

Schweizerisches
Bundesgericht, Urteil vom
22. Juni 2011, BGer.
4A_90/2011 – Haftung
des Vermögensverwalters

2.7. Schuldrecht – allgemein / Droit des obligations – en général

2.7.2. Obligationenrecht – Besonderer Teil – allgemein / Droit des obligations – Partie spéciale – en général

2.7.2.9. Auftragsrecht / Mandat

(3) Haftung des Vermögensverwalters. Anlagepolitik – Spekulation – Diversifikation.

Bundesgericht, I. Zivilabteilung, Urteil vom 22. Juni 2011
(4A_90/2011), *i.S. X. c. Y. AG*, Beschwerde in Zivilsachen.



OLIVER ARTER
lic. iur., TEP, Rechtsanwalt, Zürich

I. Sachverhalt¹

A. X., französischer Staatsangehöriger, wohnhaft im Wallis, hat ein geschätztes Vermögen, bestehend aus beweglichen und unbeweglichen Vermögenswerten, von zwischen CHF 500 und CHF 800 Mio. Zu diesem Vermögen ist er dank einem von ihm gegründeten und geführten Unternehmen im Bau- und Bauingenieurwesen gekommen.

X. hat durch Vermittlung eines Golflehrers A. kennengelernt, der bei der Zweigniederlassung der Firma Y. AG (nachfolgend: Y.), einer Bank mit Sitz in Zürich, über eine Zeichnungsberechtigung verfügte. A., Kundenverantwortlicher in der Abteilung «Privatbanking», hatte bei den Mitgliedern des Golfklubs für Vermögensverwaltungsgeschäfte einen guten Ruf.

Am 5. April 1996 hat X. bei Y., vertreten durch A., ein Konto eröffnet. Gemäss den unterzeichneten und ausgehändigten Unterlagen haben die Parteien vereinbart, dass ihre Vertragsbeziehungen dem schweizerischen Recht unterstehen sollen.

Um sein Konto (welches in diverse Subkonti mit unterschiedlichen Währungen aufgeteilt war) zu alimentieren, hat X. folgende Zahlungen ausgeführt: am 10. Januar 1997 FRF 5 Mio.; am 11. April 1997 USD 11'940, entsprechend FRF 69'007; am 7. August 1997 FRF 5 Mio.; im Mai 1998 FRF 6'269'372, in Form von Wertpapieren; am 23. Juni 1998 € 5'941; am 24. März 1999 € 3'811'225.43, entsprechend FRF 25 Mio.

Mit einigen wenigen Ausnahmen war es A., der über die getätigten Anlagen der auf das Konto einbezahlten Mittel entschied. Den Anweisungen von X. folgend schickte Y. monatlich periodische Kontoauszüge der Firma D. Im Übrigen wurde auf Wunsch von X. vom 13. April 1999 ein Auszug der getätigten Anlagen alle zwei bis drei Monate einer Vertrauensperson geschickt. X. hat sich nie über die von A. getroffene Auswahl der Anlagen beschwert.

Das Vermögen wurde jeweils dynamisch verwaltet, das heisst mit dem Ziel, eine hohe Rendite zu erzielen. Während des ersten Semesters 1997 stieg der Wert des Portefeuilles um 16,8%. Für das gesamte Jahr 1997 betrug der Wertzuwachs rund 14%. X. wünschte offensichtlich Resultate, da er Mittel, welche von A. stammten, verschieben liess, weil er mit der Performance dieser Bank nicht zufrieden war. In der Folge, im Jahr 1998, erklärte er sich «mit dem Dossier sehr zufrieden» und verschob einige Wertpapiere, die bei C. im Depot waren, da er der Ansicht war, dass die durch diese Bank erzielte Rendite nicht zufriedenstellend sei. Y. wusste, dass die auf das Konto übertragenen Wertschriften nur einen geringen Anteil am gesamten Vermögen von X. darstellten.

Ende 1999 tauchten Wertpapiere aus dem Technologiesektor im Portfolio auf. Gemäss einem Sachverständigen waren zu jener Zeit solche Technologie-Titel in den «dynamischen» Portefeuilles gerade in Mode. Diese Politik zog sich bis ins Jahr 2000 so fort, ohne irgendeine Reaktion seitens von X. Am 31. August 2000 betrug der Anteil der Wertpapiere aus dem Technologiesektor im Portfolio 32%.

Der Wert des Portfolios erreichte seinen höchsten Stand am 29. Februar 2000 mit FRF 49'639'988. In der Folge sank der Wert des Portfolios regelmässig, bis es am 4. Januar 2001 schliesslich FRF 35'359'892 betrug. Das Fallen dieser Werte ist vor allem dem Platzen der «Technologie-Blase» zwischen Oktober und Dezember 2000 zuzuschreiben sowie Verpflichtungen resultierend aus Positionen in Optionen. Gemäss Sachverständigen wurden die Risiken bei «high tech»-Titeln generell unterschätzt, und es brauchte die Krise im letzten Trimester des Jahres 2000, damit sich die Analysten dieser Risiken bewusst wurden.

X. wurde mehrmals während telefonischen Gesprächen mit A. binnen des zweiten Trimesters des Jahres 2000 informiert, dass die Kursentwicklung ungünstig sei. Die beiden trafen sich am 22. September 2000 und X. zog daraus den Schluss, dass alles in Ordnung sei. Zugleich hoffte er darauf, dass seine Aktien wieder steigen würden. Ein weiteres Gespräch fand im November 2000 statt, nach dem Kurszerfall der Miracle-Aktien. Anlässlich dieses Gesprächs wurde keine Änderung der Strategie beschlossen. Am 3. Januar 2001 beging A. Suizid. [...].

