

Lukas Beeler

# Gerichtliche Geltendmachung von Anlegerschäden

## Voraussetzungen und Problemfelder in der Rechtsprechung



### INHALTSÜBERSICHT

#### I. Einleitung

#### II. Grundlagen

- A. Vertragsbeziehungen: Konto-/Depotbeziehung («*execution only*»), Anlageberatung und Vermögensverwaltung
- B. Schadensbegriff
- C. Behauptungs- und Substantiierungslast sowie Last des substantiierten Bestreitens

#### III. Neuere bundesgerichtliche Rechtsprechung

- A. BGE 144 III 155 (BGer 4A\_586/2017 vom 16. April 2018) – Unterscheidung zwischen pflichtwidrigen Einzelanlagen und einem pflichtwidrig verwalteten Depot
- B. BGer 4A\_449/2018 vom 25. März 2019 – Bestreitungslast beim Vermögensverwaltungsvertrag
- C. BGer 4A\_202/2019 vom 11. Dezember 2019 – Substantiierungslast beim Anlageberatungsvertrag
- D. BGer 4A\_297/2019 vom 29. Mai 2020 – Passivhypothese und Naturalrestitution bei Anlageberatung

#### IV. Einordnung und Folgerungen

- A. Substantiierungsanforderungen und Schadensberechnungsmodalitäten als Kernproblem für den Kläger
- B. Zentrale Weichenstellungen und Konsequenzen
- C. Zusammenspiel zwischen Vertragsqualifikation, relevantem Vermögen und alternativem Investment/Passivhypothese
- D. Herabsetzung der Hürden für Kläger?

## I. Einleitung

Schäden im Zusammenhang mit vertragswidriger Erfüllung von Anlageberatungsverträgen oder Vermögensverwaltungsverträgen sowie auch im Zusammenhang mit vertragswidriger Ausführung von Weisungen im Rahmen von Konto-/Depotbeziehungen beschäftigen die Schweizer Gerichte seit vielen Jahren. Entsprechend besteht eine reichhaltige Praxis der kantonalen Gerichte und des Bundesgerichts.

Dennoch kommt es immer wieder zu auf den ersten Blick überraschenden Gerichtsentscheiden und erstinstanzliche Entscheide werden nicht selten durch höhere Gerichte grundlegend korrigiert. Beides zeigt, dass trotz reichhaltiger Gerichtspraxis im Einzelfall erhebliche Unsicherheit in Bezug auf die Haftungsvoraussetzungen und insbesondere in Bezug auf die Berechnung des Schadenersatzes bestehen kann. Diese Unsicherheiten können es für die klagende Partei schwierig machen, die relevanten Behauptungen ins Verfahren einzubringen.

Das Bundesgericht hat sich in den letzten Jahren in einer Serie von Entscheiden in grundsätzlicher Weise mit Anlegerschäden und den Voraussetzungen zur erfolgreichen Geltendmachung auseinandergesetzt und zumindest teilweise zusätzliche Klarheit geschaffen.

## II. Grundlagen

### A. Vertragsbeziehungen: Konto-/Depotbeziehung («*execution only*»), Anlageberatung und Vermögensverwaltung

Die Schweizer Rechtsprechung unterscheidet bei der Abwicklung von Börsengeschäften bzw. der Anlagetätigkeit für einen Kunden grundsätzlich drei Vertragsbeziehungen:<sup>1</sup> Mit dem *Vermögensverwaltungsvertrag* beauftragt der

Kunde die Bank, die Verwaltung eines bestimmten Vermögens gegen Honorar selbständig im Rahmen der vereinbarten Anlagestrategie und zwecks Erreichens des persönlichen Anlageziels des Kunden zu besorgen. Der Vermögensverwalter bestimmt die auszuführenden Transaktionen (im Rahmen der vertraglichen Vorgaben) und nimmt die Anlageentscheide selbst vor. Er übernimmt eine umfassende Fürsorge für das anvertraute Vermögen.<sup>2</sup> Bei der *Anlageberatung* ist der Kunde für den Anlageentscheid zuständig; der Anlageberater steht dem Kunden jedoch beratend zur

**Trotz reichhaltiger Gerichtspraxis kann im Einzelfall erhebliche Unsicherheit in Bezug auf die Haftungsvoraussetzungen und insbesondere in Bezug auf die Berechnung des Schadenersatzes bestehen.**

Seite, beispielsweise durch die Lieferung von Informationen oder Anlagevorschlägen.<sup>3</sup> Bei der blossen *Konto-/Depotbeziehung* («*execution-only-Beziehung*») geht es grundsätzlich um die punktuelle Ausführung von Börsengeschäften. Der Finanzdienstleister hat eine rein ausführende Funktion und wickelt die erteilten Weisungen und Aufträge ab.<sup>4</sup>

Vermögensverwaltungsverträge und Anlageberatungsverträge werden grundsätzlich als Aufträge i.S.v. Art. 394 ff. OR qualifiziert<sup>5</sup> und auch die Konto-/Depotbeziehung enthält auftragsrechtliche Elemente.<sup>6</sup> Die Qualifikation des zwischen dem Finanzdienstleister und dem Kunden bestehenden Vertragsverhältnisses beeinflusst den Bestand und den Umfang der vertraglichen Aufklärungs-, Beratungs- und Warnpflichten.<sup>7</sup> Am geringsten sind die Pflichten bei der blossen Konto-/Depotbeziehung. Die Bank ist nach der

Rechtsprechung des Bundesgerichts nicht zu einer generellen Interessenwahrung verpflichtet und muss in der Regel nur auf Verlangen aufklären.<sup>8</sup> Am umfassendsten sind die Pflichten demgegenüber bei der Vermögensverwaltung, wo eine grundsätzlich umfassende Fürsorgepflicht besteht.<sup>9</sup> Bei der Anlageberatung hängen der konkrete Umfang der Aufklärungs- und Beratungspflichten von den Umständen des Einzelfalls ab (insb. Ausgestaltung des Vertrages, Art des Geschäfts und Erfahrung und Kenntnisse des Kunden).<sup>10</sup>

Die Qualifikation des Vertragsverhältnisses hat darüber hinaus auch gewisse Auswirkungen auf die Schadensberechnung.<sup>11</sup>

## B. Schadensbegriff

### 1. Allgemeiner Schadensbegriff

Verletzen Vermögensberater, Anlageberater oder die Bank im Rahmen des *execution-only-Geschäfts* ihre Sorgfalts- und Treuepflicht bei der Abwicklung von Börsengeschäften bzw. der Anlagetätigkeit haften sie für den kausal verursachten Schaden, wobei das Erfüllungsinteresse (positives Interesse) geschuldet ist: Der Kunde ist so zu stellen, wie wenn der Vertragspartner den Vertrag richtig erfüllt hätte.<sup>12</sup>

In der Schweiz gilt grundsätzlich ein ökonomischer Schadensbegriff.<sup>13</sup> Nach dem allgemeinen, klassischen Schadensbegriff, dem auch das Bundesgericht in seiner langjährigen Rechtsprechung folgt, ist ein Schaden eine «*ungewollte Verminderung des Reinvermögens*».<sup>14</sup> Der Schaden kann dabei in «*einer Verminderung der Aktiven, einer Vermehrung der Passiven oder in entgangenem Gewinn bestehen und entspricht der Differenz zwischen dem gegenwärtigen Vermögensstand und dem Stand, den das Vermögen ohne das schädigende Ereignis hätte*».<sup>15</sup>

2 BGE 144 III 155 E. 2.1.1.

3 BGE 144 III 155 E. 2.1.1 m.w.H., vgl. zu den unterschiedlichen Formen SANDRO ABEGGLEN/LÉONIE LUTERBACHER, Transaktionsbezogene vs. Portfoliobezogene Anlageberatung unter FIDLEG: keine einfache Abgrenzung, SZW 2018, 462 ff.

4 BGE 144 III 155 E. 2.1.1, vgl. allgemein zum Execution-only-Geschäft, THOMAS JUTZI/KSENIA WESS, Die (neuen) Pflichten im Execution-only-Geschäft: Zusammenspiel von FIDLEG und OR, SZW 2019, 589 ff., 592; TOBIAS AGGTELEKY, Zivil- und aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Execution-only-Geschäft, Zürich/Basel/Genf 2022 (= SSFM 140).

5 Für den Anlageberatungsvertrag, vgl. bspw. BGE 144 III 155 E. 2.2; für den Vermögensverwaltungsvertrag, vgl. bspw. BGE 138 III 755 E. 4.2 und 137 III 393 E. 2.1 m.w.H.

6 Für den Girovertrag, BGE 110 II 283 E. 1. Beim Depotvertrag handelt es sich nach herrschender Lehre und Rechtsprechung um einen gemischten Vertrag mit Elementen des Hinterlegungsvertrags und des Auftrags (BGE 102 II 297 E. 2b).

