walderwyss rechtsanwälte

PD Dr. iur. Urs Schenker

ZWISCHEN MARKTRISIKO UND HAFTUNG

DAS HAFTUNGSRISIKO BEIM ANLAGEGESCHÄFT

Walder Wyss 2011

Seefeldstrasse 123
8034 Zürich
Schweiz

Tel. +41 58 658 55 31
Fax +41 58 658 59 59

Inhaltsverzeichnis

A. HAFTUNG UND MARKTRISIKO 4

B. DIE HAFTUNG BEI VERMÖGENSVERWALTUNGSMANDATEN 6

1. DER VERMÖGENSVERWALTUNGSVERTRAG 6
   1.1 Der Vermögensverwaltungsvertrag als Auftragsverhältnis 6
   1.2 Die Konkretisierung des Vermögensverwaltungsauftrages durch Anlagerichtlinien 7
   1.3 Änderungen von Anlagerichtlinie und spezifische Weisungen 8
2. DIE PFLICHTEN DES VERMÖGENSVERWALTERS 9
   2.1 Anlage gemäss Anlagerichtlinien 9
   2.2 Sorgfaltspflicht 9
   2.3 Treuepflicht 10
   2.4 Aufklärungspflicht 10
   2.5 Vertragliche Einschränkungen der Verpflichtungen des Vermögensverwalters 11
3. DIE HAFTUNG DES VERMÖGENSVERWALTERS 12
   3.1 Probleme im Zusammenhang mit Anlagerichtlinien und spezifischen Weisungen 12
      3.1.1 Abweichungen von Anlagerichtlinien und Weisungen 12
      3.1.2 Unzweckmässige Anlagerichtlinien und Weisungen 13
   3.2 Verletzungen der Sorgfaltspflicht 14
      3.2.1 Mangelnde Überwachung der Anlagen 15
      3.2.2 Mangelnde Diversifikation der Anlagen 16
      3.2.3 Anlage in hochspekulativen Instrumenten 17
      3.2.4 Anlage in illiquiden Titeln 17
      3.2.5 Mangelnde Due Diligence bei Hedgefonds und nichttraditionellen Anlagen 18
      3.2.6 Ungenügende Dokumentation 18
      3.2.7 Genehmigung von risikobehafteten Strategien 19
   3.3 Verletzungen der Treuepflicht 19
      3.3.1 Anlageentscheidungen aufgrund von Retrozessionen oder Kick-backs 19
      3.3.2 Gegenläufige Transaktionen von Vermögensverwalter und Kunde 21
      3.3.3 "Churning" 21
   3.4 Haftung wegen mangelnder Aufklärung 22
      3.4.1 Erfassung des Risikoprofils des Kunden 22
      3.4.2 Konkrete Risikoaufklärung 23
   3.5 Der Schadenersatz 24
   3.6 Die Genehmigung durch den Kunden 25

C. DIE HAFTUNG VON BANKEN UND EFFEKTENHÄNDLERN OHNE VERMÖGENSVERWALTUNGSMANDAT 27

1. PFLICHTEN VON BANK UND EFFEKTENHÄNDLER 27
2. HAFTUNGSRISIKEN 29
   2.1 Mangelhafte Ausführung von Aufträgen 29
   2.2 Verletzung der Sorgfaltspflicht 29
   2.3 Treuepflicht 30
   2.4 Haftung für fehlende Aufklärung 30
3. HAFTUNG AUS ANLAGEBERATUNG 32
4. HAFTUNGSRISIKEN BEI DER ZUSAMMENARBEIT MIT UNABHÄNGIGEN VERMÖGENSVERWALTERN 33
   4.1 Überwachung des Vermögensverwalters / Direkte Aufklärung des Kunden 33
   4.2 Identifikation des Vermögensverwalters mit der Bank 34

D. HAFTUNG FÜR ANLAGEEMPFEHLUNGEN 35

E. DIE VERMEIDUNG VON HAFTUNGSPROBLEMEN 37

1. KEINE VERMÖGENSVERWALTUNGSTÄTIGKEIT AUSSERHALB DES EIGENEN KOMPETENZBEREICHES 37
2. ABKLÄRUNG DER RISIKOFÄHIGKEIT UND RISIKOBEREITSCHAFT DES ANLEGERS UND KLARE FORMULIERUNG VON ANLAGERICHTLINIEN 38
3. SORGFÄLTIGES VORGEHEN 39
4. GESTALTUNG VON VERTRÄGEN UND FORMULAREN 40
5. REGELUNG BETREFFEND RETROZESSION UND ÄHNLICHEN ZAHLUNGEN 41
6. AUFKLÄRUNG ÜBER RISIKEN 42
7. BESTÄTIGUNG UND ABMAHNUNG BEI SPEZIFISCHEN WEISUNGEN 42
8. GENEHMIGUNG UND BESPRECHUNG VON RESULTATEN 43
9. INTERNE ORGANISATION UND ÜBERWACHUNG 44

F. DIENSTLEISTUNGEN VON WALDER WYSS 45

Abkürzungen:

BankG	Bankengesetz
BEHG	Börsengesetz
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
OR	Obligationenrecht
VSV	Verband Schweizerischer Vermögensverwalter

A. HAFTUNG UND MARKTRISIKO

- *Das Verlustrisiko ist allen Kapitalanlagen immanent und steht in positiver Korrelation zu den Gewinnchancen einer Anlage.*
- *Der Anleger trägt dieses Verlustrisiko selbst und kann es nicht auf Vermögensverwalter, Anlageberater oder Banken abwälzen; diese Personen tragen deshalb bei ihrer Tätigkeit keine Erfolgshaftung.*
- *Eine Haftung von Vermögensverwaltern, Anlageberatern und Banken kann nur Platz greifen, wenn der Schaden sich nicht auf das Marktrisiko zurückführen lässt, sondern auf eine Vertragsverletzung.*

Bei allen Geldanlagen besteht das Risiko eines Verlustes. Die Höhe dieses Risikos variiert von Anlageinstrument zu Anlageinstrument und wird vom Anleger grundsätzlich in Kauf genommen, da ohne Risiko kein Anlageerfolg möglich ist. In effizienten Märkten besteht eine positive Korrelation zwischen dem Verlustrisiko und den Gewinnchancen einer Anlage, d.h. je grösser die Gewinnchance ist, desto grösser ist auch das Verlustrisiko.

Der Anleger nimmt daher bei jeder Anlage das Risiko von Vermögenseinbussen bewusst in Kauf. Will ein Anleger sein Verlustrisiko reduzieren, so kann er dies nur erreichen, indem er Anlagestrategien mit geringem Risiko verfolgt (z.B. Geldmarktanlagen bei staatlichen Schuldnern) oder indem er seine Positionen durch Derivate absichert. Derartige Strategien, die das Risiko vermindern, führen aber zu einer Gewinneinbusse, da bei Anlagen in Instrumenten mit geringerem Verlustrisiko auch die Gewinnchancen beschränkt sind und Absicherungsstrategien mit Derivaten Kosten verursachen, welche die Performance belasten.

In Anbetracht der Risiken, die allen Geldanlagen immanent sind, hat das Bundesgericht festgestellt, dass Anlageberater, Vermögensverwalter und Banken bei Anlageberatung und Vermögensverwaltung gegenüber ihren Kunden bzw. den Anlegern nicht für den Erfolg ihrer Tätigkeit haften[1]. Allein aus dem Umstand, dass ein Anleger durch Kursverluste eine Vermögenseinbusse erleidet, lässt sich daher keine Haftung ableiten.

Das Anlagerisiko schliesst aber nicht jede Haftung für Anlageberatung und Vermögensverwaltung aus; ist ein Schaden nicht wegen des Marktrisikos eingetreten, sondern ist die Vermögenseinbusse aufgrund einer Vertragsverletzung des Vermögensverwalters bzw. Anlageberaters, den Anlageberater oder durch die Bank, welche Aufträge ausführt, ent-

---

1 BGE 115 II 64, BGE 119 II 333; BGer 4C.18/2007.

standen, so kann es – wie im Folgenden darzustellen ist – zu einer Haftung kommen[2]. Die Haftung löst sich dabei allerdings nicht vollständig vom Marktrisiko, da eine haftungsbegründende Vertragsverletzung auch darin liegen kann, dass der Kunde vor bestimmten Marktrisiken nicht gewarnt worden ist[3].

---

2 BGE 115 II 64.

3 Dazu im Einzelnen Ziff. B.3.4.

B. DIE HAFTUNG BEI VERMÖGENSVERWALTUNGSMANDATEN

- *Der Vermögensverwalter haftet nicht für den Erfolg der Anlagen, wohl aber bei Verletzungen seiner Sorgfaltspflicht (mangelnde Risikostreuung, Anlagen in hochspekulativen oder illiquiden Werten) und bei der Missachtung von Weisungen und Anlagerichtlinien.*

- *Zu einer Haftung kommt es auch, wenn der Vermögensverwalter seine eigenen Interessen vor die Interessen des Anlegers stellt und so seine Treuepflicht verletzt. Dieser Fall tritt beispielsweise ein, wenn der Vermögensverwalter Anlageentscheide trifft, weil er von den Emittenten der betreffenden Wertpapiere bzw. Finanzinstrumente hohe Kick-Back-Zahlungen erhält oder wenn er Wertpapiere, die er selbst verkaufen will, in den Depots seiner Kunden unterbringt, um so einen hohen Verkaufspreis zu realisieren.*

- *Der Vermögensverwalter haftet auch, wenn er den Anleger über die Risiken seiner Anlagen nicht aufklärt.*

1. Der Vermögensverwaltungsvertrag

1.1 Der Vermögensverwaltungsvertrag als Auftragsverhältnis

Überträgt der Anleger die Verwaltung seines Vermögens der Bank, bei der diese Vermögenswerte deponiert sind oder einem von der Bank unabhängigen Vermögensverwalter[4], so geht er ein Auftragsverhältnis im Sinne von Art. 394 ff. OR ein[5]. Inhalt dieses Auftragsverhältnisses ist – ganz allgemein betrachtet – die Investition des Vermögens in Anlageinstrumente auf Rechnung und Gefahr des Anlegers.

Ein Vermögensverwaltungsvertrag kann grundsätzlich wie jedes Auftragsverhältnis formlos, d.h. auch mündlich oder sogar konkludent abgeschlossen werden. In der Praxis werden allerdings Vermögensverwaltungsverträge fast immer schriftlich abgeschlossen. Dies entspricht auch den Richtlinien der Bankiervereinigung zur Vermögensverwaltung[6] sowie Art. 7 der Standesregeln des VSV[7]. Soweit Vermögensverwaltungsaufträge von Banken

---

4 In der folgenden Darstellung der Haftungsfrage werden sowohl Banken, die Kundenvermögen aufgrund eines Vermögensverwaltungsvertrages verwalten, wie auch unabhängige Vermögensverwalter generell als "Vermögensverwalter" bezeichnet.

5 BGE 124 III 161, BGE115 II 62, BGer 4C.18/2004, BGer 4C.158/3006; vgl. ZR 86 (1987) Nr. 13.

6 Ziff. 2 der Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge der schweizerischen Bankiervereinigung, Stand 2010 (im Folgenden "Vermögensverwaltungsrichtlinien der Bankiervereinigung").

7 Art. 7 der Standesregeln des Verbandes Schweizerischer Vermögensverwalter, Schweizerische Standesregeln, für die Ausübung der unabhängigen Vermögensverwaltung, Stand 2009 (im Folgenden "Standesregeln VSV").

und Effektenhändlern abgeschlossen werden, ergibt sich die Pflicht, zur schriftlichen Formulierung des Vertrages auch aus der Pflicht, wesentliche Geschäftsvorfälle und Vertragsbeziehungen schriftlich zu dokumentieren[8].

Der Inhalt des Vermögensverwaltungsvertrages wird durch die Standesregeln VSV und vor allem auch durch die Vermögensverwaltungsrichtlinie der Bankiervereinigung sehr stark beeinflusst. Das Zürcher Handelsgericht geht sogar davon aus, dass die Vermögensverwaltungsrichtlinie der Bankiervereinigung Inhalt des Vermögensverwaltungsvertrages wird, wenn die Parteien dies nicht ausdrücklich ausschliessen.[9] Selbst wenn ein Gericht im konkreten Fall nicht von einer Übernahme dieser Regeln in den Vertrag ausgeht, so haben diese Standesregeln doch einen erheblichen Einfluss auf die gerichtliche Entscheidung. Sie werden im Allgemeinen als Ausdruck branchenüblicher Usanzen betrachtet und sind daher insbesondere für das Mass der erforderlichen Sorgfalt entscheidend.

1.2 Die Konkretisierung des Vermögensverwaltungsauftrages durch Anlagerichtlinien

Der Vermögensverwaltungsauftrag wird im Allgemeinen durch die Festlegung von Anlagerichtlinien genauer definiert, in denen die Asset Allokation, d.h. die Instrumente und die Währungen, in die investiert werden darf, festgelegt werden[10]. Genau wie der Vermögensverwaltungsvertrag selbst, sollten derartige Anlagerichtlinien immer in schriftlicher Form festgehalten werden, um klare Verhältnisse zwischen den Parteien zu schaffen[11].

Eine Konkretisierung eines Vermögensverwaltungsauftrages durch die verbindliche Festlegung von Anlagerichtlinien ist sowohl für den Anleger wie auch für den Vermögensverwalter sinnvoll[12]. Der Anleger bestimmt mit den Anlagerichtlinien, welche Risiken er in Kauf nehmen will und kann damit sein Risiko entsprechend einschränken; der Vermögensverwalter kann sich dagegen darauf verlassen, dass der Anleger die Risiken, die mit den in den Anlagerichtlinien aufgeführten Instrumenten und Währungen verbunden sind, bewusst akzeptiert[13]. Klare Anlagerichtlinien ermöglichen es dem Vermögensverwalter aber auch erst, den Anleger konkret über die mit seinen Anlagen verbundenen Risiken zu informieren und so die in Ziff. B.2.4 dargestellte Pflicht zur Risikoaufklärung zu erfüllen.

---

8 Diese Pflicht ergibt sich aus der Gewährleistung einer einwandfreien Geschäftsführung, Art. 3 BankG; Art. 10 BEHG.

9 ZR 102 2003, Nr. 65, S. 298.

10 Vgl. Standesregeln VSV, Anhang A, Ziff. 3.3.

11 Vgl. Ziff. 2 der Vermögensverwaltungsrichtlinie der Bankiersvereinigung, Art. 7 der Standesregeln VSV (Anhang A zu den Standesregeln VSV, der die im Vertrag zu regelnden Punkte festhält.

12 Vgl. die Schwierigkeiten, die sich im Fall BGer 4C.18/2004 aus der Formulierung "in einer auf Sicherheit und Vermögensverwahrung bzw. kontrolliertem Wachstum beruhenden Anlagestrategie" ergaben. Derartige breite Formulierungen führen fast zwangsläufig zu Auseinandersetzungen über die zulässigen Anlagen. Gerichte greifen in diesem Fall sehr rasch auf die Vermögensverwaltungsrichtlinien der Bankiervereinigung zurück, um die zulässigen Anlagen zu definieren.

13 Vgl. BGer 4C.158/2006 (E 3.3.2).

1.3 Änderungen von Anlagerichtlinie und spezifische Weisungen

Im Rahmen des Auftragsrechts kann der Anleger seine Anlagerichtlinien ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist jederzeit ändern, indem er z.B. die Gewichtung der einzelnen Anlagekategorien verschiebt oder die Referenzwährung ändert. Neben der Festlegung von Anlagerichtlinien kann der Anleger die Vermögensverwaltung aber auch jederzeit durch spezifische Weisungen beeinflussen. Er kann in diesem Sinne einzelne Anlageentscheide treffen, bzw. Anlageentscheide des Vermögensverwalters umstossen und verlangen, dass bestimmte Titel gekauft oder verkauft werden. Der Vermögensverwalter hat derartige spezifische Weisungen auch dann zu befolgen, wenn sie den allgemeinen Anlagerichtlinien widersprechen[14]. Um zu vermeiden, dass später im Hinblick auf den Nachweis von Änderungen in der generellen Anlagestrategie bzw. einzelner Weisungen Schwierigkeiten entstehen, sollte der Vermögensverwalter jede Änderung der Anlagerichtlinien und jede Einzelanweisung schriftlich dokumentieren und gegenzeichnen lassen[15]. Telefonische Anweisungen, die weder schriftlich bestätigt noch aufgezeichnet werden, geben dagegen später häufig Anlass zu Streitigkeiten, wenn sich die betreffenden Anweisungen negativ auswirken.

Der Vermögensverwalter hat keine Möglichkeit, sich einer Änderung der Anlagerichtlinien durch den Anleger oder einer einzelnen Weisung zu widersetzen, sondern muss diese gemäss Art. 397 OR befolgen. Er muss aber im Rahmen der unten in Ziff. B.2.4 dargestellten Aufklärungspflicht den Anleger warnen, falls die neue Anlagestrategie oder eine einzelne Weisung zu einer Erhöhung des Risikos führt[16].

