

Der Optionshandel in der Schweiz

Von Prof. Dr. Peter Forstmoser und Dr. Urs Pulver, Zürich*

In der Schweiz hat am 19. Mai 1988 die SOFFEX (Swiss Options and Financial Futures Exchange AG) den Handel mit Optionen aufgenommen. In der BRD soll in näherer Zukunft die Deutsche Terminbörse GmbH (DTB), die ursprünglich GOFEX (German Options and Financial Futures Exchange) hätte genannt werden sollen, eröffnet werden. Wie schon der früher geplante Name andeutet, soll diese deutsche Börse am Modell der schweizerischen ausgerichtet werden.

Die folgenden Ausführungen sollen einen Überblick über den Aufbau der Optionsbörse in der Schweiz geben und die Probleme aufzeigen, die dabei zu lösen waren. Zunächst wird auf die geschichtliche Entwicklung der SOFFEX, die Hauptprobleme bei deren Aufbau und ihre Organisation eingegangen (lit. A). Im Rahmen ausgewählter Rechtsprobleme (lit. B) wird sodann die Zulässigkeit der privatrechtlichen Organisation der SOFFEX untersucht (Ziff. I), anschließend das Optionsgeschäft privatrechtlich beurteilt (Ziff. II) und weiter auf die Differenzinrede als wichtiges Einzelproblem eingegangen (Ziff. III). Zum Schluß werden erste Erfahrungen zusammengefaßt (lit. C).

A. Geschichtliche Entwicklung der SOFFEX, Hauptprobleme bei deren Aufbau und Organisation

I. Die geschichtliche Entwicklung des Optionsgeschäfts und der SOFFEX

1. Die Entstehung des Optionsgeschäfts

Optionsgeschäfte erlangten – sieht man von Anfängen in der Antike ab – erstmals im 17. Jahrhundert wirtschaftliche Bedeutung¹. Zu jener Zeit kauften Züchter, die sich vertraglich verpflichtet hatten, Tulpenzwiebeln zu liefern, von anderen Züchtern Kaufsoptionen auf diese Ware, um sich gegen das Risiko abzusichern, daß die Tulpenzwiebeln, die sie aufgrund des ersten Vertrages zu liefern verpflichtet waren, während des Seetransports untergingen². Um 1634 erlebte der Optionshandel auf Tulpenzwiebeln eine Hochblüte, und es stand nun nicht mehr das Versicherungsmotiv, sondern die Spekulation im Vordergrund³. Im Jahre 1636 brach diese sogenannte „Tulpenpekulation“ nach einem Preiszerfall ein⁴.

Nicht nur Optionen auf Tulpenzwiebeln wurden damals gehandelt, sondern auch solche auf Aktien, insbesondere auf diejenigen der holländischen Ostindischen Compagnie⁵. Es konnten sowohl Kaufs- als auch Verkaufsoptionen abgeschlossen werden. Die Optionsfrist betrug maximal ein Jahr, und das Optionsrecht war jederzeit ausübbar. Die Abschlüsse wurden auf einem vorgedruckten und mit einer Inhaberklause versehenen Formular festgehalten⁶. Aufgrund von Manipulationen des Optionshandels wurden in Holland 1693 sämtliche Optionsgeschäfte verboten, doch wurde dieses Verbot 1703 rückgängig gemacht⁷.

Um 1690 und damit etwas später als in Holland wurde der Optionshandel in London bedeutungsvoll⁸. Der

Barnard's Act untersagte 1733 Optionen auf Wertpapieren. Dieses Gesetz wurde 1860 wieder aufgehoben⁹.

Um 1790 fanden sodann die Optionsgeschäfte erstmals in den USA Beachtung¹⁰. Nach Manipulationen des Handels verbot der Commodities Exchange Act von 1936 den Optionshandel auf bestimmten Waren, insbesondere Agrarprodukten¹¹. 1968 wurden auch tierische Produkte miteinbezogen, und 1981 wurde der Optionshandel über Rohwaren schließlich geregelt¹². Die „Put and Call Brokers and Dealers Association“ vermochte dagegen ein Verbot des Optionshandels auf der Basis von Wertpapieren zu verhindern, indem sie sich gegenüber der SEC verpflichtete, strenge Geschäftsvorschriften zu erlassen¹³. Die so errungene Handlungsfreiheit begünstigte den Aufschwung des Optionshandels auf Finanzinstrumente wie Aktien, Obligationen und Währungen¹⁴. Einen wichtigen Markstein für den Ausbau des Optionshandels bildete die Gründung der Chicago Board Options Exchange (CBOE) im Jahre 1973. Seit der Eröffnung dieser Börse nahm der Optionshandel stetig zu, und es wurden sowohl neue Optionsbörsen als auch neue Basiswerte geschaffen. Besonders beliebt sind heute Optionsgeschäfte auf Aktienindizes. „So wurden 1986 allein über 110 Mio. Optionskontrakte des amerikanischen Standard & Poor's 100 Index umgesetzt. Wenn man den dieser Indexoption zugrunde liegenden Aktienwert heranzieht, würde dies ein Aktienumsatzvolumen von approximativ über 2 000 Mrd. Dollar bedeuten. Dies übersteigt den 1986 getätigten Gesamtumsatz aller an der New York Stock Exchange kotierten Aktien“¹⁵.

2. Geschichtliche Entwicklung der SOFFEX

Schweizerische Bank- und Börsenkreise wollten anfangs der 80er Jahre nicht länger abseits dieser Entwicklung stehen. Zwar war es an den schweizerischen Effektenbörsen stets möglich gewesen, Prämienge-

* Prof. Forstmoser ist Ordinarius für Zivil- und Handelsrecht an der Universität Zürich. Dr. Pulver war als Mitglied des Projektteams an der Entwicklung der SOFFEX beteiligt.

¹ *Eduard Frauenfelder*: Optionen in Wertpapieren und Waren (Bankwirtschaftliche Forderungen Bd. 63, Bern/Stuttgart 1980) S. 17; SOFFEX Manual, hg. von SOFFEX, Swiss Options and Financial Futures Exchange AG, Dietikon 1987, Teil I Kap. 2 S. 1.

² *Frauenfelder*, zit. Anm. 1, S. 17; SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil I Kap. 2 S. 1.

³ *Frauenfelder*, zit. Anm. 1, S. 17/18; SOFFEX Manual zit. Anm. 1, Teil I Kap. 2 S. 1.

⁴ *Frauenfelder*, zit. Anm. 1, S. 18; SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil I Kap. 2 S. 1.

⁵ *Frauenfelder*, zit. Anm. 1, S. 18; SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil I Kap. 2 S. 1.

⁶ *Frauenfelder*, zit. Anm. 1, S. 18.

⁷ *Frauenfelder*, zit. Anm. 1, S. 19.

⁸ Vgl. *Frauenfelder*, zit. Anm. 1, S. 20; SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil I Kap. 2 S. 1.

⁹ *Frauenfelder*, zit. Anm. 1, S. 20/21.

¹⁰ *Frauenfelder*, zit. Anm. 1, S. 22.

¹¹ *Frauenfelder*, zit. Anm. 1, S. 24; SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil I Kap. 2 S. 1.

¹² SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil I Kap. 2 S. 1.

¹³ *Frauenfelder*, zit. Anm. 1, S. 24.

¹⁴ SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil I Kap. 2 S. 2.

¹⁵ SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil I Kap. 2 S. 2.

schäfte auszuhandeln¹⁶, die in ihrer Funktion den amerikanischen Optionsgeschäften nahestehen. Die Ringhändler nützten diese Möglichkeit – wohl aufgrund der fehlenden Standardisierung der Geschäfte – jedoch nur selten¹⁷. So erarbeitete die von den drei größten schweizerischen Effektenbörsen von Basel, Genf und Zürich gebildete Commission Tripartite Bourses (CTB) in den Jahren 1983 und 1984 Studien sowie Berichte über die Möglichkeit eines Optionshandels in der Schweiz. Dabei wollte man sich zunächst an das traditionelle System des Handels „à la criée“ halten und sich im übrigen nach dem Beispiel der European Options Exchange (EOE) in Amsterdam richten¹⁸. Im folgenden Jahr entschloß sich die Commission Tripartite Bourses jedoch, Handel und Clearing an der neuen Optionsbörse vollständig elektronisch abzuwickeln und nur eine einzige zentrale Börse einzurichten¹⁹. In der zweiten Hälfte des selben Jahres wurde ein neuer Lenkungsausschuß gebildet, in dem neben den drei erwähnten Börsen auch drei schweizerische Großbanken vertreten waren. Mit der Entwicklung des Projekts wurde Arthur Andersen & Co. beauftragt. Nach der Beurteilung verschiedener Handels- und Clearingsysteme entschied sich der Lenkungsausschuß im Mai 1986 für eine Eigenentwicklung²⁰. Nachdem die Grundstrukturen des elektronischen Systems und der Organisation der Börse skizziert worden waren, erfolgte am 15. Dezember 1986 die Gründung der SOFFEX mit Sitz in Zürich, die heute ein Aktienkapital von 5 Mio. Franken aufweist²¹. Am Aktienkapital sind die Association Tripartite Bourses²² mit 40%, die Schweizerische Bankgesellschaft, der Schweizerische Bankverein und die Schweizerische Kreditanstalt mit je 17%, die Schweizerische Volksbank mit 6% und die Bank Leu mit 3% beteiligt²³. In der im Jahre 1987 folgenden „Installationsphase“ war das „Systemdesign“ zu realisieren. Die Hauptarbeiten bildeten die Programmierung des Handels und des Clearings, die Ausbildung von angehenden Optionshändlern und der Abschluß der Börsenreglemente²⁴. Anfangs dieses Jahres wurden die Funktionen der SOFFEX in einem Pilotversuch überprüft, und anschließend konnten alle Mitglieder der SOFFEX während einer ungefähr zweimonatigen Simulationsphase den gesamten Ablauf testen²⁵. Am 19. Mai 1988 schließlich konnte die SOFFEX den Handel mit Optionen mit leichter Verspätung eröffnen.

Die Verwirklichung dieser Börse erforderte Investitionen von ca. SFr. 65 Mio.²⁶. Der Entscheid, einen derart beträchtlichen Betrag für eine schweizerische Optionsbörse einzusetzen, mag dadurch erleichtert worden sein, daß ab November 1986 verschiedene schweizerische Banken Kaufoptionen auf Aktien (insbesondere Namenaktien) anderer Gesellschaften öffentlich anboten und an den Vorbörsen von Basel, Genf und Zürich notieren ließen²⁷. Die Aktivität dieser Banken und die große Nachfrage²⁸ zeigten das Bedürfnis nach einem Optionshandel.

3. Parallele Entwicklung in der Bundesrepublik Deutschland

Die derzeitige Situation in der BRD läßt sich mit der in der Schweiz vor der Gründung der SOFFEX vergleichen. Auch die deutschen Wertpapierbörsen haben schon bisher ein Geschäft angeboten, das Ge-

meinsamkeiten mit dem amerikanischen Optionshandel aufweist und dennoch nicht dessen Erfolg erreichte:

Seit dem 1. Juli 1970 können Optionsgeschäfte auf Aktien bestimmter Unternehmungen abgeschlossen werden²⁹. Im April 1986 wurden die Basiswerte auf festverzinsliche Wertpapiere erweitert³⁰. Dabei stimmen Handelsgegenstand und Abschlußarten mit den Möglichkeiten des amerikanischen Optionshandels überein. Der Handel ist in der BRD jedoch weniger stark standardisiert. So konnten die Parteien bis zum 1. April 1983 den Basispreis individuell aushandeln. Auch seither ist er lediglich beschränkt standardisiert: Die Vertragsparteien können einen vorbestimmten Betrag oder ein Vielfaches davon vereinbaren³¹. Seit diesem Datum bestehen sodann entsprechend dem amerikanischen Modell fest vorgegebene Verfalldaten, wogegen zuvor die von den Vertragsparteien vereinbarte Lauffrist von zwei, drei oder sechs Monaten mit dem Abschluß des Vertrages zu laufen begann. Damit wiesen an verschiedenen Tagen abgeschlossene Optionsgeschäfte zwar dieselbe Lauffrist, jedoch verschiedene Verfalldaten auf³².

Da der traditionelle deutsche Optionshandel nicht den gewünschten Erfolg brachte, entschied man sich dazu, eine neue Options- und Futures-Börse nach dem amerikanischen und schweizerischen Modell aufzubauen. Diese „Deutsche Terminbörse GmbH“ (kurz DTB) soll Ende 1989 ihren Betrieb aufnehmen³³, wobei noch einige rechtliche Hindernisse aus dem Wege zu räumen sind³⁴. Das Projekt-Management liegt wie in der Schweiz bei Arthur Andersen & Co. Im Juni und Juli 1988 wurde bekanntgegeben, daß der „Förderkreis

¹⁶ Vgl. §§ 27 ff der Usancen des Effektenbörsenvereins Zürich (vom 27. 2. 1935/1. 9. 1986).

¹⁷ Vgl. die Statistik bei Frauenfelder, zit. Anm. 1, S. 238 f.

¹⁸ SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil III Kap. 1.1 S. 1; SOFFEX News 2/1988 S. 4, hgg. von der SOFFEX.

¹⁹ SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil III Kap. 1.1 S. 1; SOFFEX News, zit. Anm. 18, 2/1988 S. 4.

²⁰ SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil III Kap. 1.2 S. 1; SOFFEX News, zit. Anm. 18, 2/1988 S. 4; Neue Zürcher Zeitung (im folgenden NZZ) vom 3./4. 10. 1987 Nr. 229 S. 33.

²¹ SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil III Kap. 1.3 S. 1; SOFFEX News, zit. Anm. 18, 2/1988 S. 4, 5; NZZ vom 3./4. 10. 1987 Nr. 229 S. 33.

²² Dachverband der Effektenbörsen von Basel, Genf und Zürich, Nachfolgerin der Commission Tripartite Bourses.

²³ SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil III Kap. 1.3 S. 1; NZZ vom 3./4. 10. 1987 Nr. 229 S. 33.

²⁴ SOFFEX News, zit. Anm. 18, 2/1988 S. 5.

²⁵ SOFFEX News, zit. Anm. 18, 2/1988 S. 5.