7 Vgl. bspw. BGE 124 III 155 E. 3a und BGer, 4A\_436/2016, 4A\_466/2016, E. 3.1 m.w.H.

8 Vgl. insb. BGE 133 III 97 E. 7.1.1 und 7.1.2 (Warnpflicht nur in Ausnahmefällen).

9 Vgl. insb. BGE 124 III 155 E. 3a oder BGer, 4A\_364/2013, E. 6.2 und E. 6.5–6.8.

10 Vgl. bspw. BGer, 4A\_364/2013, 4A\_394/2013, 4A\_396/2013, E. 6.2.

11 Vgl. dazu unten IV.A.

12 Für die Vermögensverwaltung, vgl. bspw. BGE 144 III 155 E. 2.2 m.w.H.; für den Anlageberatungsvertrag, vgl. bspw. BGer, 4A\_202/2019, E. 6.1.

13 ROLAND BREHM, Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Die Entstehung durch unerlaubte Handlungen, Art. 41–61 OR, Obligationenrecht, Allgemeine Bestimmungen, 5. A., Bern 2021 (zit. BK-BREHM), Art. 41 OR N 69 ff.; ROLF H. WEBER/SUSAN EMMENEGGER, Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Die Wirkung der Obligationen: Die Folgen der Nichterfüllung, Art. 97–109 OR, 2. A., Bern 2020, Art. 97 OR N 186; HANS PETER WALTER, Prozessuale Aspekte beim Streit zwischen Kunden und Vermögensverwalter, ZSR 2008 I 99 ff., 116, vgl. auch HGer ZH, HG170049, E. 2.2.

14 BGE 144 III 155 E. 2.2 m.w.H.

15 BGE 144 III 155 E. 2.2 m.w.H.; vgl. bspw. auch BK-BREHM (FN 13), Art. 41 OR N 70b.

## 2. Konkretisierungen des Schadensbegriffs bei Anlegerschäden

Der allgemeine Schadensbegriff ist regelmässig zu abstrakt, um brauchbare Kriterien für die Schadensberechnung im Einzelfall zu liefern. Er muss daher konkretisiert werden.<sup>16</sup> Das gilt gerade auch bei Anlegerschäden. Bei der Schadensberechnung werden zwei Vermögensstände miteinander verglichen: Der tatsächliche Vermögensstand und der Vermögensstand, der bestünde, wenn die Anlagen pflichtgemäss vorgenommen bzw. aufgrund pflichtkonformer Beratung getätigt worden wären. Um eine Schadenersatzberechnung vornehmen zu können, muss daher das für den Vergleich relevante Vermögen bestimmt werden.<sup>17</sup> Das Bundesgericht konkretisiert in seiner langjährigen Rechtsprechung im Bereich der Vermögensverwaltung<sup>18</sup> und der Anlageberatung<sup>19</sup> den Schadensbegriff daher in einem ersten Schritt dahingehend, dass nicht das Gesamtvermögen der geschädigten Person massgebend ist, sondern das im Rahmen des Vermögensverwaltungsvertrags übergebene bzw. das von der konkreten Anlageberatung betroffene Vermögen.<sup>20</sup> Das reduziert die Komplexität der Schadensberechnung.

Weiter ist gemäss konstanter Rechtsprechung des Bundesgerichts bei Vermögensverwaltung und Anlageberatung zu differenzieren zwischen einer sorgfaltswidrigen Verwaltung des gesamten Portfolios (insb. durch Verfolgung einer pflichtwidrigen Anlagestrategie) und pflichtwidrigen Einzelanlagen (sorgfaltswidriges Verhalten im Zusammenhang mit einzelnen Positionen des Portfolios). Im ersten Fall ist auf das gesamte zur Verwaltung übergebene Vermögen abzustellen, im zweiten Fall dagegen bloss auf den Teil des Vermögens, der für die sorgfaltswidrigen Anlagen eingesetzt wurde.<sup>21</sup> Diese Unterscheidung und Präzisierung stellt eine konsequente Weiterführung des Gedankens dar, wonach nicht das gesamte Vermögen, sondern nur das konkret betroffene Vermögen massgeblich ist. Sie erleich-

tert die Schadenersatzberechnung für den Ansprecher jedoch nicht nur, sondern stellt ihn auch vor neue Probleme.<sup>22</sup>

## 3. Hypothetisches, pflichtgemässes Investment als massgebliche Vergleichsgrösse

Aus dem so konkretisierten Schadensbegriff ergibt sich, dass der Kunde als Anspruchsteller bei der gerichtlichen Geltendmachung eines Schadens unter anderem einerseits die Höhe des relevanten Vermögens vor der Vertragsverletzung darlegen muss und andererseits, wie sich das relevante Vermögen bei pflichtgemässer Beratung bzw. Anlage entwickelt hätte (hypothetischer Vermögensstand ohne Vertragsverletzung).

Die Darlegung des relevanten Ausgangsvermögens dürfte für den Kläger in vielen Fällen ohne grössere Schwierigkeiten möglich sein.<sup>23</sup> Grössere Schwierigkeiten bereitet demgegenüber die Darlegung des hypothetischen Vermögensstands ohne das schädigende Ereignis. Gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung entspricht es der allgemeinen Lebenserfahrung, dass, wenn ein Kunde sein Vermögen anlegt oder sich diesbezüglich beraten lässt, er auch ohne Vertragsverletzung sein Vermögen angelegt hätte.<sup>24</sup> Nur in Ausnahmefällen, die vom Ansprecher besonders gut zu begründen sind, ist davon auszugehen, dass der Kunde ohne Vertragsverletzung keine Anlage getätigt hätte, er sich also passiv verhalten hätte (sog. Passivhypothese). Bei der Schadensberechnung muss daher in der Regel die hypothetische, pflichtgemässe Alternativanlage zur Bestimmung des hypothetischen Vermögensstands ohne das schädigende Ereignis bestimmt werden. Dazu gehört, dass der Kläger konkret darlegen muss, welche alternative Investition bzw. Investitionen er getätigt hätte,<sup>25</sup> was unter Umständen auch beinhaltet, dass der Kläger zeigt, wie er allfällige Rückzahlungen und Gewinne aus den alternativen Anlagen reinvestiert hätte. Das ist oft nicht einfach.

<sup>16</sup> Vgl. statt vieler, BGE 144 III 155 E. 2.2.

<sup>17</sup> Zusätzlich sind die relevanten Zeitpunkte zu bestimmen, vgl. CHRISTOPHE ROSAT, Der Anlageschaden, Bern 2009, 76 ff.

<sup>18</sup> Vgl. BGer, 4C.158/2006, E. 4.3 m.w.H.; 4A\_364/2013, E. 7.1.

<sup>19</sup> BGer, 4A\_539/2014, E. 3.3.

<sup>20</sup> Vgl. allgemein zur Bestimmung des relevanten Vermögens BGE 116 II 441 E. 3a/aa, wo das Bundesgericht ausführt, dass «das vom schädigenden Ereignis betroffene Rechtsgut» der Differenzbestimmung unterworfen sei.

<sup>21</sup> BGer, 4C.158/2006, E. 4.3 m.w.H.; bestätigt insbesondere durch BGer, 4A\_436/2016, E. 5.1; 4A\_364/2013, E. 7.1 sowie BGE 144 III 155 E. 2.2; vgl. auch P. CHRISTOPH GUTZWILLER, Unsorgfältige Vermögensverwaltung, AJP 2000, 57 ff., 63; CHRISTOPHE ROSAT, Der Anlageschaden, Bern 2009, 89 ff.; P. CHRISTOPH GUTZWILLER, Schadensstiftung und Schadensberechnung bei pflichtwidriger Vermögensverwaltung und Anlageberatung, SJZ 101/2005, 357 ff., 362 ff.; THILO PACHMANN/HANS CASPAR VON DER CRONE, Unabhängige Vermögensverwaltung: Aufklärung, Sorgfalt und Schadenersatzberechnung, SZW/RSDA 3/2005, 146 ff., 153 f.

<sup>22</sup> Vgl. dazu unten IV.A.

<sup>23</sup> Schwierigkeiten der Bestimmung des Vermögens bestehen jedoch namentlich beim Verkauf von Optionen, vgl. HGer ZH, HG120228, E. 2.4.1.4.d.aa und HG140233, E. 10.2.2 sowie BGer, 4A\_202/2019, E.6.3.2, welches auf die Marge verweist, die gebunden wird.

<sup>24</sup> BGer, 4A\_202/2019, E. 6.5.1; vgl. auch BGer, 4A\_449/2018, E. 6.2.2. Vgl. BGer, 4C.158/2006, E. 4.4.2, wo das Bundesgericht im Zusammenhang mit einem Vermögensverwaltungsvertrag die untere Instanz in der Annahme stützte, dass davon ausgegangen werden musste, dass der aus dem Verkauf von Aktien erzielte Erlös sofort wieder in Aktien angelegt worden wäre. Vgl. aber unten III.D.

