

Unabhängige Vermögensverwaltung: Aufklärung, Sorgfalt und Schadenersatzberechnung

Unveröffentlichtes Urteil des Schweizerischen Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3. Dezember 2004 i.S. X. AG (Beklagte und Berufungsklägerin) gegen Y (Klägerin und Berufungsbeklagte)

Mit Bemerkungen von lic. iur. Thilo Pachmann und Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone, beide Zürich¹

Inhaltsübersicht

I. Sachverhalt

II. Erwägungen des Bundesgerichts

- A. Treue- und Sorgfaltspflicht des Vermögensverwalters
- B. Genehmigung sorgfaltspflichtwidriger Anlageentscheide
- C. Schadensberechnung und Kausalzusammenhang

III. Bemerkungen

- A. Allgemeines
- B. Aufklärungspflicht gegenüber dem wirtschaftlich Berechtigten
- C. Sorgfaltspflichtverletzung
- D. Genehmigung sorgfaltspflichtwidriger Anlageentscheide
- E. Entschädigung des externen Vermögensverwalters
- F. Schadensberechnung und Kausalzusammenhang

IV. Fazit

I. Sachverhalt

Die X. AG hat Berufung gegen das Urteil des Zürcher Handelsgerichts vom 18. November 2003 eingelegt, in welchem sie zur Leistung von Schadenersatz in der Höhe von US\$ 479 980 nebst Zins aus Verletzung des mit Y abgeschlossenen Vermögensverwaltungsvertrages verpflichtet worden ist.

Seit 1980 verwaltete X, bzw. die X. AG, als Bevollmächtigter das sich in Y, einer liechtensteinischen Stiftung, befindende Vermögen des deutschen Staatsangehörigen A. Das Honorar der X. AG setzte sich zusammen aus einer Partizipation am Anlageerfolg und Retrozessionen von der Depotbank.² Ab Mai 1999 begann die Beklagte das bisher beinahe ausschliesslich in Obligationen angelegte Vermögen der Y in Aktien zu investieren.³ Im Dezember 1999 wies der Stiftungsrat der Y auf Anweisung von A die X. AG an, einen Kredit von CHF 500 000 zwecks Ak-

tenkäufen aufzunehmen. In der Folge investierte die X. AG beinahe das gesamte Vermögen in Titel von Jungunternehmen aus dem Internetbereich.

Der Wert des Portfolios stieg in der Referenzwährung von DEM 1 094 921 per Ende 1998 auf DEM 1 338 541 per Ende 1999 und sank anschliessend im August 2001 auf DEM 227 652. Daraufhin entzog die Klägerin der Beklagten die Vermögensverwaltungsvollmacht und gelangte im Februar 2002 an das Handelsgericht.

II. Erwägungen des Bundesgerichts

Das Bundesgericht geht zunächst auf die Verletzung von Treue- und Sorgfaltspflichten aus dem Vermögensverwaltungsvertrag durch die Beklagte ein und bestätigt den normativen Konsens über die von der Vorinstanz festgestellte Anlagestrategie [A.]. Daraufhin prüft es, ob der Kläger die Anlageentscheide stillschweigend genehmigt hat [B.], schliesslich geht es auf die Frage der Schadenersatzberechnung und den adäquaten Kausalzusammenhang ein [C.]. Im Ergebnis weist das Bundesgericht die Berufung vollumfänglich ab und bestätigt das Urteil der Vorinstanz.⁴

A. Treue- und Sorgfaltspflicht des Vermögensverwalters

Das Bundesgericht hält fest, dass die Vermögensverwaltung den auftragsrechtlichen Regeln untersteht und der Vermögensverwalter für getreue und sorgfältige Ausführung der Geschäfte nach Art. 398 Abs. 1 OR haftet. Der anzuwendende Sorgfaltsmassstab bestimmt sich nach objektiven Kriterien,⁵ d.h. es ist diejenige Sorgfalt massgeblich, welche ein gewissenhafter, professioneller Vermögensverwalter in der gleichen Situation anzuwenden pflegt.

Der Inhalt des Vermögensverwaltungsauftrages wird primär durch den übereinstimmenden wirklichen Parteiwillen bestimmt und subsidiär nach dem Vertrauensprinzip. Anders als die subjektive Vertragsauslegung überprüft das Bundesgericht die An-

¹ Thilo Pachmann ist wissenschaftlicher Assistent am Rechtswissenschaftlichen Institut der Universität Zürich, Hans Caspar von der Crone Ordinarius für Privat- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich. Der vorliegende Beitrag ist im Internet verfügbar unter <http://www.rwi.unizh.ch/vdc>.

