

NIEDERER KRAFT & FREY

Niederer Kraft & Frey Ltd
Bahnhofstrasse 13 · CH-8001 Zurich
Telephone +41 58 800 8000 · Telefax +41 58 800 8080
nkf@nkf.ch · www.nkf.ch



Hebelprodukte in der Vermögensverwaltung und Anlageberatung

Sandro Abegglen

Tagung des Instituts für Rechtswissenschaft und Rechtspraxis der Universität St. Gallen:
Vermögensverwaltung und Anlageberatung, 15. Juni 2012, SIX Convention Point, Zürich

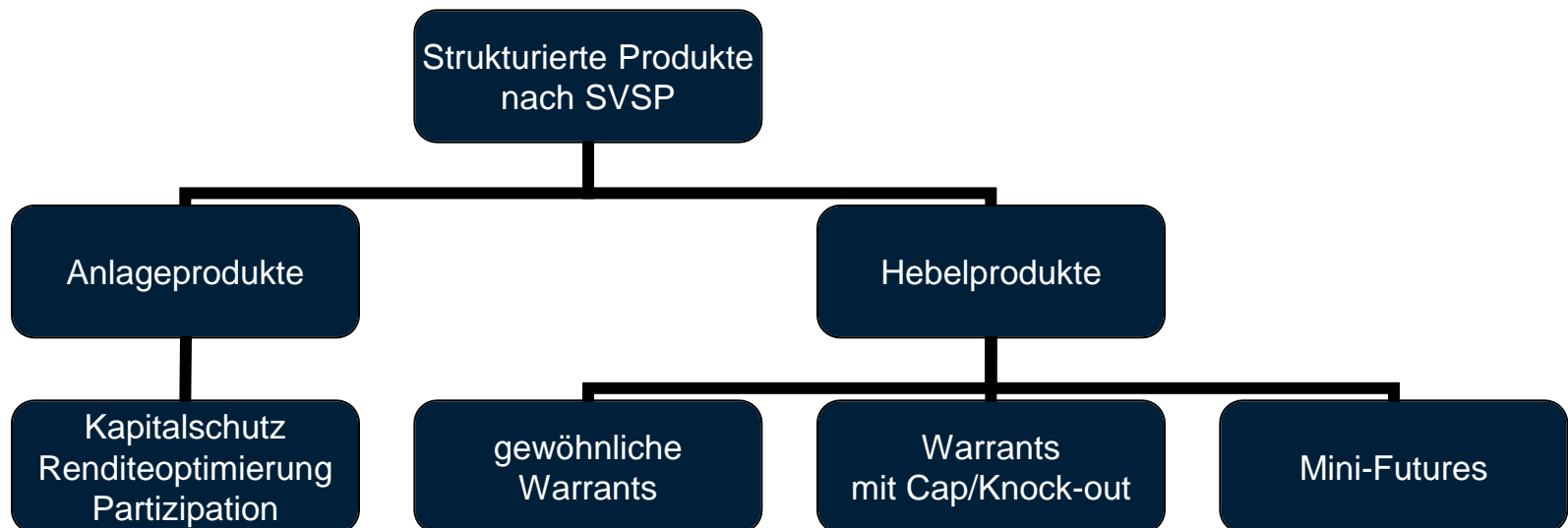
NKF

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Terminologie
- III. Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten bei Hebelprodukten
- IV. Hebelprodukte in der Vermögensverwaltung
- V. Hebelprodukte in der Anlageberatung

Einleitung

- Hebelprodukte bilden eine eigene Kategorie in der Rendite-Risiko-Klassifizierung sowie eine eigene Produktgruppe nach dem Kategorisierungsmodell des Schweizerischen Verbands für Strukturierte Produkte (SVSP)



Einleitung

- Wirtschaftliche Bedeutung von Hebelprodukten

Im März 2012 betragen die strukturierten Produkte in den Kundendepots der Banken etwa 4.5% (= CHF 192 Mrd). Davon entfielen 8.29% auf Hebelprodukte. (Quelle: SNB)

- Gründe für den Einsatz von Hebelprodukten

- Spekulation
- Absicherung

Terminologie

■ Hebelprodukte (weiterer Begriff)

Hebelprodukte sind Finanzinstrumente, bei denen ein Hebeleffekt besteht, weil weniger Kapital einzusetzen ist, als wenn direkt in den Basiswert investiert wird. Durch diesen Hebeleffekt erhöhen sich gleichzeitig die Gewinn- und Verlustwahrscheinlichkeiten.

■ Hebelprodukte (engerer Begriff)

Hebelprodukte sind Finanzinstrumente, die einen Hebeleffekt erzielen, indem sie implizit Fremdkapital einsetzen.

■ Begriffsverwendung in dieser Präsentation

- Hebelprodukte sind Warrants und Mini-Futures
- Ausdehnung der Untersuchung auf alle Plain Vanilla Optionen, d.h. Einbezug von Short Positionen (Verkauf von Call und Put Optionen)

Terminologie

- *Warrants* (engl. für Optionsschein) verbriefen das Recht, aber nicht die Pflicht, eine bestimmte Menge eines Basiswertes zu einem vorher festgelegten Preis an einem bestimmten Termin zu kaufen (Call Warrant) oder zu verkaufen (Put Warrant).
- *Mini-Futures* entsprechen einer Investition in den jeweiligen Basiswert, bei dem der Emittent einen Teil des Kaufpreises finanziert. Durch diesen Fremdkapitaleinsatz wird ein Hebeleffekt erzeugt.

Terminologie

■ Gemeinsame Merkmale von Hebelprodukten

- Entsprechen eher klassischen Derivaten (Optionen) als strukturierten Produkten
- Hebeleffekt
- Spekulativer Einsatz oder Absicherung
- Risikotolerante Anlegerschaft (Möglichkeit eines Totalverlusts des eingesetzten Kapitals)
- Besonders intensive Überwachung notwendig

■ Beispiel zum Hebeleffekt

Kauf Call-Option (Warrant) auf eine Aktie: Emissionspreis des Warrants beträgt CHF 0.20 mit einem Bezugsverhältnis von 10:1. Aktie steigt um 20% von CHF 30 auf CHF 36. Mit Ausübung der Option wird somit ein Ertrag von CHF 6 erzielt, für den aber nicht CHF 30, sondern nur CHF 2 investiert werden mussten. Das entspricht einer Rendite von 200%.

Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten bei Hebelprodukten: Überblick

- Vorbemerkung: MiFID Aspekte werden nachfolgend nicht berücksichtigt
- Zivilrecht
 - Vorvertragliche Aufklärungspflichten
 - Art. 398 Abs. 2 OR: »[Der Beauftragte] haftet dem Auftraggeber für getreue und sorgfältige Ausführung des ihm übertragenen Geschäfts.«
- Art. 11 Abs. 1 BEHG als aufsichts- und privatrechtliche Doppelnorm:
 - »Der Effektenhändler hat gegenüber seinen Kunden:
 - a. eine Informationspflicht; er weist sie insbesondere auf die mit einer bestimmten Geschäftsart verbundenen Risiken hin;
 - b. eine Sorgfaltspflicht; er stellt insbesondere sicher, dass die Aufträge seiner Kunden bestmöglich erfüllt werden und diese die Abwicklung seiner Geschäfte nachvollziehen können;
 - c. eine Treuepflicht; er stellt insbesondere sicher, dass allfällige Interessenkonflikte seine Kunden nicht benachteiligen.«

Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten bei Hebelprodukten: Überblick

- Inhalt und Umfang der Pflichten ist abhängig von Beziehungsart Bank-Kunde

- Vermögensverwaltung
- Anlageberatung
- Execution-only

⇒ vgl. zuletzt Urteil 4A_525/2011, Erw. 3.1 (Beilage 1) sowie *Abegglen*, Point of Sale, S. 64 f. (Beilage 2).

- Bemerkungen zu Execution-only

- Aufklärung über Risikopotential der Hebelprodukte erforderlich (kein übliches Risiko)
- Standardisierte Aufklärung zulässig

⇒ Risikoinformationsbroschüre SBVg (Beilage 3) beschreibt Risiken bei Hebelprodukten wie folgt:

»Wegen des Hebeleffektes ist es nötig, den Basiswert regelmässig und aufmerksam zu überwachen, da es bei strukturierten Produkten mit Hebel nicht nur zu einem überproportionalen Gewinnanstieg, sondern auch zu einem überproportionalen Verlustanstieg, verglichen mit der Entwicklung des Basiswertes, kommen kann. Bei einem strukturierten Produkt mit Hebel können Sie im schlimmsten Fall das ganze investierte Kapital verlieren.«

Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten bei Hebelprodukten: Anlageberatung und Vermögensverwaltung

- Einsatz von Hebelprodukten muss der Sorgfaltspflicht entsprechen, d.h.
 - Einsatz von qualifiziertem Personal
 - Gut dokumentierter Investmentprozess
 - Due-Diligence-Verfahren
 - Abstimmung von Produkt und Anlageportfolio sowie Kundenprofil (bei Anlageberatung nur sofern profilbezogene Beratung)

⇒ vgl. BGE 124 III 155, E. 3b (Beilage 4)

⇒ FINMA-RS 2008/18, Anlagerichtlinien Versicherer, gibt Hinweise zur Konkretisierung dieser Pflichten (vgl. Folie 19)

- Einsatz von Hebelprodukten muss der Treuepflicht entsprechen, d.h.
 - bei Interessenkonflikten muss das Kundeninteresse gewahrt sein bzw. vorgehen;
 - Einsatz muss kosteneffizient sein. Deshalb sind Kosten für ein strukturiertes Produkt mit Hebel mit jenen einer gleichwertigen Direktinvestition zu vergleichen (Zerlegung in Komponenten).

⇒ massgeblich ist erwartbare *After-Cost-Performance*

Hebelprodukte in der Vermögensverwaltung

- Einhalten der Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten (vgl. vorangehende Folien)
- Fokus liegt nachfolgend auf **Zulässigkeit** von Hebelprodukten
- Zulässigkeit
 - nach individuellem Vertrag prüfen
Hinweis: Differenzierung zwischen Absicherung und Spekulation (Urteil 4C.126/2004)
(Beilage 5)
 - nach den Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge SBVg 2010 (VVRL)
 - Ziff. 8: Hebelprodukte als bankübliche Anlage?
 - Ziff. 10: Handelbarkeit von Hebelprodukten?
 - Ziff. 11: Hebelprodukte als Kreditoperation?
 - Ziff. 13: Zulässigkeit von Optionsgeschäften?
 - Ziff. 14: Verhältnis zu Mini-Futures?
- Zum Zusammenhang von Zulässigkeit und Sorgfaltspflicht
 - Zulässigkeit ist Bedingung für den Produkterwerb, impliziert aber noch keine sorgfältige Erfüllung des Vermögensverwaltungsvertrages
 - Abweichung von VVRL ist ein starkes Indiz für eine Sorgfaltspflichtverletzung

Zulässigkeit von Hebelprodukten: Ziff. 8 VVRL

- Ziff. 8 VVRL

»Der Vermögensverwaltungsauftrag ist auf die *banküblichen Anlageinstrumente* beschränkt.«

- Abs. 3 Kommentar zu Ziff. 8 VVRL

»Bei Derivaten – *soweit diese im Rahmen des Vermögensverwaltungsauftrages und dieser Richtlinien zulässig sind* –, trifft die Bank geeignete Massnahmen zu deren sorgfältiger und fachgerechter Anwendung.«

⇒ Verweisung auf Ziff. 10, 11, 13, 14 VVRL

Zulässigkeit von Hebelprodukten: Ziff. 10 VVRL

■ Ziff. 10 VVRL

»Die Vermögensanlage beschränkt sich auf *leicht handelbare Anlageinstrumente*. Anlagen in Instrumenten, die von durch die Bank direkt oder indirekt kontrollierten oder errichteten Gesellschaften ausgegeben werden, sind nur insofern gestattet, als es sich um übliche *Publikumsinstrumente* handelt.«

■ Abs. 1 Kommentar zu Ziff. 10 VVRL

»Kriterium für die leichte Handelbarkeit ist die Kotierung an einer Börse oder das Bestehen eines repräsentativen Marktes für den betreffenden Wert. Von dieser Regel können: ... Over-the-Counter- (OTC-) Produkte in *beschränktem Umfang* ausgenommen werden, ... sofern der *Emittent eine anerkannte Bonität* genießt und für die Produkte *marktkonforme Kurse* erhältlich sind.«

Zulässigkeit von Hebelprodukten: Ziff. 10 VVRL

- Anmerkung zu Ziff. 10 Satz 1 VVRL
 - Hohe Liquidität als Schutz gegen das besonders hohe Risiko bei Hebelprodukten

- Anmerkung zu Ziff. 10 Satz 2 VVRL
 - Regelung für gruppeneigene Produkte

- Anmerkung zu Abs. 1 Kommentar zu Ziff. 10 VVRL
 - Problem ist v.a. Marktkonformität der Kurse (vgl. FINMA-Vertriebsbericht 2010, Anhang, S. 9) (Beilage 6)

Zulässigkeit von Hebelprodukten: Ziff. 11 VVRL

■ Ziff. 11 VVRL

»Aufgrund des Vermögensverwaltungsauftrags dürfen weder Kredite aufgenommen noch potentielle Sollpositionen eingegangen werden.«

■ Abs. 1 Kommentar zu Ziff. 11 VVRL

»Die Bank ist ohne ausdrückliche Zustimmung des Kunden nicht ermächtigt, Kreditoperationen oder ähnliche Geschäfte zu tätigen, und zwar auch dann nicht, wenn die von der Bank intern festgelegte Sicherheitsmarge eingehalten werden kann.«

■ Anmerkungen

Verbot von Kreditoperationen ohne ausdrückliche Zustimmung des Kunden: Folgt daraus ein Verbot von Hebelprodukten als implizite Kreditoperationen?

⇒ Zulässigkeit nach Ziff. 13, 14 VVRL prüfen

Zulässigkeit von Hebelprodukten: Ziff. 13 VVRL

■ Ziff. 13 VVRL

»Standardisierte Optionsgeschäfte (Traded Options) sind zulässig, wenn sie *auf das Gesamtportfolio keine Hebelwirkung* haben und im *Rahmen der Anlagepolitik der Bank* liegen.

Für Geschäfte in Optionsinstrumenten, die nicht standardisiert sind (z.B. OTC-Optionen, Warrants, Stillhalteroptionen u.a.), gelten die gleichen Grundsätze.

Stillhaltergeschäfte (Hinterlegung von Titeln des Kunden als Deckung für die Ausgabe von Optionen durch die Bank oder einen Dritten) dürfen nur mit ausdrücklicher Zustimmung des Kunden getätigt werden.«

■ Anmerkungen

- Regelung betreffend Optionsgeschäfte, nur teilweise Regelung von Hebelprodukten
- Voraussetzungen (VS): (1) keine Hebelwirkung auf Gesamtportfolio (2) im Rahmen der Anlagepolitik der Bank

Zulässigkeit von Hebelprodukten: Ziff. 13 VVRL

(1) keine Hebelwirkung auf das Gesamtportfolio

■ Abs. 2 Kommentar zu Ziff. 13 VVRL

»Ein Verkauf von Calls und Puts hat keine Hebelwirkung auf das Gesamtportfolio« im Sinne dieser Richtlinien, wenn das Portfolio:

- im Fall des Verkaufs bzw. Schreibens von Calls eine Position in Basiswerten oder, sofern es sich um Optionen auf Börsenindizes, Zinssätze, Nichtedelmetalle oder Rohstoffe handelt, eine entsprechende Position in Werten aufweist, die den *Basiswert* ausreichend repräsentieren;
- im Fall des Verkaufs bzw. Schreibens von Puts eine *Liquidität* bereits beim Abschluss aufweist, die es erlaubt, den eingegangenen Kontrakt jederzeit zu erfüllen.

