zeigt, wie explosiv das Delta auf Bewegung reagiert. Es macht den Unterschied zwischen einem ruhigen Gleiter und einer Rakete.“

RECHENBEISPIEL

Lernbeispiel Long Call: Delta-Start 0,50 bei Basiswert 100. Der Kurs steigt um +1 Punkt. Mit Gamma 0,04 je Punkt steht das Delta danach bei **0,54** – alle anderen Modellannahmen bleiben gleich. Die Option verdient auf diesem Punkt ≈ 0,52 (Durchschnitt aus Start- und End-Delta): Gamma sorgt dafür, dass Gewinne von Long-Optionen sich beschleunigen und Verluste sich verlangsamen – die berühmte *Konvexität*.

DENKFEHLER-WARNUNG

„**Call ist nicht automatisch +Gamma.**“ Die Optionsart legt kein Vorzeichen fest: CALL ≠ +Γ, PUT ≠ −Γ. Entscheidend ist die Position: **LONG = +Gamma** (Long Call und Long Put), **SHORT = −Gamma** (Short Call und Short Put). Wer Optionen besitzt, profitiert von Bewegung; wer sie geschrieben hat, leidet unter Bewegung – egal ob Call oder Put. Daran hängen später die Fragen: Sind wir Gamma-long oder -short? Ist Gamma Freund oder Feind? Zahlen wir Debit oder bekommen wir Credit?

Drei Eigenschaften von Gamma muss man verinnerlichen: Es ist **am Geld am größten** (dort ist die Zukunft am unentschiedensten), es **wächst dramatisch, je näher der Verfall rückt** – eine ATM-Option am Verfallstag springt mit dem Kurs praktisch zwischen Delta 0 und 1 hin und her –, und es ist der Preis, den man über Theta bezahlt: Wer +Gamma hält, blutet Zeitwert; wer −Gamma hält, kassiert Zeitwert und trägt dafür das Bewegungsrisiko. Diese Spannung ist kein Konstruktionsfehler, sondern das Geschäftsmodell des Optionsmarkts.

2.3 Theta: der Kraftstoffverbrauch

LERNBILD

„**Theta läuft. Gamma verändert.** Zeitwertverfall und Delta-Sensitivität wirken gleichzeitig. Der Zeitfaktor ist deshalb kein isolierter Vorteil.“ – Mit mehr Restzeit ist Theta klein, aber auch Gamma zahm; Richtung Verfall beschleunigt der Zeitwertverfall, während Gamma um den ATM-Strike explodiert. Stillhalter verdienen Theta, bezahlen es aber mit wachsendem Gamma-Risiko.

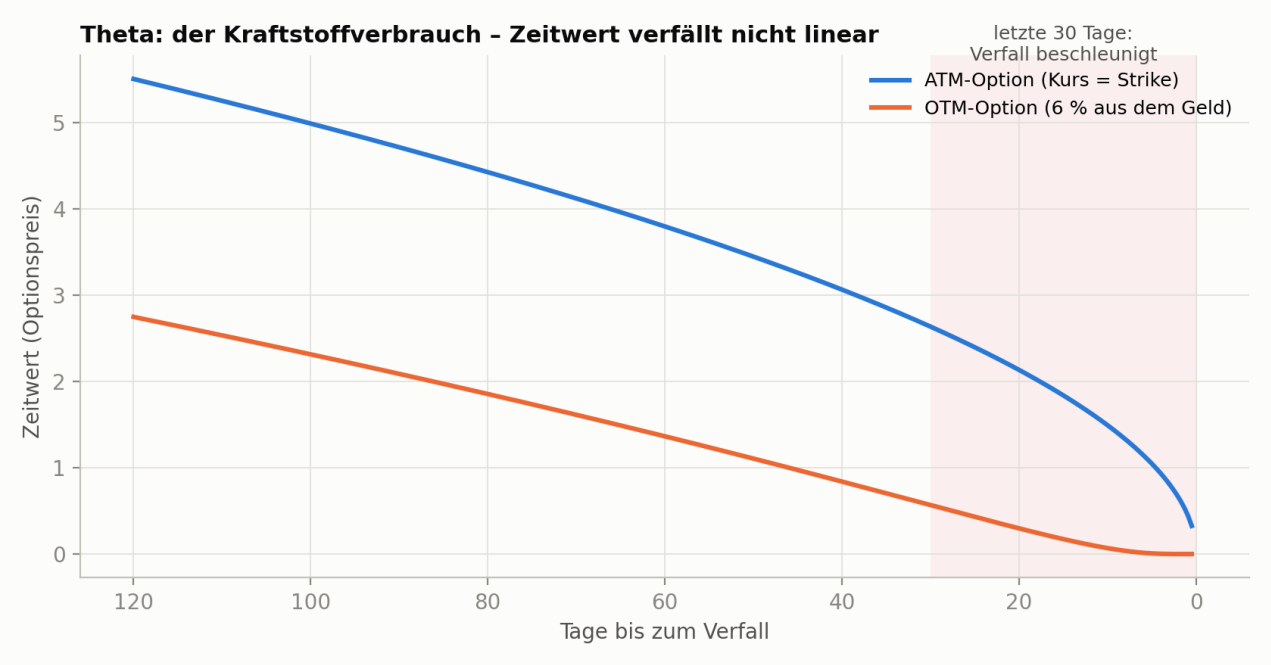


Abb. 4 – Zeitwert über die Restlaufzeit: nicht linear, sondern beschleunigt. Für die ATM-Option wird der Verfall in den letzten ~30 Tagen am steilsten; die OTM-Option verliert früher, weil ihre Chance schneller unrealistisch wird.

Theta wird pro Kalendertag angegeben: Ein Theta von −0,08 heißt, die Option verliert rund 8 $ pro Kontrakt und Tag an Zeitwert, wenn Kurs und Volatilität stillstehen. Praktisch wichtig: **Wochenenden und Feiertage zählen mit** – der Markt preist den Zeitablauf allerdings teilweise schon vor dem Wochenende ein. Für Käufer bedeutet Theta: Zeit ist der Gegner, „recht haben, aber zu spät“ ist ein Verlustgeschäft. Für Stillhalter ist Theta der Motor: Jeder ereignislose Tag ist ein Gewinntag.

2.4 Vega: der Gegenwind

Vega misst, wie stark der Optionspreis reagiert, wenn die **implizite Volatilität** (Teil 3) um einen Prozentpunkt steigt – „das Wetter, nicht die Strecke“. Ein Vega von 0,12 heißt: Steigt die eingepreiste Schwankung von 20 % auf 21 %, gewinnt die Option 12 $ je Kontrakt – ganz ohne Kursbewegung des Basiswerts. Lange Laufzeiten haben viel Vega, kurze wenig; am Geld ist Vega am größten. Deshalb können Long-Optionen vor Ereignissen (Earnings, Notenbank) selbst dann Geld verlieren, wenn der Kurs in die richtige Richtung läuft: Nach dem Ereignis kollabiert die implizite Volatilität – der berüchtigte **IV-Crush** (Teil 8.2).

2.5 Profi-Ecke: ein Zustand, vier Fragen – und die zweite Ordnung

LERNBILD

„**Vier Optionsgriechen, vier verschiedene Fragen** – ein Zustand. Delta: Wie verändert sich der theoretische Optionswert lokal bei einem kleinen Schritt des Basiswerts? Gamma, Theta, Vega: je eine eigene Frage. Delta und Gamma beschreiben zwei Ebenen der Kursreaktion. Theta und Vega sind eigenständige theoretische Werttreiber: Zeitablauf und implizite Volatilität.“

PROFI-ECKE

Black-Scholes in einer Zeile: Für einen europäischen Call gilt $C = S \cdot N(d_1) - K \cdot e^{-rT} \cdot N(d_2)$ mit $d_1 = [\ln(S/K) + (r + \sigma^2/2) \cdot T] / (\sigma \cdot \sqrt{T})$ und $d_2 = d_1 - \sigma \cdot \sqrt{T}$. Die Griechen sind schlicht die Ableitungen dieses Preises: Delta $= \partial C/\partial S = N(d_1)$, Gamma $= \partial^2 C/\partial S^2$, Theta $= \partial C/\partial t$, Vega $= \partial C/\partial \sigma$. Dazu gehört die **Put-Call-Parität** $C - P = S - K \cdot e^{-rT}$: Call und Put derselben Serie sind über den Basiswert fest verbunden – deshalb haben Call und Put am selben Strike identisches Gamma und Vega, und deshalb kann ein Market Maker Calls in Puts verwandeln (und umgekehrt), ohne Richtungsrisiko aufzubauen.

PROFI-ECKE

Griechen zweiter Ordnung – im institutionellen Handel Alltag: **Vanna** (∂Delta/∂σ): Wie verschiebt eine Volatilitätsänderung die Deltas – und damit die Hedges – des gesamten Optionsbuchs? Fällt nach einem Ausverkauf die IV, schrumpfen Put-Deltas, Dealer kaufen Futures zurück – ein bekannter Rückenwind für Erholungsrallyes. **Charm** (∂Delta/∂t): Das Abschmelzen der Deltas durch reinen Zeitablauf; rund um große Verfallstermine (OPEX) erzeugt Charm systematische Hedge-Ströme. **Vomma** (∂Vega/∂σ): Die Konvexität gegenüber Volatilität – warum weit aus dem Geld liegende Optionen in Stressphasen überproportional explodieren. **Rho** (Zinssensitivität) ist bei kurzen Laufzeiten klein, wurde mit dem Zinsanstieg seit 2022 aber wieder spürbar. Für das Verständnis der Marktmechanik in Teil 5 reichen Delta und Gamma; Vanna und Charm erklären die Feinstruktur der Dealer-Flüsse.

TEIL 3

Volatilität: die Währung des Optionsmarkts

Aktienhändler denken in Kursen, Optionshändler denken in Volatilität. Ob eine Option „teuer“ oder „billig“ ist, sieht man nicht an der Prämie in Dollar, sondern an der Schwankung, die diese Prämie unterstellt. Volatilität ist damit die eigentliche Währung, in der der Optionsmarkt Preise stellt – und gleichzeitig eine eigene, handelbare Anlageklasse.

3.1 Historische vs. implizite Volatilität

- **Historische (realisierte) Volatilität** misst rückblickend, wie stark der Basiswert tatsächlich geschwankt hat – üblicherweise als annualisierte Standardabweichung der Tagesrenditen.
- **Implizite Volatilität (IV)** ist die Schwankung, die im aktuellen Optionspreis steckt: diejenige Volatilität, die man in das Preismodell einsetzen muss, damit Modellpreis und Marktpreis übereinstimmen. Sie ist eine *Erwartung* – der Marktkonsens über die Zukunft, nicht die Zukunft selbst.
- Wer eine Option kauft, kauft implizite Volatilität; realisiert der Markt danach *mehr* Bewegung als eingepreist, war die Option billig – realisiert er weniger, hat der Stillhalter gewonnen. Die Differenz zwischen impliziter und später realisierter Volatilität (die „Volatility Risk Premium“) ist im Schnitt positiv: Versicherungen kosten dauerhaft etwas mehr, als der Schaden im Mittel ausmacht.