² Urteil des Zürcher Handelsgerichts vom 18.11.2003, 12.

³ Das Portfolio setzte sich im Juni 1999 aus 30% Aktien und 70% Obligationen zusammen; siehe Urteil des Zürcher Handelsgerichts vom 18.11.2003, 9.

⁴ Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3.12.2004, Erw. 4.

⁵ Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3.12.2004, Erw. 1.1.

wendung des Vertrauensprinzips als Rechtsfrage.⁶ Das Bundesgericht kommt zum Schluss, dass im Gegensatz zur bisher vereinbarten Anlagestrategie ab Dezember 1999 mit der Kreditaufnahme nicht mehr von einer konservativen Anlagestrategie gesprochen werden kann und dass fortan etwas spekulativere Anlagen getätigt werden konnten.⁷ Es bestätigt zudem die Beweislastverteilung für die behauptete Strategieänderung zuungunsten der Beklagten.⁸ Das Bundesgericht stellt fest, dass ein normativer Konsens herrscht über eine Anlagestrategie mit einem Aktienanteil von 53%, welcher nicht nur aus «Blue Chips» bestehen muss, und einem Obligationenanteil von 47%. Zudem beinhaltet diese Anlagestrategie einen Hebeleffekt durch den Lombardkredit.⁹ Nach der Überprüfung der im vorliegenden Fall getätigten Aktienkäufe kommt das Bundesgericht zum Schluss, dass eindeutig die Sorgfaltspflicht verletzt wurde, weil der Aktienanteil zu hoch ist, die Beklagte «übermässig spekuliert» und ungenügend diversifiziert hat.¹⁰

B. Genehmigung sorgfaltspflichtwidriger Anlageentscheide

Daraufhin prüft das Bundesgericht, ob die Klägerin die Anlageentscheide der X. AG durch die Orientierung des A über die Depotstruktur respektive den Depotwert genehmigt hat.¹¹ Während das Handelsgericht A als stillschweigend Bevollmächtigten der Y betrachtet, geht das Bundesgericht nicht auf das Verhältnis des wirtschaftlich Berechtigten zu Y ein.¹² Das Bundesgericht hält fest, dass ein in Anlagegeschäften unerfahrener Klient, der sein Vermögen durch einen Spezialisten verwalten lässt, seine banklagernde Korrespondenz nicht auf Übereinstimmung mit der vereinbarten Strategie überprüfen muss, so-

fern er nicht besonders informiert worden ist.¹³ Eine Genehmigung aufgrund der banklagernden Zustellung der Depotauszüge und der im Depotvertrag mit der Bank vorgesehenen Genehmigungsfiktion wird wegen der fehlenden Information und Sachkenntnis der Klägerin bzw. von A deshalb klar verneint.

C. Schadensberechnung und Kausalzusammenhang

Das Bundesgericht stellt zur Schadensberechnung auf die Zeitspanne von Ende Dezember 1999 bis zur Vertragsauflösung im August 2001 ab, da dieser zeitliche Rahmen von keiner Partei beanstandet worden ist.¹⁴ Massgeblich ist für das Bundesgericht das Erfüllungsinteresse, d.h. die Klägerin ist so zu stellen, als ob der Vermögensverwaltungsvertrag richtig erfüllt worden wäre.¹⁵ Die tatsächliche Wertentwicklung des Portfolios wurde deshalb mit der hypothetischen Entwicklung eines durchschnittlich erfolgreichen Portfolios mit einer der vereinbarten Anlagestrategie entsprechenden Zusammensetzung verglichen.

Zuletzt hält das Bundesgericht entgegen der Bestreitung durch die Beklagte fest, dass die Missachtung der Anlagestrategie sehr wohl adäquat kausal für den eingetretenen Schaden war und durch den Verkauf der Titel auf ihrem Tiefststand im August 2001 der adäquate Kausalzusammenhang nicht unterbrochen worden sei.¹⁶

III. Bemerkungen

A. Allgemeines

Der Vermögensverwaltungsvertrag («Asset Management Agreement») ist vom Anlageberatungsvertrag («Asset Advisory Agreement») und vom einfachen Depotvertrag zu unterscheiden. Inhalt des Vermögensverwaltungsvertrages ist die in der Regel entgeltliche Dienstleistung des Vermögensverwal-

⁶ Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3.12.2004, Erw. 1.3.

