

Sonderdruck aus

Innovatives Recht

Festschrift für Ivo Schwander

Herausgegeben von Franco Lorandi und Daniel Staehelin

Oliver Arter

**Sorgfalt bei der
Vermögensverwaltung
durch Banken**

Sorgfalt bei der Vermögensverwaltung durch Banken

OLIVER ARTER*

Inhaltsübersicht

I. Einleitung	258
II. FINMA-Untersuchungen «Lehman» und «Madoff»	259
III. Vermögensverwaltung und Vermögensverwaltungsvertrag	260
IV. Aufklärung, Anlageziel und Anlagepolitik	261
V. Sorgfalt bei Vermögensverwaltungsaufträgen im Allgemeinen	262
VI. Die wesentlichen Anlagegrundsätze nach den Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge	263
A. Sorgfalt bei der Titelauswahl	263
B. Beschränkung auf bankübliche Anlageinstrumente	264
C. Anlagespezifische Diversifikation	264
D. Leicht handelbare Anlageinstrumente	265
E. Nichttraditionelle Anlagen	265
VII. Sorgfältige Investition von Kundenvermögen nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung	266
A. Allgemeines	266
B. Verbot «übermässiger Spekulation»	266
1. Bundesgerichtliche Rechtsprechung	266
2. Begriffsbestimmung	267
3. Bedeutung	268
C. Pflicht zur Diversifikation	269
1. Diversifikation nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung	269
a) Diversifikation im Allgemeinen	269
b) Anlagespezifische Diversifikation	270
c) Branchenspezifische Diversifikation	270
2. Begriffsbestimmung	271
3. Bedeutung	271
D. Produktive Investition von Kundenvermögen	272
1. Bundesgerichtliche Rechtsprechung	272
2. Bedeutung	272
VIII. Ausblick	273

* Der Autor bedankt sich für die kritische Durchsicht des Manuskripts und wertvolle Hinweise bei Dr. iur. Bertold Müller, LL.M., M.A., Rechtsanwalt, Zürich, sowie lic. oec. HSG Alexis de Dietrich, MBA, London. Zudem bedankt sich der Autor für die Abschlussredaktion und das Erstellen von Verzeichnissen bei Eva Wettstein, Zürich.

I. Einleitung

Das schweizerische Vermögensverwaltungsgeschäft steht vor zahlreichen Herausforderungen. Die Erbringung grenzüberschreitender Vermögensverwaltungsdienstleistungen stösst vermehrt auf regulatorische Hürden, Hindernisse und Anforderungen¹. Zusätzlich sind Vorgaben der ausländischen Steuergesetzgebung zu beachten². Daneben muss der schweizerische Vermögensverwalter zunehmend damit rechnen, für allfällige zivilrechtliche Schadenersatzansprüche vor ausländischen Gerichten³ belangt⁴ und nach ausländischem Recht⁵ beurteilt⁶ zu werden. Schliesslich dürften künftig höhere Anforderungen an den Vermögensverwalter, der schweizerische oder ausländische Kunden in der Schweiz nach schweizerischem Recht betreut, gestellt werden⁷.

Bei der Vielzahl gesetzlicher Bestimmungen und regulatorischer Vorhaben wird das Hauptthema oftmals vernachlässigt: Bei der Vermögensverwaltung geht es letztlich um die produktive Anlage von Kundenvermögen.

¹ Vgl. etwa FINMA, Positionspapier der FINMA zu den Rechts- und Reputationsrisiken im grenzüberschreitenden Finanzdienstleistungsgeschäft («Positionspapier Rechtsrisiken»), 22. Oktober 2010.

² Vgl. etwa den Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA) als Teil des Hiring Incentives to Restore Employment (HIRE) Act of 2010 (Pub.L. 111–147, 124 Stat. 71), abrufbar unter <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ147/content-detail.html>.

³ Illustrativ BGer. 29.12.2008, 4A_440/2008.

⁴ Vgl. etwa den revidierten Art. 15 Abs. 1 Bst. c LugÜ, in Kraft getreten am 1. Januar 2011. Neu sind nicht nur «Dienstleistungs- und Warenkaufverträge», sondern alle Arten von Konsumentenverträge erfasst. Praktisch ändert für Banken aber wenig, da bereits in der Vergangenheit unter dem altem LugÜ der Begriff des Dienstleistungsvertrages – vgl. dazu BGE 133 III 295, S. 301 ff. sowie EuGH, Urteil vom 20. Januar 2005, Rs. C-464/01, Johann Gruber/Bay Wa AG, Rz. 38 ff. – zunehmend weit ausgelegt wurde.

⁵ Vgl. auch Art. 120 IPRG.

⁶ Bezüglich elektronischer Geschäftstransaktionen, auch zum US-amerikanischen Recht, vgl. etwa OLIVER ARTER/FLORIAN S. JÖRG/URS GNOS, Zuständigkeit und anwendbares Recht bei internationalen Rechtsgeschäften mittels Internet unter Berücksichtigung unerlaubter Handlungen, in: AJP 2000, S. 277 ff., 280 ff., 287 ff.; OLIVER ARTER/FLORIAN S. JÖRG, Informationspflichten beim Discount-Brokerage, in: AJP 2001, S. 52 ff., 53 ff.; sowie ALEXANDER R. MARKUS, Die Konsumentenzuständigkeiten der EuGVO und des revidierten LugÜ, besonders im E-Commerce, in: ZZZ 2004, S. 181 ff.

⁷ FINMA, Regulierung von Produktion und Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden – Stand, Mängel und Handlungsoptionen («FINMA-Vertriebsbericht 2010»), Oktober 2010.

II. FINMA-Untersuchungen «Lehman» und «Madoff»

Im Zuge der Anlegerverluste in den Fällen des Konkurses der amerikanischen Investmentbank *Lehman Brothers Holding Inc.*⁸ sowie des Anlagebetruges, in dessen Zentrum der mittlerweile von einem amerikanischen Gericht zu einer 150-jährigen Gefängnisstrafe verurteilte *Bernard L. Madoff*⁹ stand, hat die Schweizerische Finanzmarktaufsichtsbehörde FINMA Untersuchungen durchgeführt¹⁰ und regulatorischen Handlungsbedarf insbesondere in den Bereichen der Information der Kunden über Gewinnpotenzial und Verlustrisiken sowie der Abklärung des Risikoprofils des Kunden erkannt¹¹. Unter letzterem Aspekt seien die Anbieter von Finanzprodukten «zu verpflichten, am Vertriebspunkt (Point of Sale) nicht nur in der Vermögensverwaltung, sondern auch in der Anlageberatung die Risikofähigkeit sowie das Risikobewusstsein und die Risikobereitschaft ihrer Kunden sorgfältig abzuklären (Risikoprofil) und – auch bei der Anlageberatung – auf eine ausreichende Diversifikation zu achten. Zudem seien bei der Vermögensverwaltung die (heute eher rudimentär) bestehenden Vorgaben betreffend Diversifikation zu verschärfen.»¹² Weiter wurde im Zuge der Untersuchungen durch die FINMA festgestellt, dass «bei einzelnen Banken der Auswahlprozess und die laufende Überwachung von zur Anlage empfohlenen Produkten» verbesserungswürdig seien¹³.