MERKSATZ

In den Optionspreisen ist die implizite Volatilität wie eine **Wettervorhersage** – man kann daran ablesen, ab wann der Markt volatiler wird. Die richtige Haltung dazu: IV ist eine Prognosegröße mit Fehlerband, kein Versprechen. Sie sagt, wie viel Sturm eingepreist ist – nicht, aus welcher Richtung er kommt.

3.2 Expected Move: die Vorhersage in Punkten

Die nützlichste Übersetzung der IV in den Alltag ist der **Expected Move**: die Kursspanne, die der Optionsmarkt für einen Zeitraum mit rund 68 % Wahrscheinlichkeit (± eine Standardabweichung) erwartet. Die Formel ist einfach:

RECHENBEISPIEL

Expected Move ≈ Kurs × IV × √(Tage/365). Beispiel: Index bei 6.300 Punkten, IV 15 %. Ein Tag: 6.300 × 0,15 × √(1/365) ≈ **±49 Punkte**. Eine Woche: ≈ ±131 Punkte. Ein Monat: ≈ ±271 Punkte. Schnellere Näherung aus der Praxis: Der Preis des ATM-Straddles (Call + Put am Geld) ist ungefähr der eingepreiste Move bis zum Verfall. Sauber eingeordnet beantwortet der Expected Move die Frage „*Wie weit reicht der modellierte Raum?*“ – nicht „Wohin läuft der Kurs?“.

Wichtig für die Interpretation: Der Expected Move ist symmetrisch und modellbasiert. In etwa einem Drittel der Fälle wird er überschritten – das ist kein Versagen, sondern Definition. Profis nutzen ihn als Rahmen für Strike-Auswahl (z. B. Iron-Condor-Flügel außerhalb des Expected Move), für Szenario-Grenzen und als Vergleichsmaßstab: Bewegt sich der Markt regelmäßig deutlich stärker als eingepreist, sind Optionen strukturell zu billig – und umgekehrt.

3.3 Skew und Terminstruktur: Volatilität ist nicht eine Zahl

Für denselben Basiswert existieren dutzende implizite Volatilitäten gleichzeitig – je Strike und je Laufzeit. Zwei Muster sind entscheidend:

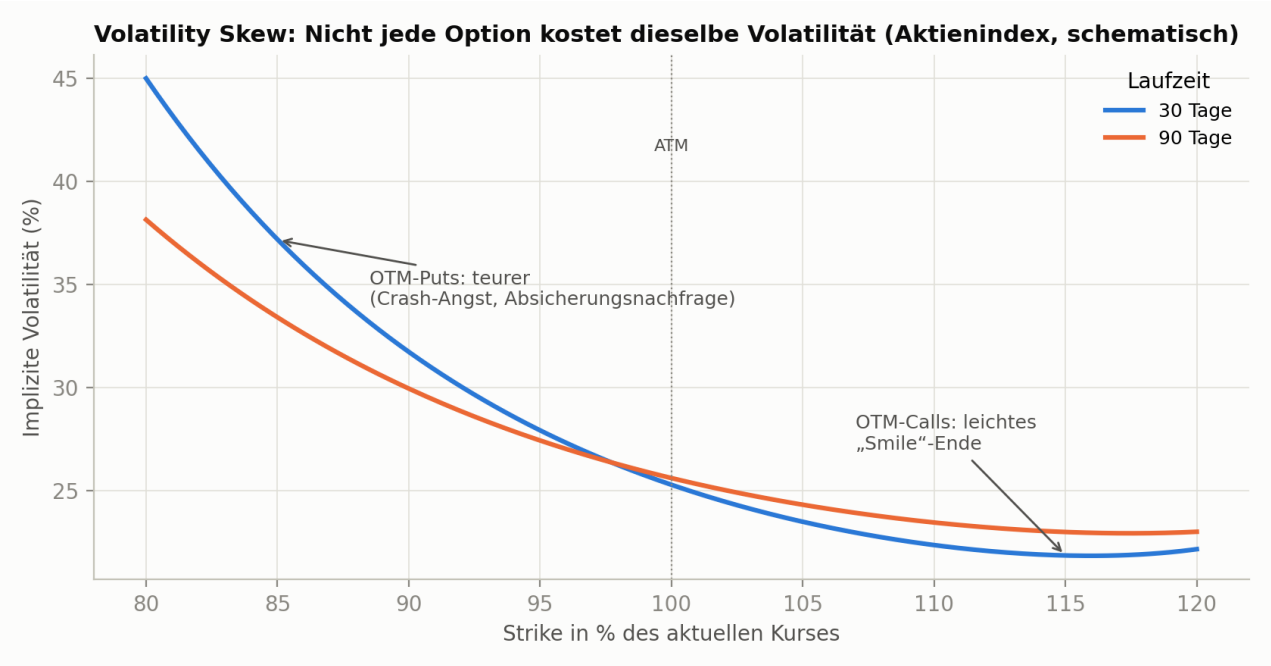


Abb. 5 – Der Volatility Skew eines Aktienindex (schematisch): OTM-Puts handeln mit deutlich höherer IV als ATM-Optionen – Crash-Absicherung hat einen strukturellen Aufpreis. Kürzere Laufzeiten haben den steileren Skew.

- **Skew (Schiefe):** Bei Aktien und Indizes ist die IV für tiefere Strikes systematisch höher – der Markt bezahlt seit dem Crash von 1987 eine dauerhafte Prämie für Absturzversicherung. Bei Rohstoffen kann der Skew andersherum liegen (Angst vor Preisspitzen), bei Währungen und Krypto ist er oft eher ein symmetrischer „Smile“ mit wechselnder Schlagseite.
- **Terminstruktur:** In ruhigen Phasen steigt die IV mit der Laufzeit (Contango) – Unsicherheit wächst mit dem Horizont, und kurzfristige Optionen sind relativ billig. In Stressphasen invertiert die Kurve (Backwardation): Der nahe Verfall preist den akuten Sturm, hintere Laufzeiten erwarten Beruhigung. Der Übergang von Contango zu Backwardation ist eines der zuverlässigsten „Der Markt nimmt es ernst“-Signale.
- Einzeltermine wie Earnings, Zinsentscheide oder Wahlen erzeugen sichtbare **Buckel** in der Terminstruktur: Die Verfälle direkt nach dem Ereignis tragen die Extra-Volatilität.

3.4 VIX & Co.: Volatilität als Index

Der **VIX** verdichtet die impliziten Volatilitäten von S&P-500-Optionen mit 23 bis 37 Tagen Restlaufzeit zu einer einzigen Zahl: der erwarteten annualisierten 30-Tage-Schwankung. Ein VIX von 16 bedeutet grob ±16 % erwartete Jahresschwankung bzw. ±1 % am Tag (16/√252). Der VIX ist „Angstbarometer“, weil er in Abverkäufen spiegelbildlich zum Markt nach oben springt – Volatilität ist stark mean-reverting: Extremwerte über 40 waren historisch fast immer Übertreibungen, Werte um 12–14 fast immer Selbstzufriedenheit. Auf den VIX existiert ein eigenes Ökosystem aus Futures, Optionen und ETPs; für Bitcoin übernimmt der **DVOL**-Index von Deribit dieselbe Rolle (Teil 8.4).

3.5 Das Volatilitätsregime 2026: ruhiger Index, nervöse Aktien

Der Sommer 2026 zeigt ein Lehrbuchbeispiel dafür, warum eine einzige Volatilitätszahl täuschen kann. Nach dem Frühjahrsstress (VIX-Jahreshoch 35,3; noch Ende März über 31) fiel der VIX am 17. August intraday auf das Jahrestief von **14,2** und pendelt seither um **15–16 Punkte** – rund vier Punkte unter seinem Langfristdurchschnitt von 19,6. Gleichzeitig notierte der **VIXEQ** (Cboe-Index für die durchschnittliche Einzelaktien-Volatilität im S&P 500) mit knapp **50** im 98. Perzentil seiner Geschichte. Die Lücke zwischen beiden erreichte am 9. Juli 2026 mit gut 34 Punkten ein **Allzeithoch** und lag Mitte August immer noch bei rund 22 Punkten.

Aufgelöst wird das Paradox über die **Korrelation**: Die durchschnittliche 60-Tage-Korrelation zwischen S&P-500-Aktien lag im untersten 1 % aller Beobachtungen seit 2005. Einzelaktien bewegen sich heftig – aber gegeneinander, sodass sich die Bewegungen auf Indexebene neutralisieren. Für Optionshändler heißt das: Indexoptionen sind relativ billig, Einzelaktienoptionen relativ teuer; Stillhalterstrategien auf Einzelwerte wurden 2026 fürstlich bezahlt, Indexabsicherung war günstig wie selten.

PROFI-ECKE

Dispersion-Trading: Genau aus dieser Schere macht der institutionelle Markt eine Strategie: Volatilität auf Einzelaktien verkaufen (teuer) und Indexvolatilität kaufen (billig) – profitabel, solange die Korrelation niedrig bleibt. Der Trade ist zugleich einer der Gründe, *warum* der VIX so tief steht: Systematisches Verkaufen von Indexoptionen (Overwriting-ETFs, Vol-Selling-Fonds) drückt die Index-IV zusätzlich. Wer 2026 nur auf den VIX schaut, unterschätzt die tatsächliche Nervosität unter der Oberfläche – ein perfektes Beispiel dafür, dass eine einzelne Kennzahl nie das ganze Lagebild ist.

TEIL 4

Der Optionsmarkt: Größe, Struktur, Teilnehmer

4.1 Ein Markt in Rekordform

Der börsengehandelte Optionsmarkt ist seit Jahren der am schnellsten wachsende Teil der Aktienmärkte. 2025 wurden über die US-Clearingstelle OCC **15,2 Milliarden Optionskontrakte** abgewickelt – plus 24,4 % gegenüber 2024 und das sechste Rekordjahr in Folge. Die Aufteilung: 8,27 Mrd. Aktienoptionen, 5,68 Mrd. ETF-Optionen, 1,26 Mrd. Indexoptionen; im Tagesdurchschnitt 60,6 Millionen Kontrakte. Und 2026 beschleunigt weiter: Im zweiten Quartal lag der Tagesdurchschnitt bei **72,8 Millionen Kontrakten** (+19 % zum Vorjahr) – hochgerechnet läuft das Jahr auf über **18 Milliarden Kontrakte** hinaus, gegenüber rund 4 Milliarden vor einem Jahrzehnt.