²⁶ NZZ vom 3./4. 10. 1987 Nr. 229 S. 33 und vom 10. 6. 1988 Nr. 133 S. 34.

²⁷ Vgl.: NZZ vom 1./2. 11. 1986 Nr. 254 S. 21; NZZ vom 7. 11. 1986 Nr. 259 S. 28; NZZ vom 11. 11. 1986 Nr. 262 S. 18.

²⁸ NZZ vom 11. 11. 1986 Nr. 262 S. 18.

²⁹ Vgl.: Arno Horn: Das Börsentermingeschäft in Wertpapieren mit dem Ausland (Die Rechtsstellung der Bank bei Durchführung von Kunden-Orders an ausländischen Plätzen) – Europa, USA – (Diss Frankfurt 1974 = Bankrechtliche Sonderveröffentlichungen des Instituts für Bankwirtschaft und Bankrecht an der Universität zu Köln, Bd. 17) S. 31 f.; Siegfried Kumpel/Franz Häuser: Börsentermingeschäfte (WVM-Script 104, Frankfurt a.M. 1986) S. 1 ff, 150 f.

³⁰ Artur Beer: Änderungen im deutschen Optionsgeschäft, WM 1986, 693 ff [694]; WM 1986, 505 ff.

³¹ Besondere Bedingungen für Optionsgeschäfte an den deutschen Wertpapierbörsen (nachfolgend: BBO) 4 II, III; Sonderbedingungen für Optionsgeschäfte (der Kreditinstitute) (nachfolgend: Sonderbedingungen) 2; Stephan Steuer: Neue Entwicklungen im deutschen Optionsgeschäft, Die Bank 1983, 80 ff [83].

³² Steuer, zit. Anm. 31, S. 82; Georg Bruns/Heinrich Rodrian/Wolfgang Stoeck: Wertpapier und Börse, ergänzbares Rechtshandbuch für den Effektenverkehr (Berlin 1971) 491 § 4 Ziff. 2 sowie evtl. 4 ff. Vgl. bzgl. weiterer Unterschiede: Urs Pulver: Börsenmäßige Optionsgeschäfte (Diss Zürich 1986 = Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht Bd. 92) S. 37 f.

³³ Carsten Thomas Ebenroth/Dorothee Einsele: Rechtliche Hindernisse auf dem Wege zur „Goffex“, ZIP 1988, 205 ff [205]. Neuestens ist nicht mehr von der „Goffex“ die Rede, sondern von der „Deutschen Terminbörse GmbH“ („DTB“) (NZZ vom 27. 7. 1988 Nr. 173 S. 29).

³⁴ Dazu ausführlich: Ebenroth/Einsele, zit. Anm. 33, S. 205 ff.

Deutsche Terminbörse", der Vorläufer der „Deutschen Terminbörse GmbH“, für dem Vernehmen nach 13 Mio. Schweizer Franken die gesamte Software der SOFFEX erworben habe³⁵.

II. Hauptprobleme beim Aufbau der SOFFEX und ihre geschäftspolitische Lösung

1. Integration in eine bestehende Börse oder selbständige Organisation?

a) Die ersten Studien über einen schweizerischen Optionshandel wurden von der Commission Tripartite Bourses³⁶, einer Kommission der drei Effektenbörsen Basel, Genf und Zürich zur Realisierung gemeinsamer Vorhaben, im Jahre 1983 veranlaßt. Angesichts der Initianten des Projekts überrascht es nicht, daß sie abklären ließen, ob es möglich sei, an einer der bestehenden Wertpapierbörsen von Basel, Genf oder Zürich „Traded Options“ einzuführen.

b) Ein Rechtsgutachten vom 29. Februar 1984³⁷ hielt eine Änderung der kantonalen Wertpapiergesetze für notwendig, damit der Optionshandel an den – nach kantonalem öffentlichem Recht organisierten – Wertpapierbörsen aufgenommen werden könnte. Seitens der Banken- und Börsenkreise stand man solchen Gesetzesreformen skeptisch gegenüber, weil man das politische Klima für ungünstig hielt und das langwierige Gesetzgebungsverfahren fürchtete. Da der Optionshandel an einer privatrechtlich organisierten Börse und unabhängig vom traditionellen Wertpapierhandel als rechtlich zulässig erschien³⁸, bevorzugte man in der Folge diese Variante, was im Dezember 1986 zur Gründung der als private Aktiengesellschaft konstituierten SOFFEX führte.

2. Die Organisation des Handels

a) Die organisatorischen Unterschiede zwischen dem Optionshandel nach amerikanischem Modell und dem traditionellen schweizerischen Wertpapierhandel sind beträchtlich. So stellte sich schon frühzeitig die Frage, ob sich amerikanische Optionsgeschäfte an Ringen nach schweizerischem Muster „à la criée“ handeln ließen oder ob das organisatorische Muster des amerikanischen Optionshandels zu übernehmen sei.

b) Zunächst schlug die Commission Tripartite Bourses einen herkömmlichen Markt „à la criée“ (open outcry) vor, der sich am Beispiel der European Options Exchange (EOE) in Amsterdam orientiert hätte³⁹. Dieser Vorschlag wurde jedoch verworfen. Statt dessen sollte eine Optionsbörse nach den amerikanischen Modellen – denen auch die EOE nachgebaut ist – errichtet werden, bei der sowohl Handel als auch Clearing vollständig *elektronisch* abgewickelt würden⁴⁰.

Infolge dieser Entscheidung bietet sich an der SOFFEX nicht das überschaubare Bild der Händler, die unter sich am Börsenring Geschäfte aushandeln, sondern das einer *Mehrzahl Beteiligter*, die in einem unterschiedlichen Verhältnis zur SOFFEX stehen⁴¹:

aa) Berechtigt, an der SOFFEX Optionsgeschäfte abzuschließen, ist, wer von der SOFFEX eine „*Börsenlizenz*“ erhalten hat⁴². Die Erteilung einer solchen Lizenz („Börsenmitgliedschaft“) setzt voraus, daß der Bewerber Mitglied einer Schweizer Börse oder professio-

neller Wertschriften-, Options- oder Futures-Händler mit Büros und Personal in der Schweiz oder im Fürstentum Liechtenstein ist⁴³. Erforderlich ist weiter, daß er über angemessene Back-Office-Einrichtungen und fachkundiges Personal verfügt⁴⁴. Schließlich ist der SOFFEX mindestens eine Person namentlich als Händler zu bezeichnen^{45, 46}.

Bestimmte Börsenmitglieder erhalten von der SOFFEX die Berechtigung, als Broker oder *Market Maker* zu handeln⁴⁷. Diese sind verpflichtet, einen Geld- und einen Briefkurs zu stellen („quotes“), sobald ein anderes Börsenmitglied oder die SOFFEX danach verlangt⁴⁸. Diese Pflicht beschränkt sich jedoch auf Optionsrechte über diejenigen Basiswerte, für die das Börsenmitglied als *Market Maker* bezeichnet ist⁴⁹. Der *Market Maker* handelt auf eigene Rechnung⁵⁰. Will er auch Aufträge für Kunden ausführen können, so ist zusätzlich die Börsenlizenz als Broker erforderlich⁵¹ – eine Kombination, die reglementarisch zugelassen ist⁵².

Als *Broker* aufgenommene Börsenmitglieder sind im Gegensatz zu den *Market Makers* nicht verpflichtet, Geld- und Briefkurse zu stellen. Sie sind berechtigt, für eigene Rechnung oder im Auftrag von Kunden an der SOFFEX zu handeln⁵³.

bb) Zur Durchführung des Optionshandels bedarf es zusätzlich der *Clearingmitglieder*, da aufgrund der Reglemente der SOFFEX nur diese Optionskontrakte abschließen können⁵⁴. Dabei ist es möglich, daß einem Bewerber sowohl die Börsenlizenz als auch die Clearinglizenz erteilt wird⁵⁵. Andernfalls hat ein Börsen-

³⁵ NZZ vom 21. 6. 1988 Nr. 142 S. 37, NZZ vom 27. 7. 1988 Nr. 173 S. 29. Für den Aufbau der schweizerischen Optionsbörse waren Investitionen von 65 Mio. Schweizer Franken erforderlich, NZZ vom 10. 6. 1988 Nr. 133 S. 34. Die Entwicklung der DTB soll 60 Mio. DM kosten (NZZ vom 27. 7. 1988 Nr. 173 S. 29).

³⁶ Heute Association Tripartite Bourses (ATB).

³⁷ Peter Forstmoser: Gutachtliche Stellungnahme zu Rechtsfragen, die sich im Hinblick auf den Handel in Options und Futures stellen (Zürich, 29. 2. 1984) S. 47 ff.

³⁸ Peter Forstmoser: Rechtsgutachten zur Frage der Organisation einer künftigen Optionenbörse (Zürich, 26. 11. 1984) S. 2 ff.

³⁹ NZZ vom 3./4. 10. 1987 Nr. 229 S. 33; SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil III Kap. 1.1 S. 1.

⁴⁰ NZZ vom 3./4. 10. 1987 Nr. 229 S. 33; SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil III Kap. 1.1 S. 1.

⁴¹ Vgl. zur Erscheinungsform des Optionshandels im allgemeinen etwa: Frauenfelder, zit. Anm. 1, S. 22 ff, insb. 29 ff; Michael Gruson/Michael Carl: Wertpapier-Börsentermingeschäft in den USA und in Großbritannien, Abhandlungen aus dem gesamten Bürgerlichen Recht, Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, Heft 59 (Heidelberg 1985) S. 30 ff, 149 ff; Karl J.T. Wach: Der Terminhandel in Recht und Praxis (Diss Köln 1986) S. 32 ff; Pulver, zit. Anm. 32, S. 4 ff. Vgl. betreffend Futures-Börsen: Ricardo Cordero: Der Financial Futures Markt, Bankwirtschaftliche Forschungen Bd. 97 (Bern/Stuttgart 1986) S. 11 ff.

⁴² Rules und Regulations der SOFFEX (vom 1. Oktober 1987) Rule 1.2.2; SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil III Kap. 1.3 S. 1.

⁴³ Rule 2.1.4.

⁴⁴ Rule 2.1.7.

⁴⁵ Rule 2.1.8.

⁴⁶ Ist das Börsenmitglied nicht selbst Clearing-Mitglied (dazu nachstehend lit. bb)), so hat es der SOFFEX zudem eine Clearing-Vereinbarung zwischen ihm und einem Clearing-Mitglied vorzulegen (Rule 2.1.2, vgl. 2.1.3).

⁴⁷ Rule 2.1.6; SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil III Kap. 1.3 S. 1.

⁴⁸ Reg. 2.4.3.1.

⁴⁹ Reg. 2.4.1.1.

⁵⁰ Reg. 2.4.3.2; SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil III Kap. 1.3 S. 1.

⁵¹ Reg. 2.4.3.2.

⁵² Rule 2.1.6; Reg. 2.4.3.2; SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil III Kap. 1.3 S. 1.

⁵³ Vgl.: Rule 2.5.11, 2.5.4; SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil III, Kap. 1.3 S. 1.

⁵⁴ Rule 1.3.1, 1.3.5, 1.2.3, 2.7.1. Vgl.: General-Clearing-Vereinbarung Ziff. 2.2 gemäß Anhang 2 S. 1 der Rules und Regulations; Direct-Clearing-Vereinbarung Ziff. 2.2 gemäß Anhang 2 S. 2 der Rules und Regulations. – Diese Regelung entspricht dem Modell der amerikanischen Optionsbörse und der Organisation der EOE (vgl. Pulver, zit. Anm. 32, S. 6, 23). – An der DTB soll offenbar dieselbe Regelung gelten (NZZ vom 27. 7. 1988 Nr. 173 S. 29).

⁵⁵ Rule 1.2.5.

mitglied eine vertragliche Vereinbarung mit einem (General-)Clearingmitglied vorzuweisen, in welcher sich dieses verpflichtet, die vom Börsenmitglied ausgehandelten Geschäfte anzuerkennen und „abzurechnen“⁵⁶. Der Nachweis einer derartigen Clearing-Vereinbarung oder einer Clearing-Lizenz ist eine Voraussetzung für die Zulassung zum Börsenhandel⁵⁷.

Einem Clearingmitglied wird entweder eine *General-Clearing-Lizenz* oder eine *Direct-Clearing-Lizenz* erteilt⁵⁸. *General-Clearing-Mitglieder* wickeln neben ihren eigenen und Kundentransaktionen auch die Geschäfte derjenigen Börsenmitglieder ab, die nicht selbst Clearingmitglieder sind. *Direct-Clearing-Mitglieder* dürfen nur das Clearing für eigene Rechnung und im Auftrag eigener Kunden übernehmen, nicht dagegen für andere Börsenmitglieder⁵⁹.

Die Clearingmitglieder sind der SOFFEX gegenüber verpflichtet, alle Optionsverträge zu erfüllen, die sich aus der Handelstätigkeit von Mitgliedern ergeben, für die sie das Clearing übernommen haben⁶⁰. Sie haben überdies Garantien von Drittbanken im Betrage von SFr. 1 Mio. für *Direct-Clearing-Mitglieder*, von SFr. 5 Mio. für *General-Clearing-Mitglieder* beizubringen. Auf diese Sicherheit würde gegriffen, wenn der Verzug des betreffenden Clearingmitglieds zu einem Schaden führen würde; verwendet würde sie auch bei einem durch den Verzug eines andern Clearingmitglieds verursachten Schaden, falls die Mittel dieses Mitglieds und der von der SOFFEX für solche Zwecke beiseite gelegten Mittel zur Schadensdeckung nicht ausreichen sollten⁶¹. Durch diese Mitgliedschaftsorganisation wird erreicht, daß der SOFFEX ausgewählte Mitglieder von besonderer Bonität für alle an dieser Börse abgeschlossenen Geschäfte haften, ohne daß der Kreis der zum Handel an der SOFFEX zugelassenen Mitglieder ähnlich eng gezogen werden müßte.

cc) Die *SOFFEX* erfüllt im Vergleich mit den bestehenden Optionsbörsen eine *atypische Doppelfunktion*: Sie betreibt einerseits die *Optionsbörse* und übernimmt andererseits die Funktion einer *Clearingorganisation*. Als solche schließt sie mit den Clearingmitgliedern die Optionsverträge ab⁶². Bei ihrer Eigenschaft als Börse liegt das Schwergewicht auf der Organisation und der Überwachung des Handels, der vollautomatisch vor sich geht: Stimmen von Börsenmitgliedern eingegebene Aufträge („orders“) bzw. von Market Maker gestellte Kurse („quotes“) miteinander überein, so stellt dies die Elektronik fest („matching“) und teilt es den betroffenen Börsen- und Clearingmitgliedern mit.

3. Zulassung des Selbsteintritts oder Börsenzwang?

a) Wie in der BRD im amtlichen Handel mit Wertpapieren bildet auch in der Schweiz im Handel mit börsenkotierten Wertpapieren der Selbsteintritt der „beauftragten“ Bank die Regel⁶³. Auch im herkömmlichen bundesdeutschen Optionshandel treten die Vermittler gemäß ihren allgemeinen Geschäftsbedingungen⁶⁴ „im Verhältnis zu ihren Kunden stets als Eigenhändler auf, d. h. die Optionskontrakte kommen unmittelbar zwischen ihnen und ihren Kunden zustande“⁶⁵. Dagegen schreiben die *European Options Exchange*⁶⁶ und die amerikanischen Optionsbörsen⁶⁷ vor, daß alle Aufträge zum Abschluß von Optionsge-

schäften an die Börse zu leiten sind; es gilt der sogenannte Börsenzwang.

b) Die Frage, ob man wie die Vorbilder der *SOFFEX* einen Börsenzwang vorsehen oder den Börsenmitgliedern das in der Schweiz traditionelle Selbsteintrittsrecht belassen sollte, war während längerer Zeit stark umstritten. Schließlich entschied man sich für den *Börsenzwang*⁶⁸. Es sollen dadurch das Marktvolumen vergrößert, die Markttransparenz verbessert und der Kunde geschützt werden⁶⁹.

4. „Kontraktgröße“ und Art der Basiswerte

a) Die Anzahl der Basiswerte, auf die sich Optionsgeschäfte beziehen, ist standardisiert. Nach dem *amerikanischen* Modell bezieht sich ein „Kontrakt“ stets auf 100 Basiswerte; abgeschlossen wird über einen oder über mehrere Kontrakte und somit über 100 Basiswerte oder ein Vielfaches davon.

Die Übernahme dieser Größe hätte in der *Schweiz* zu einem zu hohen Wert der einzelnen Kontrakte geführt, da die Basiswerte erheblich „schwerer“ sind als in den USA. Die Kontraktgröße wurde daher auf fünf Basiswerte festgelegt⁷⁰.

Überdies weisen die möglichen Basiswerte in der Schweiz starke Preisunterschiede auf, was für unterschiedliche Kontraktgrößen sprechen würde. Aus

⁵⁶ Rule 1.2.5, 2.1.2, 1.3.3, 3.4.1.

⁵⁷ Rule 2.1.3.

⁵⁸ Rule 1.2.4; *SOFFEX Manual*, zit. Anm. 1, Teil III Kap. 1.3 S. 3. – Die wichtigste Voraussetzung für die Erteilung der Lizenz ist ein ausgewiesenes Eigenkapital von SFr. 500 Mio. für die *General-Clearing-Lizenz* und von SFr. 50 Mio. für die *Direct-Clearing-Lizenz* (Rule 3.1.2 f.).

⁵⁹ Rule 1.3.2, 1.3.3, 3.3.1, 3.3.3.

⁶⁰ Rule 1.3.2, 1.3.3, 3.4.8, Reg. 3.5.8.1 am Ende.

⁶¹ Rule 3.2.1 ff.

⁶² Rule 1.3.1, 1.3.5 am Ende, 1.3.6 am Ende, 2.7.1, 3.8.1; *General-Clearing-Vereinbarung* Ziff. 2.2 gemäß Anhang 2 S. 1 der Rules und Regulations; *Direct-Clearing-Vereinbarung* Ziff. 2.2 gemäß Anhang 2 S. 2 der Rules und Regulations; *Clearing-Vereinbarung* Ziff. 2.2 gemäß Anhang 2 S. 3 der Rules und Regulations; *SOFFEX News*, zit. Anm. 18, 2/1987 S. 10.

⁶³ Für die Schweiz: *Alois Rüegg*: Der Effektenbörsenauftrag unter spezieller Berücksichtigung der Treue-, Sorgfalts- und Rechenschaftspflicht (Diss Zürich 1974) S. 53; *Urs Emch/Hugo Renz*: Das Schweizerische Bankgeschäft (3. A. Thun 1984) S. 417; *Emilio Albisetti/Max Gsell*: Leitfaden für das Bankwesen Bd. 2: Bankgeschäfte (3. A. Zürich 1983) S. 218. – Für die BRD: *Claus-Wilhelm Canaris*: Großkommentar Handelsgesetzbuch, 3. A., Bd. III/3: Bankvertragsrecht (2. Bearbeitung Berlin/New York 1981) Rdn. 1899; *Klaus J. Hopt*: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken (München 1975) S. 482; *Freiherr Reinhard von Dalwigk zu Lichtenfels*: Das Effektenkommissionsgeschäft (Köln/Berlin u.a. 1975 = Abhandlungen zum deutschen und europäischen Handels- und Wirtschaftsrecht Bd. 10) S. 95; *Herbert Schönle*: Bank- und Börsenrecht (2. A. München 1976) § 17 II 2 S. 238, III a S. 239.

⁶⁴ Sonderbedingungen, zit. Anm. 31, 5 I.

⁶⁵ Leitfaden für das börsenmäßige Optionsgeschäft, hgg. von der Arbeitsgruppe Optionsgeschäft (5. A. Frankfurt a.M. 1983) S. 7. Urteil des BGH v. 22. 10. 1984, AG 1985, 79 ff [81]; *Adolf Baumbach/Konrad Duden/Klaus J. Hopt*: Handelsgesetzbuch (27. A. München 1987) (14) BörsG vor § 50 2 B S. 1315; *Canaris*, zit. Anm. 63, 1837; *Horst Hammen*: Bemerkungen zur Dogmatik des Aktienoptionsgeschäfts, ZIP 1987, 151 ff [151]; *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 60 (mit weiteren Nachweisen).

⁶⁶ *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 60.

⁶⁷ *Eric F. Stauber*: Der Spieleinwand („Differenzinwand“) (Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht Bd. 107, Zürich 1988) S. 46; *Dieter C. Hauser*: Spekulative Warentermingeschäfte (Diss Zürich 1987 = Schriften zum Bankwesen Bd. 29) S. 51.

⁶⁸ Rule 1.3.5 letzter Satz, 1.3.6 letzter Satz; Reg. 1.5.1.1 Ziff. 3; Rule 2.5.7, 2.5.11 Satz 1, 2.6.3; *General-Clearing-Vereinbarung* Ziff. 2.3 gemäß Anhang 2 S. 1 der Rules und Regulations; *Direct-Clearing-Vereinbarung* Ziff. 2.3 gemäß Anhang 2 S. 2 der Rules und Regulations; *Clearing-Vereinbarung* Ziff. 2.3 gemäß Anhang 2 S. 3 der Rules und Regulations; *SOFFEX News*, zit. Anm. 18, 1/1987 S. 10, 2/1987 S. 10, 2/1988 S. 3 und 10.

⁶⁹ *SOFFEX News*, zit. Anm. 18, 2/1988 S. 3, 10; vgl. *SOFFEX News*, zit. Anm. 18, 1/1987 S. 10, 2/1987 S. 10.

⁷⁰ Reg. 4.1.1.2 f; *SOFFEX Manual*, zit. Anm. 1, Teil III Kap. 2 S. 1.

Praktikabilitätsgründen entschied man sich dennoch für eine einheitliche Kontraktgröße für alle Basiswerte.

In der BRD soll beabsichtigt sein, standardisierte Kontrakte über fünfzig Basiswerte anzubieten.

b) 25% des Handels an den schweizerischen Wertpapierbörsen entfällt auf Namensaktien⁷¹, deren Übertragbarkeit von beinahe allen Gesellschaften statutarisch erheblich eingeschränkt worden ist (vinkulierte Namensaktien). Um nicht die Umgehung der von den Gesellschaften mit der Vinkulierung verfolgten Zwecke zu ermöglichen⁷², mußte die SOFFEX auf diese attraktiven Basiswerte verzichten und sich auf *Inhaberaktien*, *Partizipationsscheine* und *Genußscheine* beschränken⁷³.

5. Die Differenzrede

Ernste Sorgen bereitete die Frage, ob die an der SOFFEX zu tätigen Geschäfte deswegen unklagbar sein würden, weil ihnen die Spieleinrede nach Art. 513 des schweizerischen Obligationenrechts (OR) entgegengehalten werden könne. Es zählte dies zu den während der Projektierung der SOFFEX den Juristen am häufigsten unterbreiteten Problemen, wovon einige Arbeiten zeugen⁷⁴. Das Thema wird auch in der BRD im Zusammenhang mit der Einführung der DTB diskutiert⁷⁵. Es ist darauf zurückzukommen⁷⁶.

6. Die Überwachung des Optionshandels

a) Da der Optionshandel nicht den Wertpapierbörsen und damit ebensowenig der für sie vorgesehenen Aufsicht unterstellt werden konnte, war eine spezielle Überwachung zu organisieren. Eine eigene Überwachungsordnung drängte sich auch wegen der Eigenheiten dieser Handelsform auf.

b) Die SOFFEX überwacht den Optionshandel selbst⁷⁷. Die Basis bilden hochgesteckte Anforderungen für die Erteilung von Börsen- und Clearinglizenzen⁷⁸. Da die Clearingmitglieder grundsätzlich⁷⁹ Banken im Sinne von Art. 1 des schweizerischen Bankengesetzes sein müssen, besteht eine zusätzliche Überwachung dieser Mitglieder durch die *eidgenössische Bankkommission*. Die Mitglieder werden sodann auf der Einhaltung der Rules und Regulations befaßt, die ein Verhalten „gemäß allgemein anerkannter Geschäftsethik“ vorschreiben⁸⁰. Die Reglemente verlangen weiter, daß die Börsenmitglieder bereits bei der Eingabe eines Auftrages zu bezeichnen haben, ob es sich um die Ausführung eines von einem Kunden erteilten Auftrags oder um ein Eigengeschäft handelt⁸¹. Der Markttransparenz und dem Schutz des Kunden soll auch der Börsenzwang⁸² dienen, während Positionslimiten⁸³ Kursmanipulationen verhindern sollen. Ausdrücklich festgehalten wird die Aufklärungspflicht der Börsen- und Clearingmitglieder gegenüber ihren Kunden⁸⁴. Die Einhaltung der Vorschriften wird permanent am Bildschirm überwacht. Überdies ist die Kontrolle dadurch sichergestellt, daß die SOFFEX externe Revisionsstellen mit der Prüfung beauftragen kann⁸⁵. Schließlich soll die Registrierung der Händler die persönliche Verantwortung und Verantwortlichkeit steigern⁸⁶.

7. Steuerliche Probleme

Unklarheiten bezüglich der steuerlichen Behandlung der Optionsgeschäfte waren durch Besprechungen mit den Behörden frühzeitig zu beseitigen, damit beurteilt werden konnte, ob eine Optionsbörse Erfolg haben könne. Angesichts der unterschiedlichen Steuergesetze in der BRD und in der Schweiz ist es nicht angezeigt, hier näher auf die Steuerfragen einzugehen.

B. Ausgewählte Rechtsprobleme

Im folgenden seien nun einige wichtigere Rechtsprobleme herausgegriffen, wobei die Lösungen aus Platzgründen nur skizziert werden können.

I. Zulässigkeit der privatrechtlichen Organisation

1. Der Wertpapierhandel an den traditionellen Börsen von Basel, Genf und Zürich wird durch *kantonale Gesetze* geregelt⁸⁷. Die Regelungen der Kantone Basel-Stadt und Zürich stimmen weitgehend überein, diejenige des Kantons Genf weist Besonderheiten auf.

2. a) In den Kantonen Zürich und Basel-Stadt erfassen die Wertpapiergesetze, die allein dem Staat Eingriffe in den Börsenhandel ermöglichen und aus denen die Börsenorgane ihre hoheitliche Regelungsgewalt ableiten, nur den Verkehr mit *Wertpapieren*⁸⁸. Das Basler Börsengesetz sieht zudem vor, daß auch Urkunden, die keine Wertpapiere sind, gehandelt werden können, falls der Regierungsrat dies beschließt⁸⁹.

Der verwendete Begriff „Wertpapier“ (bzw. „Urkunde“) ist nicht von vornherein klar, sondern muß in seiner Tragweite durch Auslegung ermittelt werden. Dies gilt ganz besonders deshalb, weil das Börsen-

⁷¹ NZZ vom 28. 6. 1988 Nr. 148 S. 35.

⁷² Vgl. NZZ vom 1./2. 11. 1986 Nr. 254 S. 21; vgl. auch NZZ vom 7. 11. 1986 Nr. 259 S. 19.

⁷³ SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil III Kap. 2 S. 1; vgl. Reg. 4.1.1.1.

⁷⁴ Etwa: *Stauber*, zit. Anm. 67; *Thomas Bauer*: Börsenmäßige Termingeschäfte und Differenzzeinswand im schweizerischen und deutschen IPR (Diss Basel 1988 = Schriftenreihe des Instituts für Internationales Recht und Internationale Beziehungen Bd. 41); *Hauser*, zit. Anm. 67, S. 122 ff.; *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 293 ff.

⁷⁵ Dazu ausführlich und mit zahlreichen Hinweisen: *Ebenroth/Einsele*, zit. Anm. 33.

⁷⁶ Hinten lit. B Ziff. III.

⁷⁷ Vgl. dazu die kritischen Anmerkungen in NZZ vom 6. 10. 1987 Nr. 231 S. 35 f. 36.

⁷⁸ SOFFEX News, zit. Anm. 18, 2/1988 S. 10. Vgl. bzgl. der Anforderungen: Rule 2.1.2 ff, 3.1.2 ff; vorn II 2 b.

⁷⁹ Zu den Ausnahmen: Rule 3.1.5, 3.1.12.

⁸⁰ Rule 2.6.2.

⁸¹ Reg. 2.6.5.2.

