

Kurswetten sind beliebig und riskant

Range-Optionen ■ Derivate bergen Risiken. Besonders Range-Optionen mit «Knock-out»-Variante akzentuieren das Risiko. Sind derartige Range-Optionsverträge rechtlich verbindlich? Wie kann der Anleger geschützt werden?

Auf dem schweizerischen Kapitalmarkt verkaufen Banken und Effekthändler seit einiger Zeit ein für den Anleger interessantes Anlageprodukt, und zwar so genannte «Range-Optionen», vor allem in zwei Formen, nämlich der «Hamster»-Vari-

**ROLF H. WEBER,
JEAN-MARC SCHALLER***

ante und der «Knock-out»-Variante (vgl. Kasten Funktionsweise einer Range-Option). Nebst ökonomischen Risiken bergen diese Range-Optionen indessen auch bislang noch nicht geklärte, nachfolgend zu erläuternde rechtliche Probleme.

Der Range-Optionsvertrag

Die Rechtsnatur des Optionsvertrages ist umstritten. Rechtsprechung und Lehre gehen teils von einem suspensiv bedingten Kaufvertrag (Bedingungstheorie), teils von einem Offertenvertrag (Offertentheorie), teils von einem einseitigen Gestaltungsrecht (Begründungstheorie) aus. Diese Theorien beziehen sich vorwiegend auf den «klassischen» Kauf einer Call- oder Put-Option, bei welchem dem Optionskäufer das Recht (aber nicht die Pflicht) eingeräumt wird, einen bestimmten Basiswert in einem späteren Zeitpunkt zu einem festgelegten Preis zu kaufen bzw. zu verkaufen.

Ein solches Kaufrecht ist indessen gerade nicht Vertragsinhalt eines Range-Optionsvertrages; vielmehr wird vereinbart, dass der Stillhalter dem Optionskäufer bei Eintritt bestimmter kasueller Bedingungen eine Geldzahlung schuldet. Beim Range-Optionsvertrag handelt es sich somit um einen Kaufvertrag über eine kasuell-suspensiv bedingte Geldforderung: Gegen

Bezahlung des Kaufpreises (Optionsprämie) wird dem Optionskäufer vom Stillhalter eine suspensiv bedingte Forderung auf Bezahlung eines Geldbetrages eingeräumt. Sowohl Bestand als auch Höhe der Forderung sind dabei abhängig vom bzw. bedingt durch den Eintritt einer oder mehrerer ungewisser, kasueller Tatsachen (Art. 151 OR): Im Zeitpunkt des Abschlusses des Range-Optionsvertrages ist nämlich noch ungewiss, ob überhaupt – und wenn ja: wie oft – sich der Kurs des Basiswertes innerhalb der (forderungsbe gründenden bzw. -erhöhenden) Range befindet. Sobald dies zum ersten Mal der Fall ist, wird der so genannte «Schwebezustand» beendet und die bedingte Forderung in eine unbedingte

umgewandelt. Mit jeder dazukommenden Zeiteinheit, in der sich der Kurs innerhalb der Range bewegt, erhöht sich die Forderung um einen bestimmten Betrag.

Bei Range-Optionen mit «Knock-out»-Variante gehört zusätzlich eine hinsichtlich der Forderung resolutiv bedingte Tatsache zum Vertragsinhalt: Der Kurs des Basiswertes darf während der ganzen Laufzeit zu keinem Zeitpunkt ausserhalb der Range liegen; tritt diese Tatsache dennoch ein, so führt dies zur Erfüllung der Resolutivbedingung (Art. 154 OR), was den Untergang der Forderung des Optionskäufers zur Folge hat.

Dem Käufer einer Range-Option ist es selbstverständlich freigestellt, die

Die Kasinomentalität an den Finanzmärkten hat viele Anleger um Hemd und Kragen gebracht.



* Prof. Dr. Rolf H. Weber ist Ordinarius für Privat-, Wirtschafts- und Europarecht an der Universität Zürich, lic. iur. Jean-Marc Schaller ist wissenschaftlicher Assistent am Rechtswissenschaftlichen Institut der Universität Zürich.