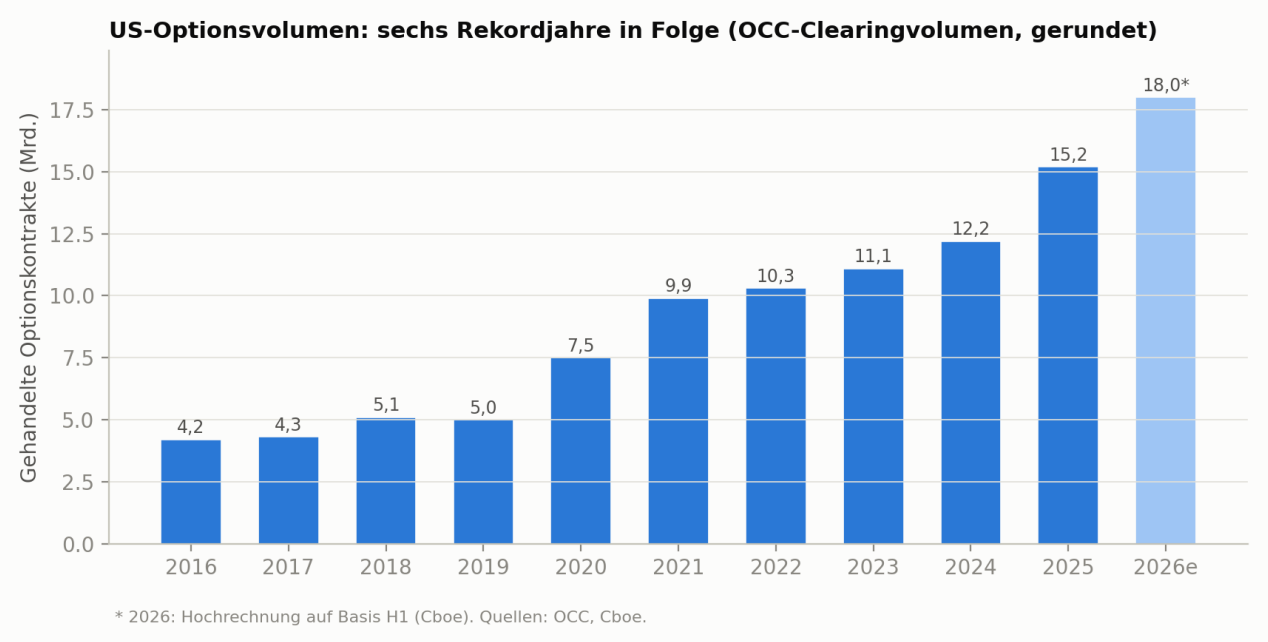


Abb. 6 – Jahresvolumen der US-Optionsbörsen (OCC-Clearing, Mrd. Kontrakte, gerundet). Seit 2019 hat sich das Volumen mehr als verdreifacht; Treiber sind Retail-Zugang, Wochen- und Tagesverfälle sowie systematische Optionsstrategien.

- **Indexoptionen** wuchsen 2026 bislang um ~25 %, ETF-Optionen um ~27 %, Einzelaktienoptionen um ~6 %.
- **Konzentration:** SPX-Optionen stellen 81 % des gesamten Indexoptionsvolumens; SPY allein 42 % des ETF-Optionsvolumens; bei Einzelaktien führen Nvidia und Tesla mit je ~9 %.

- **0DTE:** Optionen, die noch am Handelstag verfallen, wuchsen 2026 um 46 % auf über 20 Millionen Kontrakte täglich; bei SPX-Optionen liegt ihr Anteil um die 55–60 % (Februar 2025: damaliger Monatsrekord von 56 %; Gesamtjahr 2025: ~59 %). Details in Teil 8.1.
- **Institutionell und Retail wachsen beide:** Blocktrades (≥1.000 Kontrakte) erreichen ~10 Millionen Kontrakte täglich; gleichzeitig kehrte Retail 2026 mit Macht zurück – begünstigt durch die Abschaffung der Pattern-Day-Trader-Regel und Indexoptions-Zugang bei Neobrokern.
- **FLEX-Optionen** (individuell konfigurierbare Kontrakte, Basis vieler „Buffer-ETFs“) wuchsen ~47 % und stellen inzwischen fast 4 % des Tagesvolumens.

4.2 Die Infrastruktur: Börsen und Clearing

In den USA konkurrieren aktuell **18 Optionsbörsen** um den Orderfluss – gebündelt in wenigen Familien (Cboe, Nasdaq, NYSE, MIAX, MEMX/BOX). Für den Handel entscheidend: Alle US-Optionsbörsen clearen über die **OCC (Options Clearing Corporation)**. Die OCC tritt als zentrale Gegenpartei zwischen Käufer und Verkäufer, garantiert die Erfüllung jedes Kontrakts, verwaltet Margins und verlost Ausübungen (Assignments) unter den Stillhaltern. Das Gegenparteirisiko einzelner Händler verschwindet damit praktisch – einer der großen Unterschiede zu OTC-Derivaten und Optionsscheinen.

In Europa ist die **Eurex** die dominierende Terminbörse. Die wichtigsten Indexoptionen für deutschsprachige Händler: **ODAX** (DAX-Optionen, 5 € pro Indexpunkt, europäischer Stil, Barausgleich), **OESX** (EURO STOXX 50, 10 € pro Punkt) sowie SMI-Optionen für die Schweiz; dazu Aktienoptionen auf die großen europäischen Titel und seit einigen Jahren auch tägliche End-of-Day-Verfälle (ODAP/OEXP) als europäische Antwort auf den 0DTE-Trend. Gecleart wird über Eurex Clearing mit dem Risikomodell Prisma. Die Liquidität ist solide, aber eine Größenordnung kleiner als in den USA – Spreads sind entsprechend breiter, was für Strategiewahl und Ordertypen (immer Limit!) relevant ist.

4.3 Market Maker: Liquidität als Funktion

LERNBILD

„**Market Maker stellen fortlaufend handelbare Kauf- und Verkaufspreise.** Sie ermöglichen Liquidität und verdienen unter anderem am Bid-Ask-Spread – dafür entsteht Risiko im eigenen Buch.“ Zur Veranschaulichung: Kunde A möchte für 1,40 $ verkaufen, Kunde B für 1,50 $ kaufen – der Market Maker kauft bei 1,40 und verkauft bei 1,50. Preisstellung: Bid + Ask. Liquidität: Handel ermöglichen. Spread: Vergütung für Risiko. (Die Grafik erklärt die Funktion – sie zeigt keine beobachtete konkrete Gegenpartei oder Dealer-Position.)

EINORDNUNG

Market Maker sind ein zentraler Bestandteil des Marktes: Sie sind verpflichtet, fortlaufend Kauf- und Verkaufspreise zu stellen, damit jeder Markt zu jeder Zeit handelbar ist – ohne diese Liquiditätsbereitstellung könnten wir nicht jederzeit handeln. Dadurch, dass sie Liquidität stellen, tragen sie ein Risiko, das sie über Delta-Hedging ausgleichen. Präzisierung: Registrierte Market Maker haben börsenseitige Quotierungspflichten (Mindestzeit, maximale Spreads); „jederzeit zu jedem Preis“ garantiert das nicht – in Stressphasen dürfen Spreads massiv aufgehen.

Der entscheidende Perspektivwechsel: Ein Market Maker hat **keine Marktmeinung**. Er verdient an der Spanne und an der Menge, nicht an der Richtung – und er ist der natürliche Gegenpart fast jeder Retail- und Institutionsorder. Was sich dadurch in seinem Buch

ansammelt, ist ein Bündel aus Richtungs-, Bewegungs- und Volatilitätsrisiken, das er systematisch neutralisiert: zuerst das Delta (Teil 5), Restrisiken über gegenläufige Optionspositionen, verwandte Produkte und Futures. Ein Lernbild ersetzt die übliche Verschwörungserzählung:

LERNBILD

„**Kein böser Puppenspieler, sondern ein Großhändler für Risiko, mit einem Buch, das sich mit dem Kurs verändert.** Verdient wird an der Spanne, nicht an eurer Richtung. Was sich verändert, ist das Risiko im Buch. Ob daraus eine Anpassung folgt, hängt von Limits, Netting, Instrumentwahl und Hedge-Policy ab. Die saubere Frage lautet: Welche Annahme übersetzt ein unbekanntes Gesamtbuch in eine mögliche Hedge-Reaktion?“

Wer sind diese Firmen? Die Branche ist hochkonzentriert auf spezialisierte Handelshäuser: **Citadel Securities, Susquehanna (SIG), Optiver, IMC, Jane Street, Wolverine, Simplex, Belvedere** und eine Handvoll weitere. Susquehanna etwa agiert als Specialist bzw. Primary Market Maker in hunderten Optionsklassen; Citadel Securities ist zugleich größter Retail-Wholesaler im US-Aktienhandel. Exakte Marktanteile im Optionshandel sind nicht öffentlich – Studien und Branchenberichte zählen wenige Dutzend aktive Optionsmarket-Maker in den USA, von denen die Top 5 den Löwenanteil des Flows internalisieren.

EINORDNUNG

Häufig kolportierte Größenordnung: Rund **50 bis 54 Market-Maker-Firmen** sollen etwa **60 %** des Volumens rund um den S&P 500 stellen. Einordnung nach Recherche: Die Zahl von ~50 registrierten Market-Maker-Firmen im US-Optionsmarkt ist plausibel und deckt sich mit Branchenzählungen; ein fixer „60 %“-Volumenanteil ist öffentlich nicht belegbar (Dealer-Anteile werden nicht veröffentlicht). Als Merksatz taugt die Richtung: *sehr wenige Firmen stehen auf einer Seite eines sehr großen Teils aller Optionsgeschäfte* – deshalb lohnt es sich überhaupt, über ihr Hedging (Teil 5) nachzudenken. Genau hier gilt aber auch die Regel: Bestand ist beobachtbar, die Dealer-Seite ist eine Annahme.

4.4 Der Weg einer Order – und wovon die Preise leben

- **Orderweg:** Broker → Börse/Orderbuch (oder Auktions-/Internalisierungsmechanismen) → Ausführung. In den USA leiten Retail-Broker Optionsorders überwiegend gegen Zahlung (Payment for Order Flow) an Wholesaler, die innerhalb des NBBO Preisverbesserung liefern müssen – ein regulatorisch umstrittenes, aber für die engen Retail-Spreads mitverantwortliches Modell. In Europa ist PFOF durch die MiFIR-Reform seit Mitte 2026 vollständig verboten.
- **Bid-Ask-Spread:** die Haupteinnahme der Market Maker und die Hauptkostenquelle der Händler. Liquide Serien (SPY, SPX ATM) handeln mit Cent-Spreads; illiquide Einzelaktien-Serien können 5–10 % des Optionswerts kosten. Regel: *immer* mit Limit-Orders arbeiten, nie „bestens“.
- **Margin:** Gedeckte Positionen (Covered Call, Cash-Secured Put) brauchen keine zusätzliche Margin. Ungedeckte Short-Optionen erfordern erhebliche Sicherheiten – bei Reg-T grob 20 % des Basiswerts, unter Portfolio-Margin bzw. Eurex Prisma risikobasiert (Stress-Szenarien über das Gesamtbuch). Brokerseitig ist der Optionshandel in Freigabestufen („Levels“) organisiert: von Covered Calls (Stufe 1) bis zu ungedeckten Shorts (höchste Stufe).