⁷ Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3.12.2004, Erw. 1.4.

⁸ Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3.12.2004, Erw. 1.5.

⁹ Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3.12.2004, Erw. 1.4 und 1.6.

¹⁰ Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3.12.2004, Erw. 1.7.

¹¹ Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3.12.2004, Erw. 1.8.

¹² Urteil des Zürcher Handelsgerichts vom 18.11.2003, 7.

¹³ Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3.12.2004, Erw. 1.8.

¹⁴ Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3.12.2004, Erw. 1.2.

¹⁵ Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3.12.2004, Erw. 2.1.

¹⁶ Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3.12.2004, Erw. 3.3.

ters, die vereinbarte Anlagestrategie an Stelle des Anlegers umzusetzen.¹⁷ Der Anlageberatungsvertrag hingegen beinhaltet nur die aktive Information des Anlegers durch seinen Berater, damit der Anleger selbst aufgrund der Informationen die konkreten Anlageentscheide treffen kann.¹⁸ Der Depotvertrag hat die Aufbewahrung und Verwaltung der im Depot hinterlegten Vermögenswerte zum Inhalt.¹⁹ Die einzelnen Anlagen tätigt in der Regel die Depotbank als Kommissionärin (Art. 425 ff. OR).²⁰ Auf den Vermögensverwaltungs- und den Anlageberatungsvertrag kommt das Recht des einfachen Auftrags zur Anwendung (Art. 394 ff. OR). Auf den Depotvertrag kommt – je nachdem, ob es sich um Einzel- oder Sammelverwahrung handelt – Auftrags- oder Hinterlegungsvertragsrecht (Art. 472 ff. OR) zur Anwendung.²¹

I.c. hat die Klägerin einen Vermögensverwaltungsvertrag mit der Beklagten abgeschlossen, auf welchen das Bundesgericht richtigerweise Auftragsrecht anwendet, und mit der Bank einen Depotvertrag zur Aufbewahrung der Vermögenswerte. Die X. AG tätigte als Stellvertreterin (Art. 32 ff. OR) die Anlagen über die Depotbank.²² Zudem bestand ein Vertrag zwischen der X. AG und der Bank, welcher die Zahlung von Retrozessionen geregelt hat.²³

¹⁷ Zum Vermögensverwaltungsvertrag vgl. *Dieter Zobl/Stefan Kramer*, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004, N 836 ff.; *Urs Bertschinger*, Sorgfaltpflichten der Bank bei Anlageberatung und Verwaltungsaufträgen, Diss. Zürich 1991, 16–8; *Dieter Spälti*, Die rechtliche Stellung der Bank als Vermögensverwalterin, Diss. Zürich 1989, 10–22.

¹⁸ Anlageberatung kann unentgeltlich oder entgeltlich erfolgen. Der Anlageberatungsvertrag enthält grundsätzlich die Pflicht zur Risikoauflklärung. Vgl. *Zobl/Kramer* (FN 17), N 1241; *Bertschinger* (FN 17), 12–14; *Spälti* (FN 17), 130–48. Bei punktueller Geschäftsführung für den Auftraggeber besteht hingegen keine generelle Pflicht zur Interessenwahrung, und er muss nur auf Verlangen aufgeklärt werden; siehe BGE 115 II 65, Erw. 3.

¹⁹ Zum Depotvertrag vgl. *Spälti* (FN 17), 6–9; *Bertschinger* (FN 17), 7–11.

²⁰ Vgl. *Zobl/Kramer* (FN 17), N 1213–43.

²¹ Vgl. *Bertschinger* (FN 17), 8–10.

²² Inwiefern die Bank allenfalls eine Vollmachtsüberschreitung nach Art. 33 Abs. 3 OR hätte erkennen müssen, kann aufgrund des Sachverhalts nicht abschliessend beurteilt werden. Vgl. *Rolf Watter*, Pflichten der Bank bei externer Vermögensverwaltung, AJP 10/7 (1998), 1174–8; *Hanspeter Dietzi*, Die Verantwortlichkeit der Bank gegenüber Kunden für deren Vermögensverwalter, SZW 5/69 (1997), 197–9.