Komplexe Funktionsweise der Range-Option

Range-Optionen sind Optionen, deren Bezug zum Basiswert durch eine Kursober- und eine Kursuntergrenze (Korridor; Bandbreite; engl. Range; Double Barrier) festgelegt ist, weshalb oft auch von Korridor- oder Bandbreiten-Optionen gesprochen wird. Mit dem Kauf einer Range-Option erwirbt der Optionskäufer (Anleger) vom Stillhalter – gegen Bezahlung einer Optionsprämie – das Recht auf Leistung eines bestimmten Geldbetrages (meist am Ende der Laufzeit). Die Höhe dieser Zahlungspflicht des Stillhalters ist abhängig vom inneren Wert der Option, der sich nach der Kursbewegung des Basiswertes (Aktie; Währung; Index [z.B. SMI]) richtet. Konkret wird dem Optionskäufer ein bestimmter Betrag (z.B. 0.05 Fr.) für jede Zeiteinheit (i.d.R. Tag) gutgeschrieben, in der sich der Kurs des Basiswertes innerhalb der Range befindet; somit ergibt sich die Höhe der Auszahlung aus der Anzahl von in der Range liegenden Zeiteinheiten, multipliziert mit dem Betrag pro Zeiteinheit (so genannte «Hamster»-Variante; Hamster = Hoffnung auf Marktstabilität in einer Range). Bei gewissen Range-Optionen werden indessen nur die Börsentage bis zum erstmaligen Verlassen der Range abgegolten; zudem sind auch Range-Optionen im Handel, bei denen ein Verlassen der Bandbreite zu einem Abzug pro Zeiteinheit vom bis anhin angesammelten Betrag führt. Bei der so genannten «Knock-out»-Variante wird schliesslich vereinbart, dass sich der Kurs des Basiswertes während der gesamten Laufzeit der Option stets innerhalb der Range bewegen muss, ansonsten die Option sofort verfällt und kein Anspruch auf eine Geldzahlung mehr besteht.

Interessant bei seitwärts tendierenden Börsen

Range-Optionen zahlen sich aus Sicht des Optionskäufers grundsätzlich dann aus, wenn die Märkte seitwärts tendieren. In einer derartigen Marktconstellation, die weder eine klare Aufwärts- noch Abwärtstendenz erkennen lässt, sind die Chancen am grössten, dass der Kurs des Basiswertes die Range nicht (bzw. nur selten) verlässt und sich damit nach und nach ein Geldbetrag ansammelt, der am Ende der Laufzeit die Höhe der eingesetzten Optionsprämie übertrifft (Gewinn). Im Gegensatz zu den klassischen Optionsarten wie Call- und Put-Optionen, mit denen sich seitens des Optionskäufers nur bei steigenden (Call) bzw. fallenden Kursen (Put) ein Gewinn erwirtschaften lässt, stellt die Range-Option ein Anlagevehikel dar, das dem Optionskäufer in Märkten, die weder «bullish» noch «bearish» sind, eine valable Investitionsalternative bietet. Die Range-Option trägt somit nicht zuletzt auch zu einer effizienteren Allokation des Kapitals bei.

Range-Option vor Ablauf der Laufzeit auf dem Derivatemarkt zu veräussern («Glattstellen» der Position); die suspensiv bedingte Forderung auf Zahlung eines Geldbetrages geht diesfalls auf den Optionskäufer über.

Range-Optionen: Nur Spiel und Wette?

Bei Range-Optionen handelt es sich um so genannte Differenzgeschäfte, die dadurch charakterisiert sind, dass eine effektive Lieferung des zu Grunde liegenden Basiswertes nicht geplant ist, sondern ein (Differenz-)Ausgleich in bar erfolgen soll. Der Käufer von Range-Optionen hofft denn auch auf einen Kapitalgewinn – entweder durch Glattstellen der Position während der Laufzeit oder durch Einforderung des angesammelten Geldbetrages am Ende der Laufzeit – und nicht auf einen späteren Erwerb des Basiswertes. Deshalb stellt sich rechtlich die Frage, ob es sich bei Range-Optionen um Geschäfte mit Spiel- bzw. Wettcharakter handelt. Sollte dies der Fall sein, sind Forderungen aus Range-Optionsverträgen als unklagbare Forderungen (so genannte «Naturalobligationen») zu qualifizieren und unterliegen dem Differenzein-