TEIL 5

Wie der Optionsmarkt den Markt bewegt: Delta-Hedging, Gamma-Regime, GEX

Das ist das Herzstück dieser Analyse – und der Teil, an dem sich Anfänger von Fortgeschrittenen trennen. Die Leitfrage: Wenn wenige Market Maker auf einer Seite eines riesigen Optionsbestands stehen und ihr Risiko systematisch absichern – was macht dieses Absichern mit dem Markt selbst? Die Antwort ist kein Geheimwissen, sondern Mechanik plus sauber getrennte Annahmen.

5.1 Delta-Hedging: die Risikosteuerung im Gesamtbuch

LERNBILD

„**Delta-Hedging dient der Risikosteuerung im Gesamtbuch.** Ändert sich der Spotpreis, verändert sich Delta – und ein Hedge kann angepasst werden. Je nach Gamma-Annahme wirkt dieses Rebalancing eher gegenläufig oder eher prozyklisch."

RECHENBEISPIEL

Durchgerechnet: Ein Market Maker verkauft 1.000 Calls (je 100 Aktien) mit Delta 0,50. Sein Buch ist damit short 50.000 „Delta-Aktien" – steigt der Kurs, verliert er. Also kauft er 50.000 Aktien: Das Buch ist **delta-neutral**. Nun steigt der Kurs um 1 % und das Call-Delta wächst (Gamma!) auf 0,54: Das Buch ist plötzlich short 54.000 Delta-Aktien bei nur 50.000 gehaltenen – der Market Maker muss **4.000 Aktien nachkaufen, in die Stärke hinein**. Fällt der Kurs zurück, sinkt das Delta und er verkauft wieder – **in die Schwäche hinein**. Ein Dealer, der Optionen *short* ist, handelt beim Re-Hedgen zwangsläufig prozyklisch; einer, der Optionen *long* ist, genau umgekehrt.

MERKSATZ

Delta-Hedging ist eine laufende Anpassung, um delta-neutral zu bleiben – und genau das kann den Markt pro- oder antizyklisch bewegen. Manchmal *müssen* Market Maker zwangsverkaufen oder -kaufen, was eine Bewegung noch stärker macht. Sie können den Markt dämpfen oder verstärken: dämpfendes Regime oder verstärkendes Regime. Die praktische Schlussfolgerung daraus: *Laufzeit und Haltedauer der Positionen anpassen, wenn man weiß, in welchem Regime man ist.*

LERNBILD

„**Vom Impuls zur möglichen Rückkopplung:** Kursbewegung kann Delta verändern. Ein Modell kann daraus eine Hedge-Anpassung ableiten. Erst danach entstehen zwei mögliche Pfade." Die Kette sauber getrennt: **beobachtet** (der Impuls läuft) → **berechnet** (Delta ändert sich) → **angenommen** (der Hedge) → **abgeleitet** (die Rückwirkung auf den Kurs). Jedes Glied hat einen anderen Erkenntnisstatus – das Fundament für die Erkenntnisstufen in Abschnitt 5.3.

5.2 Die zwei Regime: Long Gamma dämpft, Short Gamma verstärkt

LERNBILD

Positive vs. Negative Gamma (Lernbild – bedingte Hedge-Pfade): +Γ / Long Gamma = Long Options. Wie hedgen Market Maker? Long, wenn der Preis fällt; Short, wenn der Preis steigt → eher *gegen* die Bewegung → kann dämpfen → Volatilität: niedrig. **−Γ / Short Gamma = Short Options.** Short, wenn der Preis fällt; Long, wenn der Preis steigt → eher *mit* der Bewegung → kann verstärken → Volatilität: hoch. Die Richtungen gelten für die dargestellten Long-/Short-Gamma-*Annahmen*; Netting, Limits, Instrumentwahl und tatsächliche Ausführung bleiben offen.

	Long-Gamma-Regime (dämpfend)	Short-Gamma-Regime (verstärkend)
Dealer-Buch (Annahme)	netto long Optionen (+Γ)	netto short Optionen (−Γ)
Hedge bei steigendem Kurs	verkauft in die Stärke	kauft die Stärke nach
Hedge bei fallendem Kurs	kauft die Schwäche	verkauft in die Schwäche
Typisches Preisverhalten	Schwankung nimmt ab, Rückkehr zur Mitte, „Pinning“ an großen Strikes	Schwankung nimmt zu, Ausbrüche, Tempo steigt, Trend-Tage
Gefühl im Markt	zäh, mean-reverting, Intraday-Moves versanden	nervös, Bewegungen „laufen weg“
Sinnvolle Anpassung	kürzere Haltedauer für Trendtrades, Range-Strategien	Ausbrüche ernster nehmen, Stops weiter, Positionsgröße kleiner

MERKSATZ

Einen **Kipppunkt** sieht man im Markt genau dann, wenn der Kontext des Gamma Exposure relevant wird: an einer Marke, an der Market Maker ihre Positionen absichern müssen und dabei zu Zwangskäufern oder -verkäufern werden können. In der Fachsprache: der **Gamma-Flip**. Oberhalb davon wird das Dealer-Buch als long-gamma modelliert (Hedging dämpft), unterhalb als short-gamma (Hedging verstärkt). Wichtig bleibt der Vorbehalt: Die Marke ist *modelliert*, nicht beobachtet.

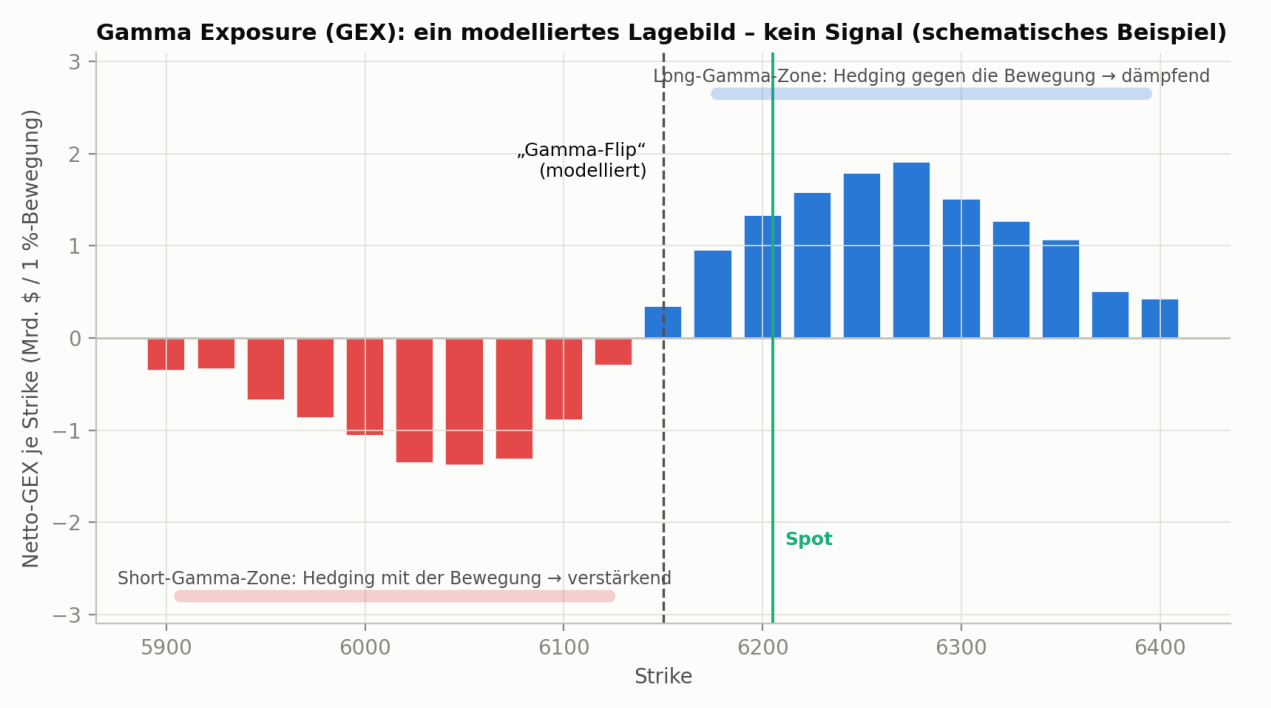


Abb. 7 – Schematisches GEX-Profil je Strike: blau = positives (dämpfendes), rot = negatives (verstärkendes) Netto-Gamma unter der üblichen Dealer-Annahme. Der „Gamma-Flip“ markiert den modellierten Regimewechsel; der Spot notiert hier knapp darüber in der Long-Gamma-Zone.

5.3 GEX konkret: was die Kennzahl ist – und was nicht

LERNBILD

„**Vom Kontrakt zum Buch:** Ein einzelner Kontrakt beantwortet eine lokale Frage. Ein aggregiertes Buch braucht Strike, Verfall und ein definiertes Universum. Merksatz: **Jede Erweiterung ist eine Auswahl, und jede Auswahl ist eine Annahme.**“ – Schon die Entscheidung, welche Strikes und Verfälle in eine GEX-Karte einfließen (Strike × Verfall × definierte Auswahl), prägt das Ergebnis, bevor überhaupt eine Dealer-Annahme getroffen wurde.

Gamma Exposure (GEX) versucht, das aggregierte Gamma der Dealer-Bücher zu schätzen: Wie viele Aktien/Futures müssten Market Maker pro 1 % Kursbewegung kaufen oder verkaufen, um delta-neutral zu bleiben? Die Standardrechnung je Optionsserie: **GEX ≈ Gamma × Open Interest × Multiplikator × Spot² × 0,01**, aufsummiert über alle Strikes und Verfälle – mit einem Vorzeichen je nach unterstellter Dealer-Seite. Die verbreitetste Konvention: Dealer sind long die Calls (Kunden verkaufen Covered Calls) und short die Puts (Kunden kaufen Absicherung) – Call-OI zählt positiv, Put-OI negativ. Andere Anbieter modellieren die Seite pro Trade aus dem Orderfluss. Deshalb veröffentlichen verschiedene Anbieter *verschiedene* GEX-Werte und Flip-Punkte für denselben Markt.