Der Vermögensverwalter, der mit einer Änderung der Anlagestrategie durch den Anleger oder einer einzelnen Weisung nicht einverstanden ist, kann allerdings sein Mandat gemäss Art. 404 OR mit sofortiger Wirkung niederlegen. Die Beendigung des Mandates durch den Vermögensverwalter ist insbesondere dann angezeigt, wenn er bezüglich der betreffenden Anlageinstrumente keine genügenden Kenntnisse hat[17], da eine Fortsetzung des Mandates ohne ausreichende Kenntnisse im Sinne eines "Übernahmeverschuldens" unsorgfältig wäre[18]. Ein Rücktritt ist aber auch dann der einzig richtige Ausweg, wenn der Anleger plötzlich Anlagen verlangt, die ein Risiko-/Renditeprofil aufweisen, das der Vermögensverwalter nicht vertreten kann und wenn der Anleger auch nach einer entsprechenden Warnung von derartigen Anlagen nicht absieht[19], da die Weiterführung eines derartigen Mandates meistens mit Reputationsrisiken verbunden ist[20].

---

14 Vgl. BGer 4A.351/2007 (E 2.3).

15 Vgl. Ausführungsbestimmung 29 Standesregeln VSV.

16 Zur Aufklärungspflicht bei riskanten Strategien, vgl. BGE 133 III 97 (E 7.1.2).

17 Dieser Fall kann z.B. eintreten, wenn ein Anleger von seinem Vermögensverwalter, der bisher ein Wertschriftenportefeuille geführt hat, plötzlich Anlagen in Rohwarentermingeschäften oder den Aufbau eines Hedgefonds Portefeuilles verlangt.

18 BGE 124 III 155.

19 Zum Beispiel Investitionen in bestimmte Penny Stocks oder dubiose Fonds, die keiner Aufsicht unterstehen.

20 Beim Eintritt der unvermeidlichen Verluste wird der Anleger versuchen, den Vermögensverwalter trotz der Abmahnung haftbar zu machen; vgl. die Situation in BGE 133 III 97, wo ein Anleger trotz entsprechender Warnung der Bank seine auf

Fortsetzung auf nächster Seite

2. Die Pflichten des Vermögensverwalters

Im Rahmen des Vermögensverwaltungsauftrages hat der Vermögensverwalter folgende Pflichten:

2.1 Anlage gemäss Anlagerichtlinien

Hauptpflicht des Vermögensverwalters ist gemäss Art. 397 OR, die ihm anvertrauten Mittel im Sinne der vertraglich vereinbarten Anlagerichtlinien und allfälliger spezifischer Weisungen anzulegen[21]. Soweit keine Anlagerichtlinien vereinbart worden sind, so sind alle Anlagen zulässig, die ein sorgfältiger Vermögensverwalter im Rahmen eines Vermögensverwaltungsmandates macht. Damit müssten sich die Anlagen in einem derartigen Fall nach den Standesregeln VSV[22] bzw. den Vermögensverwaltungsrichtlinien der Bankiervereinigung[23] richten, da diese Regeln als allgemeine Usanz betrachtet werden können.

2.2 Sorgfaltspflicht

Der Vermögensverwalter hat gemäss Art. 398 OR die Pflicht, seine Tätigkeit für den Anleger sorgfältig auszuüben[24]. Nach der bundesgerichtlichen Praxis zur Sorgfaltspflicht des Auftragnehmers muss er dabei die Sorgfalt aufwenden, die im Rahmen einer professionellen und gewissenhaften Vermögensverwaltung üblich[25] ist und die Regeln einhalten, die normalerweise bei vernünftiger Vermögensanlage zu befolgen sind[26]. Bezüglich dieser allgemeinen Regeln über die Vermögensverwaltung stellen die Gerichte häufig auf die Vermögensverwaltungsrichtlinien der Bankiersvereinigung sowie die Standesregeln VSV ab, da diese als Ausdruck allgemeiner Übung betrachtet werden[27].

High Tech und New Economy Titel ausgerichtete Anlagestrategie fortsetzte und nach erheblichen Verlusten den Prozess gegen die Bank bis an das Bundesgericht zog.

21 Vgl. BGer 4A.351/2007 (E 2.3).

22 Anhang B, Anlageinstrumente bei Vermögensverwaltungen nach freiem Ermessen.

23 Ziff. 8 ff.

24 BGE 115 II 64; BGer 4C.295/2006 (E 4.2); BGer 4A.168/2008 (E 2.4); Soweit es sich beim betreffenden Vermögensverwalter um einen Wertschriftenhändler im Sinne des Börsengesetzes (BEHG), oder eine in diesem Bereich tätige Bank handelt, ergibt sich diese Pflicht auch aus Art. 11 Abs. 1 lit. b BEHG.

25 BGer 4A.168/2008 (E 2.5).

26 BGE 115 II 64, BGE 124 III 161, vgl. BGE 117 II 563; ZR102 Nr. 65 S. 297.

27 Vgl. ZR102 Nr. 65 S. 297 f.

2.3 Treuepflicht

Gemäss Art. 398 OR hat der Beauftragte nicht nur die Pflicht, bei der Ausübung seines Mandats sorgfältig zu handeln, sondern auch eine Pflicht, die Interessen des Anlegers zu wahren; er muss daher Interessenkonflikte zwischen seinen eigenen Interessen und seiner übrigen Tätigkeit und den Interessen des Kunden vermeiden bzw. bei derartigen Interessenkonflikten die Interessen des Kunden in den Vordergrund stellen[28].

2.4 Aufklärungspflicht

Der Vermögensverwalter hat im Rahmen seiner Treuepflicht auch die Pflicht, den Anleger über Risiken von Anlagen und Anlagestrategien aufzuklären. Die Aufklärungspflicht des Vermögensverwalters geht dabei wesentlich weiter, als die hinten dargestellte Aufklärungspflicht von Banken und Effektenhändlern ohne Vermögensverwaltungsmandat, die sich auf die Darstellung der allgemeinen, mit Anlageinstrumenten verbundenen Risiken bezieht[29]. Der Vermögensverwalter muss vielmehr den Kunden über die konkreten Risiken aufklären, die mit den im Rahmen der Anlagestrategie beabsichtigten Investitionen verbunden sind, so dass dieser die konkreten Risiken versteht, die er eingeht[30].

Die Information muss sich nach dem Wissensstand des betreffenden Kunden richten und für diesen verständlich sein, wobei es dem Vermögensverwalter obliegt, sich über den Wissensstand und die Risikobereitschaft des Kunden zu informieren[31].

Die Informationspflicht setzt selbstverständlich voraus, dass der Vermögensverwalter selbst die Anlageinstrumente kennt, die er für seine Kunden einsetzt und deren Risiken einschätzen kann. Scheitert die Information des Kunden daran, dass der Vermögensverwalter selbst dem Risiko nicht genügen konnte, so verletzt der Vermögensverwalter seine Sorgfaltspflicht bereits dadurch, dass er überhaupt die betreffenden Instrumente ersetzt[32]. Die Praxis zeigt, dass es gerade im Bereich von Hedgefonds in der Vergangenheit zu derartigen Situationen gekommen ist – der Vermögensverwalter hat sich zwar über die Performance des betreffenden Hedgefonds orientiert, konnte wegen dessen Intransparenz das mit diesem Fonds verbundene Risiko nicht abschätzen und deshalb auch den Kunden nicht über dieses Risiko orientieren[33].

---

28 BGer 4C.295/2006 (E 4.2); BGer 4A.168/2008 (E 2.4); vgl. Art. 11 Abs. 1 lit. c BEHG.

29 Vgl. Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG.

30 BGer 4C.68/2007 (E 7.1); vgl. Art. 6 Standesregeln VSV.

31 BGE 124 III 155 (E 3a); BGer 4C.68/2007 (E 7.1).

32 Vgl. Verfügung der EBK vom 28. September 2005, EBK 49/2006 S.81ff.

33 Der Verfügung der EBK vom 28. September 2005, EBK 49/2006, S. 81 ff. liegen Investments in Fonds der Behring Gruppe zugrunde. Zu ähnlichen Situationen kam es aber auch bei den Madoff Fonds, bei denen letztlich kein Vermögensverwalter wusste, wie sie verwaltet wurden und welche Risiken sie beinhalteten.

2.5 Vertragliche Einschränkungen der Verpflichtungen des Vermögensverwalters

Die oben dargestellten Pflichten, die sich aus dem Auftragsrecht bzw. der Rechtsprechung zum Auftragsrecht und zum Vermögensverwaltungsvertrag ergeben, können im individuellen Vermögensverwaltungsvertrag nicht völlig ausgeschlossen werden, da sie direkt mit dem Wesen des Auftrags verbunden sind[34]. Daher bilden Sorgfalts-, Treue- und Aufklärungspflicht immer die Grundlage der Beziehung zwischen dem Anleger und dem Vermögensverwalter und können auch Grundlage eines Haftungsanspruches sein. Immerhin kann ein Vermögensverwalter gemäss Art. 100 OR durch eine entsprechende vertragliche Bestimmung eine Haftung für leichte Fahrlässigkeit ausschliessen. Die Erfahrung aus entsprechenden Prozessen zeigt allerdings, dass die Gerichte den Ausschluss der Haftung für leichte Fahrlässigkeit nur äusserst zurückhaltend zulassen. Häufig wird durch eine enge Auslegung der betreffenden Klauseln oder die Ausdehnung des Begriffes der groben Fahrlässigkeit verhindert[35], dass sich ein Vermögensverwalter im konkreten Fall auf eine derartige Haftungsausschlussklausel berufen kann. Das Bundesgericht geht beispielsweise bei Verstössen gegen die vereinbarte Asset Allokation und bei den meisten Verstössen gegen fundamentale Prinzipien der Geldanlage[36] immer davon aus, dass grobe Fahrlässigkeit vorliegt[37], sodass die Haftung durch eine Klausel, welche die Verantwortung für leichte Fahrlässigkeit wegbedingt, nicht eingeschränkt wird. Diese Haltung der Gerichte ist letztlich darauf zurückzuführen, dass die Sorgfaltspflicht Basis des Auftragsrechts ist und deshalb die Einschränkung dieser zentralen Pflichten des Beauftragten der Natur des Auftrages widerspricht. Ein Teil der Lehre geht daher sogar davon aus, dass die Sorgfalt beim Auftrag gar nicht eingeschränkt werden kann und dass deshalb die Haftung für unsorgfältiges, d.h. fahrlässiges Verhalten von vorneherein nicht eingeschränkt werden kann[38]. Banken und Effektenhändler, die Vermögensverwaltungsmandate übernehmen, können Sorgfalts-, Treue- und Aufklärungspflicht allerdings von vornherein nicht ausschliessen oder einschränken, weil diese in Art. 11 BEHG als zwingende Pflichten formuliert sind. Überdies können Banken und Effektenhändler als "obrigkeitlich konzessionierte Gewerbe" im Sinne von Art. 100 Abs. 2 OR auch die Haftung für leichte Fahrlässigkeit nicht ausschliessen[39]. Diese Einschränkung gilt nach der Praxis des Bundesgerichtes auch bezüglich der Vermögensverwaltungstätigkeit von Banken und Effektenhändlern, obwohl diese Tätigkeit selbst nicht bewilligungspflichtig ist. Das Bundesgericht begründet dies damit, dass die Vermögensverwaltungstätigkeit eng mit der bewilligungspflichtigen Banktätigkeit verbunden ist und dass sich das Publikum daher darauf verlassen darf, dass die bankenrechtlichen Grundsätze und Haftungsmassstäbe auch für diesen Bereich gelten[40].

---

34 BGE 124 III 165.

35 BGer 4A.315/2007 (E 2).

36 Vgl. dazu die in Ziff. B 3.2 aufgeführten Fälle.

37 BGer 4A.351/2007 (E 2.3).

38 Vgl. BGer 4C.158/2006 (E 2).

39 BGE 112 II 450 (E 3); BGer 4C.158/2006 (E 2).

40 BGer 4C.158/2006 (E 2).

3. Die Haftung des Vermögensverwalters

Ausgangspunkt der Überlegungen zur Haftung des Vermögensverwalters ist – neben den oben dargestellten vertraglichen Pflichten – das Fehlen einer Erfolgshaftung; der Vermögensverwalter übernimmt mit dem Abschluss eines Vermögensverwaltungsmandates keine Erfolgshaftung, d.h. auch beim Abschluss eines Vermögensverwaltungsauftrages bleibt das Anlagerisiko weiterhin beim Anleger selbst[41]. Die Gerichte haben in diesem Sinne immer wieder festgehalten, dass allein die Tatsache, dass ein Verlust eingetreten ist, nicht zu einer Haftung führen kann. Eine Haftung kann sich daher nur ergeben, wenn der Vermögensverwalter eine der oben erwähnten vertraglichen Pflichten verletzt und dies zu einem Verlust führt[42].

Im Einzelnen können sich in folgenden Situationen Haftungsrisiken ergeben:

3.1 Probleme im Zusammenhang mit Anlagerichtlinien und spezifischen Weisungen

3.1.1 Abweichungen von Anlagerichtlinien und Weisungen

Definiert der Anleger die möglichen Investitionen im Rahmen von Anlagerichtlinien[43] oder erteilt er dem Vermögensverwalter spezifische Weisungen in Bezug auf die Verwaltung des anvertrauten Vermögens, so hat der Vermögensverwalter die Pflicht, derartige Richtlinien und Weisungen zu befolgen[44]. Weicht er von diesen ab, so liegt eine Vertragsverletzung vor, die gemäss Art. 97 und Art. 397 OR zur Schadenersatzpflicht führt, falls wegen der Abweichung von derartigen Instruktionen und Weisungen tatsächlich ein Schaden eintritt[45].

Legt ein Anleger beim Abschluss eines Vermögensverwaltungsauftrages beispielsweise im Sinne einer allgemeinen Anlagerichtlinie fest, dass seine Mittel nur in Obligationen anzulegen sind und werden auf seine Rechnung dennoch Aktien gekauft, so haftet der Vermögensverwalter für den Schaden, der wegen Kurseinbussen bei diesen Aktien entsteht[46]. Ebenfalls zur Haftung kommt es, wenn der Anleger im Sinne einer speziellen Weisung verlangt, dass alle im Rahmen der bisherigen Anlagestrategie gekauften Aktien

---

41 BGE 115 II 64; BGE 119 II 333; BGer 4C.18/2004.

42 BGE 115 II 64; BGE 119 II 333; BGer 4C.18/2004.

43 Vgl. Standesregeln VSV, Anhang A, Ziff. 3.3.

44 BGer 4C.295/2006 (E 4.2); BGE 107 II 238 (E 5b).

45 Zwischen der Vertragsverletzung und dem Verlust muss ein adäquater Kausalzusammenhang bestehen, d.h. die Vertragsverletzung muss nach der allgemeinen Lebenserfahrung und dem gewöhnlichen Lauf der Dinge geeignet sein, zum betreffenden Schaden zu führen. Dieser Zusammenhang ist gegeben, wenn ein Vermögensverwalter entgegen der Anweisung des Anlegers Aktien kauft und der Verlust eintritt, weil die betreffenden Aktien im Kurs sinken; der Zusammenhang zum Verlust ist aber nicht gegeben, wenn die weisungswidrig erworbenen Aktien keine Kursverluste zeigen, gleichzeitig aber die Obligationen, die den Anlagerichtlinien entsprechen, im Wert sinken; vgl. BGer 4C.295/2006 (E 4.2); BGE 107 II 238 (E 5b).

46 Vgl. zur Abweichung von Anlagerichtlinien BGer 4C.323/2004.

verkauft werden und der Vermögensverwalter diese Weisung nicht befolgt. Diese Haftung kann nicht mit dem Argument abgewendet werden, dass die Entscheidung, Aktien zu kaufen bzw. zu halten, wegen der langfristig besseren Performance-Erwartung bei Aktien grundsätzlich vernünftig ist oder zur Diversifizierung des Portefeuilles sogar geboten ist, da die konkreten Anweisungen des Auftraggebers derartigen allgemeinen Überlegungen vorgehen. Die Missachtung von Weisungen und die Verletzung von Limiten, die in Anlagerichtlinien festgelegt wurden, ist in diesem Sinne ein "absoluter" Haftungsgrund; der Vermögensverwalter haftet für alle Verluste, die aufgrund der weisungswidrigen Anlagen eintreten, auch wenn die Anlagen, die der Vermögensverwalter konkret gemacht hat, für sich allein betrachtet nicht unsorgfältig waren[47].

