



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Herausgeber:
Peter R. Isler / Romeo Cerutti

Vermögensverwaltung III

Schulthess § 2010

Schadenersatzansprüche des Kunden gegen den Vermögensverwalter – Beurteilung typischer Argumente

Sandro Abegglen*

Inhalt

I.	Einleitung.....	34
II.	Fall 1: Kauf von Lehman-Produkten	35
	1. Ausgangslage.....	35
	2. Die wichtigsten Argumente	36
	a) Grundsatz und Gegenstand der Information.....	36
	aa) „Execution-only-Beziehung“ (Variante A).....	36
	bb) Empfehlung des Produktes durch die Bank (Variante B)	39
	b) Besteht eine Pflicht der Bank zur Überwachung des Portfolios?	41
III.	Fall 2: Investment in Madoff-Fund bei diskretionärer Vermögensverwaltung.....	42
	1. Ausgangslage.....	42
	2. Zentrale Aspekte bei der Beurteilung	43
	a) Grundsätzliche Zulässigkeit eines Investments in Single Hedge Funds gemäss VVRL?	43
	b) Pflicht zur sorgfältigen Auswahl der Anlage beim diskretionären Mandat ..	44
	c) Pflicht zur titelspezifischen Diversifikation beim Vermögensverwaltungsmandat	46
	aa) Überblick und Grundlagen	46
	bb) Bundesgerichtliche Rechtsprechung	48
	cc) Spezialgesetzliche Regulierungen.....	48
	dd) Weitere Quellen	49
	d) Einsatz zum Zweck der Gesamtportfoliodiversifikation	49
	e) Exkurs: Due Diligence bei Investments in Fund of Hedge Funds.....	50
IV.	Fall 3: Rechenschaftspflicht, Klumpenrisiko und Genehmigungsfiktion	51
	1. Ausgangslage.....	51
	2. Argumente	52
	a) Fehlende Kontaktaufnahme bei stark negativer Performance	52
	b) Heilung durch unterbliebene Reklamation	52
	c) Fortführung des bestehenden Klumpenrisikos	53

* Ich danke Frau RA lic. iur. Patrizia Schlatter und Herrn lic. iur. Luca Bianchi für ihre Mitwirkung an diesem Beitrag.

V. Fall 4: <i>Churning</i> und nicht erreichte Zielrendite	54
1. Ausgangslage.....	54
2. Argumente	54
a) Verbot von <i>Churning</i>	54
b) Keine Pflicht zum tatsächlichen Erreichen der Zielrendite	56

I. Einleitung

Anhand von an der Tagung besprochenen, fiktiven Fällen soll im vorliegenden Aufsatz auf einige wichtige Problemkreise im Bereich der Informations- und Sorgfaltspflichten im Anlagegeschäft und der Vermögensverwaltung eingegangen werden. Es ist aber weder beabsichtigt noch so zu verstehen, dass mit den folgenden Ausführungen Lösungen der Fallbeispiele präsentiert werden sollen. Solche wären nur in Kenntnis aller Umstände und unter Inanspruchnahme von mehr Platz für Ausführungen möglich. In diesem Sinne sind die Fallbeispiele nur als Anregungen zur Diskussion zu verstehen.

Der erste Fall, der sich an den Zusammenbruch von Lehman Brothers anlehnt, betrifft kein Vermögensverwaltungsverhältnis, sondern die Pflichten der Bank bei „Execution-only“ und anderen, nicht-diskretionären Beziehungen. Die weiteren drei Fälle betreffen Vermögensverwaltungsmandate.

Thema sind wie erwähnt die Informations- und Sorgfaltspflichten; nicht eingegangen wird auf die übrigen Haftungsvoraussetzungen Schaden (und Schadensberechnung)¹, Kausalität und Verschulden. Diese Pflichten waren

¹ Vgl. dazu BNSAHEL FRÉDÉRIQUE/MICOTTI SÉBASTIEN/SCHERRER JEAN-FRANÇOIS, *Certains aspects du dommage dans la gestion de fortune*, SJ 2008, 333 ff.; GROSS THOMAS, *Fehlerhafte Vermögensverwaltung – Klage des Anlegers auf Schadenersatz*, AJP 2006, 164 ff.; GUTZWILLER CHRISTOPH, *Schadensstiftung und Schadensberechnung bei pflichtwidriger Vermögensverwaltung und Anlageberatung*, SJZ 2005, 361 ff.; MOOR LORENZO/MOLO GIOVANNI, *Quantificazione del danno e facilitazioni probatorie (ex art. 42 cpv. CO) nelle vertenze di diritto bancario*, SZZP 2007, 431 ff.; WALTER HANS PETER, *Prozessuale Aspekte beim Streit zwischen Kunden und Vermögensverwalter*, ZSR 2008, 110 ff.; WEBER ROLF H., *Anlage-schäden*, in: EMMENEGGER, *Anlagerecht*, Bern 2007, 132 ff.; WEBER ROLF H., *Der Kapitalanlageschaden*, in: BUCHER et al. (Hrsg.), *Norm und Wirkung*, FS für Wolfgang Wiegand, Bern 2005, 966 ff.

bereits Thema der ersten Tagung Vermögensverwaltung des Europa Instituts Zürich im Jahre 2007².

An der Tagung referierten Kollege CLAUDIO MÖHR und der Autor gemeinsam aber konträr über die Fallbeispiele, weshalb sich im Beitrag von Herrn CLAUDIO MÖHR die gleichen Fälle finden wie in diesem Beitrag.

Die Vortragsform wurde beibehalten und in den Fussnoten beschränke ich mich auf wenige Hinweise.

II. Fall 1: Kauf von Lehman-Produkten

1. Ausgangslage

Nach der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers konnte den Medien entnommen werden, dass eine Vielzahl privater Anleger durch den Kauf von Strukturierten Produkten, die von Lehman Brothers emittiert worden waren, Verluste erlitten. In der Schweiz ist – im Unterschied zu Deutschland³ – bis anhin kein publizierter Entscheid in dieser Sache bekannt. Anhand des folgenden, rein fiktiven Falles soll darauf eingegangen werden, welches Mass an Aufklärung die Bank ihren Kunden im Zusammenhang mit dem Kauf von Strukturierten Produkten schuldet, wobei zwei Konstellationen von Kundenbeziehungen unterschieden werden:

Herr Müller investierte im Jahre 2006 die Hälfte seines Depots in von Lehman Brothers emittierte Strukturierte Produkte, die heute wertlos sind. Herr Müller und seine Bank sind sich uneinig darüber, ob Herr

² Vgl. die schriftliche Fassung des dort gehaltenen Referats: WALTER (FN 1), 110 ff.

³ Vgl. die folgende Auswahl von Entscheiden aus dem deutschen Recht: LG Frankfurt a.M., Urteil vom 28.11.2008 – 2-19 O 62/08, WM 2009, 17 ff. (Kein Schadenersatzanspruch des Käufers eines Lehman-Zertifikats); LG Frankfurt a.M., Urteil vom 7.4.2009 – 2-19 O 211/08, WM 2009, 947 (Schadenersatz wegen fehlerhafter Beratung beim Erwerb eines Lehman-Zertifikats); LG Hamburg, Urteil vom 23.6.2009 – 310 O 4/09, WM 2009, 1282 ff. (Schadenersatzpflicht der ein Lehman-Zertifikat verkaufenden Sparkasse); LG Chemnitz, Urteil vom 23.6.2009 – 7 O 359/09, WM 2009, 1505 ff. (Kein Hinweis auf Emittentenrisiko eines Lehman-Zertifikats nötig); LG Hamburg, 10.7.2009 – 329 O 44/09, WM 2009, 1511 ff. (Kein Hinweis auf Emittentenrisiko/mangelnde Einlagesicherung eines Lehman-Zertifikats nötig).

Müller das Produkt aus eigenem Antrieb gekauft hat (Variante A) oder die Bank ihm damals das Produkt empfohlen hat (Variante B). Ein Vermögensverwaltungs- oder expliziter Beratungsvertrag lag nicht vor.