LERNBILD

„**Ein GEX-Lagebild braucht Eingaben.** ‚Exposure‘ bedeutet hier: modelliertes Risikolagebild. Belastbar wird es erst mit Instrument und Spot, Datenquelle und Snapshot, Verfalluniversum, Modell und Einheit sowie offengelegter Positions-, Vorzeichen- und Aggregationsannahme. Das Ergebnis ist ein modellierter Kontext mit Zeitstempel – **keine beobachtete Dealer-Position, keine Order und kein Signal.** Eine Milliardenangabe braucht Instrument, Einheit, Multiplikator und Snapshot-Zeit.“

Systematisieren lässt sich das mit den **vier Erkenntnisstufen** – einer Denkschablone, die weit über GEX hinaus trägt, weil sie auf jede Markt-Kennzahl anwendbar ist:

Stufe	Status	Inhalt	Beispiel
1–2	**BEOBACHTET**	Optionskette, Open Interest, Spot, Zeitpunkt	„Am 6.400er-Call liegen 40.000 Kontrakte OI“ – prüfbar
2	**BERECHNET**	Delta und Gamma im gewählten Modell	„Dieses OI trägt Gamma X im Black-Scholes-Modell“ – direkt rechenbar
3–4	**MODELLIERT**	GEX-Aggregation unter dokumentierten Annahmen	„Netto-GEX +2 Mrd. $/1 % unter Dealer-long-Call-Annahme“
5–6	**OFFEN**	Dealer-Seite, Ausführung, Preiseffekt	„Die Market Maker *müssen* hier kaufen“ – nicht öffentlich beobachtbar

LERNBILD

„Optionsdaten werden beobachtet. Sensitivitäten werden berechnet. Der GEX-Kontext wird modelliert. Dealer-Seite, Ausführung und Preiseffekt bleiben offen. **Die Grenze gehört an das Objekt: Eine Annahme darf nie wie eine Beobachtung aussehen.**“ – Und zur Kette dahinter: Optionsmathematik → Portfolio-Sensitivität ist direkt rechenbar; Inventar-Annahme → Hedge-Policy ist Annahme oder private Information; ausgeführter Flow → Marktreaktion ist beobachtet oder belegt abgeleitet. Aggregation legt noch keine Dealer-Seite und kein Vorzeichen fest.

5.4 Vanna- und Charm-Flows: die Feinmechanik (Profi)

PROFI-ECKE

Dealer-Deltas hängen nicht nur am Kurs. **Vanna:** Ändert sich die implizite Volatilität, verschieben sich alle Deltas – fällt nach einem Abverkauf die IV, schrumpfen die Deltas der gekauften Puts, und Dealer, die dagegen short Futures hedgen, kaufen zurück: der klassische „Vanna-Rückenwind“ in Erholungsrallyes. **Charm:** Reiner Zeitablauf lässt OTM-Deltas gegen null schmelzen; in den Tagen vor großen Verfallsterminen (monatliches OPEX, Quartalsverfall „Triple Witching“) erzeugt das systematische, richtungsstabile Hedge-Ströme, die nach dem Verfall abrupt wegfallen – weshalb Indexmärkte nach OPEX häufig „befreiter“ laufen. Beide Effekte sind wie GEX modellierte Kontexte, keine Garantien; sie erklären aber, warum Verfallstage und IV-Schocks eigene Marktphasen sind.

5.5 Die Grenzen: GEX allein erklärt keinen Kursweg

LERNBILD

„Die beiden Modellfälle zeigen einen **Mechanismus**. Sie beweisen weder Ursache noch Richtung. **‚Wenn sich die Spannen verengen, ist das wie eine geschüttelte Colaflasche: Die Energie ist da. Die Richtung ist es nicht.‘** Belastbarer Satz: Ein modelliertes Risikolagebild kann Kontext liefern. Marktphase, Liquidität und ausgeführte Aktivität beeinflussen, ob dieser Kontext im Preisverhalten relevant erscheint.“ – Vier Einflussfelder, keine Monokausalität: **GEX** (Modellkontext), **News** (Impuls), **Liquidität** (Umgebung), **Flow/Regime** (Ausführung).

- **Statisches Open Interest:** Das offizielle OI ist ein Vortages-Snapshot. Bei über 50 % 0DTE-Anteil entsteht ein Großteil des heutigen Gammas *intraday* und steht in keiner OI-Tabelle – klassische GEX-Karten sind für 0DTE-Märkte strukturell blind, sofern sie nicht Orderfluss modellieren.
- **Vorzeichen-Annahme:** Ob Dealer eine Serie long oder short sind, ist private Information. Dieselben Daten ergeben unter anderen Annahmen andere Flip-Punkte – verschiedene Anbieter, verschiedene Karten.
- **Netting und Instrumentwahl:** Gehedgt wird über das Gesamtbuch (Index vs. ETF vs. Futures vs. Einzelaktien), nicht je Strike. Größe und Timing der tatsächlichen Hedge-Trades werden nie veröffentlicht.
- **Kein Richtungssignal:** GEX beantwortet „Wie könnte sich Bewegung anfühlen?“ (zäh vs. explosiv), niemals „Steigt oder fällt der Markt?“.

5.6 Drei Sätze, die du überall lesen wirst – und der saubere Umgang damit

Drei Standardsätze der GEX-Szene muss man sezieren können: Jeder hat einen wahren Kern und eine Behauptung obendrauf. Trennt man beides, bleibt eine Aussage übrig, mit der man arbeiten kann.

Satz	Wahrer Kern	Die „Zutat“ (unbelegt)
„Gamma Wall“	die Verdichtung von OI/Gamma auf der Karte an einem Strike	dass der Markt dort *halten muss*
„Der Strike zieht den Kurs an“	der Modellkontext (Pinning ist im Long-Gamma-Regime plausibel)	die Anziehungskraft als Naturgesetz
„Die Market Maker stehen short“	der gemeldete Bestand (OI existiert)	die Seite – sie steht in keiner öffentlichen Datenreihe

LERNBILD

Der Prüfprozess (Hypothese → Beobachtung → Gegenbefund): Hypothese: „Hier liegt ein modellierter Kontext.“ Mehr steht nicht in der Karte. Beobachtung: Was zeigt der Footprint an dieser Zone – Absorption, Anschlussinitiative, Verlauf des Cumulative Delta? Gegenbefund: Welche Beobachtung würde die Hypothese schwächen? **Diese Antwort gehört vor die Zone, nicht danach.** – Und die Datenklassen auseinanderhalten: Expected Move (Wie weit reicht der modellierte Raum?), Open Interest (Welche offenen Kontrakte sind gemeldet?), GEX (Welche Annahmen erzeugen den Kontext?), Preisstruktur (Was wurde tatsächlich gehandelt?). Keine Ebene liefert allein Richtung, Dealer-Seite oder Kausalität – **Preisverhalten bleibt die Prüfung.**

MERKSATZ

Für die Praxis in einem Satz: **GEX sagt dir, wie der Boden beschaffen ist, nicht wohin du läufst.** In modellierten Long-Gamma-Zonen darfst du Bewegungen eher verkaufen (Mean Reversion), in Short-Gamma-Zonen musst du Ausbrüche ernst nehmen und Risiko kleiner fahren – und beides gilt nur, solange der tatsächlich ausgeführte Marktflow die Annahme bestätigt.

TEIL 6

Strategien: der Werkzeugkasten

Jede Optionsstrategie ist eine Kombination aus höchstens vier Bausteinen – den vier Grundpositionen aus Teil 1, gegebenenfalls plus Basiswert. Entscheidend ist nicht, möglichst exotische Konstruktionen zu kennen, sondern zu jeder Marktmeinung das passende Werkzeug zu greifen. Die Meinung hat dabei immer **zwei Dimensionen**: Richtung (rauf, runter, seitwärts) und Volatilität (wird mehr Bewegung kommen als eingepreist – oder weniger?).

Marktmeinung ↓ / Vola-Meinung →	IV zu niedrig (Bewegung kaufen)	IV zu hoch (Bewegung verkaufen)
Bullisch	Long Call, Bull-Call-Spread, LEAPS	Short Put (cash-secured), Bull-Put-Spread, Covered Call
Bärisch	Long Put, Bear-Put-Spread	Bear-Call-Spread (Credit)
Neutral / Range	Long Straddle / Strangle, Kalender-Spread (Front billig)	Iron Condor, Butterfly, Short Straddle/Strangle (nur Profis)
Nur Absicherung	Protective Put, Collar	—

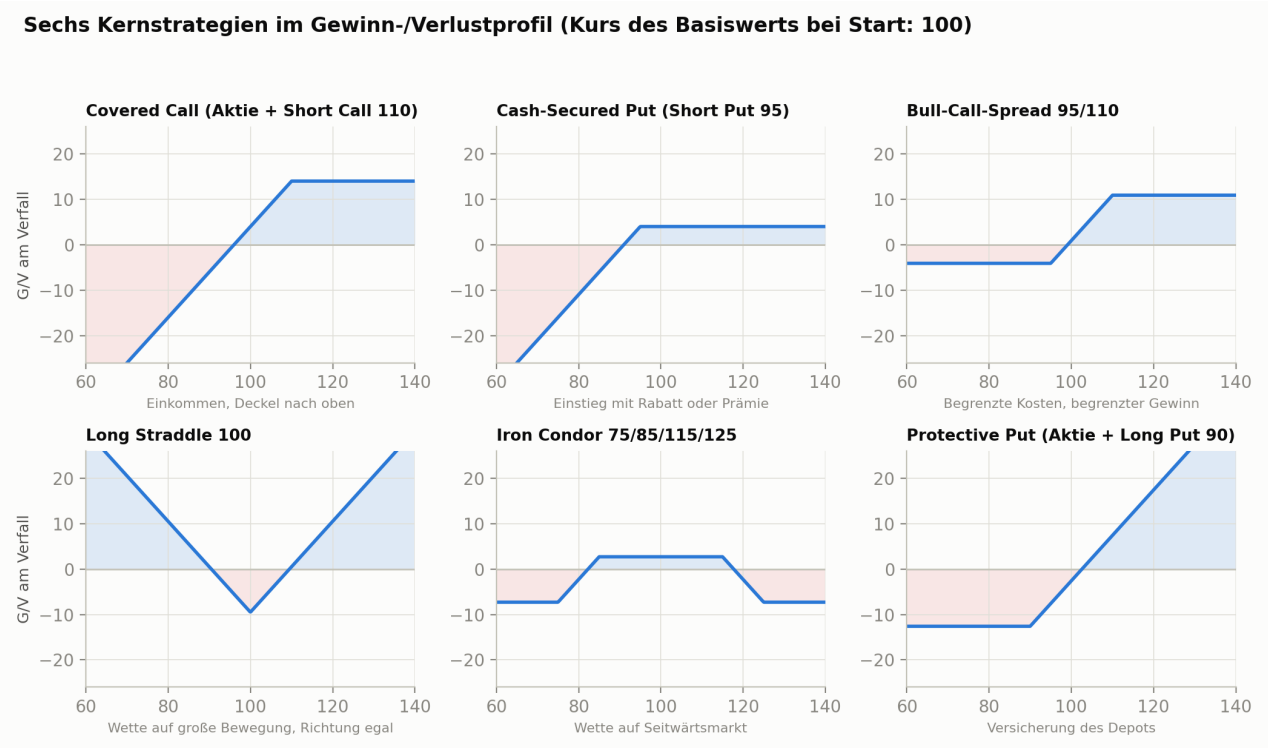


Abb. 8 – Sechs Kernstrategien im G/V-Profil am Verfall. Merke: Jedes „Dach“ ist verkaufte Bewegung (Theta-Einnahme, Gamma-Risiko), jedes „Tal“ gekaufte Bewegung (Theta-Kosten, Gamma-Chance).