<sup>25</sup> Vgl. bspw. ZR 91/1992, Nr. 84, S. 305; HGer ZH, HG170121, E. 8.3.2; BGer, 4A\_539/2014, E. 3.5.

### C. Behauptungs- und Substantiierungslast sowie Last des substantiierten Bestreitens

Wie bei allen Schadenersatzforderungen aufgrund von Vertragsverletzungen hat grundsätzlich auch bei Anlegerschäden der Anleger, der Schadenersatz wegen nicht gehöriger Erfüllung einer vertraglichen Verpflichtung begehrt, zu behaupten, zu substantiieren und zu beweisen, dass die Gegenpartei eine vertragliche Verpflichtung nicht (gehörig) erfüllt hat und dass dem Anleger dadurch – adäquat-kausal – derjenige Schaden entstanden ist, dessen Ersatz verlangt wird.<sup>26</sup> Beweislast und Behauptungslast gehen in der Regel miteinander her.<sup>27</sup>

Wie weit die anspruchsbegründenden Tatsachen inhaltlich zu behaupten, zu substantiieren und letztlich zu beweisen sind, ergibt sich gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung einerseits aus den Tatbestandsmerkmalen der angerufenen sachrechtlichen Norm und andererseits aus dem prozessualen Verhalten der Gegenpartei: Tatsachenbehauptungen müssen einerseits so konkret sein, dass eine Subsumtion unter die anspruchsbegründende Norm möglich ist.<sup>28</sup> Andererseits müssen sie auch so konkret formuliert sein, dass der Gegenpartei ein substantiiertes Bestreiten möglich ist oder der Gegenbeweis angetreten werden kann. Bestreitet der Prozessgegner das an sich schlüssige Vorbringen der behauptungsbelasteten Partei, ist diese gezwungen, die rechtserheblichen Tatsachen nicht nur in den Grundzügen, sondern so umfassend und klar darzulegen, dass darüber Beweis abgenommen werden kann.<sup>29</sup> Dabei gilt grundsätzlich, dass die «Messlatte» für die Substantiierungsanforderungen die Zumutbarkeit ist. Das Gericht muss sich fragen, was von der klagenden Partei im konkreten Fall an Sachverhaltsbeschreibungen erwartet werden kann.<sup>30</sup> Deshalb sind die Anforderungen an die Substantiierung auch niedriger anzusetzen, wenn es um Tatsachen geht, die ausserhalb der Sphäre der behauptenden Partei liegen.<sup>31</sup> Das ist auch im Zusammenhang mit Anlegerschä-

den – insbesondere beim Vermögensverwaltungsvertrag – relevant.<sup>32</sup>

Besondere Schwierigkeiten stellen sich bei der Geltendmachung von Anlegerschäden insbesondere im Zusammenhang mit der Substantiierung des hypothetischen Vermögensstandes, der ohne die Vertragsverletzung bestünde. Basierend auf den allgemeinen Grundsätzen zur Substantiierung obliegt es gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung dem Kunden, zu behaupten und soweit möglich zu belegen, dass und welche bestimmte andere Investition er getätigt hätte.<sup>33</sup> So hielt das Bundesgericht im Zusammenhang mit einem Kunden, der behauptete, er hätte in eine Festgeldanlage investiert, fest, dass er verpflichtet gewesen wäre, zu *«behaupten und soweit möglich belegen, welche konkrete(n) Festgeldanlage(n) er damals getätigt hätte. Nur wenn er konkret behauptet und begründet hätte, welche Festgeldanlagen bei wem, für welche Zeit, zu welchem Zins etc. er bei gehöriger Beratung getätigt hätte, wäre für die*

**Besondere Schwierigkeiten stellen sich bei der Geltendmachung von Anlegerschäden insbesondere im Zusammenhang mit der Substantiierung des hypothetischen Vermögensstandes, der ohne die Vertragsverletzung bestünde.**

*Gegenpartei möglich gewesen, die Plausibilität solcher Angaben und damit die Höhe des Schadens zu bestreiten».*<sup>34</sup> Immerhin anerkennt das Bundesgericht aber auch, dass es um eine Hypothese bzw. einen hypothetischen Kausalverlauf geht, so dass nicht der volle Beweis geschuldet ist, sondern überwiegende Wahrscheinlichkeit genügt.<sup>35</sup>

Vor diesem Hintergrund hat sich das Bundesgericht zwischen 2018 und 2020 mehrfach mit Anlegerschäden befasst.

<sup>26</sup> Art. 8 ZGB sowie Art. 97 und 398 OR; vgl. bspw. BGer, 4A\_539/2014, E. 3.1.

<sup>27</sup> Art. 8 ZGB und Art. 55 Abs. 1 ZPO, zu den Ausnahmen, vgl. bspw. CHRISTOPH HURNI, in: Andreas Güngerich (Koord.), Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Schweizerische Zivilprozessordnung, Art. 1–149, Bern 2012, Art. 55 ZPO N 16.

<sup>28</sup> Vgl. bspw. BGer, 4A\_144/2009, E. 3.2, wonach *«Behauptungen hinreichend substantiiert [sind], wenn sie unter der Annahme, sie seien bewiesen, einen Sachverhalt ergeben, den das Gericht den entsprechenden Gesetzesnormen zuordnen und gestützt darauf die Forderung zusprechen kann».*

<sup>29</sup> Im Zusammenhang mit einem Anlagevertrag, vgl. bspw. BGer, 4A\_539/2014, E. 3.4.

<sup>30</sup> Vgl. OGer ZH, RA190001, 19.3.2019, E. 4.2.

<sup>31</sup> Vgl. bspw. OGer ZH, RA190001, 19.3.2019, E. 4.2.3; LA180025, 13.11.2018, E. 7; LAURENT KILLIAS, in: Andreas Güngerich (Koord.), Berner Kommen-

tar zum schweizerischen Privatrecht, Schweizerische Zivilprozessordnung, Art. 150-352 und 400–406, Bern 2012, Art. 221 ZPO N 23.

<sup>32</sup> Vgl. unten III.B.

<sup>33</sup> BGer, 4A\_539/2014, E. 3.5.

<sup>34</sup> BGer, 4A\_539/2014, E. 3.7.

<sup>35</sup> BGE 124 III 155 E. 3d.

### III. Neuere bundesgerichtliche Rechtsprechung

#### A. BGE 144 III 155 (BGer 4A\_586/2017 vom 16. April 2018) – Unterscheidung zwischen pflichtwidrigen Einzelanlagen und einem pflichtwidrig verwalteten Depot

In BGE 144 III 155 befasste sich das Bundesgericht im Rahmen einer Beschwerde gegen einen Entscheid des Handelsgerichts Zürich vom 4. Oktober 2017<sup>36</sup> mit der Bestimmung des Schadens aufgrund pflichtwidriger Anlageberatung und insbesondere der Unterscheidung zwischen pflichtwidrigen Einzelanlagen und einem pflichtwidrig verwalteten Depot.

Dem Entscheid lag zusammengefasst folgender Sachverhalt zugrunde: Der Kläger eröffnete bei einer Bank (Beklagte) ein Konto und unterzeichnete dabei neben dem Antrag auf Eröffnung einer Bankbeziehung zahlreiche weitere Dokumente. In der Folge sandte ihm die für ihn zuständige Kundenberaterin regelmässig Vermögensaufstellungen. Dabei handelte es sich nicht um offizielle Depotauszüge der Beklagten, sondern um von der Kundenberaterin selbst erstellte Aufstellungen. Gemäss den Aufstellungen belief sich der Vermögensstand des Klägers auf rund USD 8.2 Mio. Der tatsächliche Vermögensstand betrug nur rund USD 1.8 Mio. Der Kläger machte im Wesentlichen die Differenz zwischen dem tatsächlichen und dem ausgewiesenen Vermögensstand als Schaden geltend, den er wegen nicht angeordneten oder nicht genehmigten Transaktionen erlitten habe. Daneben führte er eine Eventualberechnung anhand eines Referenzportfolios mit einer Festgeldstrategie durch.