2. Die wichtigsten Argumente

a) Grundsatz und Gegenstand der Information⁴

aa) „Execution-only-Beziehung“⁵ (Variante A)

Im Falle einer reinen „Execution-only-Beziehung“ besteht für den Effektenhändler im Grundsatz nur eine Informationspflicht über die mit einer *bestimmten Geschäftsart* (z.B. die Investition in Strukturierte Produkte) verbundenen Risiken (Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG⁶)⁷.

⁴ Vgl. ABEGGLEN SANDRO, „Point of Sale“-Aufklärung und Produkttransparenz – die Informationspflichten beim Anlagegeschäft der Banken, in: ISLER/CERUTTI (Hrsg.), Vermögensverwaltung II, Zürich 2009, 61 ff.; EMMENEGGER SUSAN, Le devoir d’information du banquier, in: CHAPPUIS/WINIGER (Hrsg.), La responsabilité pour l’information fournie à titre professionnel, Genf/Zürich/Basel 2009, 67 ff.; EMMENEGGER SUSAN, Die Informationspflichten der Bank bei Anlagegeschäften: Tout devient du droit public?, in: KUNZ et. al. (Hrsg.), Wirtschaftsrecht in Theorie und Praxis, FS für Roland von Büren, Basel 2009, 643 ff.; ROMY ISABELLE/BLOCH OLIVIER, Les devoirs d’information du banquier à la lumière de la jurisprudence fédérale récente, in: GAUCH/WERRO/PICHONNAZ (Hrsg.), Mélanges en l’honneur de Pierre Tercier, Genf/Zürich/Basel 2008, 649 ff.; WIEGAND WOLFGANG, Die Finanzmarktkrise und die Informations- und Beratungspflicht im Bankgeschäft, in: KUNZ et. al. (Hrsg.), Wirtschaftsrecht in Theorie und Praxis, FS für Roland von Büren, Basel 2009, 634 ff.

⁵ Statt vieler GROSS (FN 1), 162.

⁶ Bundesgesetz vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG), SR 954.1.

⁷ Vgl. auch ABEGGLEN SANDRO, Börsenblasen, übertriebene Performance-Ansprüche und Finanzmarktrecht, recht 2004, 230 f.; WYSS ALEXANDER, Verhaltensregeln für Effektenhändler, Diss. St. Gallen 2000, 157.

Der Effektenhändler muss nicht über die Risiken einer konkreten Transaktion (z.B. den Kauf einer bestimmten Capital Protected Note von Lehman Brothers) aufklären⁸.

Der Effektenhändler muss auch nicht über die *üblichen Risiken* aufklären⁹. Vielmehr darf er davon ausgehen, dass diese Risiken dem Kunden bekannt sind¹⁰. Zu diesen *allgemein bekannten Risiken*¹¹ – über die i.d.R. keine Aufklärung zu leisten ist – gehören z.B. das Kursrisiko und das Bonitätsrisiko von Obligationen sowie das Kursrisiko von Aktien¹².

Die Informationspflicht bezieht sich somit auf die über die üblichen Risiken hinausgehenden speziellen Risikofaktoren bei Geschäftsarten mit erhöhtem oder komplexem Risikoprofil (z.B. Strukturierte Produkte)¹³.

Ganz ausnahmsweise, nämlich bei klar *erkennbarer Ahnungslosigkeit* des Kunden, muss die Bank auch über übliche Risiken aufklären¹⁴. Ein völlig unerfahrener Kunde muss demnach explizit auch auf ein übliches Risiko (wie das Emittentenrisiko) aufmerksam gemacht werden¹⁵.

⁸ BGE 133 III 97, E. 5.3; Bundesgerichtsurteil vom 31. Juli 2007, 4A.189/2007, E. 2.3; ABEGGLEN, „Point of Sale“ (FN 4), 66 mit Hinweis auf BaK-BEHG-STUPP ERIC/DUBS DIETER, Art. 11 N 30 und ROTH URS, in: HERTIG et al. (Hrsg.), Kommentar zum Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, Zürich 2000, Art. 11 N 58.

⁹ ABEGGLEN, Börsenblasen (FN 7), 231.

¹⁰ Verhaltensregeln für Effektenhändler bei der Durchführung des Effektenhandels, Richtlinie der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg), Stand 2008, („SBVg-Verhaltensregeln für Effektenhändler“), Art. 3 Abs. 2.

¹¹ Die im Folgenden zur Veranschaulichung gewählte Terminologie zur Bezeichnung von Risiken wird in juristischer und ökonomischer Literatur z.T. vermischt oder mit nicht deckungsgleicher Bedeutung verwendet.

¹² Siehe SBVg-Verhaltensregeln für Effektenhändler, Art. 3 Abs. 2 und Rz 6.

¹³ SBVg-Verhaltensregeln für Effektenhändler, Rz 6; Vgl. das Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 14. März 2005, ZR 2006, 11 ff.

¹⁴ SBVg-Verhaltensregeln für Effektenhändler, Rz 7; Bundesgerichtsurteil vom 31. Juli 2007, 4A.189/2007, E. 2.3; ABEGGLEN, „Point of Sale“ (FN 4), 67; ABEGGLEN, Börsenblasen (FN 7), 231; SIBBERN ERIC/VON DER CRONE HANS CASPAR, Informationspflichten im Anlagegeschäft, SZW 2007, 169 ff.; STEININGER THOMAS/VON DER CRONE HANS CASPAR, Beratungsauftrag und Aufklärungspflichten, SZW 2009, 144.

¹⁵ ABEGGLEN, „Point of Sale“ (FN 4), 67.

Die Erfüllung der Informationspflicht kann individualisiert oder standardisiert (letzteres durch Abgabe der SBVg-Broschüre „Besondere Risiken im Effektenhandel (2008)“ an den Kunden¹⁶) erfolgen¹⁷.

Es stellt sich mit Blick auf die Verluste, die im Fallbeispiel durch die Insolvenz des Emittenten verursacht wurden, die Frage, ob das Emittentenrisiko auch bei Strukturierten Produkten als allgemein bekannt vorausgesetzt werden kann. In Analogie zur Situation bei Anleihen kann man dies bejahen¹⁸. Dies setzt natürlich aber voraus, dass dem Kunden aufgrund der Produktdokumentation klar offengelegt wurde, wer überhaupt Emittent ist. Anders als für den Emittenten (der über das Emittentenrisiko im vereinfachten Prospekt nach Art. 5 Abs. 2 lit. a KAG¹⁹ aufklären muss²⁰) ist Art. 2 Abs. 3 SBVg-Verhaltensregeln für Effekthändler in diesem Punkt nicht weiterführend.

Die Frage ist aber insofern von untergeordneter praktischer Bedeutung, als Rz 111 der Version 2008 der SBVg-Broschüre „Besondere Risiken im Effektenhandel“ explizit und deutlich über das Emittentenrisiko bei Strukturierten Produkten aufklärt; indessen dürften die allermeisten Anlageentscheide vor Zustellung dieser neuen Version an die Kunden getroffen worden sein, so dass es auf den Inhalt der früheren Version ankommt. Bereits in der alten Version der Broschüre aus dem Jahre 2001 war ein sehr deutlicher Hinweis auf das Emittentenrisiko in Rz 110 enthalten. Hat die Bank ihren Kunden diese Broschüre (oder eine eigene Risikoaufklärungsbroschüre mit diesbezüglichem gleichwertigen Inhalt) zur Verfügung gestellt, so ist sie ihrer Aufklärungspflicht gemäss Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG grundsätzlich nachgekommen. Auch die Abgabe des vereinfachten Prospektes gemäss Art. 5

¹⁶ Ausführlich ABEGGLEN, „Point of Sale“ (FN 4), 69.

¹⁷ BGE 133 III 97, E. 6; ABEGGLEN, „Point of Sale“ (FN 4), 69; ABEGGLEN, Börsenblasen (FN 7), 231.