6.1 Die Einsteiger-Vier

- **Long Call / Long Put:** Die direkteste Wette. Geeignet, wenn man Richtung *und* Timing hat und die IV nicht überhitzt ist. Regel: Lieber etwas im Geld (Delta 0,60–0,70) und mit mehr Restlaufzeit kaufen, als billige weit-OTM-Lotterielose zu stapeln – die sterben an Theta.

- **Covered Call:** Aktienbestand plus verkaufter Call darüber. Aus Bestand wird Einkommen; bezahlt wird mit dem Verzicht auf Kursgewinne oberhalb des Strikes. Standardwerkzeug in Seitwärtsmärkten – und 2026 bei teurer Einzelaktien-IV (Teil 3.5) besonders gut bezahlt.
- **Cash-Secured Put:** Verkaufter Put mit hinterlegtem Kaufpreis. Zwei gute Ausgänge: Entweder man kassiert die Prämie – oder man bekommt die Aktie, die man ohnehin wollte, mit Rabatt. Gefährlich nur, wenn man Puts auf Aktien schreibt, die man *nicht* besitzen will.
- **Protective Put:** Die Versicherung. Kostet laufend Prämie (Rendite-Schleppanker), verwandelt aber das Depot-Risiko in eine kalkulierbare Selbstbeteiligung. Variante **Collar**: Put-Kauf durch Call-Verkauf finanzieren – Absicherung fast zum Nulltarif, gegen Deckelung nach oben.

6.2 Spreads: Risiko gegen Prämie tauschen

Ein Spread kombiniert gekaufte und verkaufte Optionen desselben Typs. Damit kauft man sich von den beiden Extremen frei: Der **Debit-Spread** (z. B. Bull-Call-Spread 95/110) verbilligt die Richtungswette und senkt den Break-even – bezahlt mit gedeckeltem Gewinn. Der **Credit-Spread** (z. B. Bear-Call-Spread: Call 110 verkaufen, Call 120 kaufen) ist die Stillhalterposition mit eingebauter Versicherung: maximaler Verlust = Strike-Abstand minus Prämie, definiert und margin-schonend. Credit-Spreads mit ~30-Delta-Shorts und 30–45 Tagen Laufzeit sind das Brot-und-Butter-Geschäft vieler Einkommenshändler. **Kalender-** und **Diagonal-Spreads** handeln zusätzlich die Zeitachse: kurze Laufzeit verkaufen, lange kaufen – sie leben davon, dass Theta vorn schneller brennt als hinten, und von einem Anstieg der IV in der langen Laufzeit.

6.3 Volatilitäts-Strategien

- **Long Straddle / Strangle:** Call und Put gleichzeitig kaufen (Straddle am Geld, Strangle mit OTM-Strikes). Wette: Die Bewegung wird größer als der Expected Move – Richtung egal. Teuer, doppeltes Theta; funktioniert vor Katalysatoren nur, wenn man *vor* dem IV-Anstieg einsteigt (Teil 8.2).
- **Short Strangle / Short Straddle:** Die Stillhalter-Maximalform: beide Seiten verkaufen, Prämie doppelt, Risiko theoretisch unbegrenzt. Nur mit viel Kapital, Portfolio-Margin und hartem Risikomanagement – ein einziges Ereignis kann Jahre an Prämien löschen.
- **Iron Condor:** Der Short Strangle mit Airbags: zusätzlich je einen weiter entfernten Flügel kaufen. Definiertes Risiko, klassische Range-Strategie – Strikes gern außerhalb des Expected Move. Funktioniert im (modellierten) Long-Gamma-Regime am besten, wenn der Markt „festgenagelt“ wirkt.
- **Butterfly:** Präzisionswette auf ein Kursziel zum Verfall (Body am Zielstrike). Sehr günstig, großer Hebel auf „Pinning“ – beliebt an Verfallstagen und im 0DTE-Handel.

6.4 Systematisch stillhalten: das „Wheel“

Das **Wheel** verbindet die beiden Einsteiger-Stillhalterstrategien zu einem Kreislauf: (1) Cash-Secured Puts auf eine gewünschte Qualitätsaktie schreiben, bis man zugeteilt wird → (2) auf den Bestand Covered Calls schreiben, bis die Aktie abgerufen wird → zurück zu (1). Ergebnis: Man wird permanent fürs Warten bezahlt. Die ehrliche Risikobetrachtung: Das Wheel ist eine verkleidete Long-Position mit Prämienpolster – im Crash verliert es mit, und die Prämien decken nur einen Bruchteil. Es gehört auf Aktien, die man auch ohne Optionen halten würde.

6.5 Profi-Ecke: Griechen-Handel statt Richtungshandel

PROFI-ECKE

Delta-neutral & Gamma-Scalping: Wer einen Straddle kauft und das Delta laufend mit dem Basiswert neutralisiert, handelt reine Bewegung gegen Zeit: Jeder Zickzack erlaubt es, unten zu kaufen und oben zu verkaufen (+Γ zwingt einen mechanisch dazu) – die Scalps müssen nur das tägliche Theta übertreffen. Das ist exakt das Spiegelbild des Market-Maker-Geschäfts aus Teil 5 und die praktischste Art, die Regime-Logik zu verinnerlichen: Realisierte Volatilität > implizite → +Γ gewinnt; realisierte < implizite → der Stillhalter gewinnt. **Ratio- und Backspreads** verschieben Gamma-Vorzeichen über Strikes (z. B. 1 Call verkaufen, 2 weiter OTM kaufen: Credit plus Explosionsgewinn bei großem Move). **Dispersion** (Teil 3.5) handelt Index- gegen Einzelaktien-Vol. Gemeinsame Voraussetzung: Portfolio-Margin, enge Spreads, automatisiertes Risikomonitoring – nichts davon ist ein Wochenendprojekt.

MERKSATZ

Strategie-Auswahl in drei Fragen: **(1)** Was ist meine Richtungs-These – und was ihr Gegenbefund? **(2)** Ist die eingepreiste Bewegung (IV, Expected Move) eher zu hoch oder zu niedrig? **(3)** Welche Konstruktion verliert am wenigsten, wenn ich mich irre? Wer Frage 3 nicht beantworten kann, hat keine Strategie, sondern eine Hoffnung.

TEIL 7

Risiko, Prozess und Praxis

7.1 Die Risiko-Landkarte

ACHTUNG – RISIKO

Die wichtigste Trennlinie im Optionshandel verläuft nicht zwischen Call und Put, sondern zwischen **definiertem und undefiniertem Risiko**. Long-Optionen und Debit-/Credit-Spreads haben einen exakt bezifferbaren Maximalverlust. Ungedeckte Short-Calls haben theoretisch unbegrenztes Risiko, ungedeckte Short-Puts das volle Kursrisiko bis null – und beide werden in Stressphasen zusätzlich von explodierender IV und Margin-Calls getroffen. Kurzschluss-Squeezes (GameStop 2021: +2.400 % in Wochen) haben Stillhalter ruiniert, die „konservativ Prämie verdienen“ wollten. Regel: Undefiniertes Risiko nur mit Erfahrung, Überdeckung und einem Plan für das Worst-Case-Gap.

- **Totalverlust ist der Normalfall, nicht der Unfall:** Die Mehrheit aller gekauften OTM-Optionen verfällt wertlos. Positionsgröße so wählen, dass 100 % Verlust eingeplant sind.
- **Liquiditätsrisiko:** Breite Spreads sind ein stiller Performance-Killer. Nur liquide Serien handeln (enges Bid/Ask, hohes OI), immer Limit-Orders, Kombinationen als *eine* Spread-Order statt einzelner Legs.
- **Gap-Risiko:** Optionen schützen nicht vor Kurslücken über Nacht – Stops in Optionen funktionieren nicht wie in Aktien, weil der Optionspreis springt. Risikobegrenzung muss in der *Struktur* stecken (Spreads statt nackter Shorts), nicht in der Stop-Order.
- **Assignment-Risiko:** Amerikanische Short-Optionen können jederzeit zugeteilt werden – praktisch relevant bei ITM-Calls unmittelbar vor der Dividende (Ausübung lohnt, wenn die Dividende den restlichen Zeitwert übersteigt) und bei tief ITM-Puts. Wer den Basiswert

nicht abnehmen/liefern kann, muss vorher rollen oder schließen.

- **Pin Risk:** Notiert der Kurs am Verfallstag exakt am Short-Strike, ist unklar, ob zugeteilt wird – man startet ungewollt mit einer Aktienposition ins Wochenende. Lösung: Am Verfallstag ATM-Shorts aktiv schließen.
- **Modell- und Datenrisiko:** Griechen, Expected Move und GEX sind Modellwerte. Wer sie als Beobachtungen behandelt, verletzt die Erkenntnisstufen aus Teil 5 – und bezahlt es irgendwann.

7.2 Positionsgrößen und Money Management

Die Arithmetik des Ruins ist bei Optionen unerbittlich, weil Hebel und Totalverluste zusammenkommen. Bewährte Leitplanken: pro Einzeltrade höchstens 1–2 % des Kontos riskieren (bei Long-Optionen = die volle Prämie); Stillhalter-Portfolios so dimensionieren, dass auch ein Drei-Sigma-Tag nicht mehr als einen definierten Anteil kostet; Buying Power nie ausreizen (Faustregel: unter 50 % Auslastung, damit Vol-Expansion Platz hat); korrelierte Positionen als *eine* Position zählen – zehn Tech-Credit-Spreads sind ein einziger Trade auf die Nasdaq. Und: Gewinne bei Stillhalterstrategien systematisch früh realisieren (verbreitete Praxis: bei 50 % des maximalen Gewinns schließen), statt für die letzten Cents das volle Gamma-Risiko in den Verfall zu tragen.

7.3 Der Arbeitsstandard: Lagebild → Risiko → Gegenbefund → Entscheidung

LERNBILD

„**Mechanik allein reicht nicht.** Gamma beschreibt modellierten Druck. Der reale Markt entscheidet den Kurs. Arbeitsstandard: Lagebild + Risiko + Gegenbefund. Beobachtung, No-Trade und ein eigener Exit-Plan bleiben getrennte Entscheidungen.“ Die vier Schritte: **01 Lagebild** – Welche Modellannahme soll geprüft werden? **02 Risiko** – Was verändert sich, wenn die Annahme nicht trägt? **03 Gegenbefund** – Welche Beobachtung widerlegt die Arbeitshypothese? **04 Entscheidung** – Beobachten, No-Trade oder nach eigenem Plan handeln.

Dieser Prozess ist bewusst unspektakulär – und genau deshalb wertvoll. Er zwingt zu drei Dingen, die verlierende Händler systematisch auslassen: die eigene These *vor* dem Einstieg falsifizierbar zu machen („Was müsste ich sehen, damit sie nicht stimmt?“ – und diese Antwort gehört *vor* die Zone, nicht danach), das Risiko in Zahlen statt in Gefühlen zu fassen, und „kein Trade“ als vollwertiges Ergebnis zu akzeptieren. In Kombination mit einem Trading-Journal (Einstieg, These, Gegenbefund, Ausstieg, Lehre) entsteht daraus der einzige nachweisbare Edge, den Privathändler zuverlässig erreichen können: Disziplin-Arbitrage gegenüber allen, die ihn nicht haben.