Das Handelsgericht Zürich qualifizierte den Vertrag als (atypische) Anlageberatung, wobei der Kläger damit einverstanden gewesen sei, dass die Bank auch Transaktionen unter Vorbehalt nachträglicher Genehmigung ausführen würde. Gestützt darauf identifizierte das Handelsgericht 16 Positionen, die zwar für das Depot des Beschwerdegegners erworben und auf den Depotauszügen der Beschwerdeführerin aufgeführt sind, die aber in der von der Kundenberaterin verfassten und dem Beschwerdegegner zugestellten Aufstellung fehlten. Für diese Positionen schloss das Handelsgericht Zürich, dass die Bank ohne Weisung des Klägers gehandelt habe und sie sich auch nicht auf eine Genehmigungsfiktion berufen könne. Im Zusammenhang mit der Schadenersatzbemessung hielt das Handelsgericht fest, dass der Kläger, da er sich auf nichtgenehmigte Einzelanla-

gen stützte, den durch diese jeweils verursachten Verlust oder Gewinn unter hypothetischer Berücksichtigung weisungsgemässer Anlagen hätte darlegen müssen. Aufgrund der grossen Zahl von Anlagen über einen Zeitraum von mehreren Jahren sei dies jedoch nicht einfach. Auch gehe es um Optionsgeschäfte, bei denen eine Ausscheidung des zu Grunde liegenden Vermögens nicht möglich sei. Das Handelsgericht gelangte daher zum Schluss, dass als relevantes Vermögen der gesamte Anlagebetrag zu wählen und eine pflichtgemässe Schadensschätzung nach Art. 42 Abs. 2 OR vorzunehmen sei (E. 10.2.2). Dabei nahm das Handelsgericht die ursprünglich investierte Summe als Ausgangspunkt, prüfte anhand eines Referenzwertes, welche Rendite realistisch erschien, und schätzte so den Schaden.

Das Bundesgericht hob diesen Entscheid in seinem Urteil vom 16. April 2018 auf. Es unterschied – wie zuvor das Handelsgericht – unter Verweis auf seine frühere Rechtsprechung zwischen sorgfaltswidriger Verwaltung eines gesamten Portfolios (durch Verfolgung einer pflichtwidrigen Anlagestrategie) und sorgfaltswidrigem Verhalten in Bezug auf einzelne und damit bestimmbare pflichtwidrige Anlagen. Falls nur einzelne Anlagen vertragswidrig getätigt worden seien, beschränke sich die Schadensberechnung auf die Ermittlung der Differenz zwischen dem tatsächlichen Wert der einzelnen pflichtwidrigen Anlagen und dem hypothetischen Wert, den das konkret pflichtwidrig investierte Kapital bei vertragskonformer Anlage hätte (E. 2.2.2). Anders als zuvor das Handelsgericht Zürich kommt das Bundesgericht zum Schluss, dass im vorliegenden Fall kein Raum für eine Schadensschätzung nach Art. 42 Abs. 2 OR bestehe. Das Bundesgericht anerkennt zwar, dass die Abgrenzung zwischen pflichtwidrigen Einzelanlagen und einem gesamthaft pflichtwidrig angelegten Portfeuille sich im Einzelfall als schwierig erweisen könne und dass die Lehre teilweise aus *«Praktikabilitätsüberlegungen»* erlaube, auf das gesamte investierte Kapital abzustellen. Es weist solche Überlegungen in der Folge jedoch zurück oder setzt zumindest die Hürde sehr hoch an: *«Sind die pflichtwidrig ausgeführten Transaktionen einzeln bestimmbar, so ist daran festzuhalten, dass der aus diesen einzelnen Transaktionen resultierende Schaden je gesondert zu behaupten und zu beweisen ist. Der Vorinstanz kann nicht gefolgt werden, wenn sie annimmt, bei einer (absolut) grossen Anzahl pflichtwidriger Einzelanlagen sei eine Schadensberechnung nicht mehr möglich oder wenigstens nicht mehr zumutbar. Zwar muss der Schaden, der durch eine einzelne pflichtwidrige Anlage entsteht, unter Umständen aufgrund allgemeiner Parameter geschätzt werden [...]. Doch erlaubt dies keine Abweichung vom Grundsatz, dass die Schadenersatzpflicht sich allein nach den Folgen pflichtwidriger*

36 HGer ZH, HG140233.

*Handlungen bemisst und die Folgen pflichtgemässen Verhaltens sich weder zum Vorteil noch zum Nachteil des Haftpflichtigen auswirken sollen.»*

### **B. BGer 4A\_449/2018 vom 25. März 2019 – Bestreitungslast beim Vermögensverwaltungsvertrag**

Etwas weniger als ein Jahr nach dem vorgenannten Entscheid konnte sich das Bundesgericht bereits wieder mit einem Anlegerschaden beschäftigen. Ein Kunde hatte erhebliche Vermögenswerte (Geld und Aktien) auf sein Konto/Depot bei einer Schweizer Bank übertragen. Anlässlich eines Treffens unterzeichnete er zirka 70 Belege zu von der Kundenberaterin getätigten Anlagen. Belege für spätere Transaktionen wurden erst Jahre später ausgehändigt. Während der Dauer der Geschäftsbeziehung war es infolge von Investitionen in Optionen und andere risikoreiche Anlagen zu Verlusten gekommen. Der Kunde reichte daher Klage auf Schadenersatz beim Handelsgericht Zürich ein.<sup>37</sup>

Das Handelsgericht qualifizierte das Vertragsverhältnis als «*execution-only*», weshalb der Kunde so zu stellen sei, wie wenn keine der streitgegenständlichen Transaktionen stattgefunden hätte, so dass der Kläger bei korrekter Vertragserfüllung am Ende zumindest noch gleich viel Vermögen auf dem Konto gehabt hätte wie anfänglich.

Das Bundesgericht schützte diesen Entscheid, jedoch mit grundlegend anderer Argumentation.

Aus dem Umstand, dass der Kunde nachträglich gewisse Transaktionen genehmigt hatte, hatte das Handelsgericht geschlossen, dass der Kunde nach dem Vertrauensprinzip mit einer gewissen Handelsaktivität einverstanden gewesen sei (E. 4.1). Deshalb sei das Vertragsverhältnis als Vermögensverwaltungsvertrag zu qualifizieren (E. 4.3). Allerdings sei die Bank aufgrund der mit den getätigten Geschäften verbundenen Risiken verpflichtet gewesen, den Kunden vorgängig aufzuklären, weshalb auch unter dieser Prämisse eine Vertragsverletzung vorliege (E. 5.3).

Da der Kunde von einem *execution-only*-Verhältnis ausgegangen war, hatte er sich bei seiner Schadenersatzberechnung bzw. bei der Substantiierung der hypothetischen, pflichtgemässen Anlage auf den Standpunkt gestellt, dass er im hypothetischen Alternativszenario keinerlei Aufträge erteilt hätte. Das Bundesgericht weist darauf hin, dass eine derartige Annahme bei *execution-only*-Verhältnissen grundsätzlich möglich sei. Das Belassen der Vermögenswerte auf dem Konto würde einer korrekten Vertragserfüllung entsprechen (E. 6.3.2).<sup>38</sup> Bei der Vermögensverwaltung müsste für die Schadensberechnung jedoch auf das hypothetische Vermögen bei korrekter Verwaltung und korrekten Transaktionen abgestellt werden (E. 6.2.4). Dies hatte der Kunde, weil er von einer anderen Vertragsqualifikation ausgegangen war, nicht getan. Dennoch wies das Bundesgericht die Klage nicht ab.

Das Bundesgericht führte aus, dass der Kunde zwar auch bei Vermögensverwaltungsverträgen die Substantiierungs- und Beweislast für den Schadenersatzanspruch trage. Da es aber bei einem Vermögensverwaltungsvertrag Sache des Vermögensverwalters sei, die einzelnen Anlagen gemäss der Anlagestrategie auszuwählen, sei die Bank nicht auf weitere Angaben angewiesen gewesen, um die Forderung des Kunden substantiiert zu bestreiten. Die Bank als Vermögensverwalterin wisse, welche Anlagen sie bei vertragskonformem Verhalten anstelle der zu riskanten gewählt hätte und welchen Einfluss dies auf die Vermögensentwicklung des Kunden gehabt hätte. Da es die Vermögensverwalter seien, die über das diesbezügliche Fachwissen verfügten, könne von ihnen, auch wenn sie nicht die Beweislast tragen, verlangt werden, dass sie den Schadenersatzanspruch des Kunden substantiiert bestreiten (E. 6.2.4). Mangels substantiiertes Bestreiten des geltend gemachten Schadens hiess das Bundesgericht daher die Klage gut.

Das Bundesgericht führte aus, dass der Kunde zwar auch bei Vermögensverwaltungsverträgen die Substantiierungs- und Beweislast für den Schadenersatzanspruch trage. Da es aber bei einem Vermögensverwaltungsvertrag Sache des Vermögensverwalters sei, die einzelnen Anlagen gemäss der Anlagestrategie auszuwählen, sei die Bank nicht auf weitere Angaben angewiesen gewesen, um die Forderung des Kunden substantiiert zu bestreiten. Die Bank als Vermögensverwalterin wisse, welche Anlagen sie bei vertragskonformem Verhalten anstelle der zu riskanten gewählt hätte und welchen Einfluss dies auf die Vermögensentwicklung des Kunden gehabt hätte. Da es die Vermögensverwalter seien, die über das diesbezügliche Fachwissen verfügten, könne von ihnen, auch wenn sie nicht die Beweislast tragen, verlangt werden, dass sie den Schadenersatzanspruch des Kunden substantiiert bestreiten (E. 6.2.4). Mangels substantiiertes Bestreiten des geltend gemachten Schadens hiess das Bundesgericht daher die Klage gut.