⁸² Vorn II 3 b.

⁸³ Rule 2.8.1 ff; Reg. 4.1.5.1.

⁸⁴ Reg. 2.5.1.1 Ziff. 3; Rule 2.5.18.

⁸⁵ Rule 1.4.4.

⁸⁶ Vgl. zur Überwachung insgesamt: SOFFEX News, zit. Anm. 18, 2/1988 S. 10 f, 2/1987 S. 10 f.

⁸⁷ Basel-Stadt: Gesetz über den Wertpapierhandel und die Effektenbörse (Börsengesetz vom 14. 1. 1982; nachfolgend: BöG). Genf: Loi sur la Bourse de Genève (vom 20. 12. 1856; nachfolgend: Loi). Zürich: Gesetz betreffend den gewerbsmäßigen Verkehr mit Wertpapieren (vom 22. 12. 1912; nachfolgend: WpG).

⁸⁸ WpG § 1 I; BöG § 1 I, § 7 I.

⁸⁹ BöG § 1 II i. Vrb. m. § 13 lit. c. An der Zürcher Börse wird mit den Anteilscheinen der Volksbank ebenfalls eine Urkunde gehandelt, die kein Wertpapier ist.

recht öffentliches Recht darstellt⁹⁰, der Terminus „Wertpapier“ jedoch im Privatrecht eine Legaldefinition erfahren hat (Art. 965 OR). Damit stellt sich die Frage, ob der Ausdruck „Wertpapier“ in den öffentlichen Wertpapiergesetzen und im Obligationenrecht inhaltlich übereinstimmt. Da sich keine Anhaltspunkte für eine unterschiedliche Bedeutung ergeben und im Zweifel ein im öffentlichen Recht und im Privatrecht verwendeter Begriff einheitlich zu verstehen ist⁹¹, ist dies zu bejahen. Damit der Regelungsgegenstand jener Gesetze – ein (gewerbsmäßiger) Wertpapierhandel – gegeben ist, müssen folglich Wertpapiere im Sinne von Art. 965 OR gehandelt werden. Dies setzt eine Verbriefung, eine Urkunde voraus⁹².

b) Der Optionshandel an der SOFFEX geht „entmaterialisiert“ vor sich. Solche Buchwerte können nicht als Wertpapiere im Sinne von Art. 965 OR bezeichnet werden⁹³. Da sich der Wertpapierbegriff des Börsenrechts – wie gezeigt – mit demjenigen des Privatrechts deckt, sind die *entmaterialisierten Optionen* selbst *nicht Wertpapiere* (und auch nicht Urkunden) im Sinne des Börsenrechts. Die Optionsgeschäfte als solche werden deshalb *von den Wertpapiergesetzen der Kantone Zürich und Basel-Stadt nicht erfaßt*.

Die Basiswerte, auf die bisher an der SOFFEX Optionen gehandelt werden⁹⁴, sind dagegen durchwegs Wertpapiere. Dies führt jedoch nicht dazu, daß beim Optionshandel ein Wertpapierhandel im Sinne der Wertpapiergesetze vorliegt. Denn bei den an der SOFFEX getätigten Optionsgeschäften werden gerade nicht die Basiswerte, sondern das unverbriefte Optionsrecht gehandelt. Ein Kaufvertrag über die Basiswerte kommt bei der Einräumung des Optionsrechts nicht zustande⁹⁵.

c) Den Börsenhandel einschränkende Regeln sind in den kantonalen Wertpapiergesetzen enthalten. Da diese jedoch wie soeben erwähnt auf den Optionshandel nicht anwendbar sind, gilt für diesen die *Handels- und Gewerbefreiheit* (Art. 31 der Bundesverfassung) uneingeschränkt. Der private Handel im Rahmen einer privatrechtlich organisierten Gesellschaft ist demzufolge zulässig, und es können mangels gesetzlicher Grundlage die für den Wertpapierhandel vorgesehenen Verwaltungsorgane nicht tätig werden (Legalitätsprinzip).

3. Die *Loi sur la Bourse de Genève* regelt gemäß den §§ 1 und 2 III den Handel mit „valeurs“. Dieser Begriff ist in der weiten Bedeutung von „Werten“ („Valoren“) zu verstehen. Das Genfer Wertpapiergesetz würde es somit nicht ausschließen, „traded options“ an der traditionellen Börse einzuführen. Die ausführenden Bestimmungen für einen solchen Handel fehlten jedoch und fehlen noch heute. Daß der schweizerische Optionshandel nicht mit der Genfer Börse verbunden wurde, dürfte wohl vor allem auf geschäftspolitische Überlegungen zurückzuführen sein.

II. Die rechtliche Beurteilung der an der SOFFEX getätigten Optionsgeschäfte

In der Kette der zwischen den verschiedenen Beteiligten entstehenden Rechtsverhältnisse wird im folgenden zunächst auf das auch tatsächlich zuerst begründete Verhältnis zwischen dem Kunden und einem Börsenmitglied eingegangen (Ziff. 1). Danach werden die Beziehungen zwischen den handelnden Börsen-

mitgliedern (Ziff. 2) und weiter zwischen einem Clearingmitglied und der SOFFEX qualifiziert (Ziff. 3). Schließlich werden zwei Besonderheiten besprochen (Ziff. 4).

1. Das Rechtsverhältnis zwischen Kunden und Börsenmitglied

a) Auftrag und nicht Kommissionsvertrag

aa) Einigen sich ein Kunde und ein Börsenmitglied in der Schweiz darüber, an einer herkömmlichen *Wertpapierbörse* kotierte Effekten zu erwerben oder zu veräußern, so kommt zwischen ihnen regelmäßig ein *Kommissionsvertrag* zustande⁹⁶. Dasselbe gilt in der BRD⁹⁷.

bb) Nach der Legaldefinition von Art. 425 I OR setzt ein Kommissionsvertrag einen *Kaufvertrag* über eine *bewegliche Sache oder ein Wertpapier* voraus⁹⁸.

Nach der von den Autoren dieses Aufsatzes vertretenen *Gestaltungsrechtstheorie*⁹⁹ sind der Optionsvertrag und der Hauptvertrag auseinanderzuhalten. Gegenstand des Optionsvertrags, den auszuführen sich das Börsenmitglied verpflichtet, sind die *Optionsrechte* als selbständige, handelbare Werte. Sie sollen gehandelt werden, nicht die Basiswerte¹⁰⁰. Da die an der SOFFEX gehandelten Optionsrechte nicht in einem Wertpapier verkörpert sind, werden – wie bereits ausgeführt – keine Wertpapiere gehandelt.

Daß die Basiswerte bewegliche Sachen oder Wertpapiere sein können, ist unbeachtlich. Denn vor der Ausübungserklärung besteht nach der hier verfochtenen Meinung noch *kein Hauptvertrag über die Basiswerte*¹⁰¹. Zudem werden Optionsrechte meist nicht

⁹⁰ Vgl. für das WpG: BGE 10 S. 18 ff. – *Hans-Dieter Vontobel*: Kritische Betrachtungen zum Recht der schweizerischen Effektenbörse (Diss Zürich 1972) S. 73 ff, insb. 75/76 (mit Hinweisen), vgl. S. 63; *Richard Motschmann*: Die rechtliche Organisation der Zürcher Effektenbörse (Diss Zürich 1938) S. 10 ff; *Rudolf Seitz*: Die rechtliche Organisation der Basler und der Genfer Effektenbörse (Diss Zürich 1941) S. 37 f, S. 81 ff.

⁹¹ *Max Imboden/René Rhinow*: Schweizerische Verwaltungsrechtsprechung (5. A. Basel und Stuttgart 1976) Bd. I Nr. 25 S. 157 ff und die dort zitierte Judikatur.

⁹² Art. 965 OR lautet: „Wertpapier ist jede Urkunde, mit der ein Recht derart verknüpft ist, daß es ohne die Urkunde weder geltend gemacht noch auf andere übertragen werden kann.“

⁹³ *Robert Rickenbacher*: Globalurkunden und Bucheffekten im schweizerischen Recht (Diss Zürich 1981 = Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht Bd. 58) S. 216 f, S. 227 f.

⁹⁴ Inhaberaktien, Partizipationsscheine und Genußscheine (Reg. 4.1.1.1; SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil III Kap. 2 S. 1).

⁹⁵ Dazu im einzelnen hinten Ziff. II 3.

⁹⁶ BGE 41 II 571 ff, 573; *Rüegg*, zit. Anm. 63, S. 42; *Emch/Renz*, zit. Anm. 63, S. 417; *Albisetti/Gsell*, zit. Anm. 63, S. 218; *Peter Nobel*: Praxis zum öffentlichen und privaten Bankenrecht der Schweiz (Bern 1979) S. 268; *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 42.

⁹⁷ *Canaris*, zit. Anm. 63, Rdn. 1821 f, 1828 f. Zu beachten ist die Besonderheit, daß die Kreditinstitute nach ihren AGB bei zum amtlichen Handel zugelassenen Wertpapieren den Auftrag als Kommissionär regelmäßig durch Selbsteintritt ausführen (Allgemeine Geschäftsbedingungen der Banken, Fassung vom 1. 1. 1986, Ziff. 29 I; *Hopt*, zit. Anm. 63, S. 483; *Canaris*, zit. Anm. 63, Rdn. 1826; *von Dalwigk zu Lichtenfels*, zit. Anm. 63, S. 95).

⁹⁸ *Hugo Oser/Wilhelm Schönenberger*: (Zürcher) Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Bd. V/3. Teilband (OR 419-529) (2. A. Zürich 1945) Vorbem. zu Art. 425-439 N 2, Art. 425 N 2; *Georg Gautschi*: (Berner) Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Bd. VI/2. Abteilung/6. Teilband: Besondere Auftrags- und Geschäftsführungsverhältnisse sowie Hinterlegung (Art. 425-491 OR) (unveränderter Nachdruck 1974 der 2. A. Bern 1962) Vorbem. zur Kommission N 1a, Art. 425 N 1b. – Nach bundesdeutschem Recht liegt dagegen ein Kommissionsvertrag nicht nur bei Waren- oder Wertpapierkauf (bzw. -verkauf) vor (HGB 406; *Baumbach/Duden/Hopt*, zit. Anm. 65, 1 383 I A S. 917/918).

⁹⁹ Dazu hinten Ziff. 3 a cc.

¹⁰⁰ Vgl. hinten Ziff. 3 a cc.

¹⁰¹ Vgl. hinten Ziff. 3 a cc.

ausgeübt¹⁰², so daß zwar Optionsverträge abgeschlossen werden, diese aber nicht zu Hauptverträgen über Wertpapiere führen¹⁰³.

Da somit Verträge über Optionsrechte nicht Verträge über Wertpapiere oder bewegliche Sachen sind, ist die vertragliche Einigung zwischen einem Kunden und einem Börsenmitglied, daß dieses jenem Optionsrechte verschaffe, *kein Kommissionsvertrag*¹⁰⁴. Damit kommt das Auftragsrecht (Art. 394 ff OR) als subsidiäre Regelung zur Anwendung.

b) Notwendigkeit der Regelung des Börsenzwanges

aa) Anders als im Kommissionsrecht¹⁰⁵ ist im Auftragsrecht die Zulässigkeit des Selbsteintritts nicht geregelt. Nach unbestrittener Ansicht ist er bei Aufträgen dann und nur dann zulässig, wenn keine Gefahr einer Interessenkollision besteht¹⁰⁶. Diese Voraussetzung ist für an der SOFFEX getätigte Optionsgeschäfte erfüllt, da die Gefahr einer Benachteiligung des Kunden dank einem Börsenpreis in der gleichen Art gemindert ist wie bei Börsengeschäften über Waren oder Wertpapiere¹⁰⁷.

Nach allgemeinen Regeln würde damit dem Börsenmitglied ein Selbsteintrittsrecht zustehen. Dieses ist jedoch reglementarisch ausgeschlossen worden, da man sich aus geschäftspolitischen Gründen dazu entschieden hat, den *Börsenzwang* vorzusehen¹⁰⁸.

bb) In der BRD liegt die Situation insofern anders, als die AGB der Deutschen Banken¹⁰⁹ das Selbsteintrittsrecht für den amtlichen und den nicht-amtlichen Handel ordnen. Nur wenn für den Optionshandel an der DTB davon abgewichen werden sollte, wäre eine ausdrückliche Vereinbarung nötig¹¹⁰.

c) Hinweis auf die Aufklärungspflicht

Am Rande sei darauf hingewiesen, daß die Börsenmitglieder den Kunden gegenüber eine *umfassende Aufklärungspflicht* über die Eigenheiten und Risiken des Optionsgeschäfts trifft¹¹¹. Es ergibt sich dies schon aus den allgemeinen Regeln für Vertragsverhandlungen¹¹² und aus der auftragsrechtlichen Pflicht zur Interessenwahrung, ist aber überdies ausdrücklich reglementarisch festgehalten worden¹¹³.

2. Das Rechtsverhältnis unter den Börsenmitgliedern

a) Vorbemerkung: Die Regelung der European Options Exchange

An der Amsterdamer European Options Exchange versprechen sich die Börsenmitglieder gegenseitig, mit der Clearingorganisation je einen Optionsvertrag (oder mehrere Kontrakte) zu den unter ihnen ausgehandelten Bedingungen einzugehen¹¹⁴. Da sich die Börsenmitglieder durch dieses Versprechen verpflichten, (je) einen anderen Vertrag abzuschließen – nämlich den Optionsvertrag mit der Clearingorganisation –, ist zwischen ihnen ein *Vorvertrag* gegeben¹¹⁵. Es handelt sich dabei um einen zweiseitigen Vorvertrag, weil sich beide Ringhändler verpflichten, einen Optionsvertrag mit der Clearingorganisation herbeizu-

führen. Indem sich beide Börsenmitglieder versprechen lassen, daß der Kontrahent mit der Clearingorganisation einen Optionsvertrag begründen werde, und sich damit die Leistung an einen Dritten ausbedingen, charakterisiert sich ihr Verhältnis als Vorvertrag zugunsten eines Dritten¹¹⁶, der Clearingorganisation, wobei diese doppelt begünstigt ist¹¹⁷. Die Reglemente der EOE¹¹⁸ und der Wille der Börsenmitglieder lassen darauf schließen, daß der Clearingorganisation selbst eine Forderung gegenüber den beiden Börsenmitgliedern auf Abschluß der Optionsverträge zustehen soll. Damit handelt es sich um einen echten (Vor-)Vertrag zugunsten Dritter¹¹⁹.