MERKSATZ

Checkliste vor jedem Trade: These & Zeithorizont? Gegenbefund definiert? IV-Kontext geprüft (billig/teuer, Termin-Ereignisse)? Struktur mit definiertem Risiko? Positionsgröße ≤ Limit? Exit für Gewinn *und* Verlust notiert? Wenn eine Antwort fehlt: kein Trade.

7.4 Broker, Freigaben, Handwerk

- **Broker & Levels:** Für echten Optionshandel braucht es einen Broker mit Zugang zu den US-Optionsbörsen und/oder Eurex. Freigabestufen: 1 Covered Calls/Cash-Secured Puts → 2 Long-Optionen → 3 Spreads → 4/5 ungedeckte Shorts. Nicht höher freischalten lassen, als das eigene Risikomanagement trägt.
- **Ordertypen:** Ausschließlich Limit-Orders; Spreads als Kombination orders (ein Preis fürs Paket); bei illiquiden Serien mittig zwischen Bid und Ask beginnen und in Cent-Schritten nachgeben.
- **Papertrading:** Jede neue Strategie zuerst 20–30 Trades im Demokonto oder mit Minimalgröße – nicht um Gewinne zu üben, sondern Abläufe: Rollen, Assignments, Margin-Verhalten, Verfallstage.
- **Werkzeuge:** Options-Chain und Griechen liefert jeder gute Broker; für Vol-Analyse und GEX-Lagebilder existieren Spezialdienste (SpotGamma, Unusual Whales u. a.) – deren Karten sind modellierte Kontexte im Sinne von Teil 5.5 und genau so zu behandeln.

7.5 Steuern in Kürze (DE/CH) – ohne Gewähr

Deutschland: Optionsgewinne und Stillhalterprämien sind Kapitalerträge (Abgeltungsteuer 25 % plus Solidaritätszuschlag, ggf. Kirchensteuer). Die berüchtigte Verlustverrechnungsbeschränkung für Termingeschäfte (nur 20.000 € Verluste pro Jahr verrechenbar, § 20 Abs. 6 Satz 5 EStG a. F.) wurde mit dem **Jahressteuergesetz 2024 rückwirkend für alle offenen Fälle abgeschafft** – Verluste aus Termingeschäften sind seither wieder vollständig mit anderen Kapitalerträgen verrechenbar. **Schweiz:** Private Kapitalgewinne sind grundsätzlich steuerfrei; wer allerdings die Kriterien des gewerbsmäßigen Wertschriftenhandels erfüllt, wird steuerpflichtig – und ausgerechnet der **Einsatz von Derivaten**, hohe Umschlagshäufigkeit, kurze Haltedauern und Fremdfinanzierung gehören zu den Prüfkriterien der Steuerbehörden. Aktive Optionshändler in der Schweiz sollten ihren Status früh klären. Beides ersetzt keine Steuerberatung.

TEIL 8

Spezialthemen: 0DTE, Earnings, LEAPS, Krypto

8.1 0DTE: der Markt, der jeden Tag neu geboren wird

0DTE (zero days to expiration) bezeichnet Optionen am letzten Handelstag ihres Lebens. Seit die Cboe 2022 für SPX tägliche Verfälle eingeführt hat, ist daraus der prägendste Strukturwandel des modernen Optionsmarkts geworden: 2026 werden täglich über **20 Millionen 0DTE-Kontrakte** gehandelt (+46 % zum Vorjahr); bei SPX-Optionen stellen sie seit 2025 konstant um die **55–60 %** des Volumens. Getrieben wird das von beiden Seiten: Institutionen nutzen 0DTE für präzises Intraday-Hedging und Prämienverkauf, Retail für billige Richtungswetten – seit Neobroker Indexoptionen für alle freigeschaltet haben.

Die Mechanik ist Extremsport der Griechen: Prämien sind winzig, **Gamma ist maximal** (Delta springt zwischen 0 und 1), **Theta verbrennt im Stundentakt**, Vega spielt kaum noch eine Rolle. Ein 0DTE-Käufer besitzt ein Lotterielos mit Hebeln von 50:1 und mehr – die große Mehrheit dieser OTM-Lose verfällt wertlos. Der 0DTE-Verkäufer sammelt hohe annualisierte Prämien, steht aber jeden Tag im maximalen Gamma-Risiko: Ein 1,5-%-Nachmittagsmove kann Wochen an Einnahmen löschen. Für die Marktstruktur bedeutet 0DTE zudem: Das

relevante Gamma entsteht *intraday* und taucht in keiner Open-Interest-Statistik des Vortages auf – klassische GEX-Karten (Teil 5.5) unterschätzen die tatsächlichen Hedge-Ströme systematisch. Debattiert wird seit Jahren, ob 0DTE die Volatilität verstärkt; die Cboe-Daten zeigen bislang eher ausgeglichene Käufer-/Verkäuferströme – die Warnung vor dem „Volmageddon durch 0DTE“ ist bisher Theorie geblieben, das Potenzial für Rückkopplungsschleifen an Extremtagen aber real.

8.2 Earnings-Trades und der IV-Crush

Vor Quartalszahlen steigt die implizite Volatilität der nahen Verfälle systematisch an – das Ereignisrisiko wird eingepreist. Unmittelbar nach den Zahlen kollabiert sie: der **IV-Crush**. Konsequenz: Wer *vor* Earnings Long-Optionen kauft, braucht eine Bewegung, die den eingepreisten Move (≈ Preis des ATM-Straddles der Ereignis-Serie) übertrifft – „die Richtung stimmt, aber ich verliere trotzdem“ ist hier der häufigste Anfängerschock. Beispiel: Aktie 100, Straddle vor Zahlen 8 $ (eingepreister Move ±8 %). Aktie steigt auf 105 – der Call allein mag tragen, der Straddle verliert, denn 5 % Bewegung minus IV-Crush schlägt 8 $ Einsatz nicht. Profis handeln Earnings deshalb überwiegend von der *Verkaufsseite* (Iron Condors außerhalb des eingepreisten Moves) oder über Kalender-Strukturen – und akzeptieren, dass gelegentliche Ausreißer-Quartale (Move >> eingepreist) Teil der Rechnung sind.

8.3 LEAPS und Stock Replacement

LEAPS (Long-Term Equity Anticipation Securities) sind Optionen mit Laufzeiten bis zu drei Jahren. Ein tief im Geld liegender LEAPS-Call (Delta ≈ 0,80) bildet die Aktie fast eins zu eins ab, bindet aber nur einen Bruchteil des Kapitals – **Stock Replacement**: Aktienexposure mit definiertem Maximalverlust. Auf einen LEAPS-Call lassen sich zudem kurzlaufende Calls verkaufen (**Poor Man's Covered Call**): die Covered-Call-Logik mit kleinem Kapitaleinsatz. Zu beachten: LEAPS tragen viel Vega (Vol-Niveau beim Einstieg prüfen), haben breitere Spreads, und der Zeitwertanteil will über die Haltedauer verdient werden.

8.4 Krypto-Optionen: Deribit, CME und die ETF-Schiene

Der Krypto-Optionsmarkt ist erwachsen geworden – und institutionell. Die Meilensteine bis 2026: **Deribit**, die historische Heimat der BTC- und ETH-Optionen, wickelte 2025 rund **1,9 Billionen $** Volumen ab (≈ 80 % davon institutionell) und wurde im August 2025 für 2,9 Mrd. $ von **Coinbase** übernommen. Bei Ethereum-Optionen hält Deribit weiter über 90 % Marktanteil. Parallel wachsen die regulierten US-Schienen: Im April 2026 überholte das Open Interest der Optionen auf BlackRocks Bitcoin-ETF **IBIT** (27,6 Mrd. $) erstmals Deribits BTC-Optionen (26,9 Mrd. $) – Bitcoin-Optionen sind damit endgültig im regulierten US-Mainstream angekommen. Dazu kommen CME-Optionen auf BTC-/ETH-Futures (seit Oktober 2025 auch SOL und XRP).

- **Besonderheiten gegenüber Aktienoptionen:** Handel 24/7 (Deribit) bzw. fast rund um die Uhr; auf Deribit *inverse* Kontrakte – Prämien und Abrechnung in BTC/ETH statt Dollar, was die P&L-Rechnung verzerrt (Gewinne in fallender Coin-Währung); europäischer Stil, Barausgleich; Strike-Raster in Tausenderschritten.
- **Volatilität:** BTC-IV (Index: **DVOL**) lag Anfang 2026 um 45 – nach 63 im November-Einbruch 2025; das ist die dreifache Aktienindex-Vol, aber der klare Trend geht seit Jahren abwärts (Institutionalisierung, Covered-Call-ETFs auf BTC).

- **Verfallstermine:** Die letzten Freitage im Monat und besonders die Quartalsverfälle bündeln riesige Open-Interest-Mengen – der Jahresend-Verfall am 26. Dezember 2025 umfasste 27 Mrd. $ Nominal, gut die Hälfte des damaligen Deribit-OI. Auch der Quartalsverfall vom 26. Juni 2026 fällt in diese Kategorie: ein Termin, an dem Max-Pain-Überlegungen, Dealer-Positionierung und Verfalls-Flows (Teil 5) zusammenlaufen.
- **Max Pain:** der Strike, an dem die Summe der Auszahlungen an Optionskäufer minimal wäre. Beliebte Verfallstags-Heuristik – methodisch aber exakt das, was der Kurs eine „Zutat“ nennt: Der wahre Kern ist die OI-Verteilung (beobachtet), die Anziehungskraft ist Modellkontext, kein Naturgesetz.

8.5 Über Aktien hinaus: Futures-Optionen, FX, FLEX

Dieselbe Mechanik trägt durch alle Anlageklassen: **Optionen auf Futures** (CME/Eurex) sind der Standard für Rohstoffe, Zinsen und Währungen – mit SPAN-Marginierung und teils eigenem Ausübungsverhalten; der **FX-Optionsmarkt** läuft überwiegend OTC zwischen Banken und prägt mit Risk Reversals und Butterflies die Vol-Sprache; **FLEX-Optionen** erlauben börsengeclearte Kontrakte mit frei wählbarem Strike/Verfall und wachsen (+47 % 2026) vor allem als Baustein der boomenden Buffer- und Defined-Outcome-ETFs; **Zertifikate und strukturierte Produkte** im DACH-Raum sind letztlich verpackte Optionsstrategien – wer diesen Report verstanden hat, kann jedes Bonus-Zertifikat in seine Optionsbausteine zerlegen und die Marge des Emittenten selbst nachrechnen.