Der Autor bedankt sich bei lic. iur. MIRIANA EMANUELE, Zürich, für ihre wertvolle Mitarbeit beim Verfassen dieses Artikels sowie bei NATALIA SEMADENI, Zürich, für die Abschlussredaktion.

¹ Übersetzung des französischen Urteilstextes durch den Rezensenten.

Im Januar 2001 hatte der Direktor der Zweigniederlassung zwei Gespräche mit X., wobei er ihn drängte, eine Entscheidung betreffend seine «high tech»-Positionen zu treffen. X. konsultierte Dritte und erteilte telefonisch Verkaufsaufträge am 8., 14. und 15. Februar 2001. Anschliessend beendete er die Bankbeziehung zwischen dem 27. Juli und dem 8. August 2001.

B. Mittels «mémoire-demande» vom 8. September 2003 reichte X. Klage gegen Y. (nachfolgend: die Bank) bei den waadtländischen Gerichten ein mit der Begründung, dass sein Konto schlecht verwaltet worden und ihm dadurch ein grosser Schaden entstanden sei. Er verlangte, dass die Bank verpflichtet werde, ihm FRF 14'994'597.29 bzw. CHF 3'435'290.69 samt Zins von 5% (mittlerer Zinssatz) seit 1. Juli 2000 unter Kosten- und Entschädigungsfolgen zu bezahlen.

Die Bank schliesst auf Abweisung der Klage unter Kosten- und Entschädigungsfolgen.

Mit Entscheid vom 17. Dezember 2010, welcher den Parteien am 21. Dezember 2010 zugestellt wurde, hat die Cour Civile I du Tribunal Cantonal Valaisan die Klage unter Kosten- und Entschädigungsfolgen abgewiesen.

C. X. erhebt gegen den kantonalen Entscheid vom 17. Dezember 2010 beim Bundesgericht Beschwerde in Zivilsachen. Er macht eine willkürliche Beweiswürdigung und eine Verletzung von Art. 398 Abs. 2 und Art. 97 OR geltend, verlangt deshalb die Aufhebung des kantonalen Entscheids und wiederholt seine Ausführungen; alles wiederum unter Kosten- und Entschädigungsfolgen. Eventualiter verlangt er die Rückweisung an die Vorinstanz.

Der Beklagte schliesst auf Abweisung der Beschwerde in Zivilsachen unter Kosten- und Entschädigungsfolgen.

II. Erwägungen²

[...] 2.1 Der Beschwerdeführer macht eine Verletzung von Art. 9 BV geltend mit der Begründung, die Vorinstanz habe willkürlich angenommen, dass er die Behauptung, der Anteil der «high tech»-Titel hätte ein unzumutbares Risiko dargestellt, zu spät eingebracht habe. Auch habe sie willkürlich angenommen, die Sachverständigen hätten nicht festgestellt, dass erstens sich die Anlage auf eine zu kleine Anzahl von Titeln beschränkt habe und zweitens das Volumen der erwähnten «high tech»-Aktien die Limite überschritten habe, die die Sorgfaltspflicht einem umsichtigen Vermögensverwalter auferlege. [...].

2.1.2 Indem der Beschwerdeführer auf verschiedene Stellen in seinen Beilagen verweist, versucht er zu beweisen,

dass er rechtzeitig auf den Umstand hingewiesen hatte, dass die Konzentration auf «high tech»-Titel exzessiv war.

In Wirklichkeit resultiert aus den erwähnten Beilagen, dass der Beschwerdeführer in seiner Darstellung der Tatsachen behauptete, die Bank hätte einen Strategiefehler begangen, indem sie sich auf «high tech»-Titel konzentriert habe, wobei einige Titel besonders schlecht ausgewählt gewesen seien. Aus keiner seiner Beilagen geht der Gedanke hervor (im kantonalen Verfahren im Übrigen verspätet eingebracht), dass es eine allgemein anerkannte Vorschrift zur Vermögensverwaltung geben soll, nach der es von Vorteil sei, wenn sich im Portefeuille nur eine bestimmte Anzahl von Titeln aus dem gleichen Wirtschaftssektor befinden würde. Zu prüfen, ob es eine solche Usanz gibt und welches der Inhalt ist, ist eine Tatfrage (BGE 128 III 22 E. 2c. S. 25; 113 II 25 E. 1a S. 27). Mit anderen Worten findet man in den angeführten Beilagen die Behauptung, dass die Bank eine allgemein anerkannte Vorschrift zur Vermögensverwaltung verletzt habe, indem sie zu einem bestimmten Zeitpunkt 32% des Portfolios in «high tech»-Werte investiert habe, nicht. Die beanstandete kantonale Feststellung betrifft offensichtlich diesen Punkt, und es ist nicht ersichtlich, inwiefern sie willkürlich sein soll.

Es ist auch nicht ersichtlich, wie dies der Beschwerdeführer behauptet, dass einer der zwei beigezogenen Sachverständigen festgestellt hätte, das Volumen der «high tech»-Titel verletze eine allgemein anerkannte Vorschrift zur Vermögensverwaltung. Diesbezüglich zeigt der Beschwerdeführer ebenfalls nicht auf, inwiefern die Feststellung der Vorinstanz willkürlich sein soll. Vielmehr hat der Sachverständige durch seine Erklärung, wonach «high tech»-Titel bei dynamisch verwalteten Portfolios zu jener Zeit in Mode waren und das Platzen der Technologie-Blase alle überraschte, aufgezeigt, dass er im erreichten Volumen der Technologie-Titel im Portfolio des Beschwerdeführers nichts Aussergewöhnliches sah.