3.1.2 Unzweckmässige Anlagerichtlinien und Weisungen

Probleme im Zusammenhang mit Anlagerichtlinien bzw. Weisungen des Anlegers können aber auch dann entstehen, wenn eine einzelne Weisung oder sogar eine Anlagerichtlinie unzweckmässig oder unsinnig ist, d.h. wenn die vom Anleger angestrebten Ziele aufgrund der von ihm erteilen Weisung gar nicht verfolgt werden können. Dieser Fall tritt beispielsweise ein, wenn ein konservativer Anleger den Vermögensverwalter wegen eines "heissen Tipps" eines Bekannten plötzlich anweist, bestimmte hochriskante Penny Stocks zu kaufen oder wenn ein Anleger in der Anlagerichtlinie 100% Geldmarktanlagen vorgesehen hat, die Geldmarktzinsen aber so tief sind, dass sie nicht einmal mehr die Kosten des Vermögensverwaltungsmandates decken und daher kein positiver Nettoertrag mehr erwirtschaftet werden kann. Auch in einem derartigen Fall ist der Vermögensverwalter aber nicht berechtigt, ohne Einwilligung des Anlegers von der einmal vereinbarten Richtlinie abzuweichen[48]. Bei offensichtlich verfehlten Anlagerichtlinien oder Weisungen ist der Vermögensverwalter aber aufgrund seiner vertraglichen Pflicht, die Interessen des Anlegers zu wahren, verpflichtet, den Anleger auf die entstehenden Probleme hinzuweisen. Er muss ihn daher auffordern, die Weisung bzw. die Anlagerichtlinie zu ändern[49].

Das Bundesgericht hat im Zusammenhang mit Bau- und Architekturaufträgen eine "Abmahnpflicht" des Beauftragten bei unzweckmässigen Weisungen entwickelt[50]. Diese Pflicht gilt grundsätzlich auch für Vermögensverwalter, da diese – wie der Architekt bei Baufragen – gegenüber dem Kunden einen Wissensvorsprung aufweisen und den Anleger deshalb auf unzweckmässige Anlagerichtlinien und Weisungen bzw. auf die entsprechenden Risiken aufmerksam machen müssen[51]. Um spätere Diskussionen über die Abmahnungspflicht bei unzweckmässigen Weisungen und Instruktionen zu vermeiden, empfiehlt

---

47 BGer 4C.295/2006 (E 4.2); BGE 107 II 238 (E 5b).

48 Ausnahmen sind gemäss Art. 397 Abs. 1 OR nur in Notfällen zulässig, in denen sofortiges Handeln geboten ist, der Kunde aber nicht erreicht werden kann; BGer 4A.351/2007.

49 BGE 115 II 65.

50 Vgl. BGE 116 II 35.

51 BGer 4C.68/2007 (E 7.1); vgl. BGE 133 III 97 (E 7.1.2).

es sich, Abmahnungen immer schriftlich vorzunehmen. Hält der Anleger trotz der Abmahnung des Vermögensverwalters an seiner unzweckmässigen Weisung oder Anlage fest, so muss der Vermögensverwalter dieser Richtlinie bzw. Weisung grundsätzlich folgen. Wie vorne in Ziff. 3.1.3 dargestellt, kann es sich in einem Fall völlig verfehlter Weisungen für den Vermögensverwalter allerdings aufdrängen, sein Mandat niederzulegen.

3.2 Verletzungen der Sorgfaltspflicht

Der Vermögensverwalter hat als Beauftragter gemäss Art. 398 OR die Pflicht, seine Tätigkeit für den Anleger mit der erforderlichen Sorgfalt auszuüben[52]. Das Bundesgericht hält dazu fest, dass ein Vermögensverwalter die Sorgfalt aufzuwenden hat, die im Rahmen einer professionellen und gewissenhaften Vermögensverwaltung üblich ist und die Regeln bzw. Usanzen einzuhalten hat, die normalerweise bei vernünftiger Vermögensanlage zu befolgen sind[53]. Die Sorgfalt des Vermögensverwalters wird in diesem Sinne an einem objektiven Massstab gemessen. Für die Frage einer Haftung ist damit nicht der tatsächliche Wissens- und Kenntnisstand des Vermögensverwalters oder die Sorgfalt, die der betreffende Vermögensverwalter bei seinen eigenen Anlagen anwendet, massgebend, sondern das, was der Anleger vernünftigerweise von einem professionellen Vermögensverwalter erwarten darf[54]. Dabei stützen sich die Gerichte sehr häufig auf die Vermögensverwaltungsrichtlinien der Bankiervereinigung und auch auf die Standesregeln VSV, da sie diese Regeln als Ausdruck der verkehrsüblichen Sorgfalt betrachten[55].

Der objektiv erforderliche Wissens- und Kenntnisstand orientiert sich aber auch am Inhalt des konkreten Vermögensverwaltungsvertrages bzw. an den entsprechenden Anlagerichtlinien; der Anleger darf davon ausgehen, dass der Vermögensverwalter die notwendigen Kenntnisse im Umgang mit allen Instrumenten hat, die in den Anlagerichtlinien aufgeführt werden. Sehen die Anlagerichtlinien beispielsweise Anlagen in Derivaten vor, muss der Vermögensverwalter daher über entsprechende Kenntnisse in diesem Bereich verfügen, um seiner Sorgfaltspflicht nachzukommen[56]. Verfügt der Vermögensverwalter dagegen nicht über Kenntnisse bezüglich der in den Anlagerichtlinien vorgesehenen Instrumente, so kann er sich in einem Haftungsfall, bei dem ihm mangelnde Sorgfalt vorgeworfen wird, nicht darauf berufen, dass er keine entsprechenden Kenntnisse gehabt hätte; die Übernahme eines Mandates, zu dem die Kenntnisse nicht reichen, wird im Gegenteil als "Übernahmeverschulden" und damit per se als Verstoss gegen die Sorgfaltspflicht be-

---

52 BGer 4C.295/2006 (E 4.2); BGE 115 II 65; soweit es sich beim Vermögensverwalter um einen Effektenhändler im Sinne des BEHG handelt, ergibt sich diese Sorgfaltspflicht auch aus Art. 11 Abs. 1 lit. b BEHG.

53 BGE 124 III 161; vgl. BGE 117 II 563; BGer 4A.223/2007 (E 6.1); das Bundesgericht weicht jedoch bei unentgeltlicher Vermögensverwaltung durch nicht-professionelle "Vermögensverwalter" von diesem strengen Massstab ab: Pra 87 (1998) Nr. 89.

54 BGer 4C.158/2006 (E 3.1).

55 ZR 102 (2003), Nr. 65, S. 297 f.; BGer 4C.158/2006 (E 3.1); vgl. BGer 4C.18/2004 (E 1.1).

56 BGE 124 III 161.

trachtet[57]. Die Gerichte gehen in derartigen Fällen jeweils davon aus, dass Mandate, für die die Kenntnisse oder auch die Überwachungssysteme des Beauftragten nicht ausreichen, von vornherein gar nicht angenommen werden dürfen.

Aufgrund des Risikos, das mit allen Wertpapieranlagen verbunden ist, sind allerdings auch dann Fehlentscheide möglich, wenn der Vermögensverwalter sorgfältig handelt. Die Gerichte anerkennen dies und haben immer wieder festgehalten, dass der Umstand, dass ein Anlageentscheid des Vermögensverwalters zu einem Verlust führt, für sich allein noch keinen Rückschluss auf eine Verletzung der Sorgfaltspflicht zulässt, da auch ein sorgfältiger Vermögensverwalter die zukünftige Wertentwicklung von Anlageinstrumenten nicht voraussehen kann[58].

Die Gerichte haben dagegen festgehalten, dass Verstösse gegen die elementaren Grundregeln der Vermögensverwaltung als Sorgfaltspflichtverletzungen betrachtet werden müssen, wobei bezüglich dieser Regeln meist auf die Vermögensverwaltungsrichtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung oder die Standesregeln VSV verwiesen wird[59]. Die Gerichte haben dabei einige Fallgruppen derartiger Verstösse entwickelt, die sich eng an Ziff. 7 ff. der Vermögensverwaltungsrichtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung bzw. an Art. 4 f. der Standesregeln VSV anlehnen:

3.2.1 Mangelnde Überwachung der Anlagen

Das Bundesgericht geht davon aus, dass der Vermögensverwalter die Kurse der angelegten Wertpapiere zu beachten hat und bei starken Kursbewegungen die geeigneten Massnahmen zu Verhinderungen von Verlusten ergreifen muss[60]. Nachdem es aber keine allgemeingültigen Regeln über das Verhalten bei starken Kursrückgängen bzw. Kursgewinnen gibt[61], orientieren sich die Massnahmen, die der Vermögensverwalter in derartigen Situationen ergreifen muss, primär an den vertraglichen Vereinbarungen. Eine Handlungspflicht kann sich beispielsweise ergeben, wenn ein Kursrückgang oder ein Kursanstieg dazu führt, dass die in den Anlagerichtlinien vereinbarte Asset Allokation nicht mehr eingehalten wird – in diesen Fällen muss der Vermögensverwalter die Titel der übervertretenen Kategorie verkaufen, um die vertraglich vereinbarte Asset Allokation wiederherzustellen.

Auch bei starken Kursrückgängen gibt es keine allgemeine Pflicht zum Verkauf[62]. Eine Pflicht zum Verkauf kann nur entstehen, wenn in den Anlagerichtlinien generell ein Stopploss vereinbart worden ist. Ohne Vereinbarung eines generellen Stoploss liegt es

---

57 BGE 124 III 162.

58 Dieser Grundsatz ergibt sich schon aus der Theorie effizienter Märkte, vgl. BGE 115 II 65; BGE 119 II 333; BGer 4C.18/2004.

59 Vgl. das in SZW 68 (1996) S. 241 von U. Bertschinger besprochene Bundesgerichtsurteil.

60 BGer 4C.158/2006.

61 Erst nachträglich ist jeweilig klar, ob Verkaufen, Durchhalten oder Nachkaufen die beste Strategie war.

62 BGer 4C.158/2006 (E 3.1).

dagegen im Ermessen des Vermögensverwalters bei einem Kursrückgang die betreffenden Titel durchzuhalten oder zu verkaufen.

3.2.2 Mangelnde Diversifikation der Anlagen

Schweizerische Gerichte betrachten die Risikostreuung, d.h. die Diversifikation von Anlagen als eines der elementaren Gebote der Vermögensverwaltung[63]; tatsächlich zeigen sowohl die Finanzmarkttheorie wie auch empirische Untersuchungen, dass mit einer genügenden Diversifikation der Anlagen unternehmensspezifische Risiken vermieden werden können und so das Gesamtrisiko eines Portefeuilles vermindert werden kann. Da das Eingehen unternehmensspezifischer Risiken in langfristiger Betrachtung nicht zu einer systematischen Verbesserung der Gesamtrendite führt, entspricht es einem Gebot der Sorgfalt, diese Risiken durch Diversifikation zu vermeiden[64]. Das Gebot der Diversifikation bezieht sich aber nicht nur auf Anlagen bei einzelnen Unternehmen, sondern auch auf Branchen, da sich die Unternehmen der gleichen Branche meist parallel bewegen und mindestens zum Teil auch den gleichen Risiken ausgesetzt sind. Daher wird keine genügende Diversifikation erreicht, wenn der Aktienanteil eines Portefeuilles zwar in mehreren Unternehmen angelegt wird, alle diese Unternehmen aber der gleichen Branche angehören.

Das Diversifikationsgebot erstreckt sich auch auf Währungen. So wird das Diversifikationsgebot verletzt, wenn das gesamte Vermögen ohne entsprechendes Einverständnis des Anlegers in einer einzelnen Fremdwährung angelegt wird[65]. Eine derartige Konzentration auf eine einzelne Fremdwährung setzt den Kunden einem starken Verlustrisiko gegenüber der eigenen Währung aus, ohne dass damit systematisch höhere Erträge erzielt werden könnten.

Die Frage, wo noch eine im Rahmen einer Asset Allokation Strategie vernünftige Schwerpunktsbildung (d.h. die Übergewichtung einzelner Unternehmen und Währungen) vorliegt und wo bereits das Diversifikationsgebot verletzt wird, lässt sich nicht abstrakt beurteilen, sondern hängt sehr stark vom Risiko der betreffenden Anlagen ab: Je höher das Risiko einer einzelnen Position ist, desto weniger gross darf ihr Anteil am Gesamtvermögen sein. Während keine Haftung entsteht, wenn bei einem Anleger mit Referenzwährung Schweizerfranken 100% der in Obligationen angelegten Mittel in schweizerischen Bundesobligationen angelegt werden[66], ist eine Anlage von 20 oder 25% der gesamten angelegten Mittel in Aktien eines einzelnen Unternehmens oder in Obligationen eines Schuldners mit schlechter Bonität, zu gross.

---

63 Vgl. Ziff. 9 der Richtlinien der Bankiervereinigung; BGE 115 II 66; BGer 4C.18/2004 (E 1.4 f.).

64 Letztlich ist es unvernünftig, ein Risiko einzugehen, dem kein Ertrag gegenüber steht.

65 Die Anlage in der Währung des Wohnsitzes des betreffenden Anlegers ist dagegen nicht sorgfaltswidrig., Der Umstand, dass die Ausgaben des Anlegers in dieser Währung anfallen und er damit aus subjektiver Sicht bei dieser Währung kein Währungsrisiko trägt, erlaubt es – sofern nichts anderes vereinbart wurde – das gesamte verwaltete Vermögen in dieser Währung anzulegen.

66 Die Risikolosigkeit der Bundesobligationen ergibt sich für einen Anleger mit Referenzwährung Schweizer Franken daraus, dass der Bund notfalls über die SNB jederzeit Zahlungsmittel beschaffen kann, um seinen Verpflichtungen nachzukommen.

3.2.3 Anlage in hochspekulativen Instrumenten

Die Gerichte betrachten Anlagen in hochspekulativen Instrumenten bzw. hochspekulative Handelsstrategien als Verstoss gegen die Sorgfaltspflicht des Vermögensverwalters, da der Anleger bei einem Verwaltungsauftrag, der solche Anlagen nicht ausdrücklich vorsieht, nicht mit Investitionen in derartigen Instrumenten rechnen muss[67]. Als "hochspekulativ" gelten dabei insbesondere Leerverkäufe, Terminkäufe ohne Deckung durch entsprechende Barmittel[68] sowie Anlagen in Start-up Companies bzw. Penny Stocks und die Finanzierung von Anlagen mit Lombardkrediten[69]. Auch Investitionen in Derivate gelten als hochspekulativ, soweit sie in Bezug auf das Portfolio eine Hebelwirkung aufweisen[70]. Hat der Anleger nicht – nach einer Information über die entsprechenden Risiken – ausdrücklich in derartige Strategien eingewilligt[71] oder sie wenigstens nachträglich genehmigt, so gehen die Gerichte davon aus, dass diese ausserhalb der normalen bzw. der vertraglich vereinbarten Vermögensverwaltungstätigkeit stehen und deshalb unvorsichtig sind. Kommt es aufgrund derartiger Anlagen zu einem Schaden, so wird der Vermögensverwalter daher haftbar.

3.2.4 Anlage in illiquiden Titeln

Ein Vermögensverwalter verstösst auch gegen seine Sorgfaltspflicht, wenn er die ihm anvertrauten Mittel in illiquiden Titeln anlegt[72]. Die Vermögensverwaltungsrichtlinie der Bankiervereinigung sieht in Ziff. 10 ausdrücklich vor, dass sich Anlagen auf leicht handelbare Titel beschränken müssen[73]. Anlagen in Titeln, die nicht an einem geregelten Markt gehandelt werden oder bei denen nur ganz selten ein Handel stattfindet, so dass ein Verkauf nicht oder nur zu sehr schlechten Kursen möglich ist, verletzen die Sorgfaltspflicht und können damit bei Kursverlusten zu einer Haftung führen. Eine Anlage in selten gehandelten ausserbörslichen Titeln ist damit grundsätzlich nur zulässig, wenn der Kunde nach einem entsprechenden Hinweis auf die mit derartigen Anlagen verbundenen Risiken ausdrücklich zugestimmt hat.

---

67 Vgl. Ziff. 8 der Vermögensverwaltungsrichtlinien der Bankiervereinigung, welche den Vermögensverwaltungsvertrag auf "bankübliche Anlageinstrumente" beschränkt.; vgl. Anhang B zu den Standesregeln VSV, der die Anlageinstrumente definiert, die ohne besondere Instruktion des Kunden verwendet werden dürfen; BGE 115 II 65.

68 Vgl. Ziff. 12 und 13 der Vermögensverwaltungsrichtlinien der Bankiervereinigung; BGE 115 II 66.

69 BGE 115 II 65; BGer 4C.68/2007 (E 7.2).

70 Vermögensverwaltungsrichtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung, Ziff. 13 und Standesregeln VSV, Anhang B, Ziff. 5 mit Beschreibung der Hebelwirkung.

71 Vgl. BGE 115 II 65.

72 Vgl. Ziff. 10 der Richtlinien der Bankiervereinigung.

73 Vgl. Anhang B, Ziff. 2 der Standesregeln VSV.

3.2.5 Mangelnde Due Diligence bei Hedgefonds und nichttraditionellen Anlagen

Hedgefonds und andere nichttraditionelle Anlagen unterstehen häufig keiner staatlichen Aufsicht und haben auch keine gesetzlichen Pflichten betreffend Offenlegung. Diese Intransparenz führt dazu, dass in der Vergangenheit gerade Hedgefonds öfters für betrügerische Machenschaften benutzt worden sind, die zu grossen Verlusten für die Anleger führten. Ein Vermögensverwalter verletzt seine Sorgfaltspflicht, wenn er nicht alle zumutbaren Abklärungen macht, um sich von der Seriosität der betreffenden Fonds bzw. Anbieter zu überzeugen[74]. Ist es dem Vermögensverwalter nicht möglich, sich von der Seriosität des Anbieters bzw. des Fonds zu überzeugen, so darf er für den Kunden nicht in diesen Titeln investieren[75]. Das Problem der Due Diligence wird in der Praxis allerdings dadurch entschärft, dass sowohl die Standesregeln VSV[76], wie auch die Vermögensverwaltungsrichtlinien der Bankiervereinigung[77], bei nichttraditionellen Anlagen nur Investitionen im Rahmen von "Fund of Funds"[78] Konzepten zulassen. Dadurch wird nicht nur das fondsspezifische Schwankungsrisiko reduziert. Der Vermögensverwalter kann sich vielmehr auch darauf verlassen, dass das Management des betreffenden "Fund of Funds" bei seinen einzelnen Investments die entsprechende Due Diligence macht. Ein derartiges Vertrauen ist allerdings nur dann berechtigt, wenn der betreffende "Fund of Funds" selber Regeln untersteht, die eine entsprechende Due Diligence verlangen.

3.2.6 Ungenügende Dokumentation

Der Vermögensverwalter ist gemäss Art. 400 Abs. 1 OR dazu verpflichtet, die Transaktionen des Kunden und insbesondere auch Belastungen des Kunden mit Gebühren klar zu dokumentieren[79]. Eine Verletzung dieser Pflicht wird meist nicht zu einem direkten Schaden führen, da sie die vorhandenen Werte nicht verändert. Bleibt in einem Haftungsprozess aber eine bestimmte Tatsache wegen mangelnder Aufzeichnungen oder Dokumentation des Vermögensverwalters beweislos, so führt seine Abrechnungs- und Dokumentationspflicht aber dazu, dass die Folgen der Beweislosigkeit dem Vermögensverwalter angelastet werden und der Kunde in diesem Punkt obsiegt.

---

74 Vorlage von Revisionsberichten, Darstellung des Portefeuilles und der Anlagestrategien.

75 Falls der Kunde die Weisung erteilt, zu investieren, muss der Vermögensverwalter den Kunden entsprechend abmahnen.

76 Anhang B, Ziff. 4.

77 Ziff. 12.

78 Feeder Fonds, die allein auf die Zuführung von Mitteln zu einem Hedgefond bzw. die Hedgefonds eines bestimmten Anbieters ausgerichtet sind, können nicht als "Fund of Funds" betrachtet werden, da sie das Diversifikationsgebot nicht erfüllen und ausserdem dem Anbieter der betreffenden Hedgefonds so nahe stehen, dass sie keinerlei kritische Beurteilung mehr vornehmen.

79 BGE 115 II 66 f., 100 II 61, 124 III 161; vgl. Art. 11 Abs. 1 lit. b BEHG für Banken und Effektenhändler.

3.2.7 Genehmigung von risikobehafteten Strategien

Bestimmte Strategien von Vermögensverwaltern widersprechen den oben dargestellten Grundsätzen sorgfältiger Vermögensverwaltung – sie sehen Investitionen in hoch spekulative Titel, Verzicht auf Diversifikation oder auch risikoreiche Handelsstrategien wie Leerverkäufe, sowie Käufe mit Kreditfinanzierung vor. Diese Strategien haben – entsprechend dem grossen Risiko – ein hohes Renditepotential, weshalb sie zum Teil für Anleger mit hoher Risikobereitschaft und Risikofähigkeit attraktiv sein können. Der Vermögensverwalter verletzt seine Pflichten nicht, wenn der Kunde derartige Strategien im Rahmen der Anlagerichtlinien oder aber in anderer Weise ausdrücklich genehmigt. Für eine derartige Genehmigung ist allerdings notwendig, dass der Kunde vor der Genehmigung ausdrücklich über das entsprechende Risiko informiert wird, d.h. nur ein "Informed Consent" ist gültig[80]. Da risikoreiche Strategien im Verlustfall immer wieder zu Auseinandersetzungen zwischen Vermögensverwalter und Kunde führen, empfiehlt es sich, diese Genehmigung schriftlich festzuhalten.

Grundsätzlich ist auch eine stillschweigende Genehmigung einer risikoreichen Strategie möglich. Dazu ist allerdings notwendig, dass dem Kunden diese Strategie und ihre Auswirkungen in Jahres- oder Quartalsabrechnungen präsentiert werden und er daraus klar erkennen kann, dass eine risikoreiche Strategie verfolgt wird. Hat der Kunde gegen diese Strategie keine Einwendungen, was im Erfolgsfall meist zutrifft, so kann er auch im Misserfolgsfall keine Haftungsansprüche geltend machen, sofern er tatsächlich über die Risiken orientiert worden ist[81].

3.3 Verletzungen der Treuepflicht

Gemäss Art. 398 OR hat der Beauftragte nicht nur die Pflicht sorgfältig zu handeln, sondern auch noch eine umfassende Pflicht, die Interessen des Anlegers zu wahren[82]. Im Sinne dieser Treuepflicht muss der Vermögensverwalter bei allen Anlageentscheiden allein die Interessen des Anlegers und nicht die eigenen Interessen verfolgen. Verstösse gegen diese Treuepflicht liegen insbesondere in folgenden Fällen vor:

3.3.1 Anlageentscheidungen aufgrund von Retrozessionen oder Kick-backs

Häufig werden Vermögensverwaltern bei ihrer Tätigkeit Retrozessionen angeboten:

– Banken und unabhängige Vermögensverwalter erhalten bei der Platzierung von Wertpapieren und Finanzinstrumenten aus Emissionen sowie von Fondszertifikaten aus

---

80 BGer 4C.18/2004 (E 1.8).

81 Vgl. BGer 4C.323/2004); BGE 133 III 97 (E 7.1).

82 Vgl. Art. 11 Abs. 1 lit. c BEHG, der diese Pflicht für Banken und Effektenhändler wiederholt.

laufenden Emissionen eine Retrozession, die sich gerade bei Fonds häufig auf einen sehr hohen Anteil der gesamten Ausgabekommission beläuft.

– Unabhängige Vermögensverwalter erhalten auf den Kommissionen, die ihren Kunden von der kontoführenden Bank belastet werden, prozentuale Retrozessionen.

Derartige Retrozessionen fallen grundsätzlich unter die Abrechnungspflicht gemäss Art. 400 Abs. 1 OR, d.h. müssen dem Anleger als Auftraggeber ausbezahlt werden, falls der Vermögensverwaltungsvertrag nicht vorsieht, dass der Vermögensverwalter derartige Zahlungen behalten kann[83]. Selbst wenn in einem Vermögensverwaltungsvertrag vorgesehen wird, dass der Vermögensverwalter derartige Retrozessionen einbehalten kann[84], kann sich eine Treuepflichtverletzung ergeben, wenn der Anlageentscheid des Vermögensverwalters nicht mehr auf vernünftigen Überlegungen zur Umsetzung einer Anlagestrategie bzw. auf den Vor- und Nachteilen bestimmter Instrumente beruht, sondern allein von der Höhe der Retrozession abhängt. Bei einem derartigen Entscheid handelt der Vermögensverwalter nur im eigenen Interesse, nicht aber im Interesse des Anlegers[85]. Stellt es sich beispielsweise bei einem Erwerb von Aktien von Start-up Gesellschaften oder Penny Stocks heraus, dass derartige Aktien im Wesentlichen gekauft wurden, weil die Promotoren der betreffenden Gesellschaft dem Vermögensverwalter einen sehr hohen Kick-back gewährt haben, so liegt ein Verstoss gegen die Treuepflicht vor, da der Entscheid des Vermögensverwalters in diesem Falle auf der hohen Retrozession basiert und er allein schon aufgrund dieser hohen Retrozession erkennen musste, dass sein Kunde den Titel wohl zu teuer kauft[86]. In Fällen, in denen der Vermögensverwalter einen Entscheid aufgrund der Retrozessionen trifft, haftet er für den Schaden, der bei einem Kursrückgang entsteht. In der Prozesspraxis hat dies die Konsequenz, dass bei einem Problem im Bereich der Sorgfaltspflicht der Vermögensverwalter ein grosses Prozessrisiko trägt, wenn er bei diesen Positionen eine Retrozession entgegengenommen hat, weil das Gericht dann praktisch automatisch davon ausgeht, dass er seine Sorgfaltspflicht nicht erfüllt, sondern nur seine Retrozession optimiert hat.

Von den Retrozessionen Dritter müssen die konzerninternen Kompensationszahlungen unterschieden werden, die zwischen verschiedenen Gesellschaften eines Bank- oder Finanzkonzerns bezahlt werden, wenn eine Tochtergesellschaft als Vermögensverwalterin aktiv ist und eine andere die entsprechenden Produkte für die Kunden erstellt. Diese Zahlungen ergeben sich aus der arbeitsteiligen Zusammenarbeit eines Konzerns und bilden in konsolidierter Sicht Teil der Marge im Anlagegeschäft. Damit kann es schon begrifflich nicht zur Abrechnungspflicht nach Art. 400 OR kommen. Allerdings verlangt die Treuepflicht auch bei der Verwendung konzerninterner bzw. eigener Fonds- und Finanzprodukte, dass für die Vermögensverwaltungskunden keine überteuerten Produkte verwendet werden dürfen, d.h. der

---

83 BGE 132 III 460; vgl. ZR 107 2008 Nr. 35; vgl. Art. 7, Ausführungsbestimmung 30 der Standesregeln VSV.

84 Das Bundesgericht stellt gemäss BGE 132 III 460 (E 4.2) hohe Anforderungen an derartige Vereinbarungen und nimmt die Position ein, dass der Verzicht des Kunden nur gültig ist, wenn dieser die Höhe der Retrozessionen kennt.

85 Vgl. Art. 11 Abs. 1 lit. b BEHG.

86 Eine ähnliche Situation kann sich auch bei strukturierten Produkten ergeben, wenn die Retrozession im Verhältnis zum potentiellen Ertrag sehr hoch ist.

Ausgabeaufschlag bei Fonds und die Marge bei konzerninternen Finanzprodukten darf nicht höher sein, als bei Drittkunden, die kein Vermögensverwaltungsmandat abgeschlossen haben.

3.3.2 Gegenläufige Transaktionen von Vermögensverwalter und Kunde

Zum Teil sind Vermögensverwalter, die selbst grosse Bestände eines Titels halten und diese verkaufen wollen, versucht, diese Titel in den von ihnen verwalteten Kundenportefeuilles zu platzieren, wenn ein Verkauf der betreffenden Titel an der Börse zu grossen Kurseinbussen führt. Ein derartiges Verhalten verletzt die Treuepflicht des Vermögensverwalters, da er die Mittel der Kunden für eigene Zwecke missbraucht[87]. Daher haftet der Vermögensverwalter für den Schaden, der eintritt, wenn die Kunden selbst die Aktien später nur noch mit Verlust verkaufen können. Um derartige Probleme zu vermeiden, sollten Vermögensverwalter grundsätzlich nie in einem bestimmten Titel eigene Positionen abbauen und bei den Kunden gleichzeitig entsprechende Positionen aufbauen. Das Gleiche gilt beim Neuaufbau entsprechender Positionen durch den Vermögensverwalter selbst; er darf sich bei derartigen Transaktionen nicht einfach bei den Portefeuilles seiner Kunden bedienen.

Trifft ein Vermögensverwalter für sein eigenes Portefeuille Dispositionen, die den Transaktionen, die er für Kunden macht, entgegengesetzt sind, indiziert dies im Übrigen bereits eine Verletzung der Sorgfaltspflicht. Der Umstand, dass der Vermögensverwalter einen bestimmten Titel für sich selber kauft oder verkauft, zeigt, dass er aufgrund seiner Abklärungen der Meinung ist, dass der betreffende Titel gekauft bzw. verkauft werden sollte. Wenn er für die Kunden eine entgegenstehende Transaktion macht, so legt dies den Schluss nahe, dass er nicht entsprechend seiner Abklärungen handelt, sondern nur, um sich selbst den Auf- bzw. Abbau der eigenen Position zu erleichtern.

3.3.3 "Churning"

Anlagestrategien, die nicht der Erreichung der Anlageziele dienen, sondern nur der Maximierung von Kommissionen bzw. Retrozessionen, werden ebenfalls als Verletzung der Treuepflicht betrachtet[88]. Werden bei einem verwalteten Konto beispielsweise durch dauernde Käufe und Verkäufe ähnlicher oder sogar gleicher Instrumente ohne strategischen Sinn und Zweck hohe Kommissionen generiert, so liegt eine Sorgfaltspflichtverletzung vor, die zur Schadenersatzpflicht des Vermögensverwalters führt[89]. Dabei liegt der Schaden in derartigen Fällen allerdings häufig nicht in Kursrückgängen sondern in der übermässigen Belastung mit Kommissionen, die in Extremfällen einen erheblichen Teil des investierten

---

87 Vgl. Art. 4 Ausführungsbestimmung, Ziff. 8 sowie Art. 3 Ausführungsbestimmung 2 Standesregeln VSV.

88 Art. 3 Ausführungsbestimmung 2 der Standesregeln VSV.

89 Vgl. ein Beispiel derartiger Aktivität: BGE 124 III 162.

Kapitals "auffressen" können.

3.4 Haftung wegen mangelnder Aufklärung

Die Pflicht des Vermögensverwalters, die Interessen des Anlegers zu wahren, beinhaltet auch die Pflicht, den Anleger bezüglich der Risiken von Anlagen und Anlagestrategien unaufgefordert aufzuklären[90].

3.4.1 Erfassung des Risikoprofils des Kunden

Im Rahmen seiner Sorgfaltspflicht muss der Vermögensverwalter vor dem Abschluss eines Vermögensverwaltungsvertrages ein Kundenprofil erstellen und die Risikofähigkeit sowie die Risikobereitschaft des Kunden abklären[91]. Auf dieser Basis kann der Vermögensverwalter dann die richtige Strategie entwickeln. Überdies kann der Vermögensverwalter bei den entsprechenden Abklärungen auch feststellen, inwieweit sich der Kunde über Risiken im Anlagegeschäft bewusst ist und welche zusätzlichen Informationen er noch benötigt. Problematisch ist die in Art. 6 Ausführungsbestimmung 22 der Standesregeln VSV festgehaltene Vermutung, dass der Vermögensverwalter bei der Risikoaufklärung des Kunden grundsätzlich davon ausgehen darf, dass *"jeder Kunde die Risiken kennt, die üblicherweise mit dem Kauf, Verkauf und dem Halten von Effekten verbunden sind"*. Nachdem der Vermögensverwalter das Risikoprofil des Kunden erfassen muss, darf er sich gerade nicht auf eine derartige Vermutung verlassen, sondern muss konkret abklären, inwieweit der Kunde tatsächlich bereits Vorkenntnisse hat. Die Tatsache, dass ein Kunde Geld einem Vermögensverwalter übergibt, legt – entgegen der in der erwähnten Standesregel aufgestellten Vermutung – nahe, dass der Kunde selbst nicht allzu viele Kenntnisse im Anlagebereich hat und gerade deshalb einen Spezialisten mit der Verwaltung seines Vermögens betraut.

Die Erstellung des Kundenprofils dient letztlich nur der sorgfältigen Vorbereitung des Vertrages. Sind Anlagerichtlinien vereinbart worden, so stellen diese allein die Grundlage für die Handlungspflichten des Vermögensverwalters dar[92]. Eine grössere Bedeutung hat ein derartiges Profil bzw. das Fehlen eines Profils, wenn die Ziele der Vermögensverwaltung und die zulässigen Anlageinstrumente gar nicht oder nur relativ vage formuliert werden. In diesen Fällen muss der Vermögensverwalter seine Anlageentscheide direkt auf die Risikofähigkeit bzw. Risikobereitschaft des Kunden ausrichten, die er bei seinen Ab-

---

90 BGE 115 II 65; BGE 119 II 335; BGE 124 III 162; BGE 133 III 97; BGer 4C.68/2007 (E 7.1); Diese Pflicht ergibt sich für Bank und Effektenhändler auch aus Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG; Art. 6 Standesregeln VSV.

91 BGer 4C.158/2006 (E 3.3).

92 BGer 4C.158/2006 (E 3.3.2).

klärungen erfasst hat bzw. bei richtiger Abklärung hätte erfassen müssen[93].

3.4.2 Konkrete Risikoaufklärung

Vor der Annahme eines Vermögensverwaltungsauftrages und vor der Festlegung von Anlagerichtlinien muss der Vermögensverwalter den Anleger über die Risiken informieren, die mit der Anlagestrategie bzw. den für die Anlagestrategie verwendeten Anlageinstrumenten verbunden sind[94]. Dabei ist es irrelevant, ob eine Anlagestrategie oder die Berücksichtigung bestimmter Anlageinstrumente auf die Initiative des Vermögensverwalters oder des Anlegers selbst zurückzuführen sind. Auch wenn die Initiative vom Kunden ausgeht, ist der Vermögensverwalter aufgrund seines Wissensvorsprungs verpflichtet, den Anleger über die entsprechenden Risiken aufzuklären[95].

Nach der Gerichtspraxis darf der Vermögensverwalter bei der Risikoaufklärung nicht nur auf Standardinformationen hinweisen, sondern muss Aufklärung und Risikowarnung der konkreten Situation des betreffenden Anlegers und seinen Vorkenntnissen anpassen[96]. Er muss den Anleger insbesondere in einer Weise informieren, dass dieser die Risiken tatsächlich versteht[97]. Damit hat die Informationspflicht eine ganz unterschiedliche Bedeutung, je nachdem, ob der Anleger über entsprechende Vorkenntnisse oder Erfahrungen mit Anlagen verfügt oder ob die Geldanlage generell etwas Neues für den Anleger ist. Insbesondere bei komplexen Instrumenten mit grossen Verlustrisiken und Instrumenten, die nicht zum "normalen Anlagesortiment" gehören, wie Derivate, Anlagen in Emerging Markets, Hedgefonds oder illiquide Werte, muss dem unerfahrenen Anleger das Risiko sehr eingehend erklärt werden.

Die Finanzkrise 2008/2009 hat gezeigt, dass gerade bei komplexen Instrumenten wie Kapitalschutzfonds oder strukturierten Finanzprodukten die Risiken nicht leicht zu erkennen sind und dass deshalb der Aufklärungsbedarf gross ist. Der Vermögensverwalter hat in diesen Situationen gerade dann eine verstärkte Informationspflicht, wenn die Marketingunterlagen des Emittenten bei diesen Produkten nur in ungenügender Weise auf die vorhandenen Risiken hinweist bzw. eine in der Realität nicht vorhandene Sicherheit suggerieren[98]. In der Finanzkrise zeigten sich im Weiteren aber vor allem folgende Schwerpunkte der Aufklärung:

---

93 BGer 4C.68/2007.

94 BGE 124 III 162; BGer 4C.68/2007.

95 BGer 4C.68/2007 (E 7.1); vgl. BGE 133 III 97 (E 7.1.2).

96 BGE 124 III 163 f.; vgl. Art. 8 Ausführungsbestimmung 22 der Standesregeln VSV.

97 Vgl. BGE 119 II 335, vgl. Art. 11 Abs. 2 BEHG.

98 Dieses Problem zeigte sich in der Praxis vor allem bei "Kapitalschutz"-Fonds, die keinen eigentlichen Kapitalschutz vorsahen, sondern nur eine Strategie verfolgten, die bei normalen Marktschwankungen zu einem Erhalt des Kapitals führen sollte.

– **Gegenparteirisiko bei strukturierten Finanzprodukten**

Strukturierte Finanzprodukte stellen eine ungesicherte Forderung gegen den Emittenten dar, auch wenn sich die Entwicklung ihres Wertes auf bestimmte Aktien oder Indizes bezieht. Damit kommt – genau wie bei Obligationen – der Bonität des Emittenten grosse Bedeutung zu. Über diese Bonitätsrisiken muss der Anleger aufgeklärt werden, wobei es im Übrigen auch Teil der Sorgfaltspflicht des Vermögensverwalters ist, bei derartigen Produkten Gegenparteien auszuwählen, die ein möglichst kleines Risiko repräsentieren.

– **Intransparente Hedgefonds**

Der Fall Madoff und der Zusammenbruch anderer Hedgefonds zeigte, dass nichttraditionelle Anlagen nicht nur mit erheblichen Kursschwankungsrisiken verbunden sind, sondern dass es auch möglich ist, die Intransparenz derartiger Fonds für betrügerische Machenschaften auszunützen. Verlangt ein Anleger von einem Vermögensverwalter Anlagen in Hedgefonds, die ihre Anlagen und Anlagetechnik nicht offen legen und dementsprechend keine genügende Due Diligence möglich ist, so muss der Vermögensverwalter auf diese Risiken speziell hinweisen.

Heute wird der Vorwurf mangelnder Aufklärung bei komplexen Finanzprodukten aber nicht nur von unerfahrenen Privatanlegern erhoben, sondern vermehrt auch von institutionellen Anlegern, wie beispielsweise Pensionskassen. Dabei wird häufig geltend gemacht, dass der Pensionskassenverwalter bzw. der Stiftungsrat über die Risiken, die mit Futures, Derivaten und Hedging Strategien verbunden sind, nicht orientiert worden sei. Daher sollten nicht nur Privatanleger, sondern auch institutionelle Anleger bzw. deren Entscheidungsgremien beim Abschluss eines Vermögensverwaltungsauftrages und insbesondere auch bei der Einführung neuer Strategien über die entsprechenden Risiken orientiert werden.

In der heutigen Praxis der Haftungsprozesse kommt der Risikoaufklärung eine ganz zentrale Bedeutung zu, da sich in diesen Prozessen viele Anleger auf mangelnde Risikoaufklärung berufen, bzw. die Vermögensverwalter bei "heiklen" Strategien wie Leerverkäufen oder Investitionen in Derivate oder Emerging Markets meist behaupten, dass der Anleger über die entsprechenden Risiken orientiert worden sei und diese auch bewusst akzeptiert habe. Um spätere Probleme im Zusammenhang mit dem Beweis der Risikoaufklärung zu vermeiden, sollten die entsprechenden Informationen daher immer schriftlich abgegeben und gegengezeichnet werden.

3.5 Der Schadenersatz

Der Schadenersatz bei einer Verletzung vertraglicher Pflichten beläuft sich gemäss Art. 97 OR auf die Differenz zwischen dem tatsächlichen Vermögensstand der geschädigten Person und dem hypothetischen Vermögensstand, der bei richtiger Erfüllung der vertraglichen Ver-

pflichtungen eingetreten wäre[99]. Dies bedeutet, dass im konkreten Fall untersucht werden muss, zu welcher Wertentwicklung es bei richtiger Ausführung des Vermögensverwaltungsmandates gekommen wäre. Um diese hypothetische Wertentwicklung nachzuvollziehen, muss der Wert berechnet werden, den das Portefeuille bzw. der vom Problem betroffene Teil des Portefeuilles bei einer vertragsgemässen Anlage der verwalteten Vermögenswerte erreicht hätte. Dabei ist von einer durchschnittlichen Entwicklung unter Berücksichtigung der bei der konkreten Anlage anfallenden Kosten[100] auszugehen, weshalb der hypothetische Wert normalerweise aufgrund der Entwicklung eines Index berechnet wird.

Hat ein Vermögensverwalter z.B. die vereinbarten Regeln über die Asset Allokation verletzt, indem er die Aktienquote zulasten der Obligationenanlagen über das vereinbarte Mass hinaus erhöht hat und ist es zu einem Verlust gekommen, so muss der Schaden dadurch berechnet werden, dass der tatsächliche Vermögensstand mit dem Vermögensstand verglichen wird, der bei der richtigen Anlage d.h. bei einer Anlage in Obligationen entstanden wäre. Zu diesem Zweck muss aufgrund der Indexentwicklung berechnet werden, welcher Wert sich bei den vertragskonformen Obligationenanlagen ergeben hätte. Aus der Differenz dieser hypothetischen Kursentwicklung der Obligationen und der tatsächlichen Kursentwicklung der Aktien kann dann der Schaden berechnet werden.

Im Rahmen der Schadensberechnung muss auch die Schadensminderungspflicht des Kunden berücksichtigt werden. Hat ein Vermögensverwalter Anlagen gemacht, die gemäss den vertraglichen Vereinbarungen oder den vorne dargestellten allgemeinen Regeln unzulässig waren, so muss der Kunde nach der Kündigung des Mandates die betreffenden Titel verkaufen. Wenn er diese weiter hält und weitere Verluste eintreten, so kann er den Vermögensverwalter für diese weiteren Verluste nicht mehr verantwortlich machen. Dieses Prinzip gilt auch bereits während des laufenden Mandates. Entdeckt der Kunde, dass die vom Vermögensverwalter getätigten Anlagen von den vertraglichen Vereinbarungen oder den allgemeinen geltenden Regeln abweichen, so muss er eine Korrektur verlangen bzw. diese selbst vornehmen[101].

3.6 Die Genehmigung durch den Kunden

Genehmigt der Kunde die Tätigkeit des Vermögensverwalters, obwohl dieser gegen vertragliche Abmachungen verstösst, so kann der Kunde unabhängig von Vertragsverletzung und Schaden später keine Ansprüche mehr wegen dieser Verletzungen stellen. Zu derartigen Genehmigungen kommt es vor allem dann, wenn das entsprechende Verhalten des Vermögensverwalters anfänglich zu Gewinnen führt. Wurde zum Beispiel in den Anlagerichtlinien bzw. in der Asset Allocation eine relativ kleine Aktienquote vereinbart und hat der Vermögensverwalter diese in einer Haussephase überschritten und so überdurch-

99 BGer 4C.295/2006 (E 5.2.2).

100 Courtage, Stempel, Depotgebühren, etc.

101 BGer 4C.425/2005.

schnittliche Gewinne erzielt, so wird der Kunde im Normalfall nicht protestieren, sondern freut sich über die positiven Ergebnisse, wenn ihm der Vermögensverwalter diese darlegt. Durch die Genehmigung dieses Verhaltens hat der Kunde aber stillschweigend einer Änderung der Asset Allocation zugestimmt und kann daher auch später keine Ansprüche mehr gegen den Vermögensverwalter stellen, wenn dieser weiterhin eine hohe Aktienquote hält und damit in einer Baissephase Verluste macht.

Zu einer Genehmigung kommt es nicht nur, wenn der Kunde das Verhalten des Vermögensverwalters ausdrücklich genehmigt, sondern auch dann, wenn er Dokumente aus denen das vertragsverletzende Verhalten des Vermögensverwalters klar hervorgeht, ohne entsprechende Proteste entgegennimmt. Zu einer derartigen stillschweigenden Genehmigung kann es nur kommen, wenn der Kunde aus den zugestellten Dokumenten tatsächlich entnehmen kann, dass der Vermögensverwalter von seinen vertraglichen Pflichten abgewichen ist. Dies trifft beispielsweise dann zu, wenn der Vermögensverwalter die vereinbarte Asset Allokation nicht mehr eingehalten oder das Diversifikationsverbot verletzt hat und diese Punkte in den Bankunterlagen oder den Aufstellungen des Vermögensverwalters klar ersichtlich sind. Ist das vertragsverletzende Verhalten aus den zugestellten Informationen nicht ersichtlich, so führt die Übergabe der betreffenden Informationen dagegen nicht zu einer Genehmigung, denn wenn dem Kunden die Verletzung nicht klar ist, kann das Stillschweigen ja von vorneherein nicht als Genehmigung einer Verletzung gewertet werden. Keine Genehmigung tritt daher ein, wenn der Vermögensverwalter entgegen seiner Verpflichtungen hoch spekulative Titel gekauft hat, diese Qualifikation der Titel in einer den Kunden zugestellten Vermögensaufstellung aber nicht sichtbar ist. Von Kunden kann nicht verlangt werden, dass sie alleine aufgrund der Bezeichnung der betreffenden Anlageinstrumente die damit verbundenen Risiken und eine allfällige Vertragsverletzung erkennen.

Die Zustellung von Informationen und Unterlagen kann grundsätzlich nur zu einer Genehmigung führen, wenn die betreffenden Informationen dem Kunden tatsächlich übergeben werden. Hat der Vermögensverwalter mit dem Kunden banklagernde Korrespondenz vereinbart, so gilt eine Information zwar als zugestellt, wenn sie der Vermögensverwalter an Lager genommen hat. Diese Zustellungsfiktion greift aber dann nicht, wenn der Vermögensverwalter annehmen muss, dass der Kunde die zugestellte Information nicht ohne weiteres durch Stillschweigen genehmigt[102]. Dies trifft immer dann zu, wenn der Vermögensverwalter dem Kunden eine Abweichung von den vertraglichen Abmachungen mitteilen will. Da der Vertrag vereinbart wurde, um die Tätigkeit des Vermögensverwalters zu normieren, kann der Vermögensverwalter nicht davon ausgehen, dass der Kunde diese Vereinbarung ohne weiteres ändern wird – dementsprechend genügt die banklagernde Korrespondenz nicht, um Vertragsverletzungen zu genehmigen. Für diese ist immer eine tatsächliche Kenntnisnahme notwendig[103].

---

102 BGer 4C.295/2006 (E 2.2).

103 Vgl. BGer 4C. 295/2006 (E 2.2).

C. DIE HAFTUNG VON BANKEN UND EFFEKTENHÄNDLERN OHNE VERMÖGENSVERWALTUNGSMANDAT

- *Auch wenn eine Bank bzw. ein Effektenhändler mit einem Kunden kein Vermögensverwaltungsmandat abgeschlossen hat und deshalb gegenüber dem Kunden primär die Rolle einer Gegenpartei bzw. eines Vermittlers einnimmt, hat sie aufgrund des Börsengesetzes weitreichende Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten. Diese Pflichten akzentuieren sich, wenn die Bank bzw. der Effektenhändler die Rolle eines Anlageberaters übernehmen und dem Kunden einzelne Investitionen empfehlen.*

- *Eine Haftung der Bank bzw. des Effektenhändlers kann sich aus der falschen Ausführung von Aufträgen, der Vernachlässigung der Risikoaufklärung oder auch bei Verletzungen der Treuepflicht ergeben.*

- *Arbeitet der Kunde mit einem unabhängigen Vermögensverwalter zusammen, so haben Bank und Effektenhändler in Bezug auf den Vermögensverwalter keine Überwachungspflicht und müssen dem Anleger nur deliktische Handlungen, die sie tatsächlich erkennen, mitteilen.*

1. Pflichten von Bank und Effektenhändler

Fällt der Kunde einer Bank bzw. eines Effektenhändlers seine Kaufs- und Verkaufsentscheide selbst, d.h. überträgt er kein Vermögensverwaltungsmandat an Bank oder Effektenhändler, so werden die Bank bzw. der Effektenhändler bei der Abwicklung von Wertpapiertransaktionen als Vermittler bzw. Kommissionär tätig (soweit Anlageinstrumente über die Börse bzw. von Dritten gekauft werden) oder treten als Gegenparteien auf (soweit Derivate oder Fonds direkt von der Bank bzw. dem Effektenhändler gekauft werden). Zum Teil gehen Banken und Effektenhändler allerdings über die Rolle eines Vermittlers bzw. einer Gegenpartei hinaus, indem sie Kunden bei der Auswahl von Wertpapieren beraten. Damit schliessen sie – häufig konkludent – einen Anlageberatungsvertrag ab, der weitergehende Pflichten enthält als die blosse Verkaufs- oder Vermittlungstätigkeit. Auf die vertraglichen Pflichten und Haftungsrisiken, die sich aus einer derartigen Tätigkeit ergeben, wird in Ziff. C.3 eingegangen.

Die Pflichten von Banken, die als Vermittler bzw. Gegenparteien auftreten, richten sich primär nach den Konto- bzw. Depotverträgen, die sie mit ihren Kunden abgeschlossen haben. Zusätzlich zu diesen vertraglichen Verpflichtungen haben Banken und Effektenhändler aber aufgrund von Art. 11 Abs. 1 BEHG folgende Pflichten:

– **Informationspflicht**

Banken und Effektenhändler müssen den Kunden gemäss Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG auf die Risiken hinweisen, die mit den Geschäften, die der Kunde tätigt, verbunden sind[104].

– **Sorgfaltspflicht**

Banken und Effektenhändler müssen gemäss Art. 11 Abs. 1 lit. b BEHG sicherstellen, dass die Aufträge der Kunden bestmöglich erfüllt werden und die Auftragserfüllung auch so dokumentieren, dass der Kunde sie nachvollziehen kann.

– **Treuepflicht**

Banken und Effektenhändler müssen gemäss Art. 11 Abs. 1 lit. c BEHG die Interessen des Kunden wahren und vermeiden, dass der Kunde bei Interessenkonflikten benachteiligt wird.

Die Pflichten, die sich aus Art. 11 des Börsengesetzes ergeben, sind zwingender Natur, d.h. sie können vertraglich nicht wegbedungen werden[105]. Daher ist es in diesem Bereich auch nicht möglich, die Haftung auf grobe Fahrlässigkeit oder absichtliche Schädigung zu beschränken. Da Banken und Effektenhändler vom Bundesgericht als "obrigkeitlich konzessionierte" Unternehmen im Sinne von Art. 100 Abs. 2 OR betrachtet werden, können sie die Haftung für leichte Fahrlässigkeit nicht ausschliessen[106].