²³ Solche Verträge sind immer noch üblich und umfassen oft auch die Belieferung mit Finanzanalysen und bestimmen

B. Aufklärungspflicht gegenüber dem wirtschaftlich Berechtigten

Der Anleger hat aufgrund seiner Finanzmarktkenntnisse oftmals nicht die Möglichkeit, eine adäquate Anlagestrategie zu entwickeln und die dazu geeigneten Instrumente ausfindig zu machen. Durch den Abschluss eines Vermögensverwaltungsvertrages beabsichtigt er, vom Wissen und den Fähigkeiten des Beauftragten zu profitieren. Zum Abbau der Informationsasymmetrien ergibt sich aus der vertraglichen Treuepflicht (Art. 398 Abs. 1 OR) eine Aufklärungspflicht.²⁴ Der Umfang der Aufklärungspflicht ist, funktional betrachtet, vom Wissensstand und den Fähigkeiten des Auftraggebers abhängig.²⁵ Die Aufklärungspflicht des Vermögensverwalters wird durch Art. 11 BEHG^{26,27} und Usanzen wie die Richtlinien

die Minimalhöhe der bei der Bank gelagerten Vermögenswerte; vgl. *Mario A. Bassi*, Der bankunabhängige Vermögensverwalter, Diss. Zürich 1996, 19–22.

²⁴ Vgl. BGE 115 II 65, Erw. 3; BGE 119 II 335, Erw. 5; *Walter Fellmann*, Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Bd. VI/2/4, Bern 1992, N 158 ff. zu Art. 398 OR; *Christian Thalmann*, Von der vorvertraglichen Aufklärungspflicht der Bank zur börsengesetzlichen Informationspflicht des Effektenhändlers, in: Festschrift für Jean Nicolas Druey zum 65. Geburtstag, Rainer J. Schweizer et al. (Hrsg.), Zürich 2002, 971–92.

²⁵ Vgl. BGE 119 II 335, Erw. 5 und 7; BGE 124 III 162, Erw. 3; Urteil des Bundesgerichts 4C.151/2001 vom 23.10.2001, Erw. 3.

²⁶ Zu Art. 11 BEHG als Doppelnorm siehe *Gérard Hertig/Urs Schuppisser*, in: Basler Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Nedim Peter Vogt/Rolf Watter (Hrsg.), Basel 1999, N 7–17 zu Art. 11 BEHG; *Manfred Küng/Felix M. Huber/Mathias Kuster*, Kommentar zum Börsengesetz, Bd. 2, Zürich 1998, N 7 zu Art. 11 BEHG; *Urs P. Roth*, Kommentar zum Börsengesetz, Dieter Zobl et al. (Hrsg.), Zürich 2000, N 19–29 zu Art. 11 BEHG; *Thalmann* (FN 24), 978–83.

²⁷ Im vorliegenden Urteil hat sich das Bundesgericht nicht damit befasst, ob der externe Vermögensverwalter auch den Pflichten des Effektenhändlers nach Art. 11 BEHG untersteht und ob er diese Grundsätze beachten muss. Nach Art. 3 Abs. 5 BEHV gelten u.a. als Effektenhändler Kundenhändler, die gewerbsmässig in eigenem Namen für Rechnung von Kunden mit Effekten handeln und selber oder bei Dritten für diese Kunden Konten zur Abwicklung des Effektenhandels führen oder diese bei sich oder in eigenem Namen bei Dritten aufbewahren. Im vorliegenden Fall wurden die Konten im Namen der Y geführt und die X. AG handelte einzig als Stellvertreterin. Der externe Vermögensverwalter ist folglich nach h.L. dem BEHG formell nicht unterstellt; vgl. EBK-RS 98/2 «Effektenhändler», N 50–2; *Zobl/Kramer* (FN 17), N 838; *Roth* (FN 26), N 44–7 zu Art. 2 lit. d BEHG; der Wortlaut liesse wohl auch die Unterstellung der nur aufgrund einer Vollmacht

für Vermögensverwaltung der Schweizerischen Bankiervereinigung²⁸ sowie die Standesregeln der unabhängigen Schweizerischen Vermögensverwalter²⁹ konkretisiert. Die vereinbarte Anlagestrategie kann durch Weisungen des Auftraggebers geändert, konkretisiert oder überlagert werden.³⁰ Da der Vermögensverwaltungsvertrag eine umfassende Beratung beinhaltet, besteht die Pflicht des Beauftragten, den Auftraggeber sowohl bei einzelnen Weisungen als auch bei Strategieänderungen über die Risiken seiner eigenen Entscheide aufzuklären.³¹