Es wurde behauptet, es verstosse wegen des zu hohen Risikos gegen die Regeln einer guten Verwaltung, Kaufoptionen ungedeckt zu verkaufen sowie Verkaufsoptionen zu kaufen [...]. Die Vorinstanz hat festgestellt, dass es nicht möglich sei, aufgrund der Beilagen des Beschwerdeführers und der Feststellungen der Sachverständigen festzustellen, ob und in welchem Ausmass diese Geschäfte einen Schaden verursacht hätten. Auch diesbezüglich gelingt es dem Beschwerdeführer nicht aufzuzeigen, inwiefern diese Feststellung willkürlich sein soll. Die Beweisführung beschränkt sich wiederum darauf, Geschäfte mit Optionen aufzuzählen, ohne hervorzuheben, welche ungedeckt getätigt wurden und somit unzulässig waren. Im Übrigen ist nicht ersichtlich, wie aufgrund der in der Beschwerdeschrift enthaltenen Elemente die Gesamtheit der ungedeckt getätigten

² Übersetzung des französischen Urteilstextes durch den Rezensenten.

Optionsgeschäfte bestimmt werden könnte und ob im Falle des Beschwerdeführers aus diesen Geschäften ein Gewinn oder ein Verlust resultierte. Die Schlussfolgerung der Vorinstanz, nach welcher der Beweis eines Schadens nicht erbracht wurde, kann nicht als willkürlich betrachtet werden.

2.2 Der Beschwerdeführer macht weiter eine Verletzung von Art. 398 Abs. 2 OR und Art. 97 OR geltend. Er behauptet, die Vorinstanz habe zu Unrecht eine Verantwortlichkeit der Bank für den durch ihn erlittenen Verlust verneint.

2.2.1 Diejenige Person, die ein Bankkonto eröffnet, darauf Mittel überweisen lässt und Anlagegeschäfte vornimmt, geht mit der Bank ein komplexes Vertragsverhältnis ein, in welchem sich die charakteristischen Elemente eines Kontokorrents (für die Abrechnung der Geschäfte), eines depositum irregulare (für die ausgehändigten Titel), eines Auftrags (zumindest für die administrative Verwaltung der Titel) und einer Kommission (für den Kauf oder Verkauf der Titel im Namen der Bank) finden (BGE 131 III 377 E. 4 S. 380; Urteil 4C.387/2000 vom 15. März 2001 E. 2a publiziert in SJ 2001 I S. 525). Betreffend die im Portfolio angelegten Titel kann man auch von einem Hinterlegungsvertrag ausgehen.

Dem Kunden einer Bank, der Anlagegeschäfte vornehmen möchte, stehen grundsätzlich drei juristische Konstruktionen zur Verfügung: das einfache Bankdepot mit Weisungsrecht des Kunden, die Anlageberatung oder das Verwaltungsmandat (BGE 133 III 97 E. 7.1 S. 102; Urteil 4C.72/1999 vom 26. Mai 1999 E. 2a).

Beim Verwaltungsmandat verpflichtet sich der Vermögensverwalter, einen Teil oder das gesamte Vermögen des Kunden gemäss Vertrag zu verwalten. Hierbei entscheidet er – innerhalb der vom Kunden gesetzten Grenzen – selbst über die zu tätigen Börsengeschäfte (Urteil 4A_168/2008 vom 11. Juni 2008 E. 2.1 publiziert in SJ 2009 I S. 13). Beim Anlageberatungsvertrag entscheidet der Kunde hingegen immer selber über die zu tätigen Geschäfte (bereits zitiertes Urteil 4A_168/2008 E. 2.1), und die Bank kann nur auf Weisungen hin tätig werden oder mit Einverständnis des Kunden (Urteil 4A_262/2008 vom 23. September 2008 E. 2.1).

Im vorliegenden Fall wurde in tatsächlicher Hinsicht – was das Bundesgericht bindet (Art. 105 Abs. 1 BGG) – festgestellt, dass die Entscheidungen, welche die Anlagegeschäfte betrafen, grundsätzlich durch die Bank selbst gefällt wurden. Somit ist von einem Verwaltungsmandat (auch Vermögensverwaltungsvertrag genannt) auszugehen. Diese Qualifikation schliesst in keiner Weise aus, dass der Kunde gelegentlich auch Weisungen an die Bank erteilen kann (Urteil 4C.171/2000 vom 6. Dezember 2000 E. 2b; Urteil 4C.116/1995 vom 9. August 1995 E. 2c publiziert in SJ 1996 I S. 193).

Das Verwaltungsmandat ist ein Auftrag im Sinne von Art. 394 ff. OR, zumindest was die Aufgaben und die Verantwortlichkeit des Verwalters anbelangt (BGE 132 III 460 E. 4.1 S. 464; 124 III 155 E. 2b S. 161).

2.2.2 Da die Verantwortlichkeit des Verwalters den auftragsrechtlichen Regeln untersteht, ist die Bank gegenüber dem Kunden für eine sorgfältige und getreue Ausführung des Vertrags verantwortlich (Art. 398 Abs. 2 OR; BGE 124 III 155 E. 2b S. 161).

Den Verwalter trifft eine Sorgfaltspflicht und er ist für den Schaden verantwortlich, den er dem Kunden bei vorsätzlicher oder fahrlässiger Verletzung seiner Sorgfaltspflicht zufügt (Art. 321e in Verbindung mit Art. 398 Abs. 1 OR; BGE 124 III 155 E. 3 S. 161).