Im Ergebnis ist somit ein Börsenabschluß zweier Börsenmitglieder an der nach amerikanischem Vorbild errichteten EOE als *zweiseitiger Vorvertrag zugunsten der Clearingorganisation*, der ein selbständiges und unwiderrufliches Forderungsrecht zusteht, zu qualifizieren.

b) Die Regelung der SOFFEX

An den herkömmlichen Optionsbörsen ist eine gegenseitige vertragliche Bindung der Börsenmitglieder deswegen erforderlich, weil zwischen dem Börsenabschluß und dem Abschluß des Optionsvertrags zwischen dem Clearingmitglied und der Clearingorganisation eine längere Zeitspanne verstreicht¹²⁰. An der SOFFEX dagegen bewirken gegenseitige übereinstimmende Eingaben zweier Börsenmitglieder dank der elektronischen Abwicklung sofort entsprechende Optionsverträge zwischen den Clearingmitgliedern und der Clearingorganisation. Damit liegt auch ohne vertragliche Bindung der beiden Börsenmitglieder, die

¹⁰² Nach ersten Erfahrungen der SOFFEX scheint für weniger als 10% der Kontrakte die physische Lieferung verlangt zu werden, vgl. NZZ vom 21. 6. 1988 Nr. 142 S. 37.

¹⁰³ Rainer von Arnim: Die Option im Waren- und Aktienbereich, AG 28 (1983) S. 29 ff, 68 ff.

¹⁰⁴ Pulver, zit. Anm. 32, S. 49 ff; Stauber, zit. Anm. 67, S. 45 i. Vrb. m. S. 72. Ebenso Hauser, zit. Anm. 67, S. 12 ff, der jedoch das Kommissionsrecht analog anwenden will.

¹⁰⁵ Art. 436 I OR.

¹⁰⁶ BGE 82 II 388 ff, 393; vgl. 39 II 561 ff, 566 ff, insb. 568; 99 Ia 1 ff, 9; Gautschi, zit. Anm. 98, Art. 436 N 2a; ders.: (Berner) Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Bd. VI/2. Abteilung/4. Teilband: Der einfache Auftrag (Art. 394–406 OR) (3. A. Bern 1971) Art. 395 N 21, Art. 396 N 49b, c, Art. 398 N 10d; Joseph Hofstetter: Der Auftrag und die Geschäftsführung ohne Auftrag, in: Schweizerisches Privatrecht, Bd. VII/2 (Basel 1979) S. 82 f, S. 158/159, vgl. S. 151.

¹⁰⁷ Dazu im einzelnen: Pulver, zit. Anm. 32, S. 53 ff.

¹⁰⁸ Vgl. vorn lit. A II 3.

¹⁰⁹ Ziff. 29.

¹¹⁰ AGB der Deutschen Banken Ziff. 29 III.

¹¹¹ Vgl. zu den Aufklärungspflichten bei Börsengeschäften i.a.: Hopt, zit. Anm. 63, S. 430 ff; Canaris, zit. Anm. 63, Rdn. 1880 ff. Speziell bzgl. Futures: Hauser, zit. Anm. 67, S. 62 ff, 74 ff. Im besonderen bzgl. Optionen: Wach, zit. Anm. 41, Rdn. 238 ff, 300 ff; Karl D. Bundschuh: Die Haftung für die Verletzung der Aufklärungspflicht beim Vertrieb von Warenterminoptionen, WM 1985, 249 ff [250 ff]; Michael-Christian Rössner/Christoph Weber: Warenterminoptionen: Erlaubter Betrug?, BB 1979, 1049 ff [1053 ff]; Pulver, zit. Anm. 32, S. 120 ff. Vgl. weiter die bei diesen Autoren zitierte Judikatur und Literatur.

¹¹² Bundschuh, zit. Anm. 111, S. 250.

¹¹³ Reg. 2.5.1.1 Ziff. 3; Rule 2.5.18. Vorn lit. B II 6 b.

¹¹⁴ Trading Rules der European Options Exchange (Amsterdam, vom 2. 4. 1981) Rule 11 lit.a(i), (ii); Pulver, zit. Anm. 32, S. 166.

¹¹⁵ Pulver, zit. Anm. 32, S. 166.

¹¹⁶ Art. 112 OR nach schweizerischem Recht.

¹¹⁷ Pulver, zit. Anm. 32, S. 168 f.

¹¹⁸ General Conditions IOCC (Amsterdam, vom 18. 11. 1982; im folgenden: „GC“) Ziff. 6.2; General Conditions ESCC (Amsterdam, vom 28. 7. 1983; im folgenden: „SC“) Ziff. 6.2.

¹¹⁹ Nach schweizerischem Recht Art. 112 II OR. Pulver, zit. Anm. 32, S. 171 ff.

¹²⁰ An der EOE liegt zwischen Börsenabschluß und Abschluß des Optionsvertrags mindestens ein Tag (vgl. Pulver, zit. Anm. 32, S. 259 ff).

sich entsprechende „Börsenaufträge“ eingegeben haben, kein vertragsloser Zustand vor. Aus diesem Grund sehen die Reglemente der SOFFEX keine vertragliche Bindung der Börsenmitglieder untereinander vor. Anders als an den übrigen Optionsmärkten, an denen sich die Händler persönlich treffen, entspricht es an der SOFFEX zudem nicht dem Willen eines Börsenmitglieds, eine Offerte zu einem Börsenabschluß an ein anderes Börsenmitglied zu adressieren. Sich entsprechende „Börsenaufträge“ zweier Börsenmitglieder bilden einzig die Voraussetzung dafür, daß die SOFFEX als Clearingorganisation die entsprechenden Optionsverträge eingeht, eine *vertragliche Bindung der Börsenmitglieder untereinander ist dagegen weder notwendig noch gewollt*.

3. Das Rechtsverhältnis zwischen Clearingmitglied und SOFFEX

Die vorhergehenden Ausführungen haben das Verhältnis zwischen Kunden und Börsenmitglied sowie unter den Börsenmitgliedern beschrieben. Als Drittes sind die infolge der Börsenabschlüsse entstehenden Optionsverträge und damit das Verhältnis zwischen Clearingorganisation und Clearingmitglied zu beleuchten. Dabei wird davon ausgegangen, daß ein Börsenmitglied gleichzeitig Clearingmitglied ist. Die gegenteilige Konstellation wird unter Ziff. 4 behandelt.

a) Definition und Rechtsnatur des Optionsgeschäfts

aa) Definition des Optionsvertrags und des Optionsrechts

Der *Optionsvertrag* ist eine gegenseitige übereinstimmende Willenserklärung, wonach die eine Partei (Optionsgeber) der andern Partei (Optionsnehmer) gegen Bezahlung einer bestimmten Geldsumme (Optionspreis, Prämie) ein Optionsrecht einräumt¹²¹.

Das *Optionsrecht* ist für Optionsgeschäfte auf konkreter Basis und für solche auf abstrakter Basis verschieden zu definieren: Das in Optionsverträgen auf *konkreter Basis* eingeräumte Optionsrecht ermöglicht dem Optionsnehmer, „eine bestimmte Anzahl von zum Optionshandel zugelassenen Wertpapieren (Optionspapiere) jederzeit innerhalb einer festgelegten Frist (Optionsfrist) zu einem im voraus ausgemachten Preis (Basispreis) zu fordern (Kaufoption) oder aber zu liefern (Verkaufsoption)“¹²². Das durch einen Optionsvertrag auf *abstrakter Basis* eingeräumte Optionsrecht berechtigt den Optionsnehmer, innerhalb einer festgesetzten Frist zu verlangen, daß ihm gegen eine im voraus vereinbarte Geldsumme ein bestimmbarer Geldbetrag erbracht (Kaufoption) oder abgenommen (Verkaufsoption) wird. Dieser ergibt sich aus der Multiplikation einer bestimmten Geldsumme mit dem Stand eines Index am Ausübungstag¹²³.

bb) Rechtsnatur des Optionsrechts

Da die Ausübung des Optionsrechts – die einzig vom Willen des Optionsnehmers abhängig ist – bewirkt, daß der Optionsgeber die Basiswerte zu liefern oder abzunehmen hat, ist das Optionsrecht als *Gestaltungsrecht* zu qualifizieren¹²⁴, und zwar – wie sich un-

ter lit. cc) zeigen wird – als begründendes Gestaltungsrecht¹²⁵. Bei Optionsgeschäften auf konkreter Basis stellt das Optionsrecht aus einer call option ein Kaufsrecht, dasjenige aus einer put option ein Verkaufsrecht dar¹²⁶. Dies trifft auf Optionsrechte, die sich auf einen abstrakten Basiswert beziehen, deswegen nicht zu, weil die Befugnis des Optionsnehmers nicht darin besteht, eine Sache (oder ein Recht) zu erwerben, sondern Geldbeträge gegeneinander einzutauschen¹²⁷.

cc) Rechtsnatur des Optionsvertrages

Die Rechtsnatur des Vertrages, durch den das Optionsrecht eingeräumt wird, ist umstritten¹²⁸. Einige Autoren¹²⁹ sehen in solchen Optionsverträgen „eigen-

¹²¹ Vgl.: *Baumbach/Duden/Hopt*, zit. Anm. 65, (14) BörsG vor § 50 2 B S. 1315; *Siegfried Kümpel*: Der Optionskauf beim deutschen börsenmäßigen Optionsgeschäft ein unwirksames Kassageschäft?, zugleich Besprechung des BGH-Urteils vom 22. 1. 1984 (II ZR 262/83), WM 1985, 73 ff [73, 74 oben]; von *Armim*, zit. Anm. 103, S. 38; *Steuer*, zit. Anm. 31, S. 80/81; *Horn*, zit. Anm. 29, S. 69; Optionsgeschäft, zit. Anm. 65, S. 8; *Hartmut Weddige*: Optionsrechte – eine theoretische Untersuchung (Diss Berlin 1973) S. 3; *Albisetti/Gsell*, zit. Anm. 63, S. 214; *Gruson/Carl*, zit. Anm. 41, S. 16; *Schönle*, zit. Anm. 63, § 47 II 4 S. 469; *Brunns/Rodrian/Stoeck*, zit. Anm. 32, 491 Vorb. 2; *Eberhard Schwark*: Börsengesetz. Kommentar zum Börsengesetz, zu den börsenrechtlichen Nebenbestimmungen und den Insider-Richtlinien (München 1976), Einl. §§ 50–70 Rdn. 10, 19; *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 206, 245 f.

¹²² *Jörn Thoden*: Börsentermingeschäfte in Deutschland und in der Schweiz (Diss Münster 1975) S. 46. Vgl.: *Baumbach/Duden/Hopt*, zit. Anm. 65, (14) BörsG vor § 50 2 B S. 1315; *Ebenroth/Einsele*, zit. Anm. 33, S. 208; *Stauber*, zit. Anm. 67, S. 71; *Hauser*, zit. Anm. 67, S. 7; von *Armim*, zit. Anm. 103, S. 38; Optionsgeschäft, zit. Anm. 65, S. 8; *Siegfried Bley*: Grundlagen und Praxis des Wertpapiergeschäfts (4. A. Stuttgart 1979) S. 259; *Weddige*, zit. Anm. 121, S. 3; *Bundschuh*, zit. Anm. 111, S. 49; *Karl D. Bundschuh*: Die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes zum Börsenterminhandel, WM 1986, 725 ff [725] (nachfolgend: *Bundschuh*, Rechtsprechung); *Hammen*, zit. Anm. 65, S. 151; *Dieter Holzheimer*: Die Besteuerung der börsenmäßigen Optionsgeschäfte in Wertpapieren, AG 1970, 297 ff [297]; *Uwe Rameken*: Optionsgeschäfte im Effekterterminhandel, AG 1967, 230 ff [231]; *Horn*, zit. Anm. 29, S. 69; *Wilhelm U. Oldemeyer*: Soll der Effekterterminhandel in der Bundesrepublik Deutschland wieder eingeführt werden? (Diss Köln 1963), S. 118; *Carl-Theodor Samm*: Börsenrecht (Stuttgart/Wiesbaden 1978) S. 112; *Albisetti/Gsell*, zit. Anm. 63, S. 214; *Emch/Renz*, zit. Anm. 63, S. 426; *Ingo Koller*: Die Klagbarkeit von Prämienforderungen aus Aktienoptionen, WM 1985, 593 ff [593]; *Schönle*, zit. Anm. 63, § 47 II 4 S. 469; *Schwark*, zit. Anm. 121, Einl. §§ 50–70 Rdn. 10, 19; *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 205. – Vgl.: Urteil des BFH v. 28. 11. 1984, DB 1985, 897 f [897] (mit weiteren Hinweisen auf die Judikatur); Urteil des BGH v. 22. 10. 1984, AG 1985, 79 ff [79]. – SOFFEX Manual, zit. Anm. 1, Teil I Kap. 1 S. 1; Reg. 4.1.1.2, 4.1.1.3; BBO, zit. Anm. 31, 3 I; Sonderbedingungen, zit. Anm. 31, 1 I; Trading Rules, zit. Anm. 114, Rule 1, Stichworte „call option“ und „put option“; SC, zit. Anm. 118, 14; GC, zit. Anm. 118, 14.

¹²³ Vgl. *Stauber*, zit. Anm. 67, S. 44; *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 245.

¹²⁴ Urteil des BGH vom 22. 10. 1984, AG 1985, 79 ff [79]; *Hauser*, zit. Anm. 67, S. 8; *Beat Kleiner*: Internationales Devisen-Schuldsrecht (Zürich 1985) N 34.08; von *Armim*, zit. Anm. 103, S. 40; *Thoden*, zit. Anm. 122, S. 120, 116; *Schwark*, zit. Anm. 121, Einl. §§ 50–70 Rdn. 19; *Hammen*, zit. Anm. 65, S. 155 f, 151; *Bundschuh*, Rechtsprechung, zit. Anm. 122, S. 725; *Frauenfelder*, zit. Anm. 1, S. 6/7; *Ebenroth/Einsele*, zit. Anm. 33, S. 209; *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 207 ff (mit weiteren Hinweisen für nicht börsengehandelte Optionsrechte).