¹⁸ SBVg-Verhaltensregeln für Effekthändler, Art. 3 Abs. 2 und Rz 6; CONTRATTO FRANCA, Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht, Diss. Zürich/Basel/Genf 2006, 364; Vgl. auch HUTTERLI SILVIO, Strukturierte Produkte, Diss. Zürich/St. Gallen 2008, Rz 260, 609.

¹⁹ Bundesgesetz vom 23. Juni 2006 über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG), SR 951.31.

²⁰ Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) über die Information der Anlegerinnen und Anleger zu strukturierten Produkten, Stand 2007 („SBVg-Richtlinien Strukturierte Produkte“), 9.

Abs. 1 lit. b KAG oder des Kotierungsprospektes nach Art. 27 Abs. 1 KR²¹ erfüllt aufgrund seiner Informationsfunktion die Informationspflicht, sofern diese die massgebenden Hinweise auf das Emittentenrisiko enthalten²².

Der Nachweis für die Unterlassung der Aufklärung obliegt grundsätzlich dem geschädigten Anleger (Art. 8 ZGB)²³. Weil ein unbestimmter negativer Beweis unmöglich ist (*negativa non sunt probanda*), wird die Beweislast umgekehrt und der Bank auferlegt²⁴, wodurch im Ergebnis die Bank eine Dokumentationspflicht trifft²⁵.

bb) Empfehlung des Produktes durch die Bank (Variante B)

Eine besondere Warn-, Beratungs- und Abmahnungspflicht der Bank gegenüber dem Kunden besteht, wenn:

- ein konkludenter Beratungsvertrag zustande kommt²⁶;
- eine Vertrauensbeziehung zwischen der Bank und dem Kunden vorliegt (Vertrauens-Tatbestand 1: begründet durch *intensive Beziehung*)²⁷; oder

²¹ SIX-Kotierungsreglement vom 1. Juli 2009.

²² Vgl. die SBVg-Richtlinien Strukturierte Produkte, 9; ABEGGLEN, „Point of Sale“ (FN 4), 86; CONTRATTO (FN 18), 232.

²³ Bundesgerichtsurteil vom 3. Juni 2008, 4C.62/2007, E. 2; Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 14. März 2005, ZR 2006, 13.

²⁴ Vgl. GUTZWILLER CHRISTOPH, Der Beweis der Verletzung von Sorgfaltspflichten, insbesondere der Aufklärungspflicht, im Anlagegeschäft der Banken, AJP 2004, 411 ff.; VOGEL OSCAR/SPÜHLER KARL, Grundriss des Zivilprozessrechts und des internationalen Zivilprozessrechts der Schweiz, 8. Aufl., Bern 2006, 260 f.

²⁵ SBVg-Verhaltensregeln für Effekthändler, Rz 10; ABEGGLEN SANDRO, Vermögensverwaltung durch die Bank – konfliktträchtige Bereiche und ihre Bewältigung, unter besonderer Berücksichtigung von Kunden-Direktorders, SZW 2001, 181; GROSS (FN 1), 166; WALTER (FN 1), 120 f.

²⁶ Diese Variante wird hier nicht diskutiert; Vgl. dazu BGE 119 II 336, E. 7.a und STEININGER/VON DER CRONE (FN 14), 143; Die Abgrenzung zum Vertrauens-TB 1 liegt m.E. darin, dass dort der Rechtsbindungswille fehlt.

²⁷ Eine gesteigerte Vertrauensbeziehung wird bejaht, wenn sie durch intensiven und häufigen telefonischen Kontakt über einen Zeitraum von 2.5 Jahren begründet wird (BGE 133 III 97, E. 7.2; ABEGGLEN, „Point of Sale“ [FN 4], 72 und 82; EMMENEGGER, Le devoir d'information [FN 4], 70).

- die Bank dem Kunden eine Empfehlung oder einen Ratschlag betreffend eine Vermögensdisposition erteilt (Vertrauens-Tatbestand 2: begründet durch *erhöhte Glaubwürdigkeit aufgrund von Fachwissen*)²⁸.

Vertrauens-Tatbestand 1 wird vom Bundesgericht im Ergebnis einem konkludent abgeschlossenen Anlageberatungsvertrag gleichgestellt²⁹, wobei allerdings damit noch nichts darüber gesagt ist, welches der Umfang der geschuldeten Beratung sei, z.B. inwiefern die Verhältnisse des Kunden zu berücksichtigen seien oder nur dessen Portfolio. Dies hängt letztlich davon ab, worauf sich die Bank bei der Erteilung von Rat einliess.

Vertrauens-Tatbestand 2 wird von der Haftung für falschen Rat und Auskunft erfasst³⁰. Diese ist ein Anwendungsfall der Vertrauenshaftung³¹. Es handelt sich um eine Auffangkonstruktion für Konstellationen, die aufgrund der zu geringen Intensität der Beziehung nicht unter Vertrauens-Tatbestand 1 subsumiert werden können (z.B.: Erteilen einer einmaligen Empfehlung ohne Rechtsbindungswillen).

Im Unterschied zu den „Execution-only-Konstellationen“ genügt es in einer solchen Beziehung nicht, den Kunden standardisiert über die Risiken der Geschäftsart zu informieren. Vielmehr muss nun über die konkret avisierte Transaktion aufgeklärt werden. Soweit – was wohl kaum der Fall gewesen sein dürfte – eine Bank ein Lehman-Produkt empfohlen hätte, als sich deren Solvenz schon massiv verschlechtert hatte, so hätte man einen Kunden wohl darüber informieren müssen³².

²⁸ Bundesgerichtsurteil vom 26. Februar 2009, 4A.521/2008, E. 5.1; Bundesgerichtsurteil vom 2. April 2007, 4C.385/2006, E. 5.2; BGE 133 III 97, E. 7.1.2; Bundesgerichtsurteil vom 21. Februar 2006, 4C.20/2005, E. 4.2.3; Bundesgerichtsurteil vom 29. März 2006, 4C.394/2005, E. 2.1 f.; BGE 124 III 363, E. 5.II.5.a; ABEGLLEN, „Point of Sale“ (FN 4), 73; vgl. ABEGLLEN, Vermögensverwaltung durch die Bank (FN 25), 186; HÜTTERLI (FN 18), Rz 560 ff.; SIBBERN/VON DER CRONE, Informationspflichten (FN 14), 174 f.

²⁹ STEININGER/VON DER CRONE (FN 14), 142.

³⁰ Bundesgerichtsurteil vom 21. Februar 2006, 4C.20/2005, E. 4.2.3.

³¹ WYSS EVELINE/VON DER CRONE HANS CASPAR, Haftung für Auskunft, SZW 2002, 114.

³² WIEGAND (FN 4), 635 und 641.

Soweit die Bank dem Kunden ein kapitalgeschütztes Produkt zum Kauf empfahl, hängt die Frage, ob der Kunde explizit darauf hinzuweisen war, dass sich der Kapitalschutz nicht auf den Emittenten beziehe, von einer Anzahl Faktoren ab, u.a. davon, ob der Emittent zum Zeitpunkt der Abgabe der Empfehlung zumindest die gleiche Bonität genoss wie die empfehlende Bank, was die Ziele des Anlegers mit dieser Anlage waren, welche Kenntnisse und Vorstellungen der Anleger hatte, etc.

Sodann versteht sich, dass eine Empfehlung natürlich in keinem Fall falsch, unvollständig oder irreführend sein darf. Dies könnte etwa dann zutreffen, wenn der Kundenberater dem Anleger das Produkt mit der falschen Begründung schmackhaft gemacht hätte, der Anleger sei hier, gleich wie bei einem Fonds, auch bei einer Insolvenz des Produktemittenten geschützt.

Weiter stellt sich die Frage, ob bei einer Empfehlung – abgesehen von produktbezogenen Gesichtspunkten – auf Aspekte hingewiesen werden muss, die nur im Portfoliokontext relevant sind, wie insbesondere die Frage der Diversifikation. Bei einer blossen Produktempfehlung, die nicht auf das Portfolio des Kunden Bezug nahm, ist dies in der Regel zu verneinen. Erfolgte die Empfehlung dagegen im Rahmen der Besprechung des Kundenportfolios bei der Bank und wie man dieses insgesamt vorteilhafter anlegen könne, würde ein sorgfältiger Kundenberater immer auch auf das Diversifikationsgebot hinweisen.