Im vorliegenden Fall scheinen das Bundesgericht und die Vorinstanz davon auszugehen, dass keine Aufklärungspflichten verletzt worden sind. Inwiefern bei der Depotumschichtung im Mai/Juni 1999 von annähernd 100% Obligationen auf 30% Aktien und 70% Obligationen eine Aufklärungspflicht verletzt worden ist, wird rechtlich nicht gewürdigt, da die Behauptungen nicht genügend substantiiert und konkretisiert worden sind.³² Das Handelsgericht und stillschweigend auch das Bundesgericht gehen davon aus, dass die Strategieänderung, «Aktienkauf durch

Aufnahme von CHF 500 000 Kredit» im Dezember 1999 durch die juristisch gebildeten Stiftungsorgane der Y, keine Aufklärung des A über die damit verbundenen Risiken erforderte.³³ Diese Beurteilung scheint auf den ersten Blick problematisch, zumal der Informationsfluss und die Initiativen für die Strategieänderungen wie auch die Kreditaufnahme stets vom Vermögensverwalter X ausgegangen sind und direkt an A gerichtet waren. Es stellt sich deshalb die Frage, ob nicht das Wissen des wirtschaftlich Berechtigten zur Beurteilung der notwendigen Aufklärung massgebend ist.³⁴ Der Vermögensverwalter hat die Pflicht, zusammen mit dem Auftraggeber die richtige³⁵ Strategie festzulegen und ihn über allfällige Risiken und Gefahren in Kenntnis zu setzen. Auftraggeberin ist Y, welche durch ihre Organe handelt und die X. AG beauftragt, ihr Vermögen zu verwalten. Das Wissen der Organe ist der Stiftung grundsätzlich zuzurechnen, insbesondere wenn sie selbst für die juristische Person handeln.³⁶ Deshalb kann die Nichtaufklärung des

tätigen Vermögensverwalter zu, eine Unterstellung unter alle Pflichten des BEHG würde aber zu weit gehen; vgl. *Küng/Huber/Kuster* (FN 26), N 74–9 zu Art. 2 BEHG; *Peter Nobel*, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 2. Aufl., Bern 2004, § 10 N 55; materiell erwachsen dem Vermögensverwalter nach Rechtsprechung des Bundesgerichtes direkt aus dem Vermögensverwaltungsvertrag ähnliche Verhaltensregeln wie aus Art. 11 BEHG; vgl. BGE 119 II 333 ff.; BGE 124 III 155 ff.; BGE 115 II 62 ff.; *Thalmann* (FN 24), 983–92; *Carlo Lombardini*, Gestion de fortune: deux intéressants arrêts du tribunal fédéral, relevant, 2005, Nr. 2–1; *Zobl/Kramer* (FN 17), N 837 insb. FN 1558.

²⁸ Diese Richtlinien können unter www.swissbanking.org eingesehen werden.

²⁹ Siehe: www.vsv-asg.ch.

³⁰ Art. 397 Abs. 1 OR.

³¹ Nach BGE 115 II 65, Erw. 3 hat der Beauftragte als Fachmann auch unaufgefordert über die Zweckmässigkeit der Weisung und deren Erfolgchancen Auskunft zu geben. Je eindringlicher der Anlageberater auf eine Anlagealternative hinweist, umso mehr wird ein Selbstverschulden des Kunden ausgeschlossen. Siehe *Bertschinger* (FN 17), 160; *Christian Thalmann*, Die Sorgfaltspflicht der Bank im Privatrecht, insbesondere im Anlagegeschäft, ZSR 1994 II, 214–36; *Thalmann* (FN 24), 979; *Florian S. Jörg/Olivier Arter*, Haftung des unabhängigen Vermögensverwalters, Kausalzusammenhang zwischen Pflichtverletzung und Schaden nachweisen, Der Schweizer Treuhänder 2004, 861–4.

³² Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3.12.2004, Erw. 1.4; Urteil des Zürcher Handelsgerichts vom 18.11.2003, 16.

³³ Urteil des Zürcher Handelsgerichtes vom 18.11.2003, 35; zum normativen Konsens über diese Anlagestrