

# Kursstellung für einen Warrant durch den Market-Maker

Thema: **Börse / Depot** Fallnummer: **2016/13**

Der Kunde stellte fest, dass die von ihm gehaltene Call-Option im Wert sank, obwohl die Kurse des Basiswerts wegen eines Übernahmeangebots für die betreffende Gesellschaft deutlich gestiegen waren. Da er sich dies nicht erklären konnte und eine Manipulation durch die als Market-Maker fungierende Bank vermutete, ersuchte er den Ombudsman um eine Beurteilung. Der Ombudsman vermochte keine Anhaltspunkte für ein Fehlverhalten des Market-Maker festzustellen und erläuterte dem Kunden Grundsätze der Preisbildung für Call-Optionen.

Der Kunde hatte vor rund drei Jahren 5000 Stück einer von einer Schweizer Bank herausgegebenen Call-Option gekauft und pro Stück einen Preis von 0.13 CHF bezahlt. Seither hatte er sich von Zeit zu Zeit bei der Emittentin über die von dieser für seine Option gebotenen Preise informiert. Zudem beobachtete er die Kursentwicklung des der Option zugrundeliegenden Basiswerts, der sich um die 390 CHF bewegte, und verfolgte auch die Wirtschaftsnachrichten über die betreffende Gesellschaft. Aus den Medien erfuhr er dann auch von einem Übernahmeangebot für diese Gesellschaft. Als Anfang September 2016 die Erteilung einer der erforderlichen Bewilligungen durch eine ausländische Wettbewerbsbehörde publik wurde, beobachtete der Kunde einen deutlichen Anstieg der Börsenkurse für den Basiswert. Er erwartete daher, dass auch der Wert der von ihm gehaltenen Optionen stark ansteigen würde, sodass er diese mit einem stattlichen Gewinn verkaufen könnte. Zu seiner grossen Enttäuschung offerierte die Emittentin seiner Option jedoch lediglich zu Beginn Preise, die zwei bis fünf Rappen über dem seinerzeit von ihm bezahlten Einstandspreis lagen. Danach stellte sie jedoch deutlich tiefere Kurse und schliesslich wurden gar keine Preise für die Option mehr offeriert. Hierauf meldete der Kunde seine Beobachtungen schriftlich dem Ombudsman und monierte, dass eine Call-Option vorliege, die bei steigenden Kursen des Basistitels im Wert zerfalle und wertlos ausgebucht werde. Dies sei ungewöhnlich und auf ein fragwürdiges Verhalten der als Emittentin fungierenden Bank zurückzuführen. Indem diese zu tiefe oder gar keine Preise für die Option offeriere, eigne sie sich unrechtmässig die gesamten Prämien aus dem von ihm als Kunden gestützt auf eine korrekte Einschätzung getätigten Geschäfts an. Er ersuchte den Ombudsman daher um eine Beurteilung sowie Rat bezüglich der ihm offenstehenden Vorgehensmöglichkeiten.

Bei der Prüfung der wenigen ihm zur Verfügung gestellten Unterlagen und einer ergänzenden Recherche im Internet stellte der Ombudsman fest, dass es sich bei der vom Kunden gehaltenen Option um einen börsengehandelten an der SIX kotierten Call-Warrant handelte. Den publizierten Stammdaten des Warrants entnahm er, dass dieser eine Ratio von 100 aufwies und der Strike bei 490 CHF lag. Der Ausübungsstil war «American» und die Bezugsperiode auf Mitte Dezember 2016 befristet. Mit dem Kauf der Warrants hatte der Kunde somit das Recht erworben, von der Emittentin zu einem beliebigen Zeitpunkt bis zum Verfall der Option den Basiswert zum Preis von 490 CHF zu erwerben. Weiter stellte der Ombudsman fest, dass der Börsenkurs des Basiswerts stets deutlich unter diesem Wert geblieben war; dies auch nach dem Kursanstieg infolge der Bewilligungserteilung für die Übernahme dieser Gesellschaft. Der Warrant hätte demnach bei einer sofortigen Ausübung immer einen negativen Wert ergeben und war also stets weit «out of the money» geblieben.

Angesichts dieser Feststellungen legte der Ombudsman dem Kunden die gewonnenen Erkenntnisse in

einem schriftlichen Bescheid dar. Namentlich zeigte er ihm auf, dass er, wenn er beim gegebenen Kursniveau des Basiswerts die in seinen Warrants verbrieften Call-Optionen ausgeübt hätte, dem Emittenten für den Basiswert deutlich mehr hätte bezahlen müssen, als wenn er die Aktien zum Marktwert an der Börse gekauft hätte. Zudem wies er darauf hin, dass nach seinem Verständnis der Wert von Optionen bzw. Warrants nicht nur vom jeweiligen Wert des Basiswerts abhängt, sondern auch andere Faktoren wie die Restlaufzeit der Option, die Differenz zwischen dem aktuellen Kurs des Basiswerts und dem Strike, sowie die Volatilität, mithin die Einschätzung der Wahrscheinlichkeit, dass die Option während ihrer Restlaufzeit ins Geld kommt, eine Rolle spielen. Je nach den konkreten Umständen bzw. den bestehenden und prognostizierten Marktverhältnissen könnten daher durchaus Situationen eintreten, in denen der Marktwert eines Warrants vernünftigerweise gefallen ist, obwohl der Kurs des Basiswerts einen Anstieg verzeichnet hat. Insbesondere nehme der Zeitwert einer Option ab, je kürzer ihre Restlaufzeit wird. Des Weiteren gab der Ombudsman dem Kunden zu bedenken, dass der Market-Maker für eine börsengehandelte Option nicht der einzige Marktteilnehmer ist. Liege der faire Zeitwert eines Warrants deutlich über dem vom Market-Maker gebotenen Preis, sei wohl anzunehmen, dass andere Marktteilnehmer sich die Chance nicht entgehen lassen würden, von dem sich bietenden «Schnäppchen» Gebrauch zu machen, indem sie in die Lücke springen und den Titel günstig kaufen würden. Dass es offensichtlich keine solchen Offerten anderer Marktteilnehmer gegeben hat, lasse darauf schliessen, dass die Preisstellung der als Market-Maker fungierenden Bank nicht zu beanstanden war. Der Kunde zeigte sich mit diesen Erläuterungen befriedigt. Auch wenn sich keine Anhaltspunkte für ein Fehlverhalten der als Market-Maker agierenden Bank ergeben hatten, warf der Fall für den Ombudsman aber Fragen auf mit Bezug auf die Produktkenntnis des Kunden über die Funktion und Preisbildung von Optionen sowie die diesbezüglich seiner Depotbank obliegenden Informationspflichten. Diese mussten mangels einer gegen seine Hausbank vorgebrachten Beschwerde des Kunden jedoch offenbleiben.