Nach dem gleichen Prinzip, nämlich nach dem Kontext der Empfehlung, ist zu prüfen, ob sogar noch auf kundenspezifische Aspekte hinzuweisen war; dies dürfte in gewöhnlichen Empfehlungssituationen kaum je der Fall sein, kann aber natürlich bei einem konkludenten Beratungsverhältnis relevant werden.

b) Besteht eine Pflicht der Bank zur Überwachung des Portfolios?

Besteht bei „Execution-only-Beziehungen“ bzw. bei Vertrauenstatbeständen, wie vorne genannt, eine Pflicht, das Portfolio zu überwachen und je nach Umständen dem Kunden zu raten, eine bestimmte Anlage zu verkaufen?

Dies ist bei der „Execution-only-Beziehung“ ohne weiteres zu verneinen, da sich die Pflichten der Bank hier auf die technische Konto- und Depotführung sowie die Ausführung der Transaktionen unter Beachtung der börsengesetzlichen Informationspflicht beschränken.

Die Bank hat keine Pflicht zur unentgeltlichen Erbringung einer teureren Dienstleistung, nämlich der ständigen Überwachung des Depots auf z.B. Bonitätsverschlechterungen oder Diversifikationsaspekte³³. Ohne tatsächliche Überwachung bzw. mangels normativer Überwachungspflicht ist eine spontane, rechtzeitige „Warnung“ nicht möglich bzw. grundsätzlich nicht geschuldet³⁴.

Im Falle von konkludent eingegangenen Anlageberatungsverhältnissen ist im Einzelfall der Pflichtumfang zu prüfen³⁵.

III. Fall 2: Investment in Madoff-Fund bei diskretionärer Vermögensverwaltung

1. Ausgangslage

Bernard Lawrence Madoff, ehemaliger Vorsitzender der Technologiebörse NASDAQ, soll mit seinem SEC-regulierten Broker-Dealer bzw. mit Fonds, welche von diesem verwaltet wurden, ein Schneeballsystem betrieben haben, indem er über sehr lange Zeit Gewinne mit Mitteln zahlte, die aus neuen Kundeneinlagen stammten. Der Zusammenbruch erfolgte, als es im Zusammenhang mit der Finanzkrise im Jahr 2008 zu grossen Anteilskündigungen bzw. Rückforderungen von Einlagen kam. Folgendes ebenfalls rein fiktives Beispiel soll als Ausgangspunkt für die nachfolgenden Ausführungen dienen:

Frau Meiers Depot bei Bank B wird von dieser unter einem diskretionären Vermögensverwaltungsmandat („balanced“) verwaltet. Es weist eine Anlage in einen von Madoff LLP verwalteten Single Hedge Fund auf, der heute wertlos ist.

Immer ausgehend von einem diskretionären Vermögensverwaltungsverhältnis zwischen Bank und Kunde sollen nachfolgend der Umfang der *Due Dili-*

³³ Bundesgerichtsurteil vom 26. Februar 2009, 4A.521/2008, E. 5.2; BGE 133 III 97, E. 7.1.1; Vgl. ABEGGLEN, „Point of Sale“ (FN 4), 76 f.; ABEGGLEN, Vermögensverwaltung durch die Bank (FN 25), 188 f.

³⁴ BGE 133 III 97, E. 7.1.2; ABEGGLEN, „Point of Sale“ (FN 4), 76 f. (inkl. betreffend Ausnahmen); GROSS (FN 1), 162.

³⁵ ABEGGLEN, „Point of Sale“ (FN 4), 82.

gence Prüfung bei der Auswahl von Anlagen, die Zulässigkeit von Hedge Funds-Allokationen sowie die Diversifikationspflicht der Bank diskutiert werden.

2. Zentrale Aspekte bei der Beurteilung

a) Grundsätzliche Zulässigkeit eines Investments in Single Hedge Funds³⁶ gemäss VVRL?

Die Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge vom 21. Dezember 2005 der Schweizerischen Bankiervereinigung (nachfolgend „VVRL“) halten in Art. 12 fest, dass sich der Vermögensverwaltungsauftrag ohne gegenteilige spezielle Weisung des Kunden auf bankübliche Anlageinstrumente beschränkt.

Bei der Definition von banküblichen Anlageinstrumenten unterscheiden die VVRL zwischen traditionellen und nicht-traditionellen Anlagen, wobei bezüglich letzteren Hedge Funds, Private Equity und Immobilien namentlich erwähnt werden.

Nicht-traditionelle Anlagen wie vorliegend Hedge Funds gelten nur dann als bankübliche und somit ohne ausdrückliche spezielle Weisung des Kunden zulässige Anlagen, sofern sie nur zur Diversifikation des Gesamtportfolios eingesetzt werden. Zudem müssen die betreffenden Instrumente zwei Anforderungen erfüllen, damit sie eingesetzt werden dürfen (es sei denn, es wäre anders vereinbart): Sie müssen erstens nach dem Fund of Funds-Prinzip strukturiert sein oder sonst für eine gleichwertige Diversifikation Gewähr (Multi-Manager Funds) bieten und zweitens muss die leichte Handelbarkeit im Sinne von Art. 10 der VVRL gewährleistet sein. Die alternative Anlage muss sodann durch die Anlagepolitik der Bank „abgedeckt sein“ und die Bank muss geeignete Massnahmen für deren sorgfältigen und fachgerechten Einsatz vorkehren (Sorgfaltspflicht).

³⁶ *Hedge Funds* sind in- oder ausländische, offene oder geschlossene kollektive Kapitalanlagen, welche vorwiegend alternative Anlagestrategien/-instrumente einsetzen, so insbesondere Leverage durch Einsatz von Derivaten oder Krediten aufweisen oder *short selling* betreiben (vgl. STOTZ FELIX LUKAS, Die Regulierung von Hedge Funds in der Schweiz, Bern/Stuttgart/Wien 2004, 9).

Hieraus folgt, dass im Rahmen eines Vermögensverwaltungsmandats die Anlage in den Madoff Fund nur zulässig war, wenn mit dem Kunden vereinbart worden war, dass Single Hedge Funds erworben werden dürfen, und der Kunde zudem über die mit dieser Abweichung von den VVRL einhergehenden Risiken aufgeklärt worden war (VVRL, Kommentar zu Art. 1. in fine). Sodann muss der Einsatz von Single Hedge Funds von der Anlagepolitik der Bank vorgesehen sein bzw. sie muss in der Lage sein, diese Instrumente sorgfältig einzusetzen.

b) *Pflicht zur sorgfältigen Auswahl der Anlage beim diskretionären Mandat*

Die Bank ist im Rahmen eines diskretionären Mandats verpflichtet, die ins Depot des Kunden aufzunehmenden Anlagen *sorgfältig* auszuwählen³⁷. Bei der Auswahl eines Hedge Funds muss dementsprechend eine *Due Diligence* vorgenommen werden³⁸. Bei der Fondsauswahl kann man z.B. zwischen qualitativen und quantitativen Aspekten der *Due Diligence* unterscheiden³⁹; oft spricht man auch von *investment due diligence* und *operational due diligence*. Der qualitative Ansatz umfasst u.a. die Überprüfung von *know how* und *track record* des Fondsmanagers, seiner Schlüsselpersonen, der Anlagestrategie, der Entscheidungsprozesse sowie der Kontrollprozesse etc.⁴⁰. Bei der Prüfung einer Anlage wird die *Field-Research* (Primärquelle) von der *Desk-Research* (Sekundärquelle) unterschieden⁴¹. Bei der sogenannten *Field-Research* erhält ein Mitarbeiter der Bank im Idealfall physisch oder per Netzwerkverbindung Zugang zu den Geschäftsräumen bzw. dem System des Zielfonds. Er spricht mit den Fondsmanagern und nimmt Einsicht in

³⁷ Vgl. Art. 7 Abs. 2 VVRL.