wand nach Art. 513 Abs. 2 OR. Eine Effektivlieferung als Indiz gegen die Spielartigkeit von Range-Optionen – von der älteren Praxis des Bundesgerichts noch als Hauptargument verwendet – fällt bei Range-Optionen jedenfalls ausser Betracht. Abzustellen ist vielmehr auf den wirtschaftlichen Nutzen derartiger Termingeschäfte: Verfolgt ein Differenzgeschäft einen wirtschaftlich gerechtfertigten Zweck und wird nicht das bloss Ausnutzen von Kursdifferenzen beabsichtigt, untersteht es nicht der Regelung von Art. 513 Abs. 2 OR. Zudem will das Gesetz den Optionskäufer und – was teilweise verkannt wird – den Stillhalter vor selbstschädigenden Handlungen bewahren, d.h. beide Vertragsparteien schützen, nicht bloss den Optionskäufer als Anleger.

Für den Entscheid, ob Range-Optionen einen Spiel- bzw. Wettcharakter aufweisen, ist zwischen der «Hamster»-Variante und der «Knock-out»-Variante zu differenzieren: Die «Hamster»-Variante fällt nicht unter Art. 513 Abs. 2 OR, weil der Optionskäufer die Möglichkeit hat, von seitwärts tendierenden Märkten zu profitieren. Attraktiv und ökonomisch sinnvoll kann eine solche

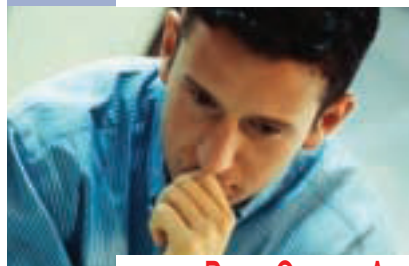
Ausbildung zum eidg. Fachausweis Banking Operations



WWW.BACKOFFICEACADEMY.CH



WWW.BACKOFFICEACADEMY.CH



WWW.BACKOFFICEACADEMY.CH



Idee und Konzept:

BERNET & PARTNER



Unterstützt durch die im fachlichen Beirat vertretenen Institute sowie

 **Telekurs Financial**

SCHWEIZER
BANK

SIS Group

SIS Swiss Financial Services Group AG



geschäftes objektiv zu erkennen war. Dem professionalisierten und spezialisierten Effektenhändler ist die Erkennbarkeit der spielartigen Funktionsweise der «Knock-out»-Variante u.E. in der Regel zuzumuten. Deshalb erscheint es auch als gerechtfertigt, dem Effektenhändler die Folgen der Unklagbarkeit seiner Forderung gegenüber dem Optionskäufer bzw. Anleger aufzuerlegen. Weil sich die Forderung des Effektenhändlers allerdings auf die Zahlung der Optionsprämie durch den Optionskäufer richtet, in der Praxis Differenzgeschäfte auf Kredit jedoch kaum mehr abgeschlossen werden, dürfte dem Schutz von Art. 513 Abs. 2 OR für den Anleger eine relativ geringe Bedeutung zukommen, zumal dieser – im Gegensatz zur Rechtslage bei nichtigen Verträgen – eine bereits bezahlte Optionsprämie nicht mehr zurückverlangen kann (keine Kondiktion). Ob dagegen eine Erkennbarkeit des Spielcharakters der «Knock-out»-Variante seitens des Anlegers bejaht werden kann, hängt von den Umständen des Einzelfalles ab: Kriterien sind die Erfahrung des Anlegers mit derartigen Differenzgeschäften und die Informationslage. Falls für den Anleger der Spielcharakter hätte objektiv erkennbar sein müssen, kann die Bank ihrerseits die Differenzeinrede gegenüber der Forderung des klagenden Anlegers erheben. In der Praxis dürfte eine derartige Vorgehensweise eines Effektenhändlers wegen des Vertrauensverlustes seitens der Anleger allerdings das Ende der Differenzgeschäfte mittels Range-Optionen mit «Knock-out»-Variante bedeuten. ■

Seitwärtsstrategie insbesondere zur Absicherung («Hedging») bereits bestehender Kapitalanlagen sein, mit welchen der Optionskäufer starke Kursbewegungen antizipiert hat. Damit wird es ihm möglich, für den Fall

risikobehafteten «Hamster»-Variante in der Regel tiefere Optionsprämie vermag an dieser Betrachtungsweise wenig zu ändern. Nicht zu unterschätzen ist schliesslich die Gefahr der Manipulation durch den Stillhalter, der gegebenenfalls mittels einer gezielten Einflussnahme auf die Preisbildung des Basiswertes – z.B. durch den Ver-

kauf eines grösseren Aktienpaketes (Kurssturz, der Kurs verlässt die Range) – den vorzeitigen Verfall der Option selbst herbeizuführen vermag.

Vertrauen bleibt Geschäftsbasis

Aus Gründen der Rechts- und Verkehrssicherheit ist dogmatisch nicht auf die subjektive Spielabsicht eines Vertragspartners, sondern auf den objektivierten Spielcharakter des Differenzgeschäftes abzustellen; im Einzelfall ist also zu fragen, ob der Spielcharakter des abgeschlossenen Differenz-

Den Spielcharakter der «Knock-out»-Variante erkennen.

einer Seitwärtsbewegung der Märkte das Risiko angemessen zu diversifizieren, was auch zu einer gesamtwirtschaftlich erwünschten Risikoallokation führt. Somit stellt die «Hamster»-Variante eine wirtschaftlich nützliche Anlagealternative ohne Spiel- bzw. Wettcharakter dar.

Die «Knock-out»-Variante hat hingegen insoweit Ähnlichkeiten zu Spiel bzw. Wette auf einen Börsenkurs, als sich der Optionskäufer – ähnlich dem Roulette – einer «Alles oder nichts»-Strategie aussetzt: Entweder spielt die Option ihm den maximalen Gewinn ein, oder er erleidet einen Totalverlust (Verlust der Optionsprämie). Plötzliche, (auch) auf Grund der teilweisen Irrationalität der Finanzmärkte nicht voraussehbare Kursbewegungen (Stichwort: Behavioral Finance) können den gesamten erhofften Gewinn auf einen Schlag zunichte machen. Der aleatorische Charakter einer solchen «Kurswette» ist nicht zu übersehen; die Gefahr einer erheblichen Selbstschädigung ist deshalb der «Knock-out»-Variante immanent. Auch aus ökonomischer Sicht ist eine solche Option nicht unbedingt sinnvoll, weil sie auf Grund ihres hohen Ausfallrisikos weder zu einer Risikodiversifizierung noch zu einer Steuerung des Risikos beizutragen vermag. Vielmehr akzentuiert sich das Risiko des Totalverlustes. Unter diesen Rahmenbedingungen erscheint eine optimale, gesamtwirtschaftlich sinnvolle Risikoallokation als unwahrscheinlich. Die gegenüber der weniger

Anleger vor Risiken warnen!

Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG verpflichtet den Effektenhändler, den Kunden (Anleger) auf die mit einer bestimmten Geschäftsart verbundenen Risiken hinzuweisen. Der Effektenhändler, der als Stillhalter Range-Optionen anbietet, hat den Anleger somit über die Risiken dieser Geschäftsart aufzuklären, unter Berücksichtigung der Geschäftserfahrung und der fachlichen Kenntnisse des Kunden (Art. 11 Abs. 2 BEHG). Einzugehen ist insbesondere auf die für Range-Optionen charakteristischen Risiken, weil diese sich von den Risiken klassischer Optionen deutlich unterscheiden; diesbezüglich dürfte bei einigen Effektenhändlern noch Verbesserungspotenzial zu orten sein. Allerdings sollten an die Darstellung dieser Risiken keine allzu hohen Anforderungen gestellt werden. Insbesondere bedarf es nicht einer lückenlosen Aufklärung, sondern einer kurzen, übersichtartigen und zweckmässigen Information. Andernfalls würden die von den Effektenhändlern herausgegebenen Broschüren zu den Chancen und Risiken im Effektenhandel unnötig aufgebläht; dies hätte wiederum die – hinsichtlich des Zwecks des Anlegerschutzes (Art. 1 BEHG) kontraproduktive und deshalb unerwünschte – Folge, dass der Anleger auf Grund einer derartigen Überinformation entweder (a) nicht mehr in der Lage ist, die wirklich wichtigen Informationen wie insbesondere die mit derartigen Differenzgeschäften verknüpften Risiken herauszufiltern, oder dass er (b) die Broschüre erst gar nicht zu Ende liest. Sachgerecht erscheint deshalb auch, in der Broschüre den Range Options lediglich einen kurzen Abschnitt zu widmen, darin den Anleger vor den Risiken dieser Derivate zu warnen und ihn gleichzeitig dazu anzuhalten, sich vor einem Kauf oder Verkauf eingehend zu informieren.