Diversifikation, Anlage des Vermögens und anschliessende Überwachung sind Teilaspekte der durch den Vermögensverwalter geschuldeten Sorgfalt. Hierauf wird nachfolgend vertieft eingegangen. In einem ersten Schritt wird zuerst der Begriff der Vermögensverwaltung präzisiert und eine Qualifikation des Vermögensverwaltungsvertrags vorgenommen¹⁴. Anschliessend wird knapp auf die allgemeinen Pflichten des Vermögensverwalters hingewiesen¹⁵. Darauf folgend werden die we-

⁸ Vgl. dazu <http://chapter11.epiqsystems.com/LBH/Project/default.aspx>.

⁹ Vgl. United States District Court, Southern District of New York, 9 CR 213 (DC), June 29, 2009, abrufbar unter <http://www.justice.gov/usao/nys/madoff/20090629sentencingtranscriptcorrected.pdf>, sowie zum Ganzen <http://www.justice.gov/usao/nys/madoff.html>.

¹⁰ FINMA, Madoff-Betrug und Vertrieb von Lehman-Produkten: Auswirkungen auf das Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungsgeschäft, 2. März 2010.

¹¹ FINMA, Regulierung von Produktion und Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden – Stand, Mängel und Handlungsoptionen («FINMA-Vertriebsbericht 2010»), Oktober 2010, S. 16. Vgl. zum Ganzen FRANCA CONTRATTO, FINMA-Vertriebsbericht 2010: Ein Hoffnungsschimmer am Horizont für die Anleger, in: Jusletter vom 2. Mai 2011.

¹² FINMA, Regulierung von Produktion und Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden – Stand, Mängel und Handlungsoptionen («FINMA-Vertriebsbericht 2010»), Oktober 2010, S. 16.

¹³ FINMA, Madoff-Betrug und Vertrieb von Lehman-Produkten: Auswirkungen auf das Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungsgeschäft, 2. März 2010, S. 11.

¹⁴ Vgl. dazu Ziff. III.

¹⁵ Dazu Ziff. IV.

sentlichen Anlagegrundsätze nach den Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge dargestellt¹⁶. Schliesslich wird auf die sorgfältige Investition des Kundenvermögens nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung eingegangen und deren praktische Bedeutung für die Vermögensverwaltung kritisch gewürdigt¹⁷.

III. Vermögensverwaltung und Vermögensverwaltungsvertrag

Der Begriff der Vermögensverwaltung wird nicht einheitlich verwendet. Allgemein wird unter Vermögensverwaltung im weiteren Sinn eine Vielzahl von Dienstleistungen für Privatkunden für die Vorsorge- und Finanzplanung verstanden, welche die Planung von Einnahmen und Ausgaben, Immobilienfinanzierung, Absicherung bei Erwerbsausfall und Finanzierungsfragen nach Aufgabe der Erwerbstätigkeit, Güter- und Erbrecht sowie diverse Beratungs- und Anlagedienstleistungen rund um das Vermögen umfassen. Hierfür wird oftmals auch der Begriff «Wealth Management» oder «Private Banking» verwendet¹⁸.

Vermögensverwaltung¹⁹ im engeren Sinn ist dauernde *Anlage* und *Bewirtschaftung* von Vermögenswerten durch eine damit betraute Person²⁰, welche selbständig *Anlageentscheide* trifft²¹. Hierfür wird zwischen den Parteien ein Vermögensverwaltungsvertrag geschlossen.

Vermögensverwaltung wird in der Schweiz auf zwei Arten erbracht: einerseits die alleinige Vermögensverwaltung durch eine Bank und andererseits die gemeinsame Vermögensverwaltung durch einen externen Vermögensverwalter mit einer Bank,

¹⁶ Dazu Ziff. VI.

¹⁷ Dazu Ziff. VII.

¹⁸ Vgl. zur Vertragsqualifikation etwas KAREL KOHLIK/MARKUS RUFFNER, Financial Planning: Rechtliche Einbindung und Haftungsrisiken, in: AJP 2007, S. 869 ff.

¹⁹ Auch bezeichnet als Asset Management.

²⁰ WOLFGANG WIEGAND/CORINNE ZELLWEGE-GUTKNECHT, Privatrechtliche Probleme der Vermögensverwaltung: Grundfragen und Schnittstellen, in: Wolfgang Wiegand (Hrsg.), Vermögensverwaltung und Nachlassplanung, Bern 2005, S. 27 ff., 30.

²¹ Dies im Gegensatz zur Anlageberatung; URS BERTSCHINGER (Sorgfaltspflichten), Sorgfaltspflichten der Bank bei Anlageberatung und Verwaltungsaufträgen, Diss., Zürich 1991, S. 4 f., m.w.H.; MAX BOEMLE/MAX GSELL/JEAN-PIERRE JETZER/PAUL NYFFELER/CHRISTIAN THALMANN (Hrsg.) (Finanzmarkt-Lexikon), Geld-, Bank- und Finanzmarktlexikon der Schweiz, Zürich 2002, S. 1071; MARTIN HESS, Zur Stellung des externen Vermögensverwalters im Schweizer Finanzmarktrecht, in: AJP 1999, S. 1426 ff.; DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004, N 836.

bezeichnet als unabhängige oder externe Vermögensverwaltung²². Vorliegende Ausführungen beschränken sich auf die Vermögensverwaltung durch Banken.

Beim Vermögensverwaltungsvertrag zwischen einer Bank und ihrem Kunden²³ handelt es sich um einen gemischten Vertrag mit Elementen des Auftrages, des Girovertrages, des Hinterlegungsvertrages und der Kommission²⁴. Die Sorgfaltspflichten für die Vermögensverwaltungstätigkeit richten sich nach Auftragsrecht²⁵.

IV. Aufklärung, Anlageziel und Anlagepolitik

Bevor eine Bank ihre Tätigkeit als Vermögensverwalter aufnimmt, muss sie den Kunden über den Inhalt des Vermögensverwaltungsvertrags aufklären und in direktem Kontakt mit diesem dessen *Anlageziele* bestimmen und festhalten²⁶. Dazu sind die

²² SANDRO ABEGGLEN (Vermögensverwaltung), Vermögensverwaltung durch die Bank – konfliktträchtige Bereiche und ihre Bewältigung, unter besonderer Berücksichtigung von Kunden-Direktorders, in: SZW 2001, S. 179 ff.; ZOBL/KRAMER (Fn 21), N 836; HESS (Fn 21), S. 1426.

²³ Beim Vermögensverwaltungsvertrag zwischen einem externen Vermögensverwalter und einem Kunden liegt ein Auftrag vor. Vgl. ABEGGLEN, Vermögensverwaltung (Fn 22), S. 181; CLAUDE BRETTON-CHEVALLIER, Le gérant de fortune indépendant: rapports avec le client, la banque dépositaire, obligations et responsabilités, Zürich 2002, S. 74; GENONI (Fn 24), S. 19 ff.; CHRISTOPH P. GUTZWILLER (AJP 2000), Unsorgfältige Vermögensverwaltung. Beweislast, Haftungsausschluss und Schadensberechnung, in: AJP 2000, S. 57 ff.; CHRISTOPH P. GUTZWILLER (SJZ 2002), Die Genehmigung pflichtwidriger Anlageentscheide der Bank, in: SJZ 2002, S. 117 ff.; HANS RAINER KÜNZLE, Anlageberatung, Vermögensverwaltung und Willensvollstreckung, in: Heinrich Honsell et al. (Hrsg.): Aktuelle Aspekte des Schuld- und Sachenrechts, Festschrift für Heinz Rey, Zürich 2003, S. 451 ff., 464; MATTHIAS KUSTER, Wer ist Finanzintermediär nach dem Geldwäschereigesetz? in: SZW 1999, S. 311 ff.; siehe auch BGE 124 III 155.