³⁸ Dabei gibt es gewisse Parallelen zur *Due Diligence* der Investmentbank im Emissionsgeschäft, vgl. dazu etwa MAROLDA LARISSA/VON DER CRONE HANS CASPAR, Prospekthaftung bei Anleiheobligationen und die Stellung der federführenden Bank, SZW 2003, 163 f.

³⁹ Die konkrete Ausgestaltung der *Due Diligence* wird nicht gesetzlich oder regulatorisch vorgeschrieben.

⁴⁰ HASENBÖHLER FRANZ (Hrsg.), Recht der kollektiven Kapitalanlagen, Zürich/Basel/Genf 2007, Rz 524; STOTZ (FN 36), 27.

⁴¹ Vgl. BERTSCHINGER URS, Sorgfaltspflichten der Bank bei Anlageberatung und Verwaltungsaufträgen, Diss. Zürich 1991, 146.

Unterlagen, um sich ein bestmögliches Bild des Investments zu machen⁴². Hingegen erfolgt *Desk-Research* i.d.R. ohne direkten Zugriff auf interne Daten des Zielfonds und stützt sich auf Sekundärquellen, insbesondere die Medienberichterstattung, professionelle Plattformen wie Bloomberg und Reuters, *due diligence* und *analyst reports* von Dritten sowie natürlich Geschäftsberichte und Prospekte des Fonds⁴³.

Informationen, auf welche sich die Bank bei der Auswahl einer Anlage stützt, dürfen nur aus zuverlässigen Quellen stammen⁴⁴. Dies ist *ex ante* zu beurteilen⁴⁵. Es ist mithin massgebend, ob der verantwortliche Bankangestellte zum Zeitpunkt des Investments in den Zielfonds die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Information hätte erkennen müssen⁴⁶. In Anlehnung an die Situation im Emissionsgeschäft erscheint es als hilfreich zwischen geprüfter und ungeprüfter Information zu unterscheiden⁴⁷: Bei geprüften Informationen ist umstritten, ob gar keine Nachprüfungspflicht besteht oder nur bei Vorliegen von Verdachtsmomenten⁴⁸. Bei ungeprüften Informationen ist zu unterscheiden, ob diese (i) von unabhängigen Dritten, (ii) von Dritten, die in einem Mandatsverhältnis zum Emittenten stehen oder (iii) von einem Dritten, der einem konkreten Interessenkonflikt ausgesetzt ist, stammen. Im ersten Fall darf sich die Bank prinzipiell auf die Angaben stützen, wobei sie natürlich auch hier Ungereimtheiten nachgehen muss. Demgegenüber muss im zweiten Fall eine Plausibilitätsprüfung vorgenommen werden. Im dritten Fall muss die Information geprüft werden⁴⁹.

Tauchen Ungereimtheiten, nicht plausible Fakten oder gar Verdachtsmomente (*red flags*) auf, muss die Bank im Rahmen der diskretionären Vermögensverwaltung den betreffenden Umständen nachgehen. Dies ergibt sich m.E. aus einer analogen Anwendung der bundesgerichtlichen Rechtsprechung zur

⁴² Vgl. BERTSCHINGER (FN 41), 146 f.

⁴³ BERTSCHINGER (FN 41), 146.

⁴⁴ Vgl. VVRL, Kommentar zu Art. 7.

⁴⁵ BERTSCHINGER (FN 41), 145.

⁴⁶ BERTSCHINGER (FN 41), 145 ff.

⁴⁷ M.w.H. MAROLDA/VON DER CRONE (FN 38), 164.

⁴⁸ MAROLDA/VON DER CRONE (FN 38), 164.

⁴⁹ Zum Ganzen MAROLDA/VON DER CRONE (FN 38), 164.

Prospekthaftung gemäss Art. 752 OR^{50, 51}. In BGE 129 III 71, E. 2.6 ff. hat das Bundesgericht eine Überprüfungspflicht bei „indices alarmants“ bejaht. Das Vorliegen solcher Verdachtsmomente ist auch bei der Fondsauswahl im Einzelfall aufgrund der konkreten Umstände zu beurteilen⁵². Als *red flags* könnten betrachtet werden: eine risikoadjustierte Performance, die als gemeinhin nicht erreichbar betrachtet werden müsste, intransparente Strukturen⁵³ oder ein schlechter Ruf bzw. frühere Verfahren gegen Verantwortliche eines Fonds.

c) *Pflicht zur titelspezifischen Diversifikation beim Vermögensverwaltungsmandat*

aa) *Überblick und Grundlagen*

Die Richtlinien für Vermögensverwaltungsverträge halten fest, dass das Eingehen von *Klumpenrisiken* unzulässig ist⁵⁴ – wobei es natürlich denkbar ist, dass auch diesbezüglich, gleich wie bei einzelnen oder allen Anforderungen gemäss Art. 12 VVRL betreffend den Einsatz alternativer Anlagen, abweichende Vereinbarungen getroffen werden, siehe vorne, Ziff. 2.a) in fine.

⁵⁰ Bundesgesetz vom 30. März 1911 betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht), SR 220.

⁵¹ Gemäss Art. 752 OR haftet jeder, der bei der Verbreitung von unrichtigen Informationen in Emissionsprospekten mitwirkt, den Erwerbenden der Titel für den dadurch entstandenen Schaden.

⁵² Dies folgt aus der Analogie zur Prüfungspflicht der federführenden Bank bei Festübernahmen (BGE 129 III 71, E. 2.6, analog); Vgl. DAENIKER DANIEL/WALLER STEFAN, *Due Diligence Defense* der Banken bei Prospekthaftungsansprüchen, in: REUTTER/WATTER/WERLEN (Hrsg.), *Kapitalmarkttransaktionen*, Zürich 2006, 72.

⁵³ Ein *closed-circle* Problem liegt m.E. vor, wenn der Zielfondsmanager mehrere Funktionen ausübt und so die übliche Gewaltentrennung eines Fonds aufgehoben wird. Ist der Manager zugleich Investment Advisor, Broker-Dealer und Sub-Custodian, kann er alleine die volle Kontrolle über das Fondsvermögen ausüben. Folglich liegt im eingangs aufgeführten Fall eine *red flag* vor. Diese wird verstärkt, wenn die Revision nicht durch eine Revisionsstelle mit gutem Ruf durchgeführt wird.

⁵⁴ „Die Bank vermeidet Klumpenrisiken infolge unüblicher Konzentration auf eine zu kleine Anzahl von Anlagen“ (VVRL, Art. 9); ABEGGLEN, *Vermögensverwaltung durch die Bank* (FN 25), 183.

Bei der titelspezifischen Diversifikation geht es, nota bene, nicht um die Frage, wann eine alternative Anlage der Gesamtportfoliodiversifikation dient; diese ist in Art. 12 VVRL geregelt; darauf wird unten in lit. d eingegangen werden.

Art. 9 VVRL bestimmt, dass die Bank Klumpenrisiken infolge unüblicher Konzentration auf eine zu kleine Anzahl von Anlagen zu vermeiden hat; sie hat – mit den Worten des Kommentars zu dieser Bestimmung – eine angemessene Risikoverteilung durch eine ausreichende Diversifikation zu beachten.

Wie die Verminderung von Risiken durch ausreichende Diversifikation zu geschehen hat, wird in den Richtlinien nicht kommentiert. Die SBVg überlässt es ihren Mitgliedern, hierüber interne Richtlinien zu erlassen. Aus juristischer Sicht besteht keine fixe Prozentschwelle, anhand derer bestimmt werden könnte, ob eine genügende Diversifikation vorliegt. Sodann hängt die Frage der genügenden Diversifikation von den Umständen ab⁵⁵.

Da im Bereich der Vermögensverwaltung durch Banken keine quantitativen Vorschriften bezüglich der Diversifikation eines Portfolios existieren, soll nachfolgend kurz dargelegt werden, wie die instrumentenspezifische Diversifikation bei streng regulierten Investoren, nämlich Einrichtungen der beruflichen Vorsorge, bei privaten Versicherungen sowie bei Effektenfonds reguliert ist. Zunächst wird aber auf die – wenig ergiebige – Judikatur zur Frage eingegangen.

Die nachfolgenden Ausführungen gelten nur für den Fall, dass keine abweichenden Vereinbarungen bezüglich der Diversifikation zwischen der Bank und ihren Kunden bestehen. Es versteht sich weiter, dass die Anforderungen an die Diversifikation beim Aufbau oder bei der Aufhebung eines Portfolios keine unbedingte Geltung haben, so dass selbst eine an sich unzulässig hohe Konzentration in diesen Fällen für eine kurze Zeitspanne ausnahmsweise als zulässig anzusehen ist.

⁵⁵ BERTSCHINGER (FN 41), 166 ff.

bb) Bundesgerichtliche Rechtsprechung

Das Bundesgericht⁵⁶ hielt in einem neueren – allerdings ein blosses Beratungsverhältnis betreffenden – Entscheid fest, dass eine Position von rund 13 Prozent von Aktien von Vivendi Universal eine „concentration excessive“ im Portfolio des Kunden darstellte mit der Folge, dass die Bank den Kunden hätte warnen müssen (es lag im massgebenden Zeitpunkt ein Beratungsvertrag vor). Im Urteil finden sich indes keine Ausführungen darüber, ab welcher prozentualen Schwelle das Bundesgericht von mangelnder Diversifikation ausgeht⁵⁷. Die Aussagekraft des Urteils bezüglich der Frage, wann eine angemessene Diversifikation gegeben ist, ist damit beschränkt. Es ist zudem davon auszugehen, dass die titelspezifische Limite abhängig von der Art der Anlage ist und z.B. für Fondsanteile höher liegen dürfte als für Aktien oder Obligationen, da die Fonds ihrerseits gewöhnlich hoch diversifiziert sind; immerhin beinhaltet auch die Fondsstruktur als solche gewisse Risiken, insbesondere solche rechtlicher und operationeller Art, weshalb nicht etwa argumentiert werden könnte, bei Fondsanlagen gebe es keine titelspezifischen Limiten.

cc) Spezialgesetzliche Regulierungen

Spezialgesetzliche Regulierungen der titelspezifischen Diversifikation können natürlich nicht *tel quel* auf Vermögensverwaltungsverträge angewendet werden, dies schon nur deshalb, da es zwischen den Regulierungen auch in dieser Frage deutliche Unterschiede gibt. Aber sie können immerhin als grobe Wegweiser dafür dienen, wann wohl noch eine genügende Diversifikation vorliegen könnte, soweit auch aus portfoliotheoretischer Sicht nicht das Gegenteil resultieren würde.

⁵⁶ Urteil des Bundesgerichts 4C.385/2006 vom 2. April 2007, E. 5.2.

⁵⁷ Interessant ist die Feststellung des Bundesgerichts, dass die Position zudem 40% der Equity-Quote des Portfolios ausmachte, was – zu Recht – ebenfalls als exzessiv erachtet wurde. Diese Feststellung betreffend Diversifikation innerhalb einer Anlageklasse macht für strategische Anlagen absolut Sinn, ist jedoch so nicht auf Investments übertragbar, die dem Portfolio nur zwecks Portfoliodiversifikation beigemischt werden.

Für die in Frage stehende Problematik könnte man zu diesem Zweck insbesondere Art. 78 KKV⁵⁸, Art. 73 Abs. 2 lit. a KKV⁵⁹, Art. 3.8.4 der Anlageleitlinie des BPV bzw. der FINMA⁶⁰ oder Art. 50⁶¹ BVV 2⁶² konsultieren.

dd) Weitere Quellen

Diese Befunde werden auch durch portfoliotheoretische Überlegungen gestützt. So führt etwa HERI in Bezug auf die Diversifikation eines Aktienportfolios aus, dass eine vernünftige Diversifikation bereits mit einer Titanzahl von 15 oder mehr erreicht wird und dass 15 bis 20 unterschiedliche Aktien im Portfolio dazu führen würden, dass damit etwa das Indexrisiko erreicht wird⁶³.

d) Einsatz zum Zweck der Gesamtportfoliodiversifikation

Nichttraditionelle Anlagen dürfen gemäss Art. 12 VVRL nur zur Diversifikation des Gesamtportfolios eingesetzt werden, d.h. um die Volatilität des Port-

⁵⁸ Verordnung vom 22. November 2006 über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagenverordnung, KKV), SR 951.311; Art. 78 KKV besagt, dass die Fondsleitung und die SICAV einschliesslich der derivativen Finanzinstrumente höchstens 10% des Fondsvermögens in Effekten oder Geldmarktinstrumente desselben Emittenten anlegen dürfen. Der Gesamtwert der Effekten und Geldmarktinstrumente der Emittenten, bei welchen mehr als 5% des Fondsvermögens angelegt sind, darf nach Abs. 2 40% des Fondsvermögens nicht übersteigen.

⁵⁹ Art. 73 Abs. 2 lit. a der KKV besagt, dass die Fondsleitung und die SICAV höchstens 20% des Fondsvermögens in Anteile desselben Zielfonds anlegen dürfen, wobei der Zielfonds eine Anzahl Anforderungen erfüllen muss.

⁶⁰ Nach altem (Art. 3.8.4 lit. c der Richtlinie des Bundesamtes für Privatversicherungen [Anlagerichtlinie 9/2006]) und neuem Recht (FINMA-RS 2008/18 [„Anlagerichtlinien Versicherer“], Rz 349) darf der im gebundenen Vermögen angerechnete Wert pro Single Fund 1% des Sollbetrages nicht übersteigen.

⁶¹ Gemäss Art. 50 Abs. 3 BVV 2 muss die Vorsorgeeinrichtung bei der Anlage des Vermögens die Grundsätze der angemessenen Risikoverteilung einhalten. Die Mittel müssen insbesondere auf verschiedene Anlagekategorien, Regionen und Wirtschaftszweige verteilt werden.

⁶² Verordnung vom 18. April 1984 über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2), SR 831.441.1.

⁶³ HERI ERWIN W., Die acht Gebote der Geldanlage, 2. Aufl., Basel/Genf/München 2002, 79 ff., insb. 85.

folios zu reduzieren bzw. dessen Stabilität zu erhöhen. Der Einsatz von alternativen Anlagen zum Zwecke einer speziell auf solche Anlagen ausgerichteten Anlagestrategie ist e contrario gemäss den VVRL ohne explizite, stehende Weisung des Kunden nicht zulässig. Inwieweit der Einsatz einer alternativen Anlage der Diversifikation eines bestehenden Portfolios dient, muss nach portfoliotheoretischen Grundsätzen aufgrund der Zusammensetzung des konkreten Portfolios beurteilt werden.

Soweit im Beispielfall die Anlage in den Madoff Fund überhaupt zulässig war, was, da es sich um einen Single Hedge Fund handelt, voraussetzt, dass der Kunde dem zustimmte, ist somit zu prüfen, ob diese Anlage in Verbindung mit weiteren Anlagen nur einen solchen Portfolio-Anteil ausmachte, dass im Sinne von Art. 12 VVRL von deren Einsatz zum Zweck der Gesamtportfoliodiversifikation ausgegangen werden kann. Sollte der Madoff Fund die einzige alternative Anlage darstellen, ist dabei zu erwähnen, dass vermutlich der stärker limitierende Faktor bereits die titelspezifische Diversifikationspflicht sein dürfte, so dass sich in diesem Falle die Frage der Gesamtportfoliodiversifikation kaum stellen wird.

e) *Exkurs: Due Diligence bei Investments in Fund of Hedge Funds*

Für den Fall, dass entgegen dem Sachverhalt im Beispiel der gewählte Hedge Fund ein Fund of Hedge Funds („FoHF“)⁶⁴ war, der z.B. in einen Madoff Fund investiert hat, soll nachstehend noch kurz auf die sorgfältige Auswahl von Dachfonds im Rahmen eines Vermögensverwaltungsmandats eingegangen werden. Es gilt dabei grundsätzlich das gleiche wie bei einem direkten Investment in einen Zielfonds, wobei aber berücksichtigt werden muss, dass hier das Anlageobjekt nun der Dachfonds selbst ist. Die Pflicht zur *Due Diligence* bei der Auswahl seiner Zielfonds⁶⁵ trifft selbstverständlich den FoHF, wofür dieser ja gerade entschädigt wird; im Übrigen sind in der Regel nicht alle, sondern nur die grösseren Zielfondspositionen eines FoHF bekannt.