¹²⁵ *Hauser*, zit. Anm. 67, S. 8; *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 209.

¹²⁶ *Stauber*, zit. Anm. 67, S. 73; *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 210 ff.

¹²⁷ *Stauber*, zit. Anm. 67, S. 44 unten; *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 247.

¹²⁸ Vgl. Urteil des BGH vom 22. 10. 1984, AG 1985, 79 ff [80]. – von *Armim*, zit. Anm. 103, S. 39 f; *Kümpel*, Optionskauf, zit. Anm. 121, S. 73; *Horn*, zit. Anm. 29, S. 128; *Thoden*, zit. Anm. 122, S. 109 f; *Frauenfelder*, zit. Anm. 1, S. 6. Vgl.: *Ebenroth/Einsele*, zit. Anm. 33, S. 209; *Rössner/Weber*, zit. Anm. 111, S. 1049 f; *Holzheimer*, zit. Anm. 122, S. 298; *Siegfried Kümpel*: Zur Abgrenzung des Börsentermingeschäfts vom Zeitgeschäft am Beispiel der Effektenkommission für Auslandsbörsen – Erfüllung unverbindlicher Börsentermingeschäfte im Kontokorrentverkehr – WM Sonderbeilage Nr. 6/1982 (zu Nr. 36 vom 4. 9. 1982) S. 17 Anm. 116.

¹²⁹ *Kleiner*, zit. Anm. 124, N 34.08, vgl. N 34.04; *Holzheimer*, zit. Anm. 122, S. 298. Vgl.: *Rudolf Künzel*: Die Option in zivil- und steuerrechtlicher Sicht, AG 1969, 235 ff [236]; *Schönle*, zit. Anm. 63, § 47 II S. 468/469. – Ablehnend: *Ebenroth/Einsele*, zit. Anm. 33, S. 209; von *Armim*, zit. Anm. 103, S. 39 f; *Thoden*, zit. Anm. 122, S. 115 ff. – Offengelassen bei: *Kümpel*, Optionskauf, zit. Anm. 121, S. 73. – *Rössner/Weber* (zit. Anm. 111, S. 1050) qualifizieren in London gehandelte Warenterminoptionen als „contract to keep an offer open“.

ständige Gestaltungsrechte eines Begünstigten auf Annahme einer festen Offerte zum Abschluß eines¹³⁰ Hauptvertrags und vertreten damit die *Offertentheorie*. Eine andere Meinung stellt auf die *Bedingungstheorie* ab. Sie charakterisiert Optionsgeschäfte „als bedingte Geschäfte“¹³¹. Die meisten Verfasser schließen sich jedoch der *Gestaltungsrechtstheorie* (auch Begründungstheorie genannt) an¹³².

Den Gegenstand des börsenmäßigen Optionshandels bilden die *Optionsrechte*. Es steht die Begründung des Optionsrechts als selbständig handelbare Rechtsposition im Zentrum¹³³. Die psychologische Situation bei der Einräumung börsengehandelter Optionsrechte spricht dagegen, „daß die Parteien . . . sofort einen definitiven Vertrag [über die Basiswerte] schließen wollen“¹³⁴. Der Wille der Parteien geht nicht dahin, sofort einen Vertrag über die Basiswerte abzuschließen, der nur unter der Bedingung wirksam wird, daß der Optionsberechtigte sein Recht ausübt¹³⁵. Der Optionsgeber stellt sich vielmehr vor, daß ein Vertrag über die Basiswerte zustande kommt, falls der Optionsnehmer dies wünscht. Die „Änderung . . .“, die im gemeinsamen Lebensbereich eintreten soll und die gerade durch die Erklärung des endgültigen und übereinstimmenden Geschäftswillens bewirkt wird¹³⁶, ist die *Gestaltungsberechtigung* des Optionsnehmers. Sie bildet den Gegenstand der Übereinstimmung, den gemeinsamen geistigen Sachverhalt, den Vertragswillen und damit den Vertragsinhalt¹³⁷. Ein Indiz dafür, daß der Wille der Parteien gerade bei börsenmäßigen Optionsgeschäften im soeben dargelegten Sinne zu verstehen ist, besteht darin, daß der (ursprüngliche) Optionsnehmer seinen Vermögensvorteil meist nicht durch die Ausübung des Optionsrechts, sondern durch Glattstellung nutzt¹³⁸. Es stehen bei ihm also das Optionsrecht und seine Verwertung im Vordergrund, nicht die Lieferungs- und Zahlungsverpflichtungen bzw. -rechte, die aus dem Hauptvertrag fließen würden. Sie interessieren ihn i.d.R. nicht. Der Optionsgeber umgekehrt hofft darauf, daß das Optionsrecht nicht ausgeübt wird und die Basiswerte unberührt bleiben. Gegen die Bedingungstheorie spricht überdies, daß dem Optionsberechtigten der Bindungswille bzgl. des Hauptvertrages (z.B. Kauf der Basiswerte) fehlt, mithin sein „bedingter Wille“ keine Intensität hat. Die Ausübungserklärung erst ist die Geltungserklärung für diesen Vertrag. Sie ist Gültigkeitserfordernis, nicht bloße Wirksamkeitsvoraussetzung¹³⁹. Aufgrund dieser Überlegungen erscheint die *Gestaltungsrechtstheorie* als sachgerechte dogmatische Erfassung des börsenmäßigen Optionsgeschäfts¹⁴⁰.

Aus der soeben dargelegten Auffassung über die Parteiwillen und die dogmatische Erfassung des Optionsgeschäfts folgt, daß der *Optionsvertrag und der Hauptvertrag* über die Basiswerte *auseinanderzuhalten* sind¹⁴¹. Dieser kommt erst mit der – allfälligen – Ausübung des Optionsrechts zustande¹⁴².

Im Optionsvertrag wird die Einräumung eines Optionsrechts gegen Entrichtung des Optionspreises vereinbart. Das Verhältnis ist als Kauf eines Rechts zu beurteilen¹⁴³. Da das Optionsrecht nicht vorbesteht, sondern vom Optionsgeber zuerst „geschaffen“ werden muß, handelt es sich um den Kauf eines künftigen Rechts¹⁴⁴. Zum Gegenstand des Optionsvertrages gehört sodann die inhaltliche Vorbereitung des Hauptvertrages¹⁴⁵, der aber erst durch die Ausübung des Optionsrechts in Geltung gesetzt wird.

b) Entstehung des Optionsvertrages

Die Eingaben der Börsenmitglieder in das System der SOFFEX stellen Offerten des bezeichneten Clearing-Mitglieds an die Clearing-Organisation zum Ab-

¹³⁰ Kleiner, zit. Anm. 124, N 34.08 (bzgl. Devisenoptionen).

¹³¹ Herbert Schlicht: Börsenterminhandel in Wertpapieren (Frankfurt a.M. 1972, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse Bd. 60) S. 57; Bley, zit. Anm. 122, S. 280 (vgl. aber auch S. 276, 271). – Ablehnend: Ebenroth/Einsele, zit. Anm. 33, S. 209 f.; Kleiner, zit. Anm. 124, N 34.08; Holzheimer, zit. Anm. 122, S. 298; Künzel, zit. Anm. 129, S. 236; von Arnim, zit. Anm. 103, S. 39; Kumpel, Optionskauf, zit. Anm. 121, Anm. 10 S. 76; Thoden, zit. Anm. 122, S. 111 ff.; Rössner/Weber, zit. Anm. 111, S. 1049. – Widersprüchlich: Horn, zit. Anm. 29, S. 125 i. Vgl. m. 128 f., insb. 128/129; Frauenfelder, zit. Anm. 1, S. 6 f. i. Vgl. m. 11.

¹³² Ebenroth/Einsele, zit. Anm. 33, S. 209 f.; Hammen, zit. Anm. 65, S. 152, 153 oben; von Arnim, zit. Anm. 103, S. 39 f., 47; Thoden, zit. Anm. 122, S. 118 ff.; Horn, zit. Anm. 29, S. 128 f. (widersprüchlich dazu allerdings S. 125/126); Kumpel, Abgrenzung, zit. Anm. 128, S. 9, 17; Kumpel, Optionskauf, zit. Anm. 121, S. 74. Vgl.: Baumbach/Duden/Hopt, zit. Anm. 65, (14) BörsG vor § 50 2 B S. 1315; Wach, zit. Anm. 41, Rdn. 58, 73; Eberhard Schwark: Der Börsentermin- und Differenz-einwand im Optionsscheinhandel, WM 1988, 921 ff. [925 bei Anm. 40, 925/926] (nachfolgend: „Schwark, Optionsscheinhandel“); Frauenfelder, zit. Anm. 1, S. 6 f. (widersprüchlich dazu S. 11). Vgl. auch Schwark, zit. Anm. 121, Einl. §§ 50–70 Rdn. 19. – Zur Judikatur: Ebenroth/Einsele, zit. Anm. 33, S. 209; Pulver, zit. Anm. 32, S. 226 ff. – A.M.: Rössner/Weber, zit. Anm. 111, S. 1050 linke Spalte, Mitte.

¹³³ Kumpel, Optionskauf, zit. Anm. 121, S. 73; Ebenroth/Einsele, zit. Anm. 33, S. 209; Hammen, zit. Anm. 65, S. 152; Emch/Renz, zit. Anm. 63, S. 426; Pulver, zit. Anm. 32, S. 235 f.; vgl.: von Arnim, zit. Anm. 103, S. 40, 47; Thoden, zit. Anm. 122, S. 113 f., 120; Kumpel, Abgrenzung, zit. Anm. 128, S. 17; Bundschuh, zit. Anm. 111, S. 252; Rössner/Weber, zit. Anm. 111, S. 1050; Albisetti/Gsell, zit. Anm. 63, S. 214; Bley, zit. Anm. 122, S. 271; Schlicht, zit. Anm. 131, S. 102; Holzheimer, zit. Anm. 122, S. 297; Hans Peter Pecher: Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Bd. 3/2 (§§ 652–853) (2. A. München 1986) § 764 Rdn. 21; Samm, zit. Anm. 122, S. 112, insb. Anm. 347.

¹³⁴ Dieter Henrich: Vorvertrag, Optionsvertrag, Vorrechtsvertrag (Beiträge zum ausländischen und internationalen Privatrecht Bd. 32, Berlin/Tübingen 1965) S. 237 (für Optionsverträge i.a.). Ebenso: Kleiner, zit. Anm. 124, N 34.09.

¹³⁵ Vgl. Thoden, zit. Anm. 122, S. 114.

¹³⁶ Wilhelm Schönenberger/Peter Jäggi: (Zürcher) Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Bd. V/Teilband 1a (OR 1–17) (3. A. Zürich 1973) Art. 1 N 78.

¹³⁷ Vgl. Schönenberger/Jäggi, zit. Anm. 136, Art. 1 N 78.

¹³⁸ Vgl. für Zahlenangaben: von Arnim, zit. Anm. 103, Anm. 136 S. 45 sowie vorn Anm. 102. – A. M.: Hammen, zit. Anm. 65, S. 152.

¹³⁹ Rössner/Weber, zit. Anm. 111, S. 1051 oben; Bundschuh, zit. Anm. 111, S. 252; Schwark, Optionsscheinhandel, zit. Anm. 132, S. 925 bei Anm. 40, 925/926; Kumpel/Häuser, zit. Anm. 29, S. 155/156; Baumbach/Duden/Hopt, zit. Anm. 65, (14) BörsG vor § 50 2 B S. 1315; Pulver, zit. Anm. 32, S. 238. Vgl.: Karl Larenz: Lehrbuch des Schuldrechts, Bd. II: Besonderer Teil, 1. Halbband (13. A. München 1986) § 44 I S. 144 f. (i. Vrb. m. § 44 IV 3 S. 158, 159 und § 44 II S. 147 f.).

¹⁴⁰ Vgl. für eine ausführlichere Darstellung: Pulver, zit. Anm. 32, S. 213 ff.

¹⁴¹ Kumpel, Optionskauf, zit. Anm. 121, S. 73, 74; Kumpel, Abgrenzung, zit. Anm. 128, S. 17; von Arnim, zit. Anm. 103, S. 40; Thoden, zit. Anm. 122, S. 113 f., 119, 158; Ebenroth/Einsele, zit. Anm. 33, S. 209; Bundschuh, zit. Anm. 111, S. 252; ders., Rechtsprechung, zit. Anm. 122, S. 725; Rössner/Weber, zit. Anm. 111, S. 1050/1051; Schwark, Optionsscheinhandel, zit. Anm. 132, S. 925; Hammen, zit. Anm. 65, S. 152; Pulver, zit. Anm. 32, S. 241. Vgl.: Urteil des BFH v. 28. 11. 1984, DB 38 (1985) S. 897 f., 898; Horn, zit. Anm. 29, S. 128; Baumbach/Duden/Hopt, zit. Anm. 65, (14) BörsG vor § 50 2 B S. 1315. – Für einen „einheitlichen Kaufvertrag „mit Optionsvorbehalt““ dagegen: Kumpel/Häuser, zit. Anm. 29, S. 156.

¹⁴² Baumbach/Duden/Hopt, zit. Anm. 65, (14) BörsG vor § 50 2 B S. 1315; Ebenroth/Einsele, zit. Anm. 33, S. 209; Rössner/Weber, zit. Anm. 111, S. 1051 oben; Schwark, Optionsscheinhandel, zit. Anm. 132, S. 925/926; Bundschuh, zit. Anm. 111, S. 252; ders., Rechtsprechung, zit. Anm. 122, S. 725; Kumpel/Häuser, zit. Anm. 29, S. 155/156; Hammen, zit. Anm. 65, S. 155/156; vgl. weiter die in der vorstehenden Anmerkung angeführten Belege.

¹⁴³ Schwark, Optionsscheinhandel, zit. Anm. 132, S. 925 bei Anm. 40; Baumbach/Duden/Hopt, zit. Anm. 65, (14) BörsG § 50 2 B S. 1315; Pulver, zit. Anm. 32, S. 239 f. (mit Nachweisen).