²⁴ Siehe statt vieler ABEGGLEN, Vermögensverwaltung (Fn 22), S. 181. So auch WIEGAND/ZELLWEGE-GUTKNECHT (Fn 20), S. 30; HANSPETER DIETZI, Die Verantwortlichkeit der Bank gegenüber einem Kunden für Handlungen eines von diesem eingesetzten Vermögensverwalters, in: SZW 1997, S. 193 f., 195.; MAURIZIO GENONI, Rechtsprobleme der externen Vermögensverwaltung, in: SZW 1991, S. 19 ff., 25 f. Diese Qualifikation ist jedoch nicht ganz unumstritten, vgl. etwa BERTSCHINGER, Sorgfaltspflichten (Fn 21), S. 16 f., und CHRISTIAN THALMANN, Die Sorgfaltspflicht der Bank im Privatrecht, insbesondere im Anlagegeschäft, in: ZSR 1994, S. 127 ff., 191 f., welche die wirtschaftliche Verwaltung als separaten Vertrag betrachten, da es sich bei der technischen und der wirtschaftlichen Verwaltung um zwei unterschiedliche Vereinbarungen handle, welche sich nicht gegenseitig bedingen. ABEGGLEN, Vermögensverwaltung (Fn 22), S. 181, weist darauf hin, dass zumindest für den Bereich der Haftung die Diskussion um die Rechtsnatur des Vermögensverwaltungsverhältnisses eher «akademischer Natur» sei, da in jedem Fall unbestritten ist, dass sich auch die von der Bank einzuhaltenden Sorgfalts- und Treuepflichten nach Auftragsrecht bestimmen.

²⁵ ABEGGLEN, Vermögensverwaltung (Fn 22), S. 181, m.w.H.; siehe auch HUBERTUS LUDWIG, Die Sorgfaltspflicht des Vermögensverwalters, in: ST 1990, S. 481 ff.

²⁶ OLIVER ARTER, Bankenaufsichtsrecht in der Schweiz, Bern 2008, S. 228 f. m.w.H.

Vermögensverhältnisse des Kunden in Erfahrung zu bringen²⁷ und ein Kundenprofil²⁸ zu erstellen²⁹. Sodann hat die Bank zur Verfolgung der festgehaltenen Anlageziele eine entsprechende *Anlagepolitik* nach freiem Ermessen festzulegen³⁰, wobei diese entweder für alle Kunden einheitlich, nach bestimmten Kundengruppen oder für jeden Kunden individuell ausgerichtet werden kann³¹.

V. Sorgfalt bei Vermögensverwaltungsaufträgen im Allgemeinen

Bei der Vermögensverwaltung ist kein bestimmter Erfolg geschuldet³². Der Vermögensverwalter haftet aber für getreue und sorgfältige³³ Erfüllung seiner Pflichten³⁴. Das erteilte Mandat ist nach bestem Wissen und Gewissen³⁵ unter Berücksichtigung der persönlichen Verhältnisse des Kunden auszuführen³⁶. Dabei handelt die Bank – im Rahmen der mit dem Kunden festgelegten Anlageziele und unter Berücksichtigung von allfälligen speziellen Weisungen³⁷ – nach freiem Ermessen³⁸.

²⁷ ABEGGLEN, Vermögensverwaltung (Fn 22), S. 181.

²⁸ Vgl. dazu etwa BGer. 10.11.2006, 4C.158/2006.

²⁹ Vgl. zum Ganzen BRETTON-CHEVALLIER (Fn 23), S. 89 f.

³⁰ Dazu auch DIETER SPÄLTI, Die rechtliche Stellung der Bank als Vermögensverwalterin, Diss., Zürich 1989, S. 83.

³¹ SCHWEIZERISCHE BANKIERVEREINIGUNG (Richtlinien Vermögensverwaltung), Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge, Basel 2010, Kommentar zu Ziff. 1.

³² Handelsgericht Zürich, Urteil vom 2. Juli 2004, ZR 105 (2006), N 4, 18.

³³ Vgl. Art. 398 Abs. 2 OR.

³⁴ Richtlinien Vermögensverwaltung (Fn 31), Kommentar zu Ziff. 1; eingehend zu den Sorgfaltspflichten der Bank im Bereich der Anlageberatung und Vermögensverwaltung THALMANN (Fn 24), S. 185 ff.; SPÄLTI (Fn 30), S. 75 ff.; LUDWIG (Fn 25), S. 481 ff.; zur Sorgfaltspflicht und Haftung für sorgfältige Erfüllung auch SALOME ZIMMERMANN, Die Haftung der Bank aus Verwaltungsvertrag, in: SJZ 1985, S. 137 ff., 141 ff.; SPÄLTI (Fn 30), S. 105 ff.; THOMAS CHRISTEN, Vermögensverwaltungsauftrag an die Bank, in: BJM 1994, S. 114 ff., 128 ff.; zur Schadenersatzpflicht und Schadensberechnung insbesondere CHRISTOPH P. GUTZWILLER (SJZ 2005), Schadensstiftung und Schadensberechnung bei pflichtwidriger Vermögensverwaltung und Anlageberatung, in: SJZ 2005, S. 357 ff., 361 ff.

³⁵ Hinsichtlich des anwendbaren Sorgfaltsmassstabes kommen die Bestimmungen des Auftragsrechts zur Anwendung. Vgl. WIEGAND/ZELLWEGE-GUTKNECHT (Fn 20), S. 32.

³⁶ Vgl. BGer. 30.08.2007, 4A.223/2007; ARTER (Fn 26), S. 230.

³⁷ Vgl. BGer. 15.01.2008, 4A.351/2007 m.w.H.

³⁸ Explizit erwähnt wird aber in den Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge, dass es nicht erlaubt ist, Aktiven zurückzuziehen; Richtlinien Vermögensverwaltung (Fn 31), Ziff. 1, in fine.

VI. Die wesentlichen Anlagegrundsätze nach den Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge

Die Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge schreiben in verschiedenen Grundsätzen vor, nach welchen Vorgaben das Kundenvermögen im Einzelnen zu investieren ist. Obwohl die Richtlinien zu Vermögensverwaltungsaufträgen in ihrer Präambel festhalten, dass diesen «keine direkten Auswirkungen auf das zugrunde liegende zivilrechtliche Verhältnis zwischen den Banken und ihren Kunden» zukommen sollen, sind sie bei Auslegung eines Vermögensverwaltungsvertrages als Ausdruck des so genannt «Branchenüblichen» und zur Konkretisierung des erforderlichen Sorgfaltsmassstabs heranzuziehen³⁹.

A. Sorgfalt bei der Titelauswahl

Ziff. 7 der Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge bestimmt, dass eine Bank die ins Depot des Kunden aufzunehmenden Anlagen mit Sorgfalt auszuwählen und regelmässig zu überwachen⁴⁰ hat. Der Begriff der erforderlichen Sorgfalt wird nicht näher definiert. Festgehalten wird einzig, dass sich die Bank bei der Wahl der Anlagen auf zuverlässige Informationsquellen stützen muss⁴¹.

³⁹ FLORIAN S. JÖRG/OLIVER ARTER, Haftung des unabhängigen Vermögensverwalters, in: ST 2004, S. 862 ff.; ABEGGLEN, Vermögensverwaltung (Fn 22), S. 181 f., mit zahlreichen Hinweisen; THOMAS GROSS, Fehlerhafte Vermögensverwaltung – Klage des Anlegers auf Schadenersatz, in: AJP 2006, S. 161 f., 163; URS BERTSCHINGER (SZW 1996), Sorgfaltspflichten des Vermögensverwalters bei Derivaten – Bemerkungen zum Urteil des Bundesgerichts vom 28. Juli 1995 (4C.467/1994), in: SZW 1996, S. 240 ff.; SPÄLTI (Fn 30), S. 79; Ausführlich zu Rechtsnatur und Bedeutung der Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge auch BERTSCHINGER, Sorgfaltspflichten (Fn 21), S. 47 ff.; CHRISTOPH P. GUTZWILLER (Vermögensverwaltungsvertrag), Der Vermögensverwaltungsvertrag, Zürich 1989, S. 60 ff.; DIETER ZOBL, Der Vermögensverwaltungsauftrag der Banken, in: Peter Forstmoser/Pierre Tercier/Roger Zäch (Hrsg.), Innominatverträge. Festgabe zum 60. Geburtstag von Walter R. Schlupe, Zürich 1988, S. 323 ff.; CHRISTEN (Fn 34), S. 117 f. Das Schweizerische Bundesgericht hat sich schon seit längerer Zeit darauf festgelegt, dass, wenn für eine Berufsart oder ein bestimmtes Gewerbe allgemein befolgte Verhaltensregeln bestehen, diese bei der Bestimmung des Sorgfaltsmasses herangezogen werden; BGE 115 II 62 ff., S. 64; BGE 108 II 314 ff., S. 318. Das Zürcher Handelsgericht ging in einem Entscheid vom 16. April 2002 (ZR 102 [2003], Nr. 65) noch weiter und führte aus, die Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge seien aufgrund ihrer allgemeinen Bekanntheit Inhalt eines jeden Vermögensverwaltungsvertrages.

⁴⁰ Vgl. dazu auch FINMA, Rundschreiben 2009/1, Eckwerte zur Vermögensverwaltung, Eckwerte für die Anerkennung von Selbstregulierungen zur Vermögensverwaltung als Mindeststandard, Rz. 16, wonach der Vermögensverwalter sicherzustellen hat, dass die Anlagen dauernd mit den Anlagezielen und -beschränkungen übereinstimmen.

⁴¹ Kommentar zu Ziff. 7 Richtlinie Vermögensverwaltungsaufträge.

B. Beschränkung auf bankübliche Anlageinstrumente

Ziff. 8 der Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge sieht vor, dass der Vermögensverwaltungsvertrag auf die banküblichen Anlageinstrumente beschränkt ist⁴². Unter «banküblichen Anlageinstrumente» werden insbesondere Festgeld- und Treuhandanlagen, Edelmetalle, Geld- und Kapitalmarktanlagen in Form von Wertpapieren und Wertrechten (z.B. Aktien, Obligationen, Notes, Geldmarktbuchforderungen), davon abgeleitete Instrumente und deren Kombinationen (Derivate⁴³, Hybride etc.) sowie Anlagefonds⁴⁴, Investmentgesellschaften und andere Instrumente der kollektiven Anlage (Anteile von Anlagefonds, bankinternen Sondervermögen, Unit Trusts etc.) verstanden⁴⁵.

Nicht banküblich im Sinne der Richtlinien für Vermögensverwaltung sind alle Direktanlagen in Immobilien, Nichtedelmetalle und Rohstoffe sowie davon abgeleitete Anlagen oder Indizes, soweit derartige Anlagen nicht ausdrücklich durch die Richtlinien zugelassen werden⁴⁶.

C. Anlagenspezifische Diversifikation

In Ziff. 9 der Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge wird festgeschrieben, dass die Bank Klumpenrisiken infolge unüblicher Konzentration auf eine zu kleine Anzahl von Anlagen zu vermeiden hat. Entsprechend sei durch ausreichende Diversifikation der Anlagen eine angemessene Risikoverteilung zu beachten⁴⁷.

Bis heute ist nicht klar, nach welchen Kriterien die anlagenspezifische Diversifikation bei einem Vermögensverwaltungsvertrag vorzunehmen ist⁴⁸. In der Richtlinie finden sich dazu keine Ausführungen. Es ist deshalb den einzelnen Banken überlassen, Kriterien hierfür in ihren internen Richtlinien zu definieren.

⁴² Siehe auch ABEGGLEN, Vermögensverwaltung (Fn 22), S. 183; GUTZWILLER (Fn 39), S. 62 f.

⁴³ Zu den Sorgfaltspflichten eines Vermögensverwalters bei Derivaten vgl. BERTSCHINGER (Fn 39), S. 240 ff.

⁴⁴ Richtlinien Vermögensverwaltung (Fn 31), Kommentar zu Ziff. 8.

⁴⁵ Richtlinien Vermögensverwaltung (Fn 31), Kommentar zu Ziff. 8.

⁴⁶ Für nicht durch die Richtlinien zugelassene Anlagen ist erforderlich, dass der Kunde der Bank eine spezielle Weisung im Sinne von Ziff. 3 der Richtlinien Vermögensverwaltung (oben Fn 31) erteilt.

⁴⁷ Richtlinien Vermögensverwaltung (Fn 31), Kommentar zu Ziff. 9.

⁴⁸ Vgl. dazu SANDRO ABEGGLEN (Schadenersatzansprüche), Schadenersatzansprüche des Kunden gegen den Vermögensverwalter – Beurteilung typischer Argumente, in: Peter R. Isler/Romeo Cerutti (Hrsg.), Vermögensverwaltung II, Zürich 2010, S. 33 ff., 46 ff.

D. Leicht handelbare Anlageinstrumente

Ziff. 10 der Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge bestimmt, dass sich die Vermögensanlage auf *leicht handelbare Anlageinstrumente*⁴⁹ zu beschränken hat⁵⁰ und dass Anlagen in Instrumente, die von durch die Bank direkt oder indirekt kontrollierten oder errichteten Gesellschaften ausgegeben werden, nur insofern erlaubt sind, als es sich um übliche Publikumsinstrumente handelt⁵¹.

E. Nichttraditionelle Anlagen

Nichttraditionelle Anlagen⁵² sind zulässig, wenn sie zur Diversifikation des Gesamtportfolios eingesetzt werden, nach dem Fund of Funds-Prinzip⁵³ strukturiert sind oder sonst für eine gleichwertige Diversifikation Gewähr bieten und die leichte Handelbarkeit dieser Anlagen⁵⁴ gewährleistet ist⁵⁵.

⁴⁹ Kriterium für die leichte Handelbarkeit ist die Kotierung an einer Börse oder das Bestehen eines repräsentativen Marktes für den betreffenden Wert. Von dieser Regel in beschränktem Umfang ausgenommen werden können in Anlagekreisen anerkannte, stark verbreitete Werte beschränkter Marktfähigkeit wie Kassenobligationen sowie so genannte Over-the-Counter-Produkte (OTC-Produkte); letztere jedoch nur, sofern der Emittent eine anerkannte Bonität genießt und für die Produkte marktkonforme Kurse erhältlich sind. Bei Instrumenten der Kollektivanlage ist der leichten Handelbarkeit eine angemessene Kündbarkeit durch den Anleger gleichgestellt. Siehe zum Ganzen Richtlinien Vermögensverwaltung (Fn 31), Kommentar zu Ziff. 10.