Wenn die Bank präzise Weisungen erhalten hat, darf sie davon nur im Rahmen von Art. 397 Abs. 1 OR abweichen. Das Mass der Sorgfalt bestimmt sich nach objektiven Kriterien (Urteil 4C.158/2006 vom 10. November 2006 E. 3.1; Urteil 4C.126/2004 vom 15. Dezember 2004 E. 2.2).

Der Vermögensverwalter hat die geschuldete Sorgfalt anzuwenden, muss aber nicht für den Erfolg seiner Tätigkeit einstehen (bereits zitiertes Urteil 4C.158/2006 E. 3.1; Urteil 4C.18/2004 vom 3. Dezember 2004 E. 1.1 publiziert in Praxis 2005 Nr. 73 S. 566).

Bei vertragsrechtlichen Beziehungen richten sich die Voraussetzungen für eine Schadenersatzklage nach Art. 97 Abs. 1 OR. Wenn die Bank den Vertrag nicht oder schlecht erfüllt, hat sie dem Kunden den daraus entstehenden Schaden zu ersetzen, ausser wenn sie beweisen kann, dass sie kein Verschulden trifft (bereits zitiertes Urteil 4A_168/2008 E. 2.6; Urteil 4C.191/2004 vom 7. September 2004 E. 4.2). Für einen Schadenersatzanspruch müssen vier Voraussetzungen kumulativ erfüllt sein: eine Vertragsverletzung (in Form einer Nicht- oder Schlechterfüllung), ein Verschulden (welches vermutet wird), eine Kausalität (natürliche und adäquate) und ein Schaden.

Die Beweislast (Art. 8 ZGB) für das Vorliegen der Voraussetzungen für eine Haftung der Bank trägt der Kunde. Das heisst, er muss beweisen, dass ein Vertrag geschlossen worden ist, dass die Bank ihn schlecht erfüllt hat, dass ein Schaden entstanden ist und dass ein Kausalzusammenhang zwischen der Schlechterfüllung und dem Schaden besteht. Die Bank kann ihrerseits den Beweis erbringen, dass sie kein Verschulden trifft (Art. 97 Abs. 1 OR). Zudem kann sie zu ihrer Entlastung zum Beispiel vorbringen, dass der Kunde neue Weisungen erteilt oder dass er nachträglich seine Zustimmung zu den getätigten Geschäften erteilt hat (bereits zitiertes Urteil 4C.18/2004 E. 1.5 und 1.8).

2.2.3 Vorliegend ist dem Beschwerdeführer der Beweis nicht gelungen, dass er der Bank präzise Weisungen bezüglich der Verwaltung seines Vermögens erteilt hätte, insbe-

sondere dass er gewisse Anlagearten verboten (z.B. die Geschäfte mit Optionen) oder dass er gewisse Limiten gesetzt hätte (z.B. eine bestimmte Prozentzahl von Aktien oder vergleichbaren Titeln). Es muss deshalb gefolgert werden, dass der Kunde der Bank vertraute und diese daher bei der Mandatsführung über eine grosse Freiheit verfügte. Ohne konkrete Weisungen darf der Verwalter alle gewöhnlichen Bankgeschäfte ausführen (Urteil 4C.467/1994 vom 28. Juli 1995 E. 2b).

Unter Vorbehalt der ungedeckten Geschäfte mit Optionen – auf welche noch zurückzukommen sein wird (E. 2.2.5) – ist in tatsächlicher Hinsicht (Art. 105 BGG) nicht erstellt, dass die Bank Anlagegeschäfte ausserhalb der gewöhnlichen Bankgeschäfte tätigte.

Gewiss scheint es so, dass die Bank vom Kunden keine näheren Auskünfte über das Ausmass des Risikos, das dieser einzugehen bereit war, einholte (bereits zitiertes Urteil 4C.158/2006 E. 3.3.1). Sie wusste allerdings, dass der Kunde über ein beträchtliches Vermögen verfügte und dass die auf dem Konto «...» angelegten Mittel nur einen kleinen Anteil davon ausmachten. Der Kunde hatte andererseits klar den Wunsch zum Ausdruck gebracht, eine hohe Rendite zu erzielen, denn er zog das Vermögen, das er bei anderen Banken hielt, ab, weil er deren Renditen für ungenügend hielt. Auch wenn jemand, der wie der Beschwerdeführer ein beträchtliches Vermögen durch Geschäfte angehäuft hat, kein Finanzspezialist ist, muss er erkennen, dass eine hohe Rendite nur erzielt werden kann, wenn ein erhebliches Risiko eingegangen wird. Da der Kunde klar den Willen zum Ausdruck gebracht hatte, eine hohe Rendite zu erzielen, kann man nicht behaupten, die Bank habe gegen die Weisungen des Kunden gehandelt, indem sie sich für eine dynamische Verwaltung des Portefeuilles entschied.

Die Vorinstanz hat erwogen, dass die Bank ihre Sorgfaltspflicht verletzte, indem sie mit dem Kunden die zu verfolgende Anlagestrategie nicht näher besprach. Sie hat jedoch die Ansicht vertreten, dass ein Kausalzusammenhang zwischen dieser Vertragsverletzung und dem Schaden fehlte, da aufgrund des allgemeinen Verhaltens des Kunden davon auszugehen gewesen sei, dass er eine hohe Rendite wünschte und dem Vermögensverwalter vertraute. Somit hätte eine Präzisierung nichts am Geschehensablauf geändert. Es ist nicht ersichtlich, inwiefern die Argumentation der Vorinstanz Bundesrecht verletzen soll.