### **C. BGer 4A\_202/2019 vom 11. Dezember 2019 – Substantiierungslast beim Anlageberatungsvertrag**

Im gleichen Jahr beurteilte das Bundesgericht in seinem Urteil 4A\_202/2019 vom 11. Dezember 2019 einen weiteren Fall zu einem Anlegerschaden. Eine Kundenberaterin hatte für einen Kunden 300 Call-Optionskontrakte auf USD mit unterschiedlichen Ausübungsdaten und -preisen für jeweils unterschiedliche Prämien verkauft. Der Käufer der ersten Tranche übte die Option aus, weshalb die Kundenberaterin die USD auf dem Markt beschaffen musste. Die Kundenberaterin deckte den Verlust, indem sie eine neue Tranche von 100 Kontrakten schrieb (sog. «Rollen»). Später wurden alle offenen Positionen geschlossen, indem die Bank die offenen Kontrakte zum aktuellen Tagespreis am Markt zurückkaufte. Der Kunde erlitt einen Verlust und klagte daraufhin auf Schadenersatz.

<sup>38</sup> Auch bei einem *execution-only*-Verhältnis kann u.U., je nach Vertragsverletzung, die Annahme naheliegend sein, dass es auch ohne Vertragsverletzung zu gewissen anderen Transaktionen gekommen wäre.

<sup>37</sup> HGer ZH, HG150211.

Das Handelsgericht Zürich als Vorinstanz wies die Klage wegen ungenügender Substantiierung des aus den pflichtwidrigen Einzelanlagen (Verkauf von Call-Optionen) entstandenen Schadens ab.<sup>39</sup> Das Vertragsverhältnis qualifizierte es als Anlageberatungsvertrag. Hinsichtlich der Schadenersatzbemessung habe es der Kunde unterlassen, die hypothetische Entwicklung seines Vermögens bei pflichtgemässen Anlagen darzulegen. Er sei fälschlicherweise davon

**Die Vertragsqualifikation hat nicht nur Auswirkungen auf die vertraglichen Pflichten der Parteien, sondern auch auf die Art der Schadensberechnung.**

ausgegangen, ein Vergleich zwischen der hypothetischen und der tatsächlichen Entwicklung des Vermögens erübrige sich, da er sein Vermögen bei der Bank nicht habe vermehren bzw. keine Optionsgeschäfte mehr habe eingehen wollen. Damit setze er in unzulässiger Weise Schaden mit Verlust gleich. Aufgrund seiner Ausführungen bestehe keine Grundlage für die Annahme, dass das pflichtwidrig investierte Vermögen nominal erhalten geblieben wäre. Der Kläger hätte daher darlegen müssen, in welchen Investitionen er dieses angelegt hätte.<sup>40</sup>

Anders als im vorangegangenen Entscheid bestätigte das Bundesgericht die Klageabweisung mangels hinreichender Substantiierung der alternativen Anlagen.

Der Kunde hatte einerseits geltend gemacht, bei korrekter Beratung hätte er überhaupt nicht in Optionen investiert. In diesem Zusammenhang hielt das Bundesgericht fest, es treffe zwar zu, dass beim Verkauf von Optionen kein eigentliches investiertes Vermögen bestehe. Allerdings bestehe auch beim Verkauf von Optionen im Umfang der Marge ein aufgrund der Durchführung der Optionsstrategie eingesetztes Kapital, das während der Laufzeit gebunden sei und entsprechend nicht für alternative Anlagen zur Verfügung stehe (E. 6.3.2). In Bezug auf den Auftrag zum Verkauf der 300 Optionskontrakte, durch welche Anteile seines Vermögens gebunden wurden, hätte der Kläger deshalb zur Schadenssubstantiierung darlegen müssen, wie sein Vermögensstand gewesen wäre, wenn ihm die Kundenberaterin pflichtgemässe Anlagen empfohlen und er sich zu diesen entschieden hätte. Nicht stichhaltig sei der Einwand des Beschwerdeführers, die für die Marge gebundenen Mittel sowie deren Höhe liessen sich zumindest aus Sicht des Kun-

den nicht darstellen. Dass er selbst hierzu nicht in der Lage sei, möge zutreffen. Jedoch hätte er einen entsprechenden Beweisantrag oder im Rahmen einer Stufenklage ein Auskunftsbeglehen gegenüber der Beschwerdegegnerin stellen können. Der Kläger könne sich auch nicht darauf berufen, seine Gewinnerwartungen seien dadurch erfüllt gewesen, dass sein Vermögen in sicheren Anleihen und Treuhand- oder Festgeld angelegt gewesen sei. Die Tatsache, dass er sich zu hoch spekulativen Optionskontrakten habe überreden lassen, auch wenn dieser Entschluss allenfalls auf einer sorgfaltspflichtwidrigen Beratung durch die Beschwerdegegnerin beruht haben möge, stehe dem entgegen. Denn dies belege auf jeden Fall, dass er gewillt gewesen sei, gewisse – wenn auch allenfalls nicht so hohe – Anlagerisiken einzugehen (E. 6.5.1).

Andererseits hatte der Kunde geltend gemacht, das eigenmächtige Rollen der Optionskontrakte habe eine Vertragsverletzung dargestellt. Diesbezüglich wies das Bundesgericht darauf hin, dass es am Kläger gelegen hätte, darzulegen, wie er auf die ursprünglichen Optionstransaktionen reagiert hätte. Wenn ein Kunde von der Bank beim Anlageentscheid beraten werden wolle und daraufhin in spekulative Anlagen einwillige, spreche dies grundsätzlich dafür, dass er sein Geld anlegen wolle. Er hätte daher darlegen müssen, dass er mit überwiegender Wahrscheinlichkeit bei korrekter Information über die erstmaligen Verluste weder die Optionen gerollt noch mit dem durch die Marge blockierten Kapital andere Anlagen anstelle der Optionen getätigt hätte. Die Passivhypothese könne nicht leichthin angenommen werden, weil sonst ein fehlbarer Anlageberater bei sinkenden Märkten das gesamte Marktrisiko allein trage. Nur wenn die Passivhypothese durch den Beschwerdeführer als überwiegend wahrscheinlich geltend gemacht worden wäre, wäre er davon dispensiert, die Entwicklung der alternativen Anlage im Rahmen der Schadenssubstantiierung darzulegen (E. 6.5.1).

#### **D. BGer 4A\_297/2019 vom 29. Mai 2020 – Passivhypothese und Naturalrestitution bei Anlageberatung**

In BGer 4A\_297/2019 befasste sich das Bundesgericht schliesslich wenige Monate später ein weiteres Mal mit einer Schadenersatzforderung eines Kunden, der sich bei der Schadenersatzberechnung auf den Standpunkt gestellt hatte, dass er ohne Vertragsverletzung nicht investiert hätte. Anlässlich eines Gesprächs mit der Bank wurde eine mögliche Investition in einen Fonds besprochen und der Kundin wurde ein maximaler Profit von 12% in Aussicht ge-

<sup>39</sup> HGer ZH, HG170049.

<sup>40</sup> HGer ZH, HG170049, E. 2.2.3.

stellt. In der Folge kaufte die Kundin 998 Anteile zu einem Kurswert von je EUR 1000. Später teilte die Bank der Anlegerin mit, das Unternehmen habe entschieden, 10% der Anteile zurückzukaufen. Entsprechend wurden Anteile zurückgenommen und es erfolgte eine Gutschrift von rund EUR 111'914. In der Folge verlangte die Anlegerin mehrmals die Erstattung der verbleibenden 90% des Investments, wozu es jedoch mangels Liquidität des Fonds nicht kam. Die Anlegerin verlangte daraufhin Schadenersatz von der Bank, im Wesentlichen in der Höhe des verbleibenden Investments Zug um Zug gegen Ausbuchung der verbleibenden Fondsanteile.

Das Handelsgericht Zürich wies die Klage ab.<sup>41</sup> Es qualifizierte das Vertragsverhältnis als punktuellen Anlageberatungsvertrag. Die Bank habe zwar ihre Beratungs- und Aufklärungspflichten verletzt, die Klägerin habe aber nicht nachweisen können, dass ihr der geltend gemachte Schaden entstanden sei. Das Handelsgericht wies die Passivhypothese zurück und führte aus, die Klägerin habe nicht dargelegt, welche alternativen Anlagen sie getätigt hätte, wenn die Investition in den Fonds unterblieben wäre. Es würden somit die notwendigen Behauptungen fehlen, die eine Abschätzung des Schadens erlauben würden.