⁵⁰ Richtlinien Vermögensverwaltung (Fn 31), Ziff. 10 Abs. 1.

⁵¹ Richtlinien Vermögensverwaltung (Fn 31), Ziff. 10 Abs. 2; von dieser Regelung ausgenommen sind Instrumente der Kollektivanlage und Investmentgesellschaften.

⁵² Als nichttraditionell gelten Anlagen in Hedge Funds, Private Equity und Immobilien. Deren Anlagen sind nicht notwendigerweise auf bankübliche oder leicht handelbare Instrumente beschränkt; Richtlinien Vermögensverwaltung (Fn 31), Kommentar zu Ziff. 12.

⁵³ Bei diesem Prinzip erfolgt die Anlage des Fonds in eine Mehrzahl rechtlich selbständiger Instrumente der kollektiven Anlage. Eine diesem Prinzip gleichwertige Diversifikation liegt vor, wenn die Anlage in einer einzigen Kollektivanlage zusammengefasst wird, aber nach dem Multi Manager-Prinzip.

⁵⁴ Siehe Richtlinien Vermögensverwaltung (Fn 31), Ziff. 10.

⁵⁵ Richtlinien Vermögensverwaltung (Fn 31), Ziff. 12.

VII. Sorgfältige Investition von Kundenvermögen nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung

A. Allgemeines

Der Begriff der «Sorgfalt» bei der Investition von Kundenvermögen wird von der bundesgerichtlichen Rechtsprechung nur spärlich behandelt. Nach herkömmlichem Verständnis hat der Vermögensverwalter – diese werden in der bundesgerichtlichen Rechtsprechung allerdings so nicht explizit bezeichnet oder auseinandergehalten – drei Grundpflichten zu befolgen: Erstens darf er nicht «übermässig spekulieren», zweitens hat er mittels ausreichender Diversifikation eine angemessene Risikoverteilung anzustreben und drittens ist das Vermögen produktiv zu investieren.

B. Verbot «übermässiger Spekulation»

1. Bundesgerichtliche Rechtsprechung

Die bundesgerichtliche Rechtsprechung hat sich selten zum Begriff der Spekulation im Zusammenhang mit Vermögensverwaltungsverträgen geäussert. In einem neueren Entscheid wurde «übermässige Spekulation» – im Gleichklang mit mangelnder Diversifikation – in der «vorwiegenden» Investition «in hochspekulative Aktien von überwiegend im Internetbereich tätigen Jungunternehmen» erkannt⁵⁶.

Ganz ähnlich wurde in einem anderen Entscheid in der Aufnahme eines Kredites zwecks Aktienkäufen und Investition in überwiegend an der NASDAQ kotierten Aktien von im Internetbereich tätigen start-up-Unternehmen «übermässige Spekulationen und mangelnde Diversifikation» gesehen⁵⁷.

In einem früheren Entscheid wurde der Begriff der Spekulation in einem allgemeinen Wortsinn für den Erwerb von Optionen, welche durch die Gewährung eines Lombardkredits finanziert wurden, verwendet⁵⁸. In einem anderen Entscheid schliesslich wurden Optionsgeschäfte per se als spekulativ bezeichnet⁵⁹.

⁵⁶ BGer. 15.09.2004, 4C.126/2004.

⁵⁷ BGer. 03.12.2004, 4C.18/2004.

⁵⁸ BGer. 15.01.2002, 4C.265/2001. So auch BGE 115 II 62. Vgl. für eine allgemeine Begriffsverwendung auch BGE 124 III 155.

⁵⁹ BGer. 28.09.2005, 4C.194/2005.

2. Begriffsbestimmung

Der Begriff der «Spekulation» (spekulieren = lateinisch *speculari*; erspähen, auskundschaften, beobachten, belauern) bei Anlagegeschäften bezeichnet eine – im Gegensatz zur dauernden Kapitalanlage – meist kurzfristige «Anlage»tätigkeit, welche auf gewinnbringende Ausnutzung von Preisunterschieden zu verschiedenen Zeitpunkten gerichtet ist⁶⁰. Das ONLINE-BÖRSENLEXIKON DER FRANKFURTER ALLGEMEINEN ZEITUNG FAZ definiert Spekulation als «ein in die Zukunft gerichtetes, vorausschauendes Verhalten mit dem Ziel, solche zukünftigen Entwicklungen in seinen eigenen Dispositionen vorwegzunehmen und daraus einen (wirtschaftlichen) Nutzen zu ziehen.»⁶¹ Eine andere Definition liefert KEYNES, welcher das Verhältnis zwischen Kapitalanlage und Spekulation so beschreibt, dass es bei einer Kapitalanlage darum geht, die Erträge eines Vermögensgegenstandes während seiner Laufzeit vorherzusagen, währenddem es bei Spekulation um die Vorhersage der Psychologie des Marktes geht⁶². Entsprechend wird auch die (verfehlte) Ansicht vertreten, dass sich «Spekulation» und «Vermögensverwaltung» gegenseitig ausschliessen, weil Vermögensverwaltung gerade das Gegenteil von Spekulation sei⁶³.

Allgemein anerkannt – dies auch durch das Bundesgericht⁶⁴ – scheint zumindest, dass sich Spekulation⁶⁵ durch das Eingehen eines besonders hohen Risikos auszeichnet⁶⁶.

⁶⁰ Vgl. GABLER WIRTSCHAFTSLEXIKON, abrufbar unter <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/spekulation.html>.

⁶¹ Vgl. <http://boersenlexikon.faz.net/spekulat.htm>.

⁶² JOHN MAYNARD KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London 1936, S. 158: «If I may be allowed to appropriate the term speculation for the activity of forecasting the psychology of the market, and the term enterprise for the activity of forecasting the prospective yield of assets over their whole life, it is by no means always the case that speculation predominates over enterprise.»

⁶³ So auch CHRISTOPH BENICKE, *Pflichten des Vermögensverwalters beim Investitionsprozess*, in: ZGR 2004, S. 760 ff., 763; HEINZ-DIETER ASSMANN/ROLF A. SCHÜTZE (Kapitalanlage-BEARBEITER), *Handbuch des Kapitalanlagenrechts*, München 2007, Kapitalanlage-FRANK SCHÄRER, § 23 N 28.

⁶⁴ Dazu gerade oben Ziff. VII.B.1.