Wesentlich ist, dass eine Bank, die kein Vermögensverwaltungsmandat und auch kein Anlageberatungsmandat hat, dem Kunden gegenüber keine generelle Beratungs- und "Fürsorgepflicht" hat. Hat die Bank den Kunden im Sinne ihrer Informationspflicht über die Risiken bestimmter Anlageinstrumente informiert, so muss sie danach den Kunden nicht vor ungeeigneten Dispositionen abhalten, oder diesen spontan beraten und besser geeignete Anlagestrategien oder –instrumente vorschlagen, wenn er selbst diese Dispositionen trifft[107]. Der Kunde, der auf einen Vermögensverwaltungsmandat verzichtet, ist letztlich für seine Anlageentscheide selber verantwortlich und kann nicht die Bank belangen, wenn seine Entscheide zu Verlusten führen bzw. nicht den vorne dargestellten Grundlagen sorgfältiger Vermögensverwaltung entsprechen.

---

104 BGE 133 III 97 (E5.1); vgl. Verfügung der EBK vom 28. September 2005, EBK 49/2006 S.81; dies setzt vor allem auch voraus, dass die Bank die betreffenden Instrumente und deren Risiken selbst kennt.

105 BGE 133 III 97 (E5.2).

106 BGE 112 II 450 (E.3); BGer 4C. 158/2006 (E.2).

107 BGer 4C.385/2006 (E 2.2).

2. Haftungsrisiken

Aufgrund der oben dargestellten Pflichten kann sich eine Haftung der Banken bzw. der Effektenhändler in folgenden Fällen ergeben:

2.1 Mangelhafte Ausführung von Aufträgen

Eine Bank bzw. ein Effektenhändler haften bei falscher Ausführung von Kaufs- oder Verkaufsaufträgen: Fehler bei der Erfassung des Geschäftes (kaufen statt verkaufen), bei der Ausführung von limitierten Aufträgen (Kauf oder Verkauf über bzw. unter den vom Kunden angegebenen Limiten) und bei der Anzahl gekaufter bzw. verkaufter Titel können damit zur Haftung führen[108]. Die Allgemeinen Geschäftsbedingungen von Banken und Effektenhändlern, die eine Haftung für leichte Fahrlässigkeit und Übermittlungsfehler ausschliessen, genügen meistens nicht zur Abwendung eines Anspruches. Einerseits stellt die falsche Ausführung eines klar erteilten Auftrages eine grobe Fahrlässigkeit dar und andererseits ist nach der Praxis des Bundesgerichtes der Ausschluss der Haftung für leichte Fahrlässigkeit nicht zulässig[109]. Das Haftungsrisiko bei falscher Ausführung und Übermittlung kann damit letztlich nur durch organisatorische Massnahmen zur Qualitätssicherung verringert werden.

Bei Auseinandersetzungen über Fehler aus der Auftragsausführung ergeben sich häufig Schwierigkeiten, weil Kunde und Bank zum Teil unterschiedliche Auffassungen über den Inhalt eines Kaufs- bzw. Verkaufsauftrages haben, was den Ausgang eines allfälligen Prozesses unvorhersehbar macht. Derartige Probleme können aber dadurch vermieden werden, dass bei der telefonischen Auftragserteilung Telefongespräche konsequent aufgenommen und die Aufnahmen mindestens bis zum Ablauf der in der Börsenabrechnung angezeigten Widerspruchsfrist aufbewahrt werden[110].

2.2 Verletzung der Sorgfaltspflicht

Die in Art. 11 Abs. 1 lit. b BEHG statuierte Sorgfaltspflicht verlangt, dass Bank und Effektenhändler die Aufträge der Kunden bestmöglich erfüllen, d.h. dass der für den Kunden jeweils billigste Weg beschritten wird. Diese Verpflichtung wird verletzt, wenn ein Effektenhändler bei Wertpapieren, die an mehreren Börsen kotiert sind, ohne sachlichen Grund nicht die Börse wählt, welche die geringsten Kommissionssätze bzw. den kleinsten Spread zwi-

---

108 Vgl. BGer 4C.425/2005; wo eine Bank eine Anweisung zu einem Sicherungsgeschäft nicht ausgeführt hat; die Bank wurde allerdings nicht zu Schadenersatz verurteilt, da die Klägerin die betreffende Transaktion im Rahmen ihrer Schadenminderungspflicht hätte nachholen müssen, sobald sie bemerkte, dass die Bank die Transaktion nicht ausgeführt hatte.

109 BGE 112 II 450 (E 3); BGer 4C. 158/2006 (E 2).

110 Weniger Beweisprobleme ergeben sich bei der direkten Abwicklung von Börsengeschäften über Internet, da der Kunde in diesen Fällen durch das Ausfüllen von Masken "quasi schriftliche" Aufträge erteilt, die entsprechend aufgezeichnet werden können.

schen Kauf- und Verkaufspreis aufweist[111]. In diesem Fall haben die fehlbare Bank bzw. der Effektenhändler die Kommissionsdifferenz zwischen der Börse mit dem geringsten Kommissionssatz und der tatsächlich gewählten Börse zu ersetzen. Zur Haftung führen kann aber auch eine zeitlich unsorgfältige Ausführung von Börsenaufträgen: Werden Börsenaufträge liegen gelassen und später zu ungünstigen Kursen ausgeführt, so haften Bank bzw. Effektenhändler ebenfalls für den dadurch verursachten Schaden.

Eine Verletzung der Sorgfaltspflicht liegt auch dann vor, wenn Wertpapiertransaktionen ungenügend dokumentiert werden. Derartige Sorgfaltspflichtverletzungen führen allerdings kaum je zu direkten Haftungsansprüchen, verschlechtern aber die Position einer Bank bzw. eines Effektenhändlers in einem Prozess, da Mängel in der Dokumentation von Transaktionen aufgrund der in Art. 11 Abs. 1 lit. b BEHG statuierten Dokumentationspflicht immer dem Effektenhändler bzw. der Bank angelastet werden. Beweislosigkeit, die auf mangelnde Dokumentation zurückgeführt wird, führt daher meist zu einem Entscheid gegen den Effektenhändler bzw. die Bank.

2.3 Treuepflicht

Art. 11 Abs. 1 lit. c BEHG verlangt, dass Banken und Effektenhändler im Falle von Interessenkonflikten den Kunden nicht benachteiligen. Interessenkonflikte entstehen oft, wenn die Bank oder ein Effektenhändler Kaufaufträge ihrer Kunden aus eigenen Beständen erfüllen, da sie dann natürlich das Interesse an einem möglichst hohen Preis haben, während der Kunde ein gegenläufiges Interesse hat[112]. Um Probleme bei der Deckung von Kundenaufträgen aus eigenen Beständen zu vermeiden, müssen derartige Transaktionen immer zu den im betreffenden Zeitpunkt an der Börse geltenden Kursen abgerechnet werden.

2.4 Haftung für fehlende Aufklärung

Häufig wird von enttäuschten Anlegern auch geltend gemacht, dass die Bank bzw. der Effektenhändler den Kunden vor den Risiken der betreffenden Anlageinstrumente hätte warnen müssen, bevor sie seine Aufträge ausführen bzw. dem Kunden Finanzprodukte verkaufen[113].

Gemäss Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG sind Effektenhändler und Banken verpflichtet, den Kunden vor der Abwicklung von Börsentransaktionen bzw. beim Verkauf von Finanzpro-

---

111 Vgl. zur entsprechenden Pflicht des Vermögensverwalters für seine Kunden eine Bank auszuwählen, die Gewähr für eine insgesamt bestmögliche Erfüllung in preismässiger, zeitlicher und quantitativer Hinsicht bietet, Art. 3, Ziff. 4 der Standesregeln VSV. Ein sachlicher Grund, der eine Abweichung von diesem Prinzip rechtfertigt, kann dann gegeben sein, wenn die billigste Börse sehr illiquide ist und deshalb für die Abwicklung des Auftrages auf eine andere Börse ausgewichen werden muss.

112 Vgl. die klaren Regeln für Vermögensverwalter in Art. 3 Ausführungsbestimmung 2 Standesregeln VSV.

113 Vgl. die Sachverhalte, welche BGE 133 III 97, BGer 4C.394/2005, BGE 124 III 155 und BGE 119 II 333, zugrunde liegen.

dukten über die Risiken der betreffenden Anlage zu informieren[114]. Die Information ist dabei gemäss Art. 11 Abs. 2 BEHG dem konkreten Wissen und der Geschäftserfahrung des Kunden anzupassen. Standardisierte Informationen, die allen Kunden abgegeben werden, müssen daher immer auf Kunden mit unterdurchschnittlichen Kenntnissen ausgerichtet sein, da sie sonst gerade dieses Kundensegment, das in Bezug auf eine mögliche Haftung am gefährlichsten ist, nicht abdeckt. Im Gegensatz zum Vermögensverwaltungsmandat, bei dem der Vermögensverwalter auf die konkreten Risiken der gewählten Anlagestrategie eingehen muss, genügt eine allgemeine Risikoinformation über die Anlageinstrumente, in denen der Kunde handeln kann, da Bank bzw. Effektenhändler noch gar nicht wissen, welche Risiken der Kunde tatsächlich eingehen und welche Strategie er verfolgen wird[115]. Daher erfolgt die Risikoaufklärung am besten durch eine allgemeinverständlich formulierte Broschüre über die Anlageinstrumente, in denen der Kunde investieren kann. In der Praxis wird dabei heute meist die Broschüre der Schweizerischen Bankiervereinigung "Besondere Risiken im Effektenhandel" verwendet[116]. Eine Suitability Analyse, bei der die Bank prüfen muss, ob die bestimmten Anlageinstrumente und die Transaktionen für einen bestimmten Kunden geeignet sind, muss die Bank dagegen nicht durchführen[117]. Ein konkreter Hinweis auf die Risiken eines bestimmten Anlageinstrumentes ist aber immer dann notwendig, wenn Bank oder Effektenhändler dem Kunden aktiv den Erwerb bestimmter Wertpapiere oder Derivate empfehlen, da sie dann aktiv Einfluss auf die Anlagen des Kunden nehmen und bezüglich dieses konkreten Entscheides des Kunden eine erhöhte Verantwortung übernehmen[118]. Ebenso werden höhere Anforderungen an die Aufklärungspflicht gestellt, wenn der Kunde nicht nur sein eigenes Vermögen anlegt, sondern auch noch von der Bank Lombardkredite aufgenommen hat, da sich sein Risiko durch die Kreditaufnahme erhöht[119].

Bank und Effektenhändler sind nicht verpflichtet, dem einmal aufgeklärten Kunden von riskanten Geschäften abzuraten[120]. Wenn der Kunde das Risiko grundsätzlich kennt, tragen Bank und Effektenhändler keine Verantwortung mehr für seine einzelnen Anlageentscheide und müssen ihn nicht noch einmal bei einzelnen Entscheiden warnen[121].

Banken und Effektenhändler müssen auch nicht überprüfen, ob die Risiken, die der Kunde eingeht, aufgrund seiner Risikofähigkeit für ihn geeignet sind (Suitability Prüfung). Sie können vielmehr davon ausgehen, dass ein Anleger nach der Risikoaufklärung selbst darüber entscheiden kann, welche Risiken für ihn geeignet sind[122]. Indem der Kunde nach Erhalt der generellen Risikoinformation einen klaren Auftrag erteilt, bringt er zum Ausdruck, dass er

---

114 BGE 133 III 97; BGer 4C 265/2001; vgl. BGE 119 II 335; BGE 116 II 521.

115 BGE 133 III 97 (E.5.3 mit weiteren Hinweisen); BGer 4C 265/2001; BGE 133 III 97 (E 5.2).

116 Vgl. BGE 133 III 97 (E 5); In diesem Falle wurde diese Broschüre abgegeben (E 2.2), was das Bundesgericht ausdrücklich als ausreichende Aufklärung betrachtete (E 6).

117 BGE 133 III 97 (E 5.4).

118 Vgl. BGer 4C 394/2005.

119 BGE 119 II 33 (E.5a); BGE 133 III 97 (E 7.1).

120 BGE 119 II 336; BGE 133 III 97.

121 BGE 133 III 97 (E 7.1.2).

122 BGE 133 III 97 (E 5.4).

keine zusätzliche Beratung oder Information benötigt und übernimmt so selbst die Verantwortung für sein Handeln[123].

3. Haftung aus Anlageberatung

Bei einer intensiven Beziehung zwischen Kunden und Bank bzw. Effektenhändler entwickelt sich aus dem normalen Konto- und Depotgeschäft häufig eine Beratungsbeziehung, bei der der Kundenberater dem Anleger bestimmte Anlagen vorschlägt oder ihn bezüglich der vom Kunden selbst getroffenen Auswahl berät[124]. Der Kunde wird für diese Dienstleistung normalerweise nicht mit einem separaten Honorar belastet. Dieser Service wird typischerweise mit den normalen Kommissionssätzen abgegolten[125]. Ein derartiges "Anlageberatungsverhältnis" setzt keinen bewussten Vertragsabschluss voraus. Es kann allein durch die Tatsache einer längerfristigen engen Betreuung eines Kunden entstehen[126].

Wenn Banken bzw. Effektenhändler eine derartige engere Beziehung zum Kunden eingehen, so übernehmen sie damit auch weitergehende Pflichten[127]:

- Die Sorgfaltspflicht zwingt sie in diesen Fällen dazu, derartige Empfehlungen nur abzugeben, wenn diese aufgrund einer objektiven Evaluation der betreffenden Anlageinstrumente als vernünftig erscheinen. Dabei müssen Banken vor allem darauf achten, dass die Kundenberater tatsächlich die von der Bank analysierten und empfohlenen Titel empfehlen und nicht subjektiv gefärbte "heisse" Tipps weitergeben oder ihre Empfehlungen sogar aufgrund von privaten Kommissionsversprechungen einzelner Emittenten machen[128].

- Bank bzw. Effektenhändler müssen bei ihren Empfehlungen Interessenkonflikte vermeiden, d.h. dürfen z.B. den eigenen Kunden nicht Titel empfehlen, bei denen sie die eigenen Bestände abbaut, um auf diese Weise den Verkauf zu erleichtern.

- Bei der Risikoaufklärung können es Bank bzw. Effektenhändler nicht mehr bei allgemeinen Hinweisen auf Risikoaufklärung bestimmter Geschäftsarten belassen; sie müssen den Kunden vielmehr auf das Risiko der einzelnen Anlagen hinweisen[129]. Allerdings genügt der einmalige Hinweis auf diese Risiken. Wenn sich der Kunde später wieder zu derartigen Investionen entschliesst, ist keine weitere Information

---

123 BGer 4C.385/2006 (E 2.2).

124 Vgl. BGE 133 III 97; ZR 106 (2007) Nr.1.

125 Diese Art der Kundenbeziehung mit Beratung wird häufig als "Full Service-Brokerage" bezeichnet.

126 Vgl. BGE 133 III 97; ZR 106 (2007) Nr.1.

127 Vgl. BGer 4C 394/2005 (E 2).

128 Zu diesen Situationen ist es in der Vergangenheit bei einigen Hedgefonds gekommen.

129 Vgl. BGer 4C.394/205 (E 2); BGE 133 III 97.

oder Abmahnung mehr notwendig[130].

4. Haftungsrisiken bei der Zusammenarbeit mit unabhängigen Vermögensverwaltern

Häufig schliesst ein Anleger zwar mit einer Bank einen Konto- und Depotführungsvertrag ab, lässt aber sein Vermögen durch einen unabhängigen Vermögensverwalter verwalten und bevollmächtigt diesen, der Bank Kaufs- und Verkaufsaufträge zu erteilen. Da der Anlageberater in Bezug auf das Verhältnis zwischen Bank und Kunde zur Hilfsperson des Kunden wird, muss sich der Anleger bei einer derartigen Konstellation die Kenntnis des Beraters anrechnen lassen[131]. Er kann deshalb insbesondere nicht mehr behaupten, dass die Bank ihm gegenüber eine Aufklärungspflicht hat, wenn sein Vermögensverwalter über Erfahrung im Anlagegeschäft verfügt. Die Bank kann deshalb – wenn sie im Einzelfall überhaupt eine Aufklärungspflicht hat[132]. Diese dem Kenntnisstand des Vermögensverwalters anpassen und muss nicht auf die spezifische Situation des Anlegers eingehen. Obwohl bei der Zusammenarbeit mit professionellen Anlageberatern erfahrungsgemäss weniger Missverständnisse und Haftungsprobleme auftreten als im direkten Verkehr mit Anlegern, können sich bei einer derartigen Zusammenarbeit dennoch Probleme ergeben, die auf das spezifische Dreiecksverhältnis Bank-Vermögensverwalter-Kunde zurückzuführen sind.

4.1 Überwachung des Vermögensverwalters / Direkte Aufklärung des Kunden

Begeht ein Vermögensverwalter gegenüber einem Anleger schwere Fehler oder veruntreut er sogar Mittel in deliktischer Weise, so stellt sich häufig die Frage, ob die Bank eine Überwachungspflicht hatte und ob sie daher verpflichtet gewesen wäre, bei Unregelmässigkeiten den Kunden direkt zu warnen. Der Konto- und Depotführungsvertrag, den der Kunde mit der Bank abgeschlossen hat, verpflichtet eine Bank nicht dazu, die Tätigkeit eines vom Kunden beauftragten Vermögensverwalters zu überwachen[133]. Immerhin dürfte eine Bank jedoch dann ihre Treuepflicht gegenüber dem Anleger aus dem Konto- und Depotführungsvertrag verletzen, wenn sie schwere Verletzungen der Treuepflicht und insbesondere deliktische Handlungen tatsächlich erkennt und den Kunden in einer derartigen Situation nicht informiert. Diese Pflicht kann aber nur Platz greifen, wenn die Bank tatsächlich derartige Handlungen erkennt. Im Übrigen kann sich die Bank darauf verlassen, dass die Anlagepolitik zwischen Vermögensverwalter und Anleger abgestimmt ist und der Anleger den Vermögensverwalter selbst überwacht[134]. Die Bank wird dem Kunden gegenüber aber haftbar,

---

130 BGE 133 III 97.

131 Art. 101 OR.

132 Bei einem Vermögensverwalter kann sich immerhin bei gänzlich neuen oder sehr komplexen Finanzinstrumenten eine Aufklärungspflicht ergeben.

133 Pra 87 (1998) Nr. 89; vgl. BGer 4C.432/1994; ZR 106 (2007) Nr. 57.

134 Pra 87 (1998) Nr. 89.

wenn sie Anweisungen des Vermögensverwalters ausführt, die über die Vermögensverwaltungsvollmacht hinausgehen, da sie in diesem Fall ohne gültige Instruktion gehandelt hat[135].

4.2 Identifikation des Vermögensverwalters mit der Bank

Ist ein Vermögensverwalter mit einer Bank sehr eng liiert, indem er beispielsweise trotz formeller Selbständigkeit in den Räumen der Bank arbeitet und deren Infrastruktur benutzt, so kann beim Anleger der Eindruck entstehen, dass der Vermögensverwalter Hilfsperson oder sogar faktisches Organ der Bank ist und dass deshalb die Bank für ihn im Haftungsfall einzustehen hat[136]. Eine derartige Situation kann vor allem auch dann entstehen, wenn ein interner Kundenberater selbständiger Vermögensverwalter wird, die Betreuung der bisherigen Kunden aber fortsetzt und weiterhin eine enge Beziehung zur Bank pflegt[137]. In einem derartigen Fall kann ein Anleger unter Umständen nach Treu und Glauben tatsächlich davon ausgehen, dass er immer noch mit der Bank in Vertragsbeziehung steht. Um eine derartige Haftung von vorneherein auszuschliessen, empfiehlt es sich, dass die Bank den unabhängigen Vermögensverwalter verpflichtet, seinen Kunden mitzuteilen, dass er nicht bei der Bank tätig ist, sondern ein von der Bank völlig unabhängiger Vertragspartner des Anlegers ist und die entsprechenden Mitteilungen auch kontrolliert.

---

135 Vgl. BGer 4C.342/1991.

136 Urteil der Genfer Cour de Justice vom 21. Februar 1997, SJ 1997, S. 590 ff.

137 Eine ähnliche Situation kann aber auch dann entstehen, wenn sich eine Bank sehr stark auf Dienstleistungen an Vermögensverwalter ausrichtet und diese teilweise in die eigene Infrastruktur integriert.

D. HAFTUNG FÜR ANLAGEEMPFEHLUNGEN

- *Für Anlagetipps bzw. Ratschläge existiert keine Erfolgshaftung, auch wenn derartige Ratschläge im Rahmen eines Beratungsvertrages gegen Honorar erteilt werden.*
- *Eine Haftung ergibt sich jedoch, wenn wider besseres Wissen falsche Angaben gemacht werden.*

Banken, Effektenhändler und Vermögensverwalter geben regelmässig Empfehlungen für bestimmte Anlagen ab, indem sie Empfehlungslisten publizieren oder Anlagestudien abgeben. Naturgemäss führen nicht alle diese Tipps zum Erfolg. Statistische Erhebungen zeigen, dass diese Empfehlungen – nach der Theorie des effizienten Marktes folgerichtig – nur zu einer durchschnittlichen Performance führen, d.h. die Marktindizes über einen längeren Zeitraum nicht schlagen. Anleger, die erfolglose Empfehlungen befolgen, verlieren Geld und erleiden damit eine Vermögenseinbusse. Da die zukünftige Börsen- und Währungsentwicklung immer unsicher ist, trifft Personen, die Empfehlungen abgeben, keine Erfolgshaftung, d.h. sie können nicht haftbar gemacht werden, wenn eine ihrer Empfehlungen nicht zum Erfolg führt. Damit trifft also insbesondere auch Banken und Effektenhändler keine Haftung, wenn sie den Kunden zu bestimmten Investitionen raten und diese nachher zu Verlusten führen[138].

Eine Haftung kann aber eintreten, falls bewusst falsche Informationen abgegeben werden. Eine derartige Situation kann eintreten, wenn ein Effektenhändler oder eine Bank in einer Studie die Aktie eines Unternehmens empfiehlt, das kurz vor dem Konkurs steht und diese Empfehlung mit falschen Angaben untermauert, um so eine günstige Marktstimmung für den Verkauf eigener Bestände zu schaffen. Erleidet der Kunde, der aufgrund einer derartigen Empfehlung Aktien kauft, einen Verlust, so ist dieser Verlust nicht mehr auf die allgemeine Unsicherheit bei Empfehlungen zurückzuführen sondern auf ein irreführendes Verhalten. Soweit zwischen dem Anleger und dem Effektenhändler der Bank, die derartige Ratschläge erteilen, ein Konto- und Depotführungsvertrag besteht, so stellen derartige Fehlinformationen eine Verletzung der Sorgfalts- und Treuepflicht aus diesem Vertragsverhältnis dar und führen zu entsprechenden Schadenersatzansprüchen. Besteht dagegen kein Vertragsverhältnis, wie zum Beispiel im Falle eines Dritten, der den Tipp einer unentgeltlichen Publikation einer Bank oder eines Effektenhändlers entnimmt, so kann sich eine Haftung aufgrund von Art. 41 OR ergeben, da die absichtliche Täuschung als unerlaubte Handlung betrachtet werden muss. Damit können derartige Äusserungen auch gegenüber Dritten zur Haftung führen.

---

138 Wie vorne dargestellt, haben Banken und Effektenhändler bei derartigen Empfehlungen die Verpflichtung, ihre eigenen Kunden, die den entsprechenden Empfehlungen folgen, auf das entsprechende Risiko hinzuweisen.

Um bezüglich der Haftung gegenüber dem Kunden klare Verhältnisse zu schaffen, empfiehlt es sich, in Publikationen, in denen Empfehlungen abgegeben werden, einen Disclaimer anzubringen, der auf die Eigenverantwortung des Anlegers hinweist und festhält, dass alle Empfehlungen und Aussagen auf Informationen beruhen, die als richtig betrachtet werden, der Ratgeber aber keine Garantie für die Richtigkeit übernehmen kann. Um Interessenkonflikte zu vermeiden, sollten immer die Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse eingehalten werden[139]. Überdies sollte im Disclaimer auch darauf hingewiesen werden, dass der Ratgeber selbst bzw. die mit ihm verbundenen Unternehmen die betreffenden Titel halten, kaufen und verkaufen.

[139] Vgl. dazu auch Art. 4 Ausführungsbestimmungen 6 der Standesregeln VSV.

E. DIE VERMEIDUNG VON HAFTUNGSPROBLEMEN

- *Vermögensverwalter sollten sich bei der Annahme von Mandaten zur Vermeidung eines Übernahmeverschuldens auf Bereiche beschränken, in denen sie die notwendigen Kenntnisse aufweisen.*
- *Der Vermögensverwaltungsvertrag ist schriftlich abzufassen, wobei durch klare Festlegung der Verantwortung und durch Haftungsausschlussklauseln (Beschränkung der Haftung auf grobe Fahrlässigkeit) das Risiko des Vermögensverwalters erheblich beschränkt werden kann (Bei Banken und Effektenhändlern ist diese Beschränkung allerdings nicht möglich).*
- *Vor Abschluss des Mandates sind die Bedürfnisse und die Risikofähigkeit des Anlegers abzuklären. Auf dieser Basis sind Anlagerichtlinien zu erstellen. Einzelweisungen und Änderungen der Anlagerichtlinien sind schriftlich zu bestätigen. Sind diese unzweckmässig oder unsinnig, so muss der Vermögensverwalter den Anleger schriftliche abmahnen.*
- *Die Anleger sind über Risiken konkret und in einer für sie verständlichen Form aufzuklären, wobei diese Aufklärung zu dokumentieren ist.*
- *Bei der Besprechung von Resultaten der Vermögensverwaltung ist die Genehmigung der Vermögensverwaltungstätigkeit festzuhalten, um Haftungsansprüche auszuschliessen.*
- *Mit geeigneter interner Organisation sind die Einhaltung von Sorgfaltspflichten und Anlagerichtlinien zu überwachen sowie Interessenkonflikte zu vermeiden.*

Nachdem Vermögensverwalter bzw. Banken und Effektenhändler die vorne dargestellten Haftungsrisiken tragen, stellt sich natürlich die Frage, wie diese Risiken vermieden werden können:

1. Keine Vermögensverwaltungstätigkeit ausserhalb des eigenen Kompetenzbereiches

Bei der Annahme von Vermögensverwaltungsmandaten muss der Bereich der eigenen Kenntnisse und Kompetenzen respektiert werden, um das vorne erwähnten Übernahmeverschulden zu vermeiden. Wenn ein Vermögensverwalter ein Mandat annimmt, das ausserhalb der eigenen Kenntnisse und Kompetenz liegt, so hat er allein schon mit der Annahme des Vermögensverwaltungsmandates seine Sorgfaltspflicht verletzt und damit den Grundstein für eine spätere Haftung gelegt. In diesem Sinne sollte ein Vermögensverwal-

ter, der keine Spezialkenntnisse über die Anlagen in Rohstoffen, Derivaten oder Hedgefonds hat, auf Mandate in diesen Bereichen von vorneherein verzichten oder für diesen Bereich einen Spezialisten beiziehen[140]. Die Standesregeln VSV[141] sehen vor, dass der Kunde informiert werden muss, wenn er vom Vermögensverwalter Dienstleistungen verlangt, für den dieser keine genügenden Fachkenntnisse hat und gehen davon aus, dass nach einer derartigen Information die entsprechenden Dienstleistungen dem betreffenden Kunden erbracht werden können. Meines Erachtens ist es allerdings auch nach einer derartigen Information nicht empfehlenswert, dass ein Vermögensverwalter Dienstleistungen erbringt, für die er nicht qualifiziert ist. Entstehen später Schäden, so führen diese erfahrungsgemäss trotz der entsprechenden Information immer zu sehr unerfreulichen Auseinandersetzungen über die Haftung[142] und ziehen auch immer Reputationsschäden für den betroffenen Vermögensverwalter nach sich. In diesen Fällen ist es wesentlich besser und aus der Sicht des eigenen professionellen Verständnisses des Vermögensverwalters auch überzeugender, den Kunden für diese Dienstleistungen an einen Spezialisten zu verweisen oder einen Spezialisten als Unterakkordanten beizuziehen.

2. Abklärung der Risikofähigkeit und Risikobereitschaft des Anlegers und klare Formulierung von Anlagerichtlinien

Zu Beginn der Vermögensverwaltungstätigkeit muss der Vermögensverwalter die Risikofähigkeit, die Risikobereitschaft und die Bedürfnisse des Kunden eingehend mit diesem besprechen. Die Erkenntnisse dieses Gespräches sollten schriftlich festgehalten und von Kunden bestätigt werden. Auf dieser Basis kann dann die Anlagestrategie bzw. die Asset Allocation entwickelt werden. Überdies zeigen Gespräche und Analyse dem Vermögensverwalter auch, wie gross die Fachkenntnisse des Kunden sind, sodass er die Risikoaufklärung besser den individuellen Bedürfnissen des Kunden anpassen kann.

Beim Abschluss des Vermögensverwaltungsvertrages müssen mit dem Kunden die vom Vermögensverwalter aufgrund seiner Analyse entwickelten Anlagerichtlinien schriftlich festgelegt werden[143]. Dabei sollte festgelegt werden, in welche Anlageinstrumente investiert werden kann und insbesondere festgehalten werden, welcher Prozentsatz des verwalteten Vermögens maximal in die betreffende Anlagekategorie investiert werden kann. Gleichzeitig sollte auch die Referenzwährung für das Reporting definiert werden und die Anlagewährungen festgelegt werden, wobei ebenfall das maximale Exposure in bestimmten Fremdwährungen definiert werden muss. Die zulässigen Vermögensanlagen und das zulässige Wäh-

---

140 Vgl. Art. 3 Ausführungsbestimmung 5 Standesregeln VSV.

141 Art. 6 Ausführungsbestimmung 24 Standesregeln VSV.

142 Insbesondere wird sich der Streit daran entzünden, ob die Information bzw. Warnung über die fehlenden Fachkenntnisse genügend klar bzw. drastisch war.

143 Die Erfahrung zeigt, dass unklare Bezeichnungen wie z.B. "konservative Anlage", "vorsichtige Anlage" oder "Aufrechterhaltung und Verbesserung der Kaufkraft" immer wieder zu Auseinandersetzungen führen, da unklar ist, wie die Anlagen tatsächlich gestaltet werden sollen; vgl. BGer 4A.351/2007; vgl. auch BGer 4A.223/2007 (E 6.2.2), wo das Anlageziel mit "langfristes Wachstum" und die Asset Allokation mit "ausgewogener Mix aller Anlageinstrumente" vereinbart wurde.

rungs-Exposure sollten dabei möglichst konkret beschrieben werden, da es sonst sehr leicht zu Auseinandersetzungen über die tatsächlich zulässigen Anlagen kommen kann[144]. Wenn in der Asset Allokation nicht traditionelle Anlagen[145] oder risikoreiche Anlagetechniken[146] vorgesehen werden, so müssen diese Kategorien deutlich hervorgehoben und klar definiert werden, um zu vermeiden, dass später Auseinandersetzungen über die Zulässigkeit bestimmter Anlagen entstehen.

3. Sorgfältiges Vorgehen

Eine Bank bzw. ein Broker und ein Vermögensverwalter müssen sicherstellen, dass sie in ihren Tätigkeiten sorgfältig handeln und dass die vorne dargestellten Sorgfaltspflichten von allen Personen, die für den betreffenden Vermögensverwalter tätig sind, eingehalten werden. Im Rahmen der Vermögensverwaltung sind insbesondere folgende Punkte wichtig:

- Strikte Einhaltung der Anlagerichtlinien bezüglich Allokation des verwalteten Vermögens.
- Diversifikation der Anlagen im Rahmen der von den Anlagerichtlinien vorgesehenen Asset Allocation.
- Vermeidung von Anlageinstrumenten, die gemäss Standesregeln VSV[147] nicht zulässig sind, sofern diese in den individuell vereinbarten Verträgen bzw. den Anlagerichtlinien nicht ausdrücklich als zulässig erklärt werden.
- Definition eines klaren Anlageprozesses, der von der Analyse der möglichen Anlage über Empfehlungslisten zum individuellen Anlageentscheid führt. Emotionale Entscheide und das Verfolgen von "heissen Tipps" sind zu vermeiden. Ein derartiger Anlageprozess ist gerade dann notwendig, wenn ein Vermögensverwalter mit Angestellten arbeitet, da erfahrungsgemäss bei einzelnen Mitarbeitern die Gefahr des individuellen "Ausscherens" besteht.
- Due Diligence bei komplexen strukturierten Produkten und nicht traditionellen Anlagen. Bei strukturierten Produkten muss sich der Vermögensverwalter nicht nur im

---

144 Vgl. zu einer missglückten Umschreibung der zulässigen Anlagen: BGer 4A.223/2007 (E 6.2.2) "ausgewogener Mix aller Anlageinstrumente" mit völlig unklaren mündlichen Weisungen bezüglich Aktienbestand sowie Fremdwährungen, was von den Gerichten so ausgelegt wurde, sodass tatsächlich keine Aktien gekauft werden durften und der Vermögensverwalter dann für die Aktienanlagen mit den Verlusten haftete; ZR102 Nr. 65, S. 296: "Portfolio Structure: Emphasis on Equitities; Diversification: Concentration in Investment Category, Diversification of Holdings; Client Risk Profile: High Risk; Investment Objectives: Growth". Das Handelsgericht stellte fest, dass ein übereinstimmender Wille bezüglich der Portefeuille-Zusammensetzung nicht feststellbar sei.

145 Wie zum Beispiel Anlagen in Derivate, Hedgefonds, Private Equity, illiquide Anlagen, Junk Bonds oder Rohwaren.

146 Leerverkäufe, Derivate mit Hebelwirkung, Einsatz von Lombardkrediten etc.

147 Anhang B bzw. Vermögensverwaltungsrichtlinien der Bankiervereinigung Ziff. 8 ff.

Klaren darüber sein, welche Kursbewegungen der massgebenden Aktien, Indizes oder sonstigen Wertpapiere beim betreffenden strukturierten Produkt Wertschwankungen und Zahlungen auslösen, sondern auch das Bonitätsrisiko des Emittenten analysieren und in seine Entscheidungen einbeziehen. Bei nicht traditionellen Anlagen muss der Track Record und vor allem die Integrität des Emittenten überprüft werden. Wenn die Anlagetechnik eines Hedgefonds nicht transparent dargestellt wird und keine ausreichende Dokumentation über Anlagen und Anlageerfolg[148] vorliegt, so sollten auch bei sehr guter Perfomance keine Investition gemacht werden, da in diesen Fällen Manipulation und Betrug nicht ausgeschlossen werden können. In diesen Fällen können "Fund of Funds" Strukturen gute Dienste erweisen, sofern sich der Vermögensverwalter überzeugen kann, dass die Fondsleitung tatsächlich die notwendige Due Diligence vornimmt.

– Vermeidung der Beeinflussung durch Retrozessionen. Der Anlageentscheid darf nicht durch eine Retrozession beeinflusst werden, weshalb Geschäftsmodelle vorzuziehen sind, bei denen diese Zahlungen an Kunden weitergeleitet werden. Die Entgegennahme hoher Retrozessionen spricht in der Prozesspraxis fast immer bereits für eine Vernachlässigung der Sorgfaltspflicht.

4. Gestaltung von Verträgen und Formularen

Verträge im Bereich der Vermögensverwaltung sollten immer schriftlich abgefasst werden[149]. Bei der Gestaltung von Verträgen und Formularen ist auf eine klare Sprache und Darstellung zu achten; wichtige Bestandteile wie insbesondere Haftungseinschränkungsklauseln dürfen nicht in Abschnitten mit einem Titel, der nicht auf diese Thematik hinweist, "versteckt" werden oder sonst wie im Text "begraben" werden[150]. Derartige Klauseln sollten vielmehr grafisch hervorgehoben bzw. in einem Abschnitt mit klarem Titel dargestellt werden, um alle Unsicherheiten in der Interpretation zu vermeiden. Unklare Formulierungen in den von einer Bank, einem Effektenhändler oder einem Vermögensverwalter formulierten Verträgen und Formularen werden sonst immer gegen diese ausgelegt, da sie mit der Formulierung, die Verantwortung für den Text übernommen haben.

Bei der Gestaltung von Verträgen muss darauf geachtet werden, dass die Verantwortung der Parteien klar definiert und gegenüber Dritten abgegrenzt wird. Der Vermögensverwalter sollte in diesem Fall klar festhalten, dass der Kunde das Risiko der Kursentwicklung trägt und der Vermögensverwalter nicht für den Erfolg der getroffenen Anlagen verantwortlich ist. In Depot- und Kontoführungsvertrag sollte die Bank dagegen festhalten, dass sie für Anlageentscheide des Anlegers und allfälliger unabhängiger Vermögensver-

---

148 Mit entsprechenden Audit Berichten.

149 Vgl. Ziff. 2 der Vermögensverwaltungsrichtlinien der Bankiervereinigung und Art. 7 der Standesregeln VSV.

150 Andernfalls kommen diese Bestimmungen aufgrund der vom Bundesgericht für die Auslegung von AGB entwickelten Ungewöhnlichkeitsregel nicht zur Anwendung; vgl. BGer 4A. 187/2007.

walter keine Haftung übernimmt und diese Entscheidungen auch nicht überwacht.

Bei der Formulierung von Verträgen und Allgemeinen Geschäftsbedingungen ist im Weiteren darauf zu achten, dass die Haftung so stark wie möglich eingeschränkt und, wo dies möglich ist, auf Grobfahrlässigkeit beschränkt wird[151]. Wie vorher in Ziff. 2.5 dargestellt, kann es in der Praxis allerdings schwierig sein, diese Haftungsbeschränkung tatsächlich durchzusetzen, da Gerichte die entsprechenden Klauseln meist sehr einschränkend interpretieren oder relativ rasch grobe Fahrlässigkeit annehmen[152]. In Verträgen über den Verkauf von Derivaten und anderen Produkten ist ein Beratungsverhältnis zu vermeiden. Das Verhältnis zwischen Bank bzw. Effektenhändler und Anleger ist klar als kaufvertragliches Verhältnis zwischen unabhängigen Parteien zu strukturieren. In diesem Sinne sollte im Vertrag festgehalten werden, dass sich der Kunde aufgrund eigener Überlegungen zu einem Kauf entschlossen hat und dass kein Beratungsverhältnis vorliegt.

5. Regelung betreffend Retrozession und ähnlichen Zahlungen

Soweit ein Vermögensverwalter von Dritten Retrozessionen oder ähnliche Leistungen erhält, muss er im Vertrag klar festhalten, dass er diese einbehalten kann bzw. regeln, inwieweit diese an den Kunden weitergeleitet oder mit diesem geteilt werden[153]. Dabei muss nach der Bundesgerichtspraxis allerdings die Grössenordnung der Retrozessionen angegeben werden, da nur ein "Informed Consent" den Rückforderungsanspruch des Kunden ausschliesst[154]. Ohne klare Regelung fallen die Retrozession gemäss Art. 400 Abs. 1 OR dem Kunden zu und müssen diesem vollständig ausbezahlt werden.

Der Vermögensverwalter muss den Kunden aber zusätzlich auch darauf hinweisen, dass durch derartige Zahlungen Interessenkonflikte entstehen können[155]. Trotz dieses Hinweises muss der Vermögensverwalter darauf achten, dass sich derartige Interessenkonflikte für den Kunden nicht negativ auswirken. Eine Retrozession auf Kommissionen darf nicht zu einem "Churning" d.h. zu sinnlosem Handeln führen[156], da der Kunde auch bei einer entsprechenden Information einem derartigen Vorgehen nicht zustimmt. Auch bei einer entsprechenden

---

151 Vgl. BGer 4A.351/2007 für ein Beispiel einer derartigen Haftungsbeschränkung; Nach der Praxis des Bundesgerichtes ist es Banken und Effektenhändlern gemäss Art. 100 Abs. 2 OR allerdings nicht möglich, die Haftung für leichte Fahrlässigkeit auszuschliessen; BGE 112 II 450 (E 3); Dies gilt bei Banken auch für die Vermögensverwaltungstätigkeit, obwohl diese selbst keine obrigkeitlich konzessionierte Tätigkeit darstellt, da eine Vermögensverwaltungstätigkeit ja auch ohne Bankbewilligung ausgeübt werden kann. Das Bundesgericht ist der Ansicht, dass Art 100 Abs. 2 OR für alle Tätigkeiten gilt, die eine Bank in engem Zusammenhang mit ihrer bewilligungspflichtigen Tätigkeit ausübt. Das Bundesgericht begründet die Ausdehnung der bankrechtlichen Sorgfalts- und Haftungsstandards auf diese Tätigkeitsbereiche damit, dass sich das Publikum bei Geschäftsbeziehungen mit Banken ganz allgemein auf den Schutz der bankenrechtlichen Regeln verlassen kann; BGer 4C. 158/2006.

152 Vgl. BGer 4A.351/2007.

153 Vgl. Art. 10, Ausführungsbestimmung 48 der Standesregeln VSV.

154 BGE 132 III 460; ZR 107 2008 Nr. 35.

155 Art. 6 Ausführungsbestimmung 25 Standesregeln VSV.

156 Vgl. dazu Ziff. B 3.3.3.

Information über mögliche Interessenkonflikte kann deshalb der Vermögensverwalter haftbar werden, wenn er aufgrund von Retrozessionen gegen seine Sorgfalts- und Treuepflicht verstösst.

6. Aufklärung über Risiken

Die Anleger sind sowohl beim Abschluss von Vermögensverwaltungsverträgen wie auch bei der Eröffnung von Konto- und Depotbeziehungen auf die mit Anlageinstrumenten verbundenen Risiken aufmerksam zu machen. Diese Information ist entsprechend zu dokumentieren, wie beispielsweise durch eine Empfangsbestätigung bei der Zustellung von Broschüren und Mitteilungen oder durch Aktennotizen über entsprechende Besprechungen.

Während die Risikohinweise beim Abschluss eines Konto- und Depotvertrages relativ allgemein sein können, indem auf die typischen Risiken von Geldmarkt-, Obligationen-, Aktien- und Derivatanlagen in einer für den Kunden verständlichen Form hingewiesen wird[157], muss sich der Risikohinweis bei einem Vermögensverwaltungsvertrag auf den konkreten Vermögensverwaltungsauftrag und die gemäss Anlagerichtlinien verwendeten Instrumente und Techniken beziehen.

Der Risikohinweis muss in einer für den Anleger verständlichen Weise abgefasst sein, so dass dieser die Risiken und ihre Tragweite tatsächlich verstehen kann. Der Risikohinweis muss bei risikoreichen bzw. nicht traditionellen Investments, wie Hedgefonds, Derivaten mit Hebeleffekt, Private Equity Investments und Anlagen in illiquiden Wertpapieren, besonders detailliert sein. Bei diesen Anlagen muss dem Anleger auch klar gemacht werden, dass die Risiken wesentlich grösser sind als bei den "normalen" Anlagen, wie Aktien, Obligation und Geldmarktanlagen.

Eine Risikoaufklärung ist auch notwendig, wenn Finanzprodukte aktiv verkauft werden. In den entsprechenden Verkaufsunterlagen muss – auch wenn dies von Marketingseite oft nicht gewünscht wird – ein klarer Hinweis auf mögliche Risiken vorgesehen werden. Gerade bei Derivaten und strukturierten Produkten sollte nicht nur auf das Risiko von Kursverlusten bei einer entsprechend ungünstigen Entwicklung der Basiswerte hingewiesen werden, sondern auch auf das Gegenparteirisiko, welches der Anleger bei diesen Finanzprodukten in der gleichen Weise trägt, wie bei einer Obligation.

7. Bestätigung und Abmahnung bei spezifischen Weisungen

Erteilt ein Kunde spezifische Weisungen oder ändert er die Anlagerichtlinien, so müssen ihm diese Änderungen schriftlich bestätigt werden, um spätere Unsicherheiten über den

---

157 Dazu genügt die Broschüre der Schweizerischen Bankiervereinigung "Besondere Risiken im Effektenhandel".

Inhalt der Weisung bzw. die Änderung der Anlagerichtlinien zu vermeiden[158]. Soweit die einzelnen Weisungen bzw. die Änderungen der Anlagerichtlinien dem Vermögensverwalter unzweckmässig oder sogar unsinnig erscheinen, weil sie sich auf unseriöse oder sehr risikoreiche Instrumente beziehen oder zu einer Strategie führen, die den vom Anleger selbst formulierten Anlagezielen und seiner Risikobereitschaft nicht entsprechen, so muss der Vermögensverwalter den Kunden abmahnen. Er muss ihn deutlich auf die Risiken, die mit der betreffenden Weisung verbunden sind, hinweisen und diese nur ausführen, wenn der Kunde nach der Abmahnung an seiner Weisung festhält. Die Abmahnung sollte ebenfalls schriftlich bestätigt werden, um Beweisprobleme zu vermeiden.

Wenn die Weisungen des Anlegers oder die von ihm vorgenommenen Änderungen der Anlagerichtlinien zu Anlagen führen, die der Vermögensverwalter nicht verantworten kann[159], so empfiehlt es sich, das Mandat nieder zu legen, wenn der Anleger nach entsprechender Abmahnung auf seiner Weisung beharrt, da derartige Anlagen bei erfolgter Abmahnung zwar nicht mehr zu einer Haftung führen können, erfahrungsgemäss aber trotzdem ein erheblicher Reputationsschaden entstehen kann. Das Mandat sollte auch nieder gelegt werden, wenn die Weisung des Kunden oder die von ihm vorgenommenen Änderungen der Anlagerichtlinien zu Anlagen führen, die ausserhalb des Kompetenzbereiches des Vermögensverwalters liegen, um so das vorne dargestellte Übernahmeverschulden zu vermeiden.

8. Genehmigung und Besprechung von Resultaten

Ein Vermögensverwalter wird die Performance der Anlagen periodisch mit seinen Kunden besprechen und die getätigten Transaktionen erklären. Im Rahmen einer derartigen Besprechung sollte der Umstand, dass der Kunde von der Tätigkeit des Vermögensverwalters Kenntnis genommen hat und diese auch genehmigt, schriftlich festgehalten werden, indem der Kunde ein entsprechendes Formular unterzeichnet. Die Genehmigung der Resultate schliesst spätere Schadenersatzansprüche grundsätzlich aus und verhindert, dass sich der Anleger bei einer Fortsetzung der Anlagestrategie auf den Standpunkt stellt, dass die betreffende Anlagestrategie nicht vom Vermögensverwaltungsvertrag gedeckt oder aber unvorsichtig sei. Nimmt ein Kunde beispielsweise während einer Hausse-Phase mit Genugtuung zur Kenntnis, dass ein hauptsächlich aus Aktien bestehendes Portefeuille eine sehr gute Performance aufweist, kann er in einer Baisse-Periode nicht behaupten, dass eine einseitige Ausrichtung auf Aktien wegen mangelnder Diversifikation der Anlagen unsorgfältig sei, wenn seine Zustimmung richtig dokumentiert wurde[160].

Die Besprechung und die Genehmigung der Resultate der Vermögensverwaltung führen allerdings nur zum Haftungsausschluss, wenn dem Kunden die getätigten Anlagen auch rich-

---

158 Vgl. Art. 10, Ausführungsbestimmung 47 der Standesregeln VSV.

159 Penny Stocks, Fonds oder Anlagegesellschaften, die im Betrugsverdacht stehen etc.

160 Vgl. Pra 87 (1998) Nr. 89.

tig erklärt werden[161]. Befinden sich beispielsweise illiquide Anlagen, Private Equity Investition oder Hedgefonds mit hohen Risiken in einem von einem Vermögensverwalter verwalteten Portefeuille, so werden diese Anlagen bei der Präsentation und Besprechung der Jahresendresultate nur genehmigt, wenn der Vermögensverwalter ausdrücklich auf diese Anlagen hinweist und das mit ihnen verbundene Risiko erklärt.

Hat ein Kunde mit dem Vermögensverwalter anklagende Korrespondenz vereinbart, d.h. werden Mitteilungen nicht zugestellt, sondern zurückbehalten bis sie abgeholt werden, so hat die "Informationen" des Kunden nur eine beschränkte Wirkung. Zwar gilt die entsprechende Korrespondenz in dem Moment als zugestellt, in der sie in Verwahrung genommen wird. Wenn der Vermögensverwalter aber annehmen muss, dass der Kunde die Mitteilung nicht stillschweigend genehmigt, weil sie eine Abweichung von den bisherigen Vereinbarungen enthält, so führt die Zustellung nicht zu einer Genehmigung des betreffenden Verhaltens. Ist der Vermögensverwalter von den vertraglichen Vereinbarungen abgewichen, so führt deshalb die banklagernde Zustellung der entsprechenden Resultate oder sogar eine detaillierte Information über die Abweichung nicht zur Genehmigung der betreffenden Vertragsverletzung und schliesst entsprechende Ansprüche nicht aus[162].

9. Interne Organisation und Überwachung

Eine Bank oder Vermögensverwaltungsgesellschaft sollte durch geeignete interne Organisation und Überwachung sicherstellen[163], dass Vermögensverwalter nicht von Richtlinien, die Kunden erteilt haben, abweichen. Überdies sollten auch klare interne Weisungen im Sinne der oben erwähnten Sorgfalts- und Treuepflichten aufgestellt werden, um Handlungen zu vermeiden, welche diese Pflichten verletzen. Derartige Weisungen müssen insbesondere sicherstellen, dass Interessenkonflikte vermieden werden. Um Haftungsfälle zu vermeiden, genügt es aber nicht, derartige Weisungen aufzustellen; das Personal muss auch entsprechend ausgebildet und die Einhaltung der Weisungen überwacht werden. In diesem Sinne müssen die Anlage- und Vermögensverwaltungsprozesse innerhalb einer Bank bzw. Vermögensverwaltungsgesellschaft klar und einheitlich strukturiert und auch durch konsequentes Controlling überwacht werden.

---

161 Vgl. ZR102 Nr. 65 S. 303.

162 BGer 4C.295/2006 (E 2.2).

163 Vgl. Ziff. 4 und 6 der Richtlinien der Bankiervereinigung sowie Art. 5 Standesregeln VSV.

F. DIENSTLEISTUNGEN VON WALDER WYSS

Walder Wyss verfügt über Spezialisten im Bereich der bankenrechtlichen Beratung und Prozessführung. Unsere Dienstleistungen in diesem Bereich umfassen insbesondere:

- Beratung bei der Konzeption und Formulierung von Formularen und Verträgen mit Kunden;
- Beratung bei der Konzeption und Formulierung interner Reglemente und Weisungen im Hinblick auf die Erfüllung von Sorgfaltspflichten;
- Unterstützung bei der internen Ausbildung betreffend Haftungsrisiko und Vermeidung;
- Beratung und Beurteilung der Prozesschancen bei Problemfällen mit Kunden;
- Prozessführung bei Ansprüchen von Kunden.