Beim Kauf von Calls und Puts ist darauf zu achten, dass das Portfolio auch nach deren allfälliger Ausübung noch der Anlagepolitik der Bank entspricht und keine Sollposition (Kauf Call) bzw. kein Leerverkauf im Basiswert (Kauf Put) resultiert. ...«

Zulässigkeit von Hebelprodukten: Ziff. 13 VVRL

■ Verkauf von Calls und Puts

- Terminologisch unklar: *Hebelwirkung*?
- Inhaltlich klar: Basisdeckung bzw. Liquidität soll Risiko minimieren

Hinweis: Problem bei Verkauf Call Option auf Index zur Absicherung - repräsentiert Portfolio den Basiswert tatsächlich ausreichend?

■ Kauf von Calls und Puts (Warrants)

- Regelung grundsätzlich analog Verkauf
- Terminologisch klärungsbedürftig: *auch nach allfälliger Ausübung noch der Anlagepolitik entsprechen?*

⇒ ad „allfälliger Ausübung“: Vermutlich konservative Bewertung analog Art. 56a Abs. 3 und 6 BVV2 (Beilage 7)

⇒ ad „Anlagepolitik“: Replizierung des Gesamtportfolios zur Beurteilung notwendig

	Kauf	Verkauf
Call Option	Liquidität*	Basisdeckung
Put Option	Basisdeckung	Liquidität*

* Einsatz impliziten Fremdkapitals

Zulässigkeit von Hebelprodukten: Ziff. 13 VVRL

(2) Vereinbarkeit mit der Anlagepolitik der Bank

■ Bedeutung dieser Voraussetzung?

- Verweisung auf Ziff. 4 VVRL bzw. direkt Abs. 3 Kommentar zu Ziff. 8 VVRL

⇒ Gefordert sind organisatorische Massnahmen zur sorgfältigen und fachgerechten Anwendung von Derivaten

■ FINMA-RS 2008/18: »Anlagen im gebundenen Vermögen sowie Einsatz von derivativen Finanzprodukten bei Versicherern«

⇒ Analoge Anwendung dieser Bestimmungen bzgl. organisatorischen Massnahmen

- Institution verfügt über qualifiziertes Personal
- Institution verfügt über einen gut dokumentierten Investmentprozess
- Investition in Optionen muss in der Anlagestrategie des Unternehmens verankert sein
- Institution führt vor Anlage ein Due-Diligence-Verfahren durch

Zulässigkeit von Hebelprodukten: Ziff. 14 VVRL

■ Ziff. 14 VVRL

»Financial Futures sind im Rahmen der Anlagepolitik wie folgt einsetzbar:

Beim Verkauf von Financial Futures muss eine entsprechende Position in Basiswerten gegeben sein. Handelt es sich um Futures auf Börsenindizes, Devisen, Zinssätze, Nichtedelmetalle oder Rohstoffe, so genügt es, wenn der *Basiswert* ausreichend repräsentiert wird.

Beim Kauf von Financial Futures muss die notwendige *Liquidität* bereits beim Kaufabschluss vollumfänglich vorhanden sein.

Für nicht standardisierte Termingeschäfte gelten die gleichen Grundsätze.«

■ Ziff. 14 VVRL anwendbar auf Mini-Futures?

⇒ Nein, Mini-Futures enthalten Basiswert bzw. Liquidität bereits im Produkt.

Zulässigkeit von Hebelprodukten: Fazit und Hinweise

- Fazit zur Zulässigkeit von Hebelprodukten
 - ⇒ Zulässigkeit nach Vertrag und VVRL prüfen
 - ⇒ Soweit Hebelprodukte eingesetzt werden, ohne Restriktionen der VVRL einzuhalten, bedarf es einer entsprechenden Vereinbarung

- Exkurs I: Formelle Voraussetzungen (VS) einer vertraglichen Modifikation der VVRL
 - Kein Verstoss gegen zwingendes Recht (Art. 20 OR, Art. 27 ZGB)

 - Beachtung von Formvorschriften (Art. 11 OR, Ziff. 2 VVRL)

- Exkurs II: Materielle VS einer vertraglichen Modifikation der VVRL
 - Aufklärung und Beratung durch die Bank (Form und Inhalt)

- Exkurs III: Heilung eines Verstosses gegen Anlagevorschriften durch Stillschweigen?
 - VS: (1) Erkennen der Abweichung (2) Zumutbare Interventionsmöglichkeit (3) Kein Rechtsmissbrauch ⇒ Insgesamt heikel/wohl nur ausnahmsweise denkbar bei Hebelprodukten (vgl. Urteil 4C.342/2003, E. 2.2 f.) (Beilage 8)

Hebelprodukte in der Anlageberatung

- Fokus liegt hier auf **Aufklärungs-, Beratungs- und Warnpflichten**

- Was sagt das Bundesgericht?

»Besonders ausgeprägt sind diese im Dienste des Kundenschutzes und der Markttransparenz stehenden Pflichten bei der Empfehlung und Vermittlung von erfahrungsgemäss hoch spekulativen und damit risikobehafteten Terminoptionsgeschäften. Der in solchen Geschäften unerfahrene Kunde ist klar auf das Verlustrisiko sowie die Minderung der Gewinnchancen je nach Höhe der vom Vermittler gleichzeitig mit der Vornahme des Geschäftes verrechneten Provision aufzuklären und mit der Gefahr vertraut zu machen, dass er das eingesetzte Geld in kurzer Zeit verlieren kann ... Dabei genügt es nicht, dieses Verlustrisiko bloss zu erwähnen und dazu formell die Einwilligung des Anlegers einzuholen, wenn ihm gleichzeitig unrealistische Gewinnaussichten vorgespiegelt werden.« (BGE 124 III 155, E. 3a) (Beilage 4)

Hebelprodukte in der Anlageberatung

■ Was sagt das Bundesgericht weiter?

»Das Ausmass der Aufklärungspflicht richtet sich nach den Kenntnissen und dem Stand der Erfahrung des Auftraggebers. Kennt dieser die Risiken der Spekulationstätigkeit, braucht er keine Aufklärung. Ist ohne weiteres ersichtlich, dass der Kunde von den Risiken keine Ahnung hat, muss ihn die Bank darauf hinweisen. *Die Anforderungen an ihre Aufklärungspflicht sind jedoch höher, wenn der Auftraggeber nicht nur mit seinem Vermögen, sondern auch mit von der Bank gewährten Krediten spekuliert.*« (BGE 133 III 97, E. 7.1.1 und bereits BGE 119 II 333, E. 5 a) (Beilage 9 und 10)

»Im vorliegenden Fall ist zwar zutreffend, dass der fragliche Kauf der Optionen über den Lombardkredit finanziert wurde. Allerdings war der Kredit durch die im Lombarddepot der Bank liegenden Wertschriften gesichert. ... *Wenn aber der für die Spekulationen verwendete Bankkredit durch die Verpfändung von Wertpapieren gesichert war, kann die Spekulation nicht als riskanter gelten, als wenn der Bankkunde mit eigenem Vermögen spekuliert.*« (Urteil 4C.265/2001, E. 2 b, cc) (Beilage 11)

Hebelprodukte in der Anlageberatung

- Beurteilung der abgedruckten Zitate aus der Rechtsprechung
- BGE 119 II 333 und BGE 133 III 97 unbestritten
- Urteil 4C.265/2001?
 - Bundesgericht berücksichtigt Kursrisiko der verpfändeten Wertpapiere nicht
 - Bei stark sinkenden Kursen besteht die Möglichkeit eines Margin Calls
 - ⇒ Spekulation mit Lombardkredit ist insoweit durchaus riskanter als jene mit eigenen Mitteln
 - Bundesgericht blendet aus, dass beim Kauf einer Call Option ein Geschäft mit impliziten Fremdkapital vorliegt.
 - Für den Kauf der Call Option wird ein Lombardkredit eingesetzt: Leverage of Leverage.
 - ⇒ Unabhängig von der Deckung des Lombardkredits für den Kauf der Call Option, hätte daher auf das zusätzliche Risiko durch den Einsatz impliziten Fremdkapitals hingewiesen werden müssen - sofern man auf der Linie von BGE 119 II 333 und BGE 124 III 155 hätte bleiben wollen?

Besten Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

Fragen?

Sandro Abegglen
PD Dr. iur., Rechtsanwalt, LL.M., Partner

Niederer Kraft & Frey AG
Bahnhofstrasse 13
CH-8001 Zürich

Phone +41 58 800 8000
sandro.abegglen@nkf.ch