Das Bundesgericht hob diesen Entscheid auf. Es wiederholt zwar seine (restriktive) Praxis in Bezug auf die Passivhypothese, hält dann aber fest, dass es einen Unterschied ausmachen könne, ob ein Kunde im Laufe eines vorbestehenden Anlageberatungsvertrags Transaktionen bestreitet oder im Rahmen einer erstmaligen bzw. einmaligen Beratung. Vorliegend habe zwar eine «*vage Bereitschaft*» bestanden, in Finanzprodukte zu investieren. Daraus ergebe sich jedoch nicht, dass die Kundin im relevanten Zeitraum eine alternative Anlage getätigt hätte. Die Klägerin habe daher überwiegend wahrscheinlich gemacht, dass sie im Zeitpunkt der Anlage in die Fondsanteile und bis zu deren kurzfristigem Ablauf keine alternative Anlage getätigt hätte (E. 6.4.2.1 und 6.4.2.2). Der Schaden bestehe daher im geleisteten Kaufpreis (abzüglich der Rückzahlung). Allerdings wäre die Anlegerin auch nicht im Besitz der Fondsanteile, weshalb sie diese zurückzugeben habe. Auf den allenfalls noch bestehenden Restwert der Fondsanteile komme es daher nicht an (E. 6.5).

## IV. Einordnung und Folgerungen

### A. Substantiierungsanforderungen und Schadensberechnungsmodalitäten als Kernproblem für den Kläger

Die vorstehenden Entscheide zeigen die Problemfelder bei der Geltendmachung von Anlegerschäden gut auf: Im Grundsatz und in der Theorie sind die Unterscheidung zwischen den möglichen Vertragsverhältnissen (Vermögensverwaltung, Anlageberatung und execution-only-Verhältnis) und die Voraussetzungen eines Schadenersatzanspruchs aufgrund fehlerhafter Vertragserfüllung klar. In der Praxis scheitern Kläger jedoch regelmässig. Dabei ist nicht der Nachweis einer Vertragsverletzung die höchste Hürde. Viel schwieriger erweisen sich die Geltendmachung und der Nachweis eines Schadens. Dabei scheint oftmals noch nicht einmal ernsthaft umstritten, dass ein Schaden vorliegt. Der Kläger scheitert vielmehr daran, diesen Schaden korrekt geltend zu machen.

### B. Zentrale Weichenstellungen und Konsequenzen

Für den Kläger ist die korrekte Geltendmachung und Substantiierung des Schadens schwierig. Der Kläger muss im Rahmen der Schadenssubstantiierung in einem ersten Schritt das Vertragsverhältnis qualifizieren. Anschliessend muss er das für die Schadenersatzberechnung massgebliche Vermögen und die relevante Zeitperiode bestimmen. In einem weiteren Schritt muss er den tatsächlichen Vermögensstand des relevanten Vermögens darlegen und schliesslich muss er auch darlegen, wie das massgebliche Vermögen bei pflichtgemäsem Handeln des Vertragspartners angelegt worden wäre und wie sich die Werte dieser alternativen Anlagen im relevanten Zeitraum entwickelt haben. Erst daraus kann die massgebliche Differenz abgeleitet werden.<sup>42</sup>

Im Rahmen der Substantiierung einer Schadenersatzklage müssen entsprechend mehrere, weichenstellende Entscheide getroffen werden.

Eine erste solche Weichenstellung ist die Vertragsqualifikation. Der Kläger muss sich entscheiden, ob er gestützt auf eine fehlerhafte Vermögensverwaltung, eine fehlerhafte Anlageberatung oder Fehler im Rahmen eines execution-only-Verhältnisses klagt. Wie gezeigt, sind die Abgrenzungen in der Theorie oft klar. In der Praxis können sich jedoch schwierige Abgrenzungsfragen stellen, nament-

<sup>41</sup> HGer ZH, HG170121.

<sup>42</sup> Vgl. HGer ZH, HG150283, E. 3.4.3.

lich wenn die Parteien sich atypisch verhalten oder sich das Verhältnis über die Zeit verändert. Exemplarisch ist BGer 4A\_449/2018, wo das Bundesgericht von einem Vermögensverwaltungsvertrag ausging, während das Handelsgericht Zürich – ebenfalls nachvollziehbar – von einem execution-only-Verhältnis und damit einem grundlegend anderen Vertragsverhältnis ausging. Die Vertragsqualifikation hat nicht nur Auswirkungen auf die vertraglichen Pflichten der Parteien, sondern gerade auch auf die Art der Schadensberechnung.

Eine weitere, vom Kläger zu treffende, grundsätzliche Entscheidung ist, ob er bei der Schadenersatzberechnung von der Passivhypothese ausgeht oder alternative Investments darlegt. Auch hier zeigt die Praxis, dass diese Unterscheidung nicht immer einfach zu treffen ist, wobei im Falle

**Eine wichtige Weichenstellung erfolgt beim Entscheid, ob der Schadenersatz gestützt auf einzelne fehlerhafte Transaktionen berechnet wird oder ob eine Portfoliobetrachtung angezeigt ist.**

der Passivhypothese die Darlegung des Schadens wesentlich einfacher ist. Und eine dritte, wichtige Weichenstellung erfolgt beim Entscheid, ob der Schadenersatz gestützt auf einzelne fehlerhafte Transaktionen berechnet wird oder ob eine Portfoliobetrachtung angezeigt ist. Letztere kann Vorteile für den Kläger haben, weil eine Schadensschätzung in weiterem Umfang zulässig ist und daher die Substantiierungsanforderungen in einem gewissen Mass reduziert sind.

Diese vom Kläger im Rahmen der Geltendmachung des Schadenersatzes zu treffenden Entscheide haben Auswirkungen auf die materiellrechtlichen Haftungsvoraussetzungen und damit auf die geltend zu machenden Tatsachen. Folgt ein Gericht den Weichenstellungen des Klägers nicht und fehlt es an Eventualbehauptungen, besteht das grosse Risiko, dass die Klage mangels hinreichender Substantiierung der relevanten Umstände abgewiesen wird. Gleichzeitig können solche Eventualstandpunkte den Hauptstandpunkt des Klägers auch schwächen, beispielsweise wenn der Kläger geltend macht, er hätte ohne Vertragsverletzung nicht investiert, gleichzeitig aber eventueliter darlegt, in welche Produkte er investiert hätte.

### C. Zusammenspiel zwischen Vertragsqualifikation, relevantem Vermögen und alternativem Investment/Passivhypothese

Wenn eine Bank bei einem *execution-only-Verhältnis* ohne entsprechende Weisung eine Transaktion ausführt, sind die pflichtwidrig ausgeführten Transaktionen grundsätzlich einzeln bestimmbar. Daher ist der Schaden für jede einzelne Transaktion gesondert zu behaupten und zu beweisen. Gleichzeitig scheint das Bundesgericht bei einem execution-only-Verhältnis grundsätzlich nicht abgeneigt, von der Annahme auszugehen, der Kunde hätte seine Vermögenswerte im Depot belassen (Passivhypothese),<sup>43</sup> auch wenn selbstverständlich die Umstände des Einzelfalls zu berücksichtigen sind. Dabei dürfte die Passivhypothese insbesondere dann in Frage gestellt werden, wenn der betreffende Kunde regelmässig investiert. Keine Anwendung findet die Passivhypothese bei einem execution-only-Verhältnis, wenn eine Bank eine in Auftrag gegebene Transaktion falsch ausführt (z.B. falsche Effekten erwirbt oder verkauft), doch ist das für die Schadenersatzbestimmung alternative Investment klar und es kann grundsätzlich auf den entsprechenden Transaktionsauftrag abgestellt werden.

Auch bei einer *Anlageberatung* müssen aufgrund der bundesgerichtlichen Rechtsprechung grundsätzlich die einzelnen fehlerhaften Beratungen und die gestützt darauf erfolgten einzelnen Transaktionen sowie die einzelnen hypothetischen Investitionen als Referenzgrösse dargelegt werden. Ein «Ausweichen» auf eine Portfolio-Betrachtung aus «Praktikabilitätsgründen», auch wenn von der Lehre teilweise befürwortet, dürfte aufgrund der bisherigen bundesgerichtlichen Rechtsprechung kaum erfolgversprechend sein, solange die einzelnen Transaktionen identifizierbar sind.<sup>44</sup>

Bei der *Vermögensverwaltung* ist keine Präferenz für eine Schadenersatzberechnung gestützt auf einzelne Transaktionen oder gestützt auf die Portfolio-Betrachtung auszumachen. Es kommt auf den einzelnen Fall an. Grundsätzlich kann nur dann, wenn gesamthaft eine pflichtwidrige Anlagestrategie verfolgt wird, auf das gesamte zur Verwaltung übergebene Vermögen abgestellt werden. Stehen jedoch nur einzelne Transaktionen mit der Anlagestrategie nicht in Einklang, ist der Schadenersatz spezifisch in Bezug auf diese Anlagen zu bemessen.<sup>45</sup>

<sup>43</sup> BGer, 4A\_449/2018, E. 6.3.2.

<sup>44</sup> BGE 144 III 155 E. 2.3.4.

<sup>45</sup> Vgl. aber DAMIAN A. FISCHER, Bundesgericht, I. zivilrechtliche Abteilung, Urteil 4A\_586/2017 vom 16. April 2018, A. SA gegen B. (Beschwerde in Zivilsachen), Schadensbestimmung bei pflichtwidriger Anlageberatung, Schadensschätzung nach Art. 42 Abs. 2 OR, Substantiierungsobliegen-

Bei der Schadenersatzberechnung gestützt auf einzelne Anlagen – unabhängig von der Qualifikation des Vertragsverhältnisses – hat der Kläger im Ergebnis eine «Liste» aller fehlerhafter Anlagen zu erstellen. Dabei ist es wichtig, dass nicht nur auf jene Anlagen abgestellt wird, die zu einem Verlust geführt haben, sondern es müssen alle sorgfaltswidrigen Anlagen berücksichtigt werden, auch jene, die zu einem Gewinn geführt haben.<sup>46</sup> Wenn eine vollständige Aufzählung der relevanten Transaktionen fehlt oder der Kläger versucht, nur den aus unzulässigen Anlagen erlittenen Verlust geltend zu machen ohne Berücksichtigung des Gewinns aus solchen Anlagen, läuft der Kläger Gefahr, dass die Schadenssubstantiierung und der Schadensbeweis bereits an diesem Punkt scheitern.

Erschwerend kommt im Rahmen der Substantiierung auch hinzu, dass der Kläger neben dem tatsächlichen Vermögensstand einen *hypothetischen* Vermögensstand dazulegen hat. Das setzt *per se* gewisse – unsichere – Annahmen voraus. Bei solchen Annahmen kann man regelmässig in guten Treuen auch zu einem anderen Ergebnis kommen. Gleichzeitig verlangt das Bundesgericht, dass das alternative Investment und dessen Entwicklung *spezifisch* dargelegt werden. Es genügt nicht, einen nur alternativen Anlagentyp zu plädieren.<sup>47</sup> Dabei besteht eine sehr grosse Anzahl potentieller alternativer Anlagen, die sich unterschiedlich entwickeln können, selbst wenn man nur Anlagen in vergleichbaren Anlagekategorien berücksichtigt.<sup>48</sup> Zudem ist die Entwicklung dieser alternativen Anlagen im Nachhinein bekannt. Das darf nicht dazu führen, dass der Kläger im Nachhinein in Kenntnis der Entwicklungen die für ihn beste alternative Anlage aussucht.<sup>49</sup> Umgekehrt darf eine (ausserordentlich) positive Entwicklung einer alternativen Anlage aber auch nicht dazu führen, dass sie allein aus diesem Grund nicht berücksichtigt wird. Ein Abstellen auf aus Sicht des Gerichts ungeeignete Anlagen kann wiederum zu einer Klageabweisung mangels Substantiierung führen. Abhilfe hat hier das Handelsgericht in einem Entscheid geschaf-

fen. Als Referenzwert zur Ermittlung des hypothetischen Vermögensstandes ohne die Vertragsverletzung wählte das Handelsgericht in einem Entscheid einen Strategiefonds, der vom Kläger nicht behauptet worden war. Nach Auffassung des Handelsgerichts war dies zulässig, soweit das rechtliche Gehör gewährt wurde. Eine Beschränkung auf behauptete Referenzwerte würde auf eine Unterschreitung des dem Gericht von Art. 42 Abs. 2 OR eingeräumten Ermessens hinauslaufen und es sei für einen Kläger nicht möglich, den vom Gericht für relevant erachteten Referenzwert zu antizipieren und vorsorglich sämtliche denkbaren Referenzwerte zu behaupten.<sup>50</sup>

Die Schwierigkeiten bei der Darlegung des alternativen Investments und der Schadensberechnung dürften mit ein Grund sein, dass Kläger als Schaden oft den auf dem relevanten Vermögen erlittenen Verlust geltend zu machen versuchen.<sup>51</sup> Der Anleger würde so gestellt werden, wie wenn er den Vermögensverwaltungsvertrag oder Anlageberatungsvertrag nicht eingegangen wäre bzw. nicht investiert hätte. Dass der Anleger nicht investiert hätte (Passivhypothese), widerspricht jedoch, wie erwähnt, gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung in aller Regel der allgemeinen Lebenserfahrung, so dass diese Versuche regelmässig scheitern.<sup>52</sup>

#### D. Herabsetzung der Hürden für Kläger?

Da die materiellrechtlichen und prozessualen Hürden für die richtige und hinreichende Schadenssubstantiierung zweifelsfrei hoch sind, stellt sich die Frage, ob und wie diese Situation für den Kläger allenfalls etwas gemildert werden könnte. In der Lehre gibt es dazu mehrere Ansatzpunkte.

Ein möglicher Ansatzpunkt läge bei der Verteilung der Beweislast. So wird unter Bezugnahme auf deutsche Rechtsprechung vorgeschlagen, dass es bei Verletzungen von Aufklärungspflichten am Beauftragten liegen solle, nachzuweisen, dass der Schaden auch eingetreten wäre, wenn er sich pflichtgemäss verhalten hätte.<sup>53</sup> Das Bundesgericht hat sich, soweit ersichtlich, noch nie abschliessend dazu geäussert, ob eine solche Beweislastverteilung bzw. Beweislastumkehr auch in der Schweiz zur Anwendung gelangen solle. In BGE 124 III 155 E. 3d hat es die Frage offengelassen. Generell ist das Bundesgericht jedoch zurückhaltend bei

heit des Geschädigten (Abweisung der Klage), AJP 2018, 1141 ff., 1150, wonach es aus einer Portfoliobetrachtung heraus i.a.R. keine schlechten Anlagen gebe, sondern bloss eine schlechte Zusammenstellung des Portfolios.

<sup>46</sup> BGer, 4A\_90/2011, E. 2.2.5 m.w.H. Bestätigt durch BGer, 4A\_449/2018, E. 6.2.1, wonach es widersprüchlich ist, wenn ein Kunde für den durch unzulässige Anlagen entstandenen Verlust Ersatz verlangt und gleichzeitig den aus derartigen Anlagen entstandenen Gewinn für sich beansprucht.

<sup>47</sup> BGer, 4A\_539/2014, E. 3.7.

<sup>48</sup> Vgl. bspw. LUC THÉVENOZ/CÉLIAN HIRSCH, Le dommage d'investissement et sa preuve, SZW 2023, 166 ff., 173.

<sup>49</sup> Vgl. BGer, 4A\_539/2014, E. 3.5 oder BGE 124 III 155 E. 3d; zur Bedeutung von Kursschwankungen, vgl. FISCHER (FN 45), AJP 2018, 1145.

<sup>50</sup> HGer ZH, HG140233, E. 10.2.4.

<sup>51</sup> Vgl. bspw. HGer ZH, HG170049, E. 2.2.3 und BGer, 4A\_449/2018, E. 6.2.1.

<sup>52</sup> BGer, 4A\_202/2019, E. 6.5.1; vgl. auch BGer, 4A\_449/2018, E. 6.2.2.

<sup>53</sup> Vgl. bspw. TOBIAS AGGTELEKY, Zur missverstandenen Substantiierungspflicht bei Anlegerschäden, AJP 2021, 729 ff., 730.

der Annahme einer Beweislastumkehr ohne spezifische gesetzliche Grundlage.

Ein zweiter, naheliegender Ansatzpunkt ist Art. 42 Abs. 2 OR, wonach der ziffernmässig nicht nachweisbare Schaden nach Ermessen des Richters mit Rücksicht auf den gewöhnlichen Lauf der Dinge abzuschätzen ist. Das Bundesgericht anerkennt, dass jedenfalls im Falle der pflichtwidrigen Anlage eines gesamten Portfolios grundsätzlich der Schaden bzw. das hypothetische Vergleichsportfolio nur geschätzt werden kann.<sup>54</sup> Auch im Falle pflichtwidriger Einzelanlagen scheint eine Schadenersatzschätzung nach Art. 42 Abs. 2 OR nicht zwingend ausgeschlossen.<sup>55</sup> Generell – nicht nur im Zusammenhang mit Anlegerschäden – sind jedoch die Hürden für eine Anwendung von Art. 42 Abs. 2 OR sehr hoch. Dargelegt werden müssten im Sinne

**Die bisherige bundesgerichtliche Rechtsprechung zeigt, dass Ansätze, welche die Hürden für eine erfolgreiche Geltendmachung von Anlegerschäden reduzieren, es schwierig haben dürften.**

eines Minimalstandards jedenfalls auch bei Anwendung von Art. 42 Abs. 2 OR «*die massgebliche Zeitperiode, das massgebliche investierte Vermögen, der tatsächliche Endwert der Investition sowie die Grundzüge einer hypothetischen Anlage*», inklusive Entwicklung. Erst daraus lassen sich sowohl der tatsächliche als auch der hypothetische Verlauf errechnen und eine Schätzung des Schadens ist möglich.<sup>56</sup> Art. 42 Abs. 2 OR hilft damit einzig bei der Darlegung der hypothetischen Anlage, nicht jedoch bei den anderen Elementen der Schadenersatzberechnung.