⁶⁴ Ein FoHF (Dachfonds) ist aus Schweizer Sicht ein übriger Fonds für alternative Anlagen, der seine Anlagen indirekt über den Einsatz von (oftmals ausländischen) Hedge Funds (Zielfonds) tätigt, in die er 50% des Gesamtfondsvermögens (oder mehr) investieren kann (HASENBÖHLER [FN 40], Rz 522, STOTZ [FN 36], 27).

⁶⁵ HASENBÖHLER (FN 40), Rz 524; STOTZ (FN 36), 26 f.

Das *Verfahren* des FoHF zur Auswahl und Überwachung der Zielfonds sollte im Prospekt des FoHF dargelegt sein⁶⁶. Die Bank darf sich grundsätzlich auf die *Due Diligence* des FoHF-Managers verlassen, sofern keine *red flags* im obigen Sinne vorliegen⁶⁷. Bei Vorliegen von *red flags* müsste diesen nachgegangen werden⁶⁸.

Das Gesagte gilt für *echte*⁶⁹, *nicht aber für unechte*⁷⁰ FoHF. Handelt es sich um einen unechten FoHF, d.h. einen reinen Feeder Fund, der in im Voraus bestimmter und offengelegter Weise in einen bestimmten Zielfonds investiert, kann sich die *Due Diligence* nicht auf den Feeder Fund beschränken, da dieser nur die Hülle, nicht aber das eigentliche Anlageobjekt ausmacht.

IV. Fall 3: Rechenschaftspflicht, Klumpenrisiko und Genehmigungsfiktion

1. Ausgangslage

Anhand des folgenden Sachverhaltes sollen drei weitere Aspekte beleuchtet werden:

Herr Schmid wird in einem Jahr pensioniert. Vor fünf Jahren erbt er ein damals nicht diskretionär verwaltetes Depot von CHF 1.5 Mio. bei einer kleineren auf Vermögensverwaltung spezialisierten Bank in Zürich. Als Alleinerbe ging er damals bei der Bank vorbei und unterschrieb einen VVA „Balanced“. Bankabrechnungen interessieren Herrn Schmid nicht. Die Bank schickt quartalsweise Performance-Ausweise. Er schaut sich bloss jeden Januar kurz das Depot an. „Schock“ im Januar 2009: Sein Balanced-Depot hat 45 Prozent eingebüsst. Ein relevanter Verlust entfiel dabei auf den Kurseinbruch der XY-Aktie. Von dieser war seit jeher eine grosse Position im Depot, da Herr Schmid's Vater bei der XY AG Direktor gewesen war.

⁶⁶ STOTZ (FN 36), 28.

⁶⁷ Siehe oben, III.2.a).

⁶⁸ Siehe oben, III.2.a).

⁶⁹ Ein echter FoHF ist ein *autonomes* Investmentvehikel.

⁷⁰ Ein unechter FoHF ist *fremdbestimmt* und bezweckt die Attraktion von Kapital für einen anderen FoHF oder einen Hedge Fund.

2. Argumente

a) *Fehlende Kontaktaufnahme bei stark negativer Performance*

Der Vermögensverwalter erfüllt die Rechenschafts-⁷¹ und Treuepflicht⁷² nach Auftragsrecht grundsätzlich durch das periodische Reporting⁷³. M.E. muss dies auch bei einer stark negativen Performance gelten, sofern sich diese – was sie bei einem relative return-Mandat tun sollte – in etwa im Rahmen der Benchmark-Entwicklung bewegt und solange diese Entwicklung nicht dazu führt, dass zur sorgfältigen Fortsetzung der diskretionären Vermögensverwaltungstätigkeit aufgrund der geänderten Umstände beim Kunden neue Instruktionen einzuholen sind. Wann Letzteres der Fall ist, kann nur im Einzelfall beurteilt werden. Im Sachverhalt gab es ein quartalweises Reporting; diesfalls dürfte es rein faktisch selten sein, dass innerhalb eines einzigen Quartals ein so hoher Verlust eintritt, der eine zusätzliche Benachrichtigung des Kunden und ein Einholen von neuen Instruktionen während des Quartals erforderlich machen würde.

b) *Heilung durch unterbliebene Reklamation*

Sorgfaltspflichtverletzungen – wie das Eingehen eines Klumpenrisikos – können durch fehlende Reklamation des Kunden unter gewissen Umständen genehmigt werden, mit der Folge, dass der Kunde seine Schadenersatzansprüche verwirkt. Das Bundesgericht hatte in einem neueren Entscheid⁷⁴ zu beurteilen, ob die Bankkundin eine Sorgfaltspflichtverletzung der Bank, die in übermässigen Spekulationen und mangelnder Diversifikation des Portfolios bestand, stillschweigend genehmigte, weil sie die getätigten Anlagen nie beanstandet hatte. Das Bundesgericht hielt fest, dass von einer stillschweigenden Genehmigung der Handlungsweise des Beauftragten nur dann

⁷¹ Art. 400 Abs. 1 OR.

⁷² Art. 398 Abs. 2 OR.

⁷³ FINMA-RS 2009/1, Eckwerte zur Vermögensverwaltung, Rz 25; Weil der Vermögensverwalter alle zur Umsetzung einer gewählten Anlagestrategie nötigen Entscheidungen selbst vornimmt, ist eine häufigere Rücksprache mit dem Kunden i.d.R. unnötig (BERTSCHINGER [FN 41], 226).

⁷⁴ Urteil 4C.18/2004 vom 3. Dezember 2004, insb. E 1.8.

ausgegangen werden könne, wenn der Auftraggeber die Leistung des Beauftragten in Kenntnis ihrer Weisungswidrigkeit (was je nach Umständen voraussetzt, dass der Kunde über das Risikopotenzial der Anlagen genügend aufgeklärt worden war) vorbehaltlos angenommen hat. Sodann darf natürlich kein rechtsmissbräuchliches Verhalten der Bank (Art. 2 Abs. 2 ZGB) vorliegen⁷⁵. Rechtsfolge einer rechtswirksamen Genehmigungsfiktion ist die Heilung der Pflichtverletzung der Bank⁷⁶.

Exkurs: Rechtsmissbrauch einer Zustellungsfiktion i.V.m. einer Genehmigungsfiktion liegt gemäss einem Urteil des Handelsgerichts Zürich vor, wenn die Kombination beider Rechtsfiguren zur Genehmigung von Risiken führt, mit denen der Kunde vernünftigerweise nicht rechnen musste⁷⁷. Dies ist bei krassen Verstössen gegen eine vereinbarte Anlagestrategie der Fall⁷⁸.

c) *Fortführung des bestehenden Klumpenrisikos*

Gemäss Art. 9 VVRL sind Klumpenrisiken durch fehlende Diversifikation zu vermeiden. Je nachdem, was im Fall mit einer „grossen Position“ gemeint ist, dürfte ein Klumpenrisiko vorliegen⁷⁹. Ausnahmsweise ist dies wie erwähnt zulässig, wenn eine entsprechende Instruktion des Kunden vorliegt und der Kunde über die einhergehenden Risiken aufgeklärt bzw. abgemahnt

⁷⁵ Damit sind insbesondere gemeint: (i) Schädigungsabsicht und damit vergleichbare Nachlässigkeit, (ii) das tatsächliche Wissen der Bank um die Nichtgenehmigung und (iii) der Verstoss gegen über längere Zeit eingehaltene mündliche Weisungen des Kunden, Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 27. Juni 2006, ZR 2007, 10; Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 9. Dezember 1988, ZR 1989, 159; PACHMANN THILO/VON DER CRONE HANS CASPAR, Unabhängige Vermögensverwaltung: Aufklärung, Sorgfalt und Schadensberechnung, SZW 2005, 147; SIBBERN ERIC/VON DER CRONE HANS CASPAR, Genehmigungsfiktion und Nebenpflichten der Bankkunden, SZW 2006, 74.