¹⁴⁴ Pulver, zit. Anm. 32, S. 239 f. (mit Nachweisen). A.M.: Ebenroth/Einsele, zit. Anm. 33, S. 210; Hammen, zit. Anm. 65, S. 155. Vgl.: Kleiner, zit. Anm. 124, N 34.02.

¹⁴⁵ Von Arnim, zit. Anm. 103, S. 40, 47; Hammen, zit. Anm. 65, S. 156; Bundschuh, Rechtsprechung, zit. Anm. 112, S. 725; Pulver, zit. Anm. 32, S. 271; vgl. Rössner/Weber, zit. Anm. 111, S. 1050 a.E. Zum Optionsvertrag i. a.: BGE 113 II 31 ff., 34/35; 111 II 143 ff., 147; Larenz, zit. Anm. 139, § 44 IV 3 S. 157, 158; Apostolos Georgiades: Optionsvertrag und Optionsrecht, in: FS Karl Larenz (München 1973) S. 409 ff., 415, 424; Henning von Einem: Die Rechtsnatur der Option (Schriften zum Bürgerlichen Recht Bd. 20, Berlin 1974) S. 101, 112.

schluß von Optionsverträgen dar. Das Börsenmitglied ist aufgrund der Clearing-Vereinbarung ermächtigt, mit Wirkung für das Clearingmitglied derartige Offerten abzugeben¹⁴⁶. Die Offerten können vor dem Matching jederzeit abgeändert oder annulliert werden¹⁴⁷. Nach den Reglementen der SOFFEX ist ein Optionsvertrag zustande gekommen, sobald elektronisch festgestellt ist, daß die Eingaben zweier Börsenmitglieder übereinstimmen¹⁴⁸. Genau betrachtet dürfte derjenige Zeitpunkt maßgebend sein, in welchem es dem Börsenmitglied möglich ist festzustellen, daß seine Offerte akzeptiert worden ist. Diese Information kann es unverzüglich nach dem „Matching“ („on-line“) auf seinem elektronischen System abrufen.

c) Übertragung von Optionsverträgen

In besonderen Situationen (Verlust der Clearing-Lizenz, „Anweisung“ des Kunden) überträgt ein Clearing-Mitglied Optionsverträge auf ein anderes Clearing-Mitglied¹⁴⁹. Dabei handelt es sich um eine *Vertragsübernahme*¹⁵⁰, denn es wird dem Dritten die volle Stellung als gestaltungsberechtigte Vertragspartei verschafft¹⁵¹. Einer derartigen Vertragsübernahme hat der verbleibende Vertragsteil – die SOFFEX – zuzustimmen¹⁵². Dieses Erfordernis ist ausdrücklich reglementarisch festgehalten¹⁵³.

d) „Glattstellung“ von Optionsgeschäften

Ein bestehendes Optionsrecht kann dadurch erlöschen, daß mit der Clearing-Organisation ein entgegengesetzter Optionsvertrag eingegangen und ihr gleichzeitig angezeigt wird, daß das daraus entstehende Optionsrecht mit dem bereits bestehenden auszugleichen sei.

Bei solchen Gegengeschäften handelt es sich nicht um *contrarii actus*¹⁵⁴, sondern um einen *Verrechnungsvertrag*¹⁵⁵. Eine einseitige Verrechnung nach Art. 120 ff OR kann nicht vorliegen, da die Verrechnung der Optionsrechte sich nicht auf Forderungen, sondern auf Optionsrechte und damit Gestaltungsrechte bezieht und somit nicht unabhängig vom Willen der anderen Vertragspartei – der SOFFEX – erfolgen kann¹⁵⁶. Die Verrechnungserklärung wird bei der Eingabe des „Börsenauftrags“ ins System der SOFFEX (oder später) mitgeteilt¹⁵⁷. Die SOFFEX willigt bereits im voraus in zukünftige Verrechnungen ein, indem diese reglementarisch ermöglicht werden.

4. Der Beizug eines Börsenmitglieds oder Clearing-Mitglieds

a) Wendet sich ein Kunde an einen Vermittler, der nicht befugt ist, selbst an der SOFFEX zu handeln, so hat dieser ein Börsenmitglied beizuziehen. Da das Börsenmitglied als Spezialist das Optionsgeschäft für den Vermittler selbständig ausführen soll, liegt eine *Substitution* des Vermittlers durch das Börsenmitglied vor¹⁵⁸. Hinsichtlich des substituierten Teils des Auftrags, der Ausführung des Optionsgeschäfts an der Börse, beschränkt sich die Haftung des Vermittlers gegenüber dem Kunden demzufolge auf die *cura in eligendo et instruendo*¹⁵⁹. Obwohl der Kunde mit dem

Börsenmitglied nicht vertraglich verbunden ist, entfaltet die Substitution von Gesetzes wegen Wirkung für ihn, indem er über ein direktes Forderungsrecht nach Art. 399 III OR gegen das Börsenmitglied verfügt. Zwischen dem Vermittler und dem Börsenmitglied besteht ein *Auftrag*¹⁶⁰.

b) Im gleichen Sinne ist der Beizug eines Clearingmitglieds durch ein Börsenmitglied, das nicht selbst über eine Clearing-Lizenz verfügt, zu qualifizieren. Ein solches Börsenmitglied schließt bereits im voraus eine *Clearing-Vereinbarung* mit einem (oder mehreren) Clearing-Mitgliedern ab¹⁶¹. In dem zwischen ihnen vereinbarten Auftrag (Art. 394 ff OR)¹⁶² verpflichtet sich das Clearing-Mitglied gegenüber dem Börsenmitglied, als Kontrahent der Clearing-Organisation in den vom Börsenmitglied bewirkten Optionsverträgen aufzutreten. Dabei hat es in dessen Interesse und für dessen Rechnung tätig zu sein, tritt jedoch im eigenen Namen, also als indirekter Stellvertreter, auf. In der Clearing-Vereinbarung erteilt das Clearing-Mitglied dem Börsenmitglied weiter die Vollmacht, Offerten zu Optionsverträgen an die SOFFEX zu richten, die das Clearingmitglied binden¹⁶³.

III. Der Differenzeinwand¹⁶⁴

1. Allgemeines

Wie nun bei der Errichtung der DTB¹⁶⁵ bildete auch beim Aufbau der SOFFEX die Klagbarkeit der Optionsgeschäfte eine wichtige Frage. Die Rechtslage in Deutschland ist mit derjenigen in der Schweiz insofern vergleichbar, als in § 762 sowie § 764 BGB und Art. 513 OR in ähnlicher Weise Differenzeinreden vorgesehen sind. Dagegen besteht in der Schweiz im Gegensatz zur BRD keine börsenrechtliche Sonderbestimmung, welche die privatrechtliche Differenzeinrede modifizieren und einerseits bestimmte Geschäfte

¹⁴⁶ Clearing-Vereinbarung, Ziff. 2.2 gemäß Anhang 2 S. 3 der Rules und Regulations.

¹⁴⁷ Rule 2.7.5.

¹⁴⁸ Rule 2.7.1.

¹⁴⁹ Vgl.: Rule 3.1.22, 3.4.5.

¹⁵⁰ Vgl.: *Ebenroth/Einsele*, zit. Anm. 33, S. 210; *Walter Ott*: Die Abtretung vertraglicher Vorkaufs-, Kaufs- und Rückkaufsrechte als Vertragsübernahme, ZBGR 59 (1978) S. 257 ff, 271 f; BGE 111 II 143 ff, 146; *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 281.

¹⁵¹ *Ott*, zit. Anm. 150, S. 271 f.

¹⁵² Vgl.: BGE 105 III 11 ff, 16 (mit weiteren Judikaturhinweisen).

¹⁵³ Rule 3.4.5; Vgl. Rule 3.1.22 am Ende.

¹⁵⁴ Vgl. für die Begründung: *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 323.

¹⁵⁵ *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 324.

¹⁵⁶ *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 324.

¹⁵⁷ Vgl. etwa: Rule 2.3.5; 2.5.9 f. Vermerk: „Closing“.

¹⁵⁸ *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 329. Vgl. *Hauser*, zit. Anm. 67, S. 53 ff, 56 bei Anm. 203.

¹⁵⁹ Art. 399 II OR. BGE 107 II 238 ff, 245.

¹⁶⁰ Zum ganzen: *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 335 ff.

¹⁶¹ Rule 1.2.5, 2.1.2, 1.3.3, 3.4.1; Clearing-Vereinbarung gemäß Anhang 2 S. 3 der Rules und Regulations. Vorn A II 2 b bb.

¹⁶² *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 336.

¹⁶³ Vgl.: Clearing-Vereinbarung Ziff. 2.2 gemäß Anhang 2 S. 1. – Vgl. zum ganzen: *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 335 ff.

¹⁶⁴ Verschiedene Autoren weisen darauf hin, daß der Differenzeinwand eine *Einwendung* im technischen Sinne sei (Andreas von Tuhr/Hans Peter: Allgemeiner Teil des Obligationenrechts, Bd. I [3.A. Zürich 1979] § 3 Anm. 36 S. 29; *Staubert*, zit. Anm. 67, S. 36). Hier wird im folgenden dennoch die in der Schweiz gebräuchlichere Bezeichnung „*Spielleinrede*“ bzw. „*Differenzeinrede*“ verwendet, ohne daß damit zur rechtlichen Qualifikation Stellung bezogen werden soll. Festzuhalten ist immerhin, daß die Spiel„einrede“ von Amtes wegen zu berücksichtigen ist und daß „Forderungen“ aus Spiel und spielähnlichen Geschäften *Naturalobligationen* bilden (*Hauser*, zit. Anm. 67, S. 144; *Staubert*, zit. Anm. 67, S. 40; beide mit weiteren Nachweisen).

¹⁶⁵ Vgl.: *Ebenroth/Einsele*, zit. Anm. 33, S. 205 ff.

(offizielle Börsentermingeschäfte) für einen bestimmten Personenkreis (im wesentlichen Kaufleute) für verbindlich erklären, andererseits anderen Personen den Termineinwand eröffnen würde¹⁶⁶. Die Überlegungen zur Differenzeinrede nach schweizerischem Recht lassen sich somit zwar teilweise auf den Differenzeinwand nach § 764 BGB übertragen, sie sind jedoch im Zusammenhang mit dem Termineinwand weniger ergiebig. Im folgenden sollen deswegen nur einige wenige Aspekte herausgehoben werden.

2. Beurteilung nach schweizerischem Recht

a) Art. 513 I OR bestimmt, daß aus Spiel und Wette keine Forderung entsteht. Nach Abs. 2 gilt dasselbe für Differenzgeschäfte und solche Lieferungsgeschäfte über Waren oder Börsenpapiere, die den Charakter eines Spiels oder einer Wette haben.

b) Seit 1939 stellt das Bundesgericht nicht mehr darauf ab, ob die effektive Lieferung vertraglich ausgeschlossen wurde, sondern prüft es im Einzelfall anhand der gesamten Umstände, ob ein Geschäft Spielcharakter aufweist¹⁶⁷. Entscheidend sei, ob beabsichtigt wurde, einen zur Hauptsache zufälligen Gewinn aus der Kursdifferenz zu erzielen und ob dies dem Vertragspartner erkennbar war. Dafür gebe es kein absolutes Kriterium. Als Indizien könnten immerhin die sogenannten Differenzumstände beigezogen werden¹⁶⁸.

Von besonderer Bedeutung für Optionsgeschäfte ist ein unveröffentlichtes *Urteil des Bundesgerichts vom 5. 11. 1980*¹⁶⁹. Das Bundesgericht verneinte, daß es sich bei den fraglichen Optionsgeschäften (Warenoptionen) um unklagbare Differenzgeschäfte nach Art. 513 II OR handle. Es bestätigte die in BGE 65 II 21 ff begründete Rechtsprechung und hielt weiter fest, daß das Fehlen eines Zusammenhangs zwischen den Lieferungsgeschäften über Waren mit der Berufstätigkeit des Kunden deshalb unerheblich sei, weil die Lieferung der Waren zum vornherein ausgeschlossen war¹⁷⁰. Sodann erachtete es mangelnde Kenntnisse des Architekten im Börsenwesen als unwesentlich, da dieser sich an einen Berater gewandt habe¹⁷¹. Vor allem aber hielt das Bundesgericht fest, daß sich die getätigten Optionsgeschäfte von Kartenspiel und Roulettespiel in der Ausgangslage unterschieden. Bei diesen hänge sie ganz vom Zufall ab, während die *Ausgangslage bei Optionsgeschäften bekannt* sei: Die wirtschaftlichen Zusammenhänge, Börsentendenzen usw. seien gegeben; lediglich die künftige Entwicklung müsse abgeschätzt werden¹⁷². So beurteilte das Bundesgericht im Ergebnis die Börsengeschäfte des Kunden nicht als Spiel, sondern als ernsthafte Spekulation¹⁷³.

c) Dem unveröffentlichten Urteil des Bundesgerichts ist zuzustimmen. Der Differenzeinwand ist gegen Forderungen aus Optionsgeschäften *nicht generell zulässig*¹⁷⁴. Optionsgeschäfte besitzen nicht per se Spielcharakter, sondern es ist im Einzelfall entscheidend, ob der „Spieler“ in für den Vertragspartner *erkennbarer Spielabsicht* handelte¹⁷⁵.

d) Die Frage nach der Zulässigkeit der Differenzeinrede gemäß Art. 513 OR stellt sich besonders eindringlich bei *Optionsgeschäften auf abstrakter Basis*. Art. 513 II OR bestimmt, daß *Forderungen aus Differenzgeschäften unklagbar* sind. Bei reinen Differenz-

geschäften ist „lediglich der Preisunterschied zwischen dem vertraglich abgemachten Preis und dem Börsenpreis an einem bestimmten späteren Zeitpunkt, dem Stichtag, zu zahlen“¹⁷⁶. Dieser Definition entsprechen Optionsgeschäfte auf abstrakter Basis. Denn darin wird die eine Partei berechtigt, gegen eine im voraus vereinbarte Geldsumme einen bestimmbaren Geldbetrag zu fordern (Kaufsoption) oder zu erbringen (Verkaufsoption). Dieser ergibt sich aus der Multiplikation einer bestimmten Geldsumme mit dem Stand eines Index am Erfüllungstag¹⁷⁷. Dabei werden die beiden Beträge verrechnet und die verbleibende Differenz bar bezahlt bzw. gutgeschrieben.