⁶⁵ Zur Verwendung des Begriffs Spekulation im Sinne einer «Hypothese», aber dennoch bezüglich Anlagetätigkeit von Banken, vgl. BGer. 24.06.2005, 4C.471/2004. Zur Verwendung des Begriffs Spekulation im Sinne einer «Anlagestimmung» vgl. BGer. 28.08.2006, 4P.96/2006: «Dies ändert jedoch insgesamt nichts daran, dass das Handelsgericht überzeugend ausgeführt hat, dass der Kaufentscheid nicht gestützt auf eine durch den Emissionsprospekt hervorgerufene Anlagestimmung zustande gekommen sei. Wenn im Emissionsprospekt der Ausgabepreis für eine Aktie eines Unternehmens, das bislang nur Verluste geschrieben hat, mit Fr. 240.– angegeben wird, und ein Anleger ca. zweieinhalb bis drei Monate später, während welcher Zeit der Aktienkurs trotz warnender Presseberichte zwischenzeitlich auf Fr. 1'100.– anstieg, die betreffenden Titel zu einem Preis von Fr. 905.– bzw. 775.– erwirbt, können für diesen Kaufentscheid kaum die Angaben im Emissionsprospekt massgebend gewesen sein. Vielmehr durfte das Handelsgericht ohne Willkür feststellen, dass die massgebende Anlegerstimmung nicht von den Angaben im

3. Bedeutung

Die bundesgerichtliche Rechtsprechung untersagt Spekulation nicht⁶⁷. Unzulässig und zu Schadenersatzforderungen führt jedoch – zumindest wenn Verluste eintreten – die *übermässige* Spekulation⁶⁸. Wie jedoch «mässige» und «übermässige» Spekulation voneinander abzugrenzen sind, bleibt unklar⁶⁹. Als Abgrenzungskriterien zwischen «zulässiger mässiger» Spekulation und «unzulässiger übermässiger» Spekulation in Frage kommen, ob eine Anlage wohl höhere Chancen bei extremen Ereignissen bietet, aber keinen höheren zu erwartenden Ertrag, oder ob sich übermässige Spekulation darin zeigt, dass die mit einer Anlage verbundenen Risiken unkalkulierbar sind⁷⁰.

Nach der hier vertretenen Ansicht besteht keine Pflicht, «übermässige Spekulation» aus prinzipiellen Gründen zu vermeiden. Dies ergibt sich daraus, dass zwischen Risiko und Rendite ein enger Zusammenhang besteht⁷¹. Allgemein gilt nämlich: Höhere Renditeerwartungen erfordern eine höhere Risikobereitschaft eines Anlegers.

Risiken eines Anlagetitels können grundsätzlich in zwei Kategorien⁷² unterteilt werden: einerseits sog. systematische Risiken⁷³, d.h. Risiken, welche mit der Marktentwicklung zusammenhängen, und andererseits unsystematische Risiken⁷⁴, d.h. Risiken, welche mit einem einzelnen Anlagetitel zusammenhängen⁷⁵. Systematische Risiken betreffen den gesamten Markt und können mittels Diversifikation nicht ver-

Emissionsprospekt, sondern von Zukunftsglaube, Risikobereitschaft und Spekulation geprägt gewesen sei».

⁶⁶ So BENICKE (Fn 63), S. 760, 763.

⁶⁷ Vgl. im Bereich der Anlageberatung auch BGH, Urteil vom 6. Juli 1993, XI ZR 12/93, Ziff. II.2.a.aa.: «Die Beratung hat sich daran auszurichten, ob das beabsichtigte Anlagegeschäft der sicheren Geldanlage dienen soll oder spekulativen Charakter hat. Die empfohlene Anlage muss unter Berücksichtigung dieses Ziels auf die persönlichen Verhältnisse des Kunden zugeschnitten, also «anlegergerecht» sein».

⁶⁸ BGer. 15.09.2004, 4C.126/2004.

⁶⁹ Vgl. auch Kapitalanlage-FRANK SCHÄRER, § 23 N 28.

⁷⁰ Vgl. BENICKE (Fn 63), S. 764 m.w.H.

⁷¹ Vgl. grundlegend RICHARD A. BREALEY/STEWART C. MYERS/FRANKLIN ALLEN, *Principles of Corporate Finance*, New York 2008, S. 172 ff.

⁷² Dies gemäss dem sog. Capital Asset Pricing Model. Vgl. dazu WILLIAM SHARPE, *Capital Asset Prices – A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*, *The Journal of Finance*, Vol. XIX, No. 3/1964, S. 425 ff.

⁷³ Also Marktrisiken.

⁷⁴ Also titelspezifisches Risiko.

⁷⁵ Vgl. auch THOMAS STEININGER/HANS CASPAR VON DER CRONE, *Beratungsauftrag und Aufklärungspflichten*, *Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts 4C.68/2007 vom 13. Juni 2008*, in: *SZW* 2009, S. 140 ff., 148.

mieden werden⁷⁶. Beispiele für systematische Risiken sind Inflationstendenzen, Risiken aus Zins- und Konjunkturveränderungen oder politische Ereignisse. Sie betreffen alle Unternehmen gleichermassen. Unsystematische Risiken dagegen betreffen einen spezifischen Anlagetitel, insbesondere das Geschäftsergebnis eines Unternehmens⁷⁷. Ist ein Investor bereit, ein systematisches Risiko einzugehen, kann er hierfür vom Markt eine höhere Rendite erwarten⁷⁸. Keine höhere Rendite erwarten darf ein Investor dagegen, wenn er ein unsystematisches Risiko eingeht.

Daraus ergibt sich für einen Vermögensverwalter zweierlei. Einerseits ist er verpflichtet, unsystematische Risiken zu vermeiden, da diese nicht mit einer höheren zu erwartenden Rendite entgolten werden. Andererseits bedeutet dies aber auch, dass es für einen Vermögensverwalter kein Verbot geben kann, ein «übermässiges» systematisches Risiko zu vermeiden, sofern das eingegangene Risiko durch eine höhere Renditeerwartung gerechtfertigt wird. In welchem Ausmass systematische Risiken eingegangen werden können, bemisst sich anhand der Risikoeignung und Risikoneigung des Kunden sowie anhand dessen Anlageziele.

C. Pflicht zur Diversifikation

1. Diversifikation nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung

a) Diversifikation im Allgemeinen

In einem Entscheid zur Risikoverteilung und Diversifikation bei der Vermögensanlage hat das Bundesgericht ausgeführt, die Risikoverteilung sei einer der Aspekte der Sorgfaltspflicht⁷⁹. Sie impliziere, dass die Investitionen im Rahmen des Möglichen und in den durch den Vertrag gesetzten Grenzen diversifiziert würden, ob dies hinsichtlich der Anlagen selbst, der Schuldner, der Wirtschaftssektoren, der Anlagekategorien oder der geographischen Regionen sei⁸⁰.

Gemäss diesem Entscheid erfordert Diversifikation allgemein, dass die anzulegenden Vermögenswerte auf verschiedene *Anlageklassen* und innerhalb einer Anlageklasse auf verschiedene *Anlagetitel* aufgeteilt werden, wobei innerhalb von Anlageklassen auch nach Ländern, Märkten, Branchen, Währungen und Schuldnern zu diversifizieren ist.

⁷⁶ UBS BANKFACHWÖRTERBUCH, abrufbar unter http://www.ubs.com/1/g/about/bterms/content_s.html.

⁷⁷ UBS BANKFACHWÖRTERBUCH, abrufbar unter http://www.ubs.com/1/g/about/bterms/content_u.html.

⁷⁸ BENICKE (Fn 63), S. 777 m.w.H.

⁷⁹ BGer. 28.07.1995, 4C.467/1994.