Da das Verwaltungsmandat breit definiert ist, haftet der Verwalter nur für Verluste, die aus unvernünftigen Geschäften resultieren, mit anderen Worten nur für solche Geschäfte, die ein professioneller Verwalter vernünftigerweise und objektiv betrachtet nicht getätigt hätte (Urteil 4C.285/1993 vom 5. Mai 1994 E. 2c publiziert in SJ 1994 S. 729). Gemäss Beurteilung – bezüglich dieser wird keine Willkür

geltend gemacht – der durch die Vorinstanz beigezogenen Sachverständigen kann keines der getätigten Geschäfte, ex ante betrachtet, als unvernünftig betrachtet werden. Im vorliegenden Fall wurde insbesondere keine übermässige Konzentration auf einen einzelnen Titel festgestellt (zu dieser Frage: Urteil 4C.385/2006 vom 2. April 2007 E. 5.2 publiziert in SJ 2007 I S. 499).

Was die übermässige Konzentration auf Titel aus dem technologischen Bereich betrifft, ist nicht erstellt worden (und auch nicht als Beweis offeriert worden), dass es eine allgemein anerkannte Vorschrift betreffend die Vermögensverwaltung geben würde, die die Prozentzahl für Titel, die aus demselben wirtschaftlichen Sektor stammen, beschränken würde (siehe auch vorne E. 2.1.2). Der Sachverständige hat vielmehr festgestellt, dass das Vorhandensein dieser Titel in dynamisch verwalteten Dossiers «in Mode» war und dass alle vom Platzen der Technologie-Blase überrascht wurden. Der zweite Sachverständige, der korrekterweise eine ex ante-Analyse vorgenommen hat, hat weder Verwunderung zum Ausdruck gebracht noch die kleinste Kritik diesbezüglich geäussert. Gestützt darauf hat die Vorinstanz, ohne Bundesrecht zu verletzen, abgeleitet, dass die Bank ihre Sorgfaltspflicht nicht verletzt hat.

Eine fehlende Überwachung der Anlagen wurde auch nicht festgestellt (bereits zitiertes Urteil 4C.158/2006 E. 3.2). 2.2.4 Betreffend die Geschäfte mit Optionen hat ein Sachverständiger festgestellt, dass der Kunde über die Risiken, die mit dieser Art von Anlagegeschäften verbunden sind, erst nach Beginn der Vornahme dieser Geschäfte informiert wurde. Darin kann man tatsächlich eine Verletzung der Informationspflicht sehen (Urteil 4C.278/1996 vom 25. Februar 1998 E. 2a).

Der Beschwerdeführer hat jedoch nicht reagiert, als er schliesslich informiert wurde, und es wurden weitere Geschäfte mit Optionen getätigt – worüber der Beschwerdeführer regelmässig informiert wurde –, ohne dass dieser protestiert hätte. Daraus muss man ableiten, dass er diese Art von Investition akzeptierte, und die verspätete Information kann nicht kausal sein für irgendeinen Schaden.

2.2.5 Ein Sachverständiger hat festgehalten, dass der ungedeckte Verkauf von Kaufoptionen nicht im Rahmen eines Verwaltungsmandats hätte vorgenommen werden dürfen. Darin kann man in der Tat ein Geschäft mit einem unvernünftigen Risiko erblicken, weshalb von einer Sorgfaltspflichtverletzung ausgegangen werden kann.

Damit die Haftung der Bank greift, müssen allerdings alle vier vorerwähnten Voraussetzungen erfüllt sein, insbesondere das Vorliegen eines Schadens (zum Schadensbegriff: BGE 133 III 462 E. 4.4.2 S. 471).

Um beurteilen zu können, ob ein Schaden entstanden ist, muss zunächst eine Liste mit allen unerlaubten Geschäft-

ten erstellt werden und nicht bloss mit solchen Geschäften, die einen Verlust verursacht haben (Urteil 4C.74/2001 vom 17. Oktober 2001 E. 4).

Nun hat die Vorinstanz festgestellt – ohne dass Willkür diesbezüglich bewiesen wurde (vorne E. 2.1.2) –, dass keine vollständige Liste mit den ungedeckten Geschäften mit Optionen gefunden wurde, weder in den Beilagen des Beschwerdeführers noch in den Auskünften der Sachverständigen. Es kann somit nicht festgestellt werden, ob und in welchem Ausmass aus diesen unerlaubten Geschäften ein Verlust resultierte. Die Vorinstanz hat daher den Schluss gezogen, dass der Beweis für das Vorliegen eines Schadens nicht erbracht wurde, was sich aus der Feststellung des Sachverhalts ergibt (BGE 132 III 564 E. 6.2 S. 576). Da kein Schaden bewiesen wurde, hat die Vorinstanz kein Bundesrecht verletzt, indem sie festgestellt hat, dass eine der Voraussetzungen zur Geltendmachung von Schadenersatz fehlt.

Die Abweisung der Klage verstösst damit nicht gegen Bundesrecht, insbesondere gegen die vom Beschwerdeführer geltend gemachten Art. 398 Abs. 2 und Art. 97 OR.

3. Es folgt aus den vorne erwähnten Erwägungen, dass die Beschwerde abgewiesen werden muss.

III. Bemerkungen

Das Urteil des Bundesgerichts vom 22. Juni 2011 behandelt diverse Aspekte von Vermögensverwaltungsmandaten. Auf ausgewählte Aspekte wird nachfolgend näher eingetreten.

1. Aufklärung und Anlageziel

Bevor ein Vermögensverwalter seine Tätigkeit aufnimmt, hat er den Kunden über den Inhalt des Vermögensverwaltungsvertrags aufzuklären und in direktem Kontakt mit diesem dessen *Anlageziele* (Renditevorstellungen) zu bestimmen und festzuhalten. Dazu sind die *Vermögensverhältnisse* des Kunden *in Erfahrung zu bringen* und ein *Kundenprofil* zu erstellen. Nach der Rechtsprechung des schweizerischen Bundesgerichts (BGer., Urteil vom 10. November 2006, 4C.158/2006) gehört das Erstellen eines Kundenprofils zu den Sorgfaltspflichten des Vermögensverwalters; es muss vor oder gleichzeitig mit dem Abschluss des Vermögensverwaltungsvertrags erstellt werden und «dient insbesondere dem Zweck, das Ausmass des Risikos zu bestimmen, das der Kunde bei der Anlage des Geldes eingehen will und nach seinen Lebensumständen auch eingehen kann (sog. subjektive und objektive Risikofähigkeit des Kunden [...])».

Dem Kundenprofil kommt hinsichtlich des vom Kunden gewünschten *Risikos* dann keine selbständige Bedeutung zu, wenn die tatsächlich getroffenen vertraglichen

Abmachungen über die Vermögensverwaltung hiervon abweichen und der Kunde beispielsweise eine riskante, spekulative Anlagepolitik verfolgen will (BGer., Urteil vom 10. November 2006, 4C.158/2006).

2. Anlagepolitik

Anschliessend hat der Vermögensverwalter zwecks Umsetzung der festgehaltenen Anlageziele die passende Anlagepolitik nach freiem Ermessen festzulegen, wobei dieser unter Einhaltung allfälliger spezieller Weisungen handelt (vgl. OLIVER ARTER, *Sorgfalt bei der Vermögensverwaltung durch Banken*, in: Franco Lorandi/Daniel Staehelin [Hrsg.]: *Innovatives Recht, Festschrift für Ivo Schwander*, Zürich/St. Gallen 2011, 257 ff., 262 ff.). Damit der Vermögensverwalter seine Sorgfaltspflichten bei der Investition des Kundenvermögens wahr, sind drei Grundpflichten zu befolgen: Erstens darf er nicht «übermässig spekulieren», zweitens hat er mittels Diversifikation eine angemessene Risikoverteilung anzustreben und drittens ist das Vermögen produktiv zu investieren (dazu ARTER, a.a.O., 266 ff.).

3. Spekulation

Gerügt wurde in vorliegendem Bundesgerichtsentscheid – wenn auch nicht explizit – eine übermässige Spekulation (vgl. dazu auch BGer., Urteil vom 15. September 2004, 4C.126/2004). Eine Pflicht, übermässige Spekulation per se zu vermeiden, existiert nach schweizerischem Recht nicht. Dies ergibt sich bereits daraus, dass zwischen Risiko und Rendite ein enger Zusammenhang besteht und höhere Renditen nur durch höhere Risiken erzielt werden können (vgl. dazu etwa RICHARD A. BREALEY/STEWART C. MYERS/FRANKLIN ALLEN, *Principles of Corporate Finance*, New York 2008, 172 ff.). Risiken können in zwei Kategorien unterteilt werden: einerseits systematische Risiken (bzw. Markttrisiken), das heisst Risiken, welche mit der Marktentwicklung zusammenhängen, und andererseits unsystematische Risiken, das heisst Risiken, welche mit einem einzelnen Anlagetitel zusammenhängen (vgl. etwa WILLIAM SHARPE, *Capital Asset Prices – A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*, *The Journal of Finance*, Vol. XIX, No. 3/1964, 425 ff.). Systematische Risiken lassen sich mittels Diversifikation nicht vermeiden, unsystematische dagegen schon. Wer systematische Risiken eingeht, kann vom Markt eine höhere Rendite erwarten, nicht aber, wer unsystematische Risiken eingeht. Daraus folgt für den Vermögensverwalter, dass er unsystematische Risiken zu vermeiden hat, nicht aber systematische Risiken. Inwieweit ein Vermögensverwalter systematische Risiken eingehen darf, bemisst sich im Einzelfall anhand der Risikoeignung und Risikoneigung des Kunden sowie dessen Anlageziele (so schon ARTER, a.a.O., 268 f.).

Ob in casu durch die Investition des Kundenvermögens in einzelne «high tech»-Werte unsystematische Risiken eingegangen wurden, lässt sich dem Entscheid des Bundesgerichts, mangels Vorbringung, nicht entnehmen, liesse sich aber gerade bei Technologie-Titeln nicht ausschliessen. Eine Sorgfaltspflichtverletzung betreffend systematische Risiken von Werten des «high tech»-Marktes wurde vom Bundesgericht korrekterweise verneint (vgl. zu systematischen Risiken auch SANDRO ABEGGLEN, Börsenblasen, übertriebene Performance-Ansprüche und Finanzmarktrecht, recht 2004, 223 ff.).

4. Diversifikation

In vorliegendem Bundesgerichtsentscheid wird weiter die Pflicht des Vermögensverwalters zur Diversifikation thematisiert. In einem früheren Entscheid zur Risikoverteilung und Diversifikation bei der Vermögensanlage hat das Bundesgericht ausgeführt (BGer., Urteil vom 28. Juli 1995, 4C.467/1994), dass die Risikoverteilung eine der Aspekte der Sorgfaltspflicht sei und 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 sei. Unter der Pflicht zur Diversifikation wird somit allgemein verlangt, dass Vermögenswerte auf verschiedene Anlageklassen und innerhalb einer Anlageklasse auf verschiedene Anlagetitel aufgeteilt werden, wobei innerhalb von Anlageklassen wiederum nach Ländern, Märkten, Branchen, Währungen und Schuldnern zu diversifizieren ist.