⁷⁶ Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 2. Juli 2004, ZR 2006, 21; GUTZWILLER CHRISTOPH, Die Genehmigung pflichtwidriger Anlageentscheide einer Bank, SJZ 2002, 123.

⁷⁷ Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 27. Juni 2006, ZR 2007, 10.

⁷⁸ Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 27. Juni 2006, ZR 2007, 10.

⁷⁹ Vgl. Bundesgerichtsurteil vom 2. April 2007, 4C.385/2006, E. 5.2, wo die fragliche Position 40% des Equity-Teiles des Portfolios und mehr als 13% des Gesamtportfolios betrug.

wurde⁸⁰; da das Klumpenrisiko bereits im Depot enthalten war, als der diskretionäre Vermögensverwaltungsvertrag abgeschlossen wurde, wäre damals in diesem Sinne zu klären gewesen, ob der Kunde die fragliche Position auch unter dem Regime der diskretionären Verwaltung durch die Bank beibehalten wolle.

V. Fall 4: *Churning* und nicht erreichte Zielrendite

1. Ausgangslage

Zwei weitere Einzelprobleme können die Harmonie zwischen Vermögensverwalter und Kunden stören. Vgl. den folgenden Sachverhalt:

Frau Keller erteilte vor sechs Jahren einer Vermögensverwaltungsbank einen VVA. Der Depotwert lag bei CHF 1 Mio. und sie wünschte, dass die eine Hälfte des Vermögens in Immobilien und die andere Hälfte in Festverzinsliche mittleren bis grösseren Risikos angelegt sein sollte. Dieses Jahr überprüfte Frau Keller, was die Bank in den letzten Jahren für sie geleistet hatte. Sie rieb sich die Augen als sie sah, dass pro Jahr Transaktionen in Höhe von zwischen CHF 150'000.– und 200'000.– getätigt worden waren. Ausserdem staunte sie: Man sagte ihr zu Beginn, dass langfristig ein Anlageerfolg von 4.5 Prozent herauschauen werde und zeigte ihr eine entsprechende Performancegrafik, die eine Durchschnittsrendite von 3.5 Prozent offenbarte.

2. Argumente

a) *Verbot von Churning*

Unter *Churning* (=Spesenschinderei) versteht man das Umschichten von einem oder mehreren Kundendepots ohne einen im Kundeninteresse liegenden wirtschaftlichen Grund⁸¹, zum Zwecke der Erzielung möglichst hoher

⁸⁰ BaK-OR I-WEBER ROLF H., Art. 400 N 5; sodann siehe auch Art. 1 VVRL, inklusive betreffend Pflicht zum schriftlichen Festhalten der Weisung.

⁸¹ FINMA-RS 2009/1, Eckwerte zur Vermögensverwaltung, Rz 14; EMCH URS/RENZ HUGO/ARPAGAU RETO, Das Schweizerische Bankgeschäft, 6. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2004, Rz 1443 und 1497 f.; In der Praxis werden die Transaktionen oftmals

Kommissionen und/oder Courtagen⁸². Die Elemente dieser gebräuchlichen Definition sind vage und deswegen in Zweifelsfällen schwierig zu prüfen.

So kann beispielsweise das Element des Umschichtens nicht anhand eines starren quantitativen Schwellenwertes betreffend eine Anzahl Trades konkretisiert werden, weil jede Anlagestrategie, jedes Portfolio und jede Marktlage eine andere Frequenz von Transaktionen erfordert.

Die damalige EBK hatte im Jahresbericht 2007 Kriterien genannt, welche herangezogen werden sollen zur Prüfung der Frage, ob die Transaktionshäufigkeit rechtmässig war oder Spesenschinderei vorlag: (i) Die Einhaltung der vereinbarten Anlageziele, (ii) die Einhaltung institutsinterner Listen, (iii) die Notwendigkeit und die ökonomische Zweckmässigkeit der Transaktionen, (iv) das Vorliegen von Anzeichen für *In-and-out-Trading*, (v) den Jahresumsatzquotienten oder den Turnover Ratio, (vi) das Verhältnis der erzielten Kommissionen zu den eingesetzten Kundenvermögen, (vii) das Verhältnis der erzielten Kommissionen zu den für die Kunden erzielten Erträge⁸³. M.E. kann auch ein Vergleich zwischen der vernünftigerweise erwarteten „after cost“-Portfolioperformance mit den Umschichtungen und der „after cost“-Portfolioperformance ohne die Umschichtungen als sinnvolles Kriterium dienen⁸⁴.

durch einen externen Vermögensverwalter ausgeführt. Die Depotbank trifft dann u.U. die Pflicht zur Information des Kunden (vgl. die folgende Literaturliste: ABEGGLEN, Vermögensverwaltung durch die Bank (FN 25), 181; BRETTON-CHEVALLIER CLAUDE, Haftung der Bank gegenüber ihrem Kunden und externe Vermögensverwaltung, SZW 2003, 259; DE BEER ALEXANDER I., Die Verantwortlichkeit der Bank gegenüber einem Kunden für Handlungen eines von diesem eingesetzten Vermögensverwalters – eine Replik, SZW 1998, 130 ff.; DIETZI HANSPETER, Die Verantwortlichkeit der Bank gegenüber einem Kunden für Handlungen eines von diesem eingesetzten Vermögensverwalters, SZW 1997, 197 ff.; WATTER ROLF, Über die Pflichten der Bank bei externer Vermögensverwaltung, AJP 1998, 1177).

⁸² EMCH/RENZ/ARPAGAU (FN 82), Rz 1498; GUTZWILLER CHRISTOPH, Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, Zürich/Basel/Genf 2008, 155 f.; GUTZWILLER, Schadensstiftung und Schadensberechnung (FN 1), 359.

⁸³ Jahresbericht der Eidgenössischen Bankenkommision 2007 („EBK-JB 2007“), 87.

⁸⁴ Vgl. ABEGGLEN SANDRO, Die adäquate Entschädigung des Vermögensverwalters unter besonderer Berücksichtigung der Anlagekosten im Verhältnis zur Anlageperformance, ZSR 2008, 58 und BERTSCHINGER (FN 41), 227.

Demgegenüber genügt es nicht, wenn nur das einzelne Vorkommen eines von der Anlagestrategie der Bank abweichenden Anlageverhaltens konstatiert wird, z.B. übermässig riskante Transaktionen⁸⁵.

Im Ergebnis stellt *Churning* sowohl einen Verstoss gegen die auftragsrechtliche Sorgfalts- und Treuepflicht als auch gegen Art. 11 Abs. 1 BEHG dar⁸⁶.

b) Keine Pflicht zum tatsächlichen Erreichen der Zielrendite

Im Rahmen des Vermögensverwaltungsauftrages schuldet die Bank ein sorgfältiges und getreues Tätigwerden (Art. 398 Abs. 2 OR). Nicht geschuldet ist ein Erfolg⁸⁷. Eine Zielrendite ist keine Performancegarantie⁸⁸, sondern eine Benchmark. Wird die – vernünftig angesetzte – angestrebte Rendite nicht erreicht, begründet dies allein keine Pflichtverletzung.

⁸⁵ Vgl. zum Thema auch BRETTON-CHEVALIER (FN 81), 259.

⁸⁶ EBK-JB 2007, 87; GUTZWILLER, Rechtsfragen der Vermögensverwaltung (FN 82), 155 f.; GUTZWILLER, Schadensstiftung und Schadensberechnung (FN 1), 359.

⁸⁷ Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 2. Juli 2004, ZR 2006, 18; BaK-OR I-WEBER (FN 80), Art. 394 N 2.

⁸⁸ Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 2. Juli 2004, ZR 2006, 18.