Sind *Optionsgeschäfte auf abstrakter Basis Differenzgeschäfte*, so fragt es sich, ob bereits diese Qualifikation zur Anwendbarkeit von Art. 513 II OR und der dort vorgesehenen Einrede führt. Dies ist u.E. zu verneinen. Die Differenzeinrede ist u.E. nur bei solchen Differenzgeschäften zulässig, die *Spielcharakter* aufweisen. Zwar hat der Gesetzgeber den letzten Halbsatz von Art. 513 II OR nur auf „Lieferungsgeschäfte“, nicht dagegen auf „Differenzgeschäfte“ bezogen¹⁷⁸. Er setzte aber voraus, daß die in diesem Artikel erwähnten verschiedenen Geschäfte im entscheidenden Punkte übereinstimmen und gleichartig sind¹⁷⁹ – im Spielcharakter¹⁸⁰. Auch Optionsgeschäfte auf ab-

¹⁶⁶ Zur deutschen Regelung statt vieler neuestens: *Baumbach/Duden/Hopt*, zit. Anm. 65, (14) BörsG vor § 50 1 C S. 1313 f; 3 S. 1316, BörsG 53 S. 1317 f; *Ebenroth/Einsele*, zit. Anm. 33, S. 206 und die dort angeführten Nachweise; *Schwark*, Optionsscheinhandel, zit. Anm. 132, S. 921 ff, 928; *Hammen*, zit. Anm. 65, S. 154 f; *Bundschuh*, Rechtsprechung, zit. Anm. 122, S. 725 ff; *Kümpel/Häuser*, zit. Anm. 29, S. 20 ff, 113 ff; *Bauer*, zit. Anm. 74 (zum schweizerischen und deutschen Recht); Urteil des OLG Köln v. 25. 2. 1987, WM 1988, 116 ff [insb. 129]; Urteil des OLG München v. 25. 1. 1988, WM 1988, 257 f. Vgl. für weitere Judikatur- und Literaturnachweise *Pulver*, zit. Anm. 32, Anm. 1486 f.

¹⁶⁷ BGE 65 II 21 ff.

¹⁶⁸ BGE 65 II 21 ff, 28 f E 5 c; 78 II 61 ff, 65; dazu ausführlich: *Hauser*, zit. Anm. 67, S. 128 ff.

¹⁶⁹ Aktenzeichen C 263/80/mg.

¹⁷⁰ AaO S. 6.

¹⁷¹ AaO S. 5.

¹⁷² AaO S. 6. Vgl. zu den Beeinflussungsmöglichkeiten auch: *Rössner/Weber*, zit. Anm. 111, S. 1055/1056.

¹⁷³ AaO S. 6.

¹⁷⁴ Ebenso zum bundesdeutschen Recht: *Kümpel*, Abgrenzung, zit. Anm. 128, S. 16; *Ebenroth/Einsele*, zit. Anm. 33, S. 206 f. Vgl. auch: *von Arnim*, zit. Anm. 103, S. 47 ff, 74 (nach seiner Meinung liegt allerdings in der Mehrzahl der Optionstransaktionen ein Differenzgeschäft nach bundesdeutschem Recht [BGB 762, 764] vor; aaO 49); *Schwark*, zit. Anm. 121, Einl. §§ 50–70 Rdn. 31; *Wach*, zit. Anm. 41, Rdn. 681 ff.

¹⁷⁵ Urteil des Bundesgerichts vom 5. 11. 1980, S. 4. Vgl.: BGE 78 II 61 ff, 65; 65 II 21 ff, 29; *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 304. Vgl. auch zum bundesdeutschen Recht: *von Arnim*, zit. Anm. 103, S. 48 f. – A.M.: *Hauser* (zit. Anm. 67, S. 122 ff, insb. 124 f, 133 f), der die Differenzeinrede bei Warentermingeschäften deswegen ausschließt, weil sie einen „realwirtschaftlichen Bezug“ aufwies, indem es sich um geldwerte, umlauffähige Objekte handle, für die ein Markt bestehe und deren Preisbildung durch die Geschäfte beeinflusst werde (S. 125). *Staubert* (zit. Anm. 67, S. 71 ff) hält den Differenzeinwand bei Optionsgeschäften für unmöglich, weil dieser ein Termingeschäft voraussetze und die Optionsverträge nicht Termingeschäfte darstellten (a.M. für das deutsche Recht: *Baumbach/Duden/Hopt*, zit. Anm. 65, (14) BörsG vor § 50 2 B S. 1315; Urteil des BGH v. 22. 10. 1984, AG 1985, 79 ff; zusammenfassend zu dieser Streitfrage: *Hammen*, zit. Anm. 65, S. 151 ff, beachte Anm. 26 S. 153; vgl. auch: Urteil des BGH v. 18. 1. 1988, WM 1988, 323 ff [325 Ziff. 3].

¹⁷⁶ BGE 65 II 21 ff, 25.

¹⁷⁷ Vgl. für Futures: *Staubert*, zit. Anm. 67, S. 44, 50. *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 306/307, 245 f.

¹⁷⁸ *Silvio Giovanoli/Marc Schaetzle*: (Berner) Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Bd. VI/2. Abteilung/7. Teilband (OR 492–529) (2. A. Bern 1978) Art. 513 N 23 (nachfolgend: Giovanoli); *Oser/Schönenberger*, zit. Anm. 98, Art. 513 N 8 am Anfang. Vgl. auch: *Kurt Amonn*: Spiel und spielartige Verträge, in: Schweizerisches Privatrecht Bd. VII/2 (Basel 1979) S. 466/467.

¹⁷⁹ *Oser/Schönenberger*, zit. Anm. 98, Art. 513 N 8.

¹⁸⁰ *Oser/Schönenberger*, zit. Anm. 98, Art. 513 N 8, 10 f, 22, 33. Vgl.: *Giovanoli*, zit. Anm. 178, Vorbem. zu Art. 513–515 N 2, Art. 513 N 23 (zweitletzter Absatz), N 29, 31; *Amonn*, zit. Anm. 178, S. 467 f, 461.

strakter Basis als Differenzgeschäfte müssen somit in der Gegenpartei erkennbarer Spielabsicht getätigt worden sein, damit die Differenzeinrede möglich ist. Dabei haftet ihnen aus den gleichen Gründen, die für Optionsgeschäfte auf konkreter Basis angeführt wurden, *nicht schon an sich Spielcharakter* an. Die Differenzeinrede ist deshalb nicht generell zulässig, sondern nur dann, wenn eine der Gegenpartei erkennbare Spielabsicht des „Spielers“ nachgewiesen wird¹⁸¹.

Das Bundesgericht hat sich unseres Wissens noch nie mit dem Differenzeinwand bei Optionsgeschäften auf abstrakter Basis befaßt. Es bestehen aber begründete Aussichten, daß es die soeben vertretene Auffassung teilen wird: In BGE 65 II 21 ff, 27 f wurde nämlich ausgeführt, daß „es durchaus ernsthafte Termingeschäfte“ gebe, „bei denen die Parteien sehr wohl die effektive Lieferung vertraglich ausschließen könnten.“¹⁸².

C. Erste Erfahrungen^{182a}

a) Der Aufbau der SOFFEX als *privatrechtliche Aktiengesellschaft losgelöst von den* als unselbständige öffentlich-rechtliche Anstalten konzipierten *Wertpapierbörsen* hat die rasche Einführung des Optionshandels ermöglicht. Dadurch war auch die Überwachung nicht an die für diese Börsen vorgesehenen Organe und Mittel gebunden, sondern es war der Weg frei für eine den Optionsgeschäften und dem elektronischen Handel angepaßte Kontrolle. Zwar wird einerseits die private Selbstregulierung als „mehr als ein Schönheitsfehler“ bezeichnet¹⁸³, doch wirken sich andererseits die neuen Ansätze anregend auf die Ordnung der bestehenden Wertpapierbörsen aus¹⁸⁴. Insbesondere wird seit kurzem die Einführung des Börsenzwangs auch an den Wertpapierbörsen gefordert¹⁸⁵, und die Offenlegung der Umsatzzahlen – bisher stark umstritten – erscheint heute als in nächster Zukunft zu realisierende Selbstverständlichkeit zumindest für die Basiswerte der SOFFEX.

b) Das *vollelektronische Handels- und Clearing-System* hat sich von Anfang an bewährt. Es kam einzig am ersten und vierten Handelstag zu zwei technisch bedingten, kurzen Unterbrüchen des Handels¹⁸⁶.

c) Mit dem *Umsatz* ist die SOFFEX bisher sehr zufrieden. Bei einer Gewinnschwelle von 20 000 Kontrakten pro Tag wurden im ersten Monat an 21 Handelstagen durchschnittlich 7 000 Kontrakte täglich abgeschlossen; im Juli 1988 wurde ein tägliches Mittel von knapp 8 700 erreicht¹⁸⁷. Am 9. Juni 1988 wurde ein Tagesumsatz von 10 025 Kontrakten, am 6. Juli 1988 ein solcher von 19 747 Kontrakten erzielt¹⁸⁸. Dabei entfällt der Großteil des Umsatzes auf einige wenige Basiswerte. So machten Kaufoptionen auf Aktien des Schweizerischen Bankvereins mehr als die Hälfte

des zuletzt genannten Rekordumsatzes aus¹⁸⁹. Weiter überwogen bisher die Kaufoptionen gegenüber den Verkaufsoptionen¹⁹⁰. – Mittelfristig erwartet man, die Schwelle von durchschnittlich 20 000 Kontrakten pro Tag zu erreichen^{190a}.

Mit zum Erfolg beigetragen hat die Entscheidung für eine *einzig nationale Börse*, an der *standortunabhängig* gehandelt werden kann und die so das Potential aller schweizerischen Börsen- und Finanzplätze nutzt¹⁹¹. Wichtig war aber ebenfalls die Initiative der Market Maker, deren Risiko sich bereits nach vier Wochen lohnte, indem sie seither ihre Funktion mit Gewinn betreiben. Haben sie ursprünglich den größten Teil des Handelsvolumens auf eigene Rechnung bestritten, so erzielten sie nach einem Monat bereits einen Kundenanteil von 40–60%¹⁹².

d) Dieser Erfolg unterstützt in der Schweiz den Ruf nach weiteren Innovationen. Bei der SOFFEX stehen dabei *Optionen auf einen Aktienindex im Vordergrund*, der sich auf diejenigen 24 Aktientitel erstrecken soll, die an den Börsen von Basel, Genf und Zürich permanent gehandelt werden („Swiss Market Index“, SMI). Er soll bereits Ende September dieses Jahres eingeführt werden¹⁹³. In naher Zukunft sollen sodann Index-Futures realisiert werden¹⁹⁴.

* * *

Anlässlich des Verkaufs der Software der SOFFEX an die Deutsche Terminbörse GmbH wurde vertraglich die Bereitschaft bekundet, künftige Entwicklungen von gemeinsamem Interesse zusammen zu erarbeiten. Wenn die vorstehende Darstellung einiger Randbedingungen des schweizerischen Optionshandels mithelfen konnte, die dafür nötigen Grundlagen zu schaffen, ist ihr Ziel erreicht.

¹⁸¹ *Pulver*, zit. Anm. 32, S. 306 ff, 310 ff.

¹⁸² BGE 65 II 21 ff, 27. Ebenso: Urteil des Obergerichts Zürich vom 8. 5. 1980, SJZ 77 (1981) S. 149, 151.

^{182a} Vgl. hierzu neustens die Sonderbeilage „Hundert Tage Soffex“ in *Finanz und Wirtschaft* (im folgenden FuWV) vom 10. 9. 1988 Nr. 71.

¹⁸³ NZZ vom 6. 10. 1987 Nr. 231 S. 35.

¹⁸⁴ Vgl.: NZZ vom 3./4. 10. 1987 Nr. 229 S. 33 f, 34 sowie neustens *Thomas Ruffer*: Soffex – eine Börse setzt neue Maßstäbe, in: FuWV, zit. Anm. 182a, S. 3.

¹⁸⁵ Vgl.: NZZ vom 3./4. 10. 1987 Nr. 229 S. 33 f, 34.

¹⁸⁶ Pressekonferenz der SOFFEX vom 20. 6. 1988, vgl. Pressemitteilung dazu.

¹⁸⁷ NZZ vom 21. 6. 1988 Nr. 142 S. 37; NZZ vom 3. 8. 1988 Nr. 178 S. 34.

¹⁸⁸ NZZ vom 10. 6. 1988 Nr. 133 S. 34 und vom 7. 7. 1988 Nr. 156, S. 37.

¹⁸⁹ NZZ vom 7. 7. 1988 Nr. 156 S. 37.

¹⁹⁰ Im ersten Monat im Verhältnis 88:12 (Pressemitteilung zur Pressekonferenz der SOFFEX vom 20. 6. 1988). Am 6. 7. 1988 im Verhältnis 96:4 (NZZ vom 7. 7. 1988 Nr. 156 S. 37). Im späteren Verlauf des Juli glich sich das Verhältnis auf 2:1 aus (NZZ vom 22. 7. 1988 Nr. 169 S. 37; NZZ vom 26. 7. 1988 Nr. 172 S. 27).

^{190a} *Otto E. Nägeli*, Direktor der SOFFEX, in FuWV, zit. Anm. 182a, S. 1.

¹⁹¹ Pressekonferenz der SOFFEX vom 20. 6. 1988.

¹⁹² Vgl.: NZZ vom 21. 6. 1988 Nr. 142 S. 37.

¹⁹³ NZZ vom 20./21. 8. 1988 Nr. 193 S. 37 und vom 21. 6. 1988 Nr. 142 S. 37.

¹⁹⁴ *Nägeli*, zit. Anm. 190a, S. 1.

WM

WERTPAPIER
MITTEILUNGEN

**Zeitschrift
für Wirtschafts-
und Bankrecht**

**Sonder-
beilage
Nr. 6/1988**

zu Nr. 37 vom
17. September
1988

Der Optionshandel in der Schweiz

Von Prof. Dr. Peter Forstmoser und Dr. Urs Pulver, Zürich

WERTPAPIER-MITTEILUNGEN TEIL IV

ISSN 0342-6972

(Druckschrift nach § 8 [1] der Postzeitungsordnung)