Ausgangspunkt der Portfolio-Diversifikation ist die von HARRY MARKOWITZ begründete *Portfolio-Theorie* (vgl. dazu HARRY MARKOWITZ, Portfolio Selection, The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1/1952, 77 ff.). Das Ziel der Forschung von HARRY MARKOWITZ bestand darin, effiziente Portfolios mit Hilfe mathematischer Modelle zu errechnen. Entscheidend für das Verständnis der Portfolio-Theorie ist, dass sich innerhalb eines Wertpapier-Portfolios die einzelnen Risiken eines Anlagetitels oder einer Anlageklasse nicht einfach «addieren», sondern dass sich Risiken zum Teil gegenseitig aufheben, weshalb ein effizientes Portfolio dann vorliegt, wenn es kein Portfolio gibt, das bei gleichem Risiko eine höhere Rendite erwarten lässt (vgl. dazu ARTER, a.a.O., 271 f.). Auf die so zu verstehende Diversifikation geht die bundesgerichtliche Rechtsprechung bislang nicht ein, sondern sie beschränkt sich auf die Überprüfung, ob das Risiko eines grossen Verlustes eines Portfolios hätte reduziert werden müssen, indem das Vermögen auf eine ausreichende Anzahl von Anlagetitel oder Anlageklassen verteilt worden wäre.

In casu wurde u.a. gerügt, dass 32% des Portfolios in «high tech»-Werte investiert wurden. Die vorgebrachte Rüge befasst sich damit mit der sog. *branchenspezifischen Diversifikation*. Weder vorliegendes Urteil noch die frühere bundesgerichtliche Rechtsprechung ist hierzu ergiebig. Immerhin hat das Bundesgericht in einem früheren Entscheid (BGer., Urteil vom 3. Dezember 2004, 4C.18/2004) ausgeführt, dass Aktien aus einem etwas risikobehafteteren Segment als Blue Chips stammen dürfen, dabei aber das Risiko im Rahmen zu halten und eine «Diversifikation nach Branchen» vorzunehmen sei.

Vorliegendem Bundesgerichtsurteil scheint nun die Annahme immanent, dass ein Anleger, welcher eine höhere Rendite erwartet und damit ein höheres Risiko einzugehen hat, gleichzeitig auf ein gewisses Mass an Diversifikation nach Branchen verzichtet. Dies ist insofern richtig, als in gewissen Branchen, etwa infolge mangelnder Wachstumsperspektiven, nur geringe Renditen erzielt werden können. Dass dies aber gleichbedeutend wäre mit einer Fokussierung der Anlagepolitik allein auf «high tech»-Werte, ist unrichtig, denn möglich wäre auch eine Diversifizierung auf andere Wachstums-Branchen, insbesondere wenn auch eine Diversifizierung nach Ländern (etwa Emerging Markets) in Betracht gezogen wird. Letztlich könnte aber nur anhand des konkreten Portfolios beurteilt werden, ob die branchenspezifische Diversifikation angemessen war oder nicht.

Eine mögliche übermässige Konzentration auf einzelne Titel (sog. *anlage- oder titelspezifische Diversifikation*) wurde in vorliegendem Urteil infolge mangelnder Vorbringungen kaum thematisiert. Jedenfalls verweist das Bundesgericht auf ein früheres Urteil (BGer., Urteil vom 2. April 2007, 4C.385/2006), aus welchem zu schliessen ist, dass eine Position von Aktien, die 13% des Gesamtportfolios ausmacht, unter Diversifikations- und Risikoverteilungsaspekten bei diskretionären Vermögensverwaltungsmandaten unzulässig ist.

5. Schadensberechnung

Schwierigkeiten bestehen regelmässig bei der Schadensberechnung. Die Berechnung des Schadens beim Vermögensverwaltungsvertrag hat anhand des *Erfüllungsinteresses* des Kunden zu erfolgen, das heisst, der Kunde ist so zu stellen, wie wenn das Portfolio vertragskonform verwaltet worden wäre. Nicht erforderlich für die Geltendmachung eines Schadenersatzanspruches ist, dass der Kunde die verlustbringenden Positionen in seinem Depot zuerst glattstellt, sondern dieser kann seinen Schaden bei einem pflichtwidrig verwalteten Portfolio per Stichtag anhand eines *Vergleichs* des *tatsächlichen Nettowerts* seines Gesamt-Portefeuilles mit einem passenden *Referenzwert* geltend machen (so

etwa JEAN-MARC SCHALLER, Der perfekte Vermögensverwaltungsvertrag, AJP/PJA 2012, 56 ff., 62 f.). Unklar ist bis heute jedoch, welcher Referenzwert (etwa *Strategiefonds* oder *Indizes*) (dazu CHRISTOPHE ROSAT, Der Anlageschaden, Schadensberechnung beim Vermögensverwaltungsvertrag, Bern 2009, 95 ff.) beizuziehen, zu welchem Zeitpunkt der Schaden zu berechnen (vgl. übersichtsweise SCHALLER, a.a.O., 63 f. m.w.H.) und was vom Anleger als Ausfluss seiner Schadenminderungspflicht (vgl. dazu ROSAT, a.a.O., 163 ff.) zu verlangen ist.

6. «Gewöhnliche Bankgeschäfte»

In vorliegendem Bundesgerichtsentscheid wurde zudem darauf eingegangen, welche «gewöhnlichen Bankgeschäfte» im Rahmen eines Vermögensverwaltungsmandates getätigt werden dürfen. Bei Vermögensverwaltungsgeschäften – auch für Nicht-Banken – sind zur Auslegung von Sorgfaltspflichten und Vertragsbestimmungen – es sei denn, die Parteien weichen hiervon mittels Vereinbarung ab oder der Kunde erteilt abweichende Weisungen – die Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge der Schweizerischen Bankiervereinigung als Usanz heranzuziehen (vgl. etwa BGE 115 II 62 ff., 64; BGE 108 II 314 ff., 318). Das Zürcher Handelsgericht führte in einem Entscheid vom 16. April 2002 (ZR 102 [2003], Nr. 65) aus, dass die Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge aufgrund ihrer allgemeinen Bekanntheit Inhalt eines jeden Vermögensverwaltungsvertrages seien (vgl. auch CHRISTOPH WINZELER, Vermögensverwaltung durch Banken, Aktuelles zu Regulierung und Selbstregulierung, SZW 2006, 420 ff., 427 ff.; SANDRO ABEGGLEN/BERTRAND G. SCHOTT, Einsatz alternativer Anlagen in der Vermögensverwaltung, Rechtliche und regulatorische Aspekte unter besonderer Berücksichtigung der auf Banken anwendbaren Regeln, GesKR 2010, 476 ff., 480 f.).

Gemäss Art. 8 der Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge der Schweizerischen Bankiervereinigung ist der Vermögensverwaltungsauftrag auf bankübliche Anlageinstrumente beschränkt. Zu diesen sind die in casu gehandelten ungedeckten Optionen (das heisst solche, bei denen die jederzeitige Glattstellung oder Deckung auf einem organisierten Markt nicht gewährleistet ist) nicht zu zählen. Mangels anderslautender Kundeninstruktion oder abweichender Vereinbarung war die Investition in solche somit unzulässig. Allerdings konnte der Kläger infolge mangelnden Beweises eines Schadens vorliegend nichts zu seinen Gunsten ableiten.

7. Exkurs: Genehmigung von Abweichungen von Anlagevorschriften

Gemäss Art. 12 der Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge der Schweizerischen Bankiervereinigung können

zur Diversifikation des Gesamtportfolios nichttraditionelle Anlagen eingesetzt werden, sofern sie nach dem Fund of Funds-Prinzip strukturiert sind oder sonst für eine gleichwertige Diversifikation Gewähr bieten und die leichte Handelbarkeit gewährleistet ist. Weist eine Bank einem Kundenportfolio alternative Anlagen in einem grösseren Umfang zu als nach Art. 12 der Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge der Schweizerischen Bankiervereinigung vorgesehen, so kann dies als Sorgfaltswidrigkeit der Bank qualifiziert werden, es sei denn, der Kunde stimmt einer solchen Portfolio-Zusammensetzung zu (vgl. zum Ganzen ABEGGLEN/SCHOTT, a.a.O., 488 f.). In der Praxis stellt sich insbesondere die Frage, ob der Kunde eine solche Portfolio-Zusammenstellung auch stillschweigend genehmigen kann.

Nach der hier vertretenen Ansicht ist eine stillschweigende Genehmigung nicht möglich, sondern der Kunde hätte die Leistung des Vermögensverwalters *wissentlich, vorbehaltlos* und *explizit* anzunehmen, was voraussetzt, dass ihm bekannt ist, in welcher Höhe seinem Portfolio über das zur Gesamtdiversifikation ohnehin zulässigen Masses solche Anlagen beigemischt wurden (BGer., Urteil vom 3. Dezember 2004, 4C.18/2004, vgl. auch, allerdings im Ergebnis abweichend, ABEGGLEN/SCHOTT, a.a.O., 488 f.). Deshalb hat die Bank bei einer Abweichung von Art. 12 der Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge der Schweizerischen Bankiervereinigung – sofern nicht bereits vorgängig vereinbart – den Kunden unmissverständlich aufzuklären (vgl. zum Ganzen auch THILO PACHMANN/HANS CASPAR VON DER CRONE, Unabhängige Vermögensverwaltung: Aufklärung, Sorgfalt und Schadenersatzberechnung, Unveröffentlichtes Urteil des Schweizerischen Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3. Dezember 2004 i.S. X. AG [Beklagte und Berufungsklägerin] gegen Y [Klägerin und Berufungsbeklagte], SZW 2005, 146 ff., 151 f.).

This publication may qualify as “Attorney Advertising” requiring notice in some jurisdictions. Prior results do not guarantee a similar outcome.

This publication is for general information purposes only, and not intended to constitute legal or other professional advice, and should not be relied on or treated as a substitute for specific advice relevant to particular circumstances. Consequently, this publication should not be relied upon for specific legal and/or tax advice, only be used as a guide to potential legal and/or tax issues and you should seek additional information and advice from legal counsel.

An offer to provide a free consultation, or an actual consultation, in person or by phone, signing up for, or attending, seminars and or workshops does not create an attorney-client relationship. An attorney-client relationship is only formed by a signed written agreement.

Oliver Arter accepts no responsibility for any loss which may arise from reliance on information or materials in this publication.

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.

If you do not wish to receive e-mails from Oliver Arter and want to be removed from the electronic mailing list, please reply to the e-mail with “remove” in the subject heading.

**Oliver Arter, Consultant, Attorney at law, Bellerivestrasse 201, 8034 Zurich, Switzerland,
Tel.: 0041 44 386 60 00, Email: oarter@froriep.ch**