In der Lehre wurde auch vorgeschlagen, dass es dem Kläger unbenommen sein müsse, nur eine Vermögensminderung geltend zu machen und keinen entgangenen Gewinn. In diesem Fall sei der hypothetische Vermögensstand nicht Teil der Schadensformel.<sup>57</sup> Eine unterschiedliche Berechnung bzw. ein unterschiedlicher Schadensbegriff abhängig von den Anträgen des Klägers dürfte jedoch dem einheitlichen Schadensbegriff im Schweizer Recht widersprechen.

Die bisherige bundesgerichtliche Rechtsprechung zeigt, dass Ansätze, welche die Hürden für eine erfolgreiche Geltendmachung von Anlegerschäden reduzieren, es schwierig haben dürften. Das Bundesgericht hat eine konsequente Linie in Bezug auf die Voraussetzungen für die erfolgreiche Geltendmachung von Schadenersatzansprüchen, auch wenn diese in einzelnen Fällen etwas streng wirken mag. Wie das Bundesgericht festhält, kann «*Schadenersatz nur für die Folgen vertragswidrigen Verhaltens zugesprochen werden*».<sup>58</sup> Das ergibt sich unmittelbar aus den allgemeinen Haftungsvoraussetzungen der Kausalität und der Vertragsverletzung. Alle Ansätze, die Hürden für den Kläger tiefer zu machen, führen im Ergebnis dazu, dass von den grundlegenden, aktuell geltenden gesetzlichen Haftungsvoraussetzungen abgewichen wird.<sup>59</sup> Das Bundesgericht scheint keine Notwendigkeit zu sehen, hier quasi «gesetzgeberisch» einzugreifen, zumal es auch andere Rechtsgebiete gibt, bei welchen der Nachweis einzelner Schadenspositionen aufwendig ist, aber trotzdem nicht auf den einzelnen Nachweis verzichtet wird.

Mit seiner Präzisierung der Anforderungen an ein substantiiertes Bestreiten in BGer 4A\_449/2018 für den Bereich der Vermögensverwaltungsverträge, wonach der Vermögensverwalter wisse, welche Anlagen er bei vertragskonformem Verhalten anstelle der zu riskanten Anlagen gewählt hätte und welchen Einfluss dies auf die Vermögensentwicklung des Kunden gehabt hätte, hat das Bundesgericht immerhin einen gewissen Ausgleich – im Einklang mit den allgemeinen Grundsätzen und Prinzipien – geschaffen. Der Entscheid dürfte auch für die Anlageberatung von einer gewissen Relevanz sein, soweit ungeeignete Anlagen vorgeschlagen werden. Hier ist der Anlageberater näher am Sachverhalt und es ist für ihn einfacher darzulegen, welche alternativen Anlagen er vorgeschlagen hätte.<sup>60</sup> Gleichzeitig ist die Tragweite des Entscheids jedoch unklar. Das Obergericht des Kantons Zürich hat den Verweis auf BGer 4A\_449/2018 im Zusammenhang mit Substantiierungs- und Bestreitungsanforderungen kürzlich nicht gelten lassen und die Tragweite damit eher eingeschränkt, weil der Kunde nicht nur einen entgangenen Verlust, sondern auch einen Gewinn geltend gemacht habe.<sup>61</sup>

<sup>54</sup> BGer, 4A\_364/2013, E. 7.1; BGE 144 III 155 E. 2.2.1.

<sup>55</sup> Vgl. auch FISCHER (FN 45), AJP 2018, S. 1145.

<sup>56</sup> HGer ZH, HG120228, E. 2.4.1.4.c.

<sup>57</sup> AGGTELEKY (FN 53), AJP 2021, 729 ff.; ANDREAS SCHNEUWLY/SEBASTIAN MÜLLER, Substantiierung des Anlageschadens, ius.focus, 2020/3 Nr. 61.

<sup>58</sup> BGE 144 III 155 E. 2.3.4.

<sup>59</sup> Vgl. zur analogen Frage im Zusammenhang mit der Pflichtverletzung, WALTER FELLMANN, Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Der einfache Auftrag, Art. 394–406 OR, Bern 1992, Art. 398 OR N 447 m.w.H.

<sup>60</sup> Bei execution-only-Verhältnissen ist demgegenüber regelmässig der Kunde am besten in der Lage, darzulegen, wie er sich ohne Vertragsverletzung verhalten hätte.

<sup>61</sup> Vgl. OGer ZH, NP210032, 23.3.2022, E. 7.2.

Aufgrund der notwendigen Weichenstellungen und hohen Substantiierungsanforderungen kommen Kläger daher bei der Geltendmachung von Anlegerschäden weiterhin nicht darum herum, alle Elemente ihrer Schadenersatzklage spezifisch darzulegen. Ein Abstellen auf die Passivhypothese, welche die Schadenersatzberechnung wesentlich erleichtert, oder ein Vertrauen auf die Anwendung von Art. 42 Abs. 2 OR ist mit grossen Unsicherheiten behaftet. Deshalb – und aufgrund der unterschiedlichen möglichen Weichenstellungen – müssen Kläger auch weiterhin mit Eventualstandpunkten und Eventualbehauptungen arbeiten, was das Prozessieren erschwert. Auch Gutachten können hilfreich sein.<sup>62</sup> Umgekehrt können sich die Beklagten spätestens seit BGer 4A\_449/2018 zur Verteidigung gegen

Ansprüche in vielen Fällen nicht mehr auf ein pauschales Bestreiten des Schadens verlassen, sondern müssen selbst konkrete Behauptungen aufstellen – womit sie dem Kläger wesentlich helfen.

<sup>62</sup> P. CHRISTOPH GUTZWILLER, Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, Zürich/Basel/Genf 2008, 258 und 262; THÉVENOZ/HIRSCH (FN 48), SZW 2023, 174.

Anzeige

Sebastian Schenk

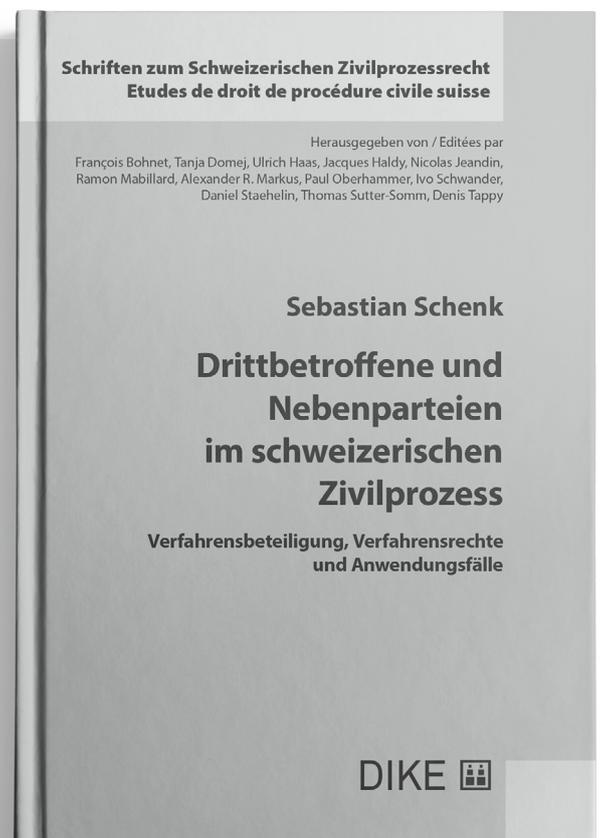
## Drittbetroffene und Nebenparteien im schweizerischen Zivilprozess

### Verfahrensbeteiligung, Verfahrensrechte und Anwendungsfälle

Die Dissertation behandelt systematisch und praxisnah die Beteiligungsformen Drittbetroffener im Zivilprozess. Neben der Streitverkündung und der Nebenintervention untersucht die Arbeit eine mögliche zivilprozessuale Beiladung sowie eine gerichtliche Orientierungspflicht.

2023, 401 Seiten, broschiert  
ISBN 978-3-03891-524-9  
CHF 98.–

[www.dike.ch/5249](http://www.dike.ch/5249)



DIKE 