TEIL 9

Zum Schluss: Fehler, Lernpfad, Glossar, Quellen

9.1 Die zehn teuersten Anfängerfehler

- **1. Billige OTM-Optionen stapeln:** „Nur 0,30 $!“ ist kein Schnäppchen, sondern eine niedrige Trefferwahrscheinlichkeit mit Theta-Brandbeschleuniger.
- **2. Vor Earnings Long-Optionen kaufen** und den IV-Crush bezahlen (Teil 8.2).
- **3. Position zu groß:** Ein einziger Totalverlust wirft das Konto um Monate zurück – 1–2 % Risiko pro Trade ist die Rettungsleine.
- **4. Market-Orders in illiquiden Serien:** Der Spread ist ein sofortiger, sicherer Verlust.
- **5. Ungedeckt Optionen schreiben, „weil es fast immer klappt“** – bis zum ersten Squeeze oder Gap.
- **6. Kein Exit-Plan:** Gewinne verwalten und Verluste „aussitzen“ ist die Verlierer-Asymmetrie; beide Exits gehören vor den Einstieg.
- **7. Den Optionstyp mit der Richtung verwechseln:** Call ≠ bullisch, Put ≠ bärisch – die Position macht die Richtung (Teil 1.2); und Long = +Gamma, Short = −Gamma (Teil 2.2).
- **8. Modell für Beobachtung halten:** „Die Gamma Wall hält“ ist eine Annahme mit Zutat – die Erkenntnisstufen (Teil 5.3) gelten für jede Kennzahl.
- **9. In der falschen Vol handeln:** Bewegung kaufen, wenn IV historisch teuer ist, oder stillhalten, wenn sie spottbillig ist – immer erst den IV-Kontext prüfen (IV-Rank, Terminstruktur).
- **10. Ohne Journal handeln:** Wer Einstieg, These, Gegenbefund und Ergebnis nicht dokumentiert, kann aus 100 Trades nichts lernen – und wiederholt Fehler im Kreis.

9.2 Dein Lernpfad von hier aus

Phase 1 – Verstehen (2–4 Wochen): Teil 1–3 dieses Dokuments verinnerlichen; parallel in einer Options-Chain täglich Preise, Griechen und IV beobachten, ohne zu handeln. Expected Moves notieren und gegen die Realität prüfen. **Phase 2 – Simulieren (1–3 Monate):** Papertrading mit festem Prozess (Checkliste aus Teil 7.3); je 20–30 Trades Covered Calls / Cash-Secured Puts und Credit-Spreads; Journal führen. **Phase 3 – Klein real (ab Monat 3–6):** Kleinste Größen, nur definiertes Risiko, maximal zwei Strategien; monatliche Auswertung des Journals gegen die Fehlerliste in 9.1. **Phase 4 – Vertiefen:** Griechen-Management (Rollen, Adjustments), Vol-Analyse, Regime-Denken aus Teil 5 – und erst dann, falls überhaupt, undefinierte Risiken. Der Arbeitsstandard aus Teil 7 bleibt die beste Leitplanke: Lagebild + Risiko + Gegenbefund, und „kein Trade“ ist ein Ergebnis.

9.3 Glossar

Assignment – Zuteilung einer Ausübung an einen Stillhalter. · **ATM/ITM/OTM** – am/im/aus dem Geld (Teil 1.3). · **Backwardation** – fallende IV-Terminstruktur (Stress). · **Barausgleich** – Cash-Settlement statt Lieferung (Indexoptionen). · **Break-even** – Kurs, ab dem eine Position am Verfall profitabel ist. · **Charm** – Delta-Änderung durch Zeitablauf. · **Contango** – steigende IV-Terminstruktur (Normalzustand). · **Covered Call** – Aktie plus verkaufter Call. · **Credit/Debit** – erhaltene/gezahlte Nettoprämie. · **Delta** – Kurssensitivität; Aktienäquivalent (Teil 2.1). · **DVOL** – Deribit-Volatilitätsindex für BTC. · **Expected Move** – eingepreiste ±1σ-Spanne (Teil 3.2). · **FLEX-Option** – börsengeclearte Option mit frei wählbaren Konditionen. · **Gamma** – Änderungsrate des Deltas (Teil 2.2). · **Gamma-Flip** – modellierter Übergang zwischen Long- und Short-Gamma-Regime (Teil 5.2). · **GEX** – Gamma Exposure, modelliertes Dealer-Gamma-Lagebild (Teil 5.3). · **IV** – implizite Volatilität (Teil 3.1). · **IV-Crush** – Vol-Kollaps nach Ereignissen (Teil 8.2). · **IV-Rank** – aktuelle IV relativ zu ihrer Jahresspanne.

LEAPS – Langläufer-Optionen (Teil 8.3). · **Margin** – hinterlegte Sicherheit für Short-Positionen. · **Market Maker** – professioneller Liquiditätsgeber (Teil 4.3). · **Max Pain** – Strike minimaler Käufer-Auszahlung am Verfall (Teil 8.4). · **Moneyness** – Lage des Strikes zum Kurs. · **Multiplikator** – Kontraktgröße (100 Aktien; ODAX 5 €/Punkt). · **0DTE** – Option am Verfallstag (Teil 8.1). · **OI (Open Interest)** – offene Kontrakte; gemeldeter Bestand. · **OPEX** – Options-Verfallstermin(e). · **Pin Risk** – Zuteilungsunsicherheit am Strike (Teil 7.1). · **Prämie** – Optionspreis. · **Put-Call-Parität** – feste Preisbeziehung $C-P = S-K\cdot e^{-rT}$ (Teil 2.5). · **Rho** – Zinssensitivität. · **Skew** – IV-Schiefe über Strikes (Teil 3.3). · **Stillhalter** – Optionsverkäufer. · **Straddle/Strangle** – beidseitige Vol-Positionen (Teil 6.3). · **Theta** – Zeitwertverfall pro Tag (Teil 2.3). · **Vanna** – Delta-Änderung durch IV-Änderung (Teil 5.4). · **Vega** – IV-Sensitivität (Teil 2.4). · **VIX** – 30-Tage-IV des S&P 500 (Teil 3.4). · **Wheel** – Stillhalter-Kreislauf (Teil 6.4). · **Zeitwert** – Optionspreis minus innerer Wert (Teil 1.3).

9.4 Quellen und Materialgrundlage

Schulungsmaterial und Mitschriften: Webinar-Folien von MarketLab × ATAS (Module: Grundlagen/Optionsrollen, Die 4 Griechen, Optionsgriechen 01/02, Lernbeispiel Long Call, Vom Kontrakt zum Buch, Methodik vor Karte, GEX-Erkenntnisstatus, Market Maker Grundlage & Funktionsrolle, Gamma Hedging-Regime, Strike-/GEX-Raum, Denkfehler, Einflussfelder, Arbeitsstandard) sowie zwei handschriftliche Notizseiten aus eigener Mitschrift (Optionstypen und Griechen; Market Maker, implizite Volatilität, Kipppunkt/Gamma Exposure, Hedging-Regime). Aus diesem Material stammen die als „Lernbild“ zitierten Passagen sowie mehrere Merksätze und Einordnungen; sie wurden für dieses Dokument inhaltlich geprüft,

ergänzt und in den Gesamtkontext eingeordnet.

Internetrecherche (Abruf: 25. August 2026): OCC – Annual 2025 and December 2025 Volume (theocc.com/newsroom): 15,2 Mrd. Kontrakte 2025, Segmentaufteilung, ADV. · Cboe Insights – „State of the Options Industry Q2 2026“ (cboe.com/insights): ADV 72,8 Mio., 18-Mrd.-Hochrechnung, 0DTE >20 Mio./Tag (+46,2 %), SPX-Anteil 81 %, FLEX +47 %, PDT-Abschaffung, Blocktrades. · Cboe Insights – „SPX 0DTE Options Jumped to Record 56 % Share in Feb“ (2025). · SpotGamma – „Gamma Exposure (GEX)“ (spotgamma.com/gamma-exposure-gex): GEX-Formel, Vorzeichenkonventionen, Gamma-Flip, Limitationen, 0DTE-Anteil ~59 % (2025). · Penn Mutual Asset Management – „The S&P 500 Index Is Calm. Its Stocks Aren't.“ (20.08.2026): VIX 15,84 vs. Langfristschnitt 19,60, VIXEQ 49,98 (98. Perzentil), Rekord-Dispersion 34,14, Korrelations-Perzentile. · TradingKey / Barchart (17.–19.08.2026): VIX-Jahrestief 14,2 intraday am 17.08., Jahreshoch 35,3, März-Spitze 31,65. · NYSE Data Insights – „U.S. equity options market models“: Börsenfamilien und Anzahl der US-Optionsbörsen. · GTK Steuerberater / Flick Gocke Schaumburg – JStG 2024: rückwirkende Abschaffung der Verlustverrechnungsbeschränkung für Termingeschäfte (§ 20 Abs. 6 S. 5 EStG). · CoinLaw – „Options Market in Crypto Statistics 2026“: IBIT-OI 27,61 Mrd. $ vs. Deribit 26,9 Mrd. $, Deribit-Jahresvolumen ~1,875 Bio. $, Coinbase-Übernahme, DVOL, Verfall 26.12.2025. · Eurex (eurex.com) – Kontraktspezifikationen ODAX/ODAP, OESX/OEXP. · Ergänzend: Wikipedia/MarketsWiki zu Susquehanna (Specialist-Rollen, ETF-Anteil 2018), Bloomberg Law zu Optionsmarket-Maker-Wettbewerb, NYSE/BMLL zu Retail-Trends, Cboe/JLN zu Volumenrekorden.

RECHTLICHER HINWEIS

Dieses Dokument dient ausschließlich der Ausbildung und Information. Es ist keine Anlageberatung, keine Steuerberatung und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten. Optionen sind Hebelprodukte: Totalverlust der Prämie ist beim Kauf jederzeit möglich, ungedeckte Verkaufspositionen können Verluste weit über dem eingesetzten Kapital verursachen. Alle Zahlen sind sorgfältig recherchiert (Stand 25. August 2026), können sich aber ändern; Modelle wie GEX sind Annahme-basierte Kontexte, keine Beobachtungen. Handle nur mit Kapital, dessen Verlust du tragen kannst – und nach deinem eigenen, schriftlichen Plan.

Schlusswort. Der vielleicht wichtigste Satz dieser Analyse steht bereits in Teil 7: *„Gamma beschreibt modellierten Druck. Der reale Markt entscheidet den Kurs.“* Genau in dieser Haltung liegt der Unterschied zwischen jemandem, der Kennzahlen nachläuft, und jemandem, der Märkte versteht: Mechanik lernen, Annahmen kennzeichnen, Beobachtungen prüfen – und diszipliniert nur dann handeln, wenn Lagebild, Risiko und Gegenbefund zusammenpassen. Der Optionsmarkt ist das transparenteste Labor, das die Finanzmärkte dafür zu bieten haben. Viel Erfolg beim Weiterlernen.

S.J.M.CAPITALINVESTMENTS

THE GREATEST ACHIEVEMENTS START FROM THE SMALL