⁸⁰ BGer. 28.07.1995, 4C.467/1994.

b) Anlagespezifische Diversifikation

In einem weiteren Urteil führte das Bundesgericht aus, gemäss den Erwägungen des angefochtenen Entscheids habe der Anteil an Aktien und Aktienfonds im Portefeuille der Kläger am 31. März 2002 bei einer Gesamtsumme von Fr. 578'425 33,1% betragen⁸¹. Ebenfalls am 31. März 2002 sei der Wert der 1'200 Aktien der Vivendi Universal mit Fr. 78'492 angegeben worden⁸². Diese Letzteren hätten somit mehr als 40% des Anteils «Aktien und Aktienfonds» des Portefeuilles (Anteil in der Höhe von Fr. 191'459) und mehr als 13% des Totals desselben ausgemacht⁸³. Es könne somit nicht bestritten werden, dass der zusätzliche Kauf von 1'000 Aktien der Vivendi Universal, welcher die Position des Portefeuilles um das Sechsfache erhöht habe, aufgrund der *exzessiven Konzentration* der Anlagen der Kläger auf die Titel der Vivendi Universal ein beträchtliches Risiko dargestellt habe – ein Risiko, über welches die Beklagte die Kläger hätte informieren müssen⁸⁴. Weitere Ausführungen zur Diversifikation finden sich nicht.

Obwohl in diesem Fall kein Vermögensverwaltungsvertrag, sondern ein Beratungsverhältnis vorlag, zeigt das Urteil des Bundesgerichts immerhin, dass eine Position von Aktien, die 13% des Gesamtportfolios ausmacht, unter Diversifikations- und Risikoverteilungsaspekten problematisch ist. Eine allgemeine Höchstlimite für eine Position in einem Portfolio dürften die 13% allerdings – insbesondere für Fonds, die selber diversifiziert sind – nicht darstellen⁸⁵. Immerhin liefert das Urteil einen Ansatzpunkt für nicht diversifizierte Einzeltitel.

c) Branchenspezifische Diversifikation

Hinsichtlich Diversifikation nach Branchen führte das Bundesgericht in einem Entscheid aus, dass in casu Aktien aus einem etwas risikobehafteteren Segment als Blue Chips stammen durften, dabei jedoch das Risiko im Rahmen zu halten sei und eine «Diversifikation nach Branchen» vorgenommen werden müsse⁸⁶. Weitere Konkretisierungen finden sich im Urteil des Bundesgerichtes allerdings nicht.

⁸¹ BGer. 02.04.2007, 4C.385/2006.

⁸² BGer. 02.04.2007, 4C.385/2006.

⁸³ BGer. 02.04.2007, 4C.385/2006.

⁸⁴ BGer. 02.04.2007, 4C.385/2006. Markierung durch den Verfasser.

⁸⁵ Vgl. auch ABEGGLEN, Schadenersatzansprüche (Fn 48), S. 33, 50.

⁸⁶ BGer. 03.12.2004, 4C.18/2004.

2. Begriffsbestimmung

Unter der Pflicht des Vermögensverwalters zur Diversifikation⁸⁷ ist allgemein «die Streuung der Bestandteile eines Portefeuilles hinsichtlich der Art der gehaltenen Positionen (z.B. Sach- und Geldwerte, Aktien und festverzinsliche Wertpapiere) und der Unterschiedlichkeit von Schuldnern (z.B. bezüglich Branche und Land)»⁸⁸ zu verstehen. Diversifikation umfasst dabei nicht nur die Aufteilung des Vermögens auf mehrere Anlagetitel, sondern auch auf mehrere Anlageklassen. Mittels Diversifikation soll der Risikogehalt eines Portfolios verringert werden, indem bei Totalverlust eines einzelnen Titels oder erheblichen Verlusten innerhalb einer Anlageklasse der Totalverlust des gesamten Vermögens verhindert wird.

Theoretisches Fundament der Diversifikation bildet die von HARRY MARKOWITZ begründete «Portfolio-Theorie»⁸⁹. Diese befasst sich mit zwei Fragestellungen. Einerseits versucht die Portfolio-Theorie das «in der Praxis übliche Verhalten der Risikostreuung von Anlegern durch Investition in mehrere Wertpapiere» zu begründen und zu quantifizieren⁹⁰. Andererseits soll hierauf basierend bestimmt werden, welche und wie viele Wertpapiere in ein Portfolio aufgenommen werden sollen⁹¹.

Das Ziel der Arbeiten von MARKOWITZ zur Portfolio-Theorie bestand, vereinfacht ausgedrückt, darin, effiziente Portfolios mit Hilfe mathematischer Modelle zu errechnen. Rendite und Risiko einer Anlage sind untrennbar miteinander verbunden. Für das Verständnis der Portfolio-Theorie von MARKOWITZ ist nun entscheidend, dass sich innerhalb eines Wertpapier-Portfolios nicht einfach die einzelnen Risiken eines Anlagetitels oder einer Anlageklasse «addieren», sondern dass sich Risiken zum Teil gegenseitig aufheben. Ein effizientes Portfolio liegt dann vor, wenn es kein Portfolio gibt, das bei gleichem Risiko eine höhere Rendite erwarten lässt.

3. Bedeutung

Bei einem Vergleich der bundesgerichtlichen Rechtsprechung sowie der Portfolio-Theorie zeigt sich, dass die unter dem Schlagwort der Diversifikation verfolgten Ziele unterschiedlich sind. In der bundesgerichtlichen Rechtsprechung geht es bei der Diversifikation darum, das Risiko eines grossen Verlustes des Portfolios, welcher

⁸⁷ Vgl. zur Diversifikation etwa BREALEY/MYERS/ALLEN (Fn 71), S. 186 ff.; BURTON G. MALKIEL, *A Random Walk Down Wall Street*, New York/London 2011, S. 195 ff., 206 ff.

⁸⁸ So Wirtschaftslexikon24.net, abrufbar unter <http://www.wirtschaftslexikon24.net/d/diversifikation/diversifikation.htm>.

⁸⁹ HARRY MARKOWITZ, *Portfolio Selection*, *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1/1952, S. 77 ff.

⁹⁰ Börse Frankfurt, *Prinzip der Theorie von Markowitz, Die Basis von passiven Investments*, abrufbar unter <http://www.boerse-frankfurt.de/DE/index.aspx?pageID=44&NewsID=190>.

⁹¹ Börse Frankfurt, *Prinzip der Theorie von Markowitz, Die Basis von passiven Investments*, abrufbar unter <http://www.boerse-frankfurt.de/DE/index.aspx?pageID=44&NewsID=190>.

entsteht, weil das Vermögen auf wenige Anlagetitel oder Anlageklassen konzentriert wird, zu reduzieren⁹². Bei der Portfolio-Theorie dagegen werden nicht nur die in der bundesgerichtlichen Rechtsprechung erkannten Zwecke verfolgt, sondern darüber hinaus soll insgesamt das Risiko-Rendite-Verhältnis eines Anlegerportfolios optimiert werden. Richtigerweise handelt ein Vermögensverwalter nur sorgfältig, wenn er nicht lediglich – dies nach noch weitgehend unbestimmten Kriterien – das Risiko eines Anlegerverlustes durch Konzentration auf eine zu geringe Anzahl Titel oder Anlageklassen vermeidet, sondern insgesamt eine Risiko-Rendite-Optimierung eines Portfolios vornimmt.

D. Produktive Investition von Kundenvermögen

1. Bundesgerichtliche Rechtsprechung

Sorgfältige oder produktive Vermögensverwaltung bedeutet, dass der Vermögensverwalter die durch die Risikoeignung und Risikoneigung determinierten Anlageziele bestmöglich zu verfolgen hat. Dazu ist – neben der Überwachung des Portfolios des Kunden – erforderlich, dass sich der Vermögensverwalter bei der Wahl der einzelnen Anlagetitel auf zuverlässige Informationsquellen stützt⁹³.

Bis heute ist kaum geklärt, was der Vermögensverwalter über die ausgewählten Titel wissen muss⁹⁴. Rechtsprechung, soweit ersichtlich, existiert in der Schweiz hierzu nicht⁹⁵.

2. Bedeutung

Bei der produktiven Verwaltung von Kundenvermögen stellt sich heute insbesondere die Frage, auf welche Informationsquellen sich eine Bank zu stützen hat. Dies kann nicht allgemein beantwortet werden. Abhängig ist dies insbesondere davon, ob die Vermögensverwaltung mittels einer aktiven oder einer passiven Anlagestrategie erfolgt. Wenn ein Vermögensverwalter eine aktive Anlagestrategie verfolgt, versucht er, durch geschickte Auswahl von Titeln eine besondere Rendite zu erzielen. Verfolgt ein Vermögensverwalter dagegen eine passive Anlagestrategie, wird gerade nicht versucht, durch richtiges Timing und Auswahl bestimmter Titel eine höhere Rendite zu erzielen, sondern es wird ein Index nachgebildet.

⁹² BENICKE (Fn 63), S. 780 m.w.H.

⁹³ Kommentar zu Ziff. 7 Richtlinie Vermögensverwaltungsaufträge.

⁹⁴ Vgl. nur Kommentar zu Ziff. 7 Richtlinie Vermögensverwaltungsaufträge.

⁹⁵ Vgl. ABEGGLEN, Schadenersatzansprüche (Fn 48), S. 44.

Bis heute ist umstritten, ob und in welchem Mass eine aktive Anlagestrategie überhaupt gerechtfertigt sein kann und ob mittels solcher Strategien höhere Renditen erzielt werden können oder nicht. Letztlich hängt dies davon ab, ob davon ausgegangen werden kann, dass Kapitalmärkte informationseffizient⁹⁶ sind oder nicht.

Je nach gewählter Anlagestrategie bestimmt sich, auf welche Informationsquellen ein Vermögensverwalter bei seiner Tätigkeit zurückzugreifen hat. Verfolgt ein Vermögensverwalter eine passive Anlagestrategie, sind titelbezogene Informationen vernachlässigbar. Verfolgt ein Vermögensverwalter dagegen eine aktive Anlagestrategie, besteht eine Pflicht zur titelbezogenen Analyse. Bei der titelbezogenen Analyse stehen zwei mögliche Techniken im Vordergrund⁹⁷: die sog. Fundamentalanalyse⁹⁸ und die technische Analyse⁹⁹. Ob bei der Vermögensverwaltung eine Pflicht zur Fundamentalanalyse besteht oder nicht, ist bis heute umstritten. Zwecks Vermeidung allfälliger Schadenersatzansprüche sollte eine Bank deshalb den Kunden aufklären, ob Fundamentaldaten berücksichtigt werden oder nicht. Findet eine Fundamentalanalyse statt, hat der Vermögensverwalter die Pflicht, alle relevanten Informationen zu berücksichtigen, welche öffentlich verfügbar sind¹⁰⁰. Dabei darf sich der Vermögensverwalter nicht auf leicht zugängliche Quellen beschränken, sondern hat auch entferntere Informationsquellen zu berücksichtigen¹⁰¹. Informationen, welche ausschliesslich von der Geschäftsleitung eines Unternehmens stammen, dürfen ohne eigene Nachprüfung nicht übernommen werden, sondern sind zu verifizieren¹⁰².

VIII. Ausblick

Die Vermögensverwaltung durch schweizerische Banken steht derzeit unter starkem Regulierungsdruck. Bei aller notwendigen Regulierung zum Schutz des Anlegers sollte aber nicht vergessen gehen, dass ein Anleger Renditen letztlich nur durch das

⁹⁶ Vgl. dazu EUGENE FAMA, Efficient Capital Markets, A Review of Theory and Empirical Work, in: *Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2/1970, S. 383 ff.

⁹⁷ Vgl. kritisch zum Ganzen etwa MALKIEL (Fn 87), S. 111 ff.

⁹⁸ Bei der Fundamentalanalyse wird das künftige Gewinn- und Dividendenwachstum eines Titels anhand fundamentaler Faktoren wie Bilanz, Erfolgsrechnung, Managementbeurteilung usw. geschätzt. UBS BANKFACHWÖRTERBUCH, abrufbar unter http://www.ubs.com/1/g/about/bterms/content_f.html.

⁹⁹ Bei der technischen Analyse, auch Chartanalyse genannt, werden Kursentwicklungen anhand vergangener Preis- und Voluminaentwicklungen prognostiziert. UBS BANKFACHWÖRTERBUCH, abrufbar unter http://www.ubs.com/1/g/about/bterms/content_t.html

¹⁰⁰ Vgl. dazu etwa die «Bond-Rechtsprechung» des deutschen Bundesgerichtshof, BGH, Urteil vom 6. Juli 1993, XI ZR 12/93. Einschränkend BGH, Urteil vom 7. Oktober 2008, XI ZR 89/07.

¹⁰¹ BENICKE (Fn 63), S. 795 m.w.H.

¹⁰² BENICKE (Fn 63), S. 795 m.w.H.

Eingehen von Risiken erzielen kann. Welches Risiko ein Anleger aber eingehen will, hängt von seinen Renditeerwartungen ab. Entsprechend ist die Risikoeignung und -neigung eines Anlegers sowie dessen Renditeerwartung im Einzelfall zu bestimmen. Fixe Vorschriften hinsichtlich der Anlage von Kundenvermögen sind hierfür verfehlt und führen letztlich dazu, dass künftige Renditen des Anlegers beschnitten werden.

Entsprechend sollte dem Vermögensverwalter keine prinzipielle Beschränkung durch «Spekulationsverbote» auferlegt werden. Auch Risikovermeidungsvorschriften, welche auf einem einseitigen Verständnis der Diversifikation beruhen, sind wenig hilfreich. Erforderlich ist aber, dass für die Vermögensverwaltung insgesamt ein strenger Sorgfaltsmassstab, gerade für die Beschaffung und Auswertung von verfügbaren Informationen, angelegt wird und die Erkenntnisse der Portfolio-Theorie bei der Diversifikation zu berücksichtigen sind. Dies dürfte es letztlich erforderlich machen – wenn auch gegen zu erwartenden Widerstand gewisser Vermögensverwalter –, dass an die fachlichen Fähigkeiten eines Vermögensverwalters höhere Anforderungen gestellt werden als bislang¹⁰³. Darüber hinaus ist sicherzustellen, dass Anleger allfällige Ansprüche bei Verletzung von Sorgfaltspflichten effektiv auch durchsetzen können¹⁰⁴.

¹⁰³ Vgl. etwa die englische FINANCIAL SERVICES AUTHORITY FSA, Distribution of retail investments, Delivering the RDR, Consultation Paper 09/18, June 2009, S. 40 ff.

¹⁰⁴ Vgl. dazu kürzlich CONTRATTO (Fn 11), S. 20 ff.

This document is for information purpose only. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means electronic, mechanical, photocopying, recording or otherwise without the prior permission of Oliver Arter.

**Oliver Arter, Consultant, Attorney at law, Bellerivestrasse 201,
8034 Zurich, Switzerland, Tel.: 0041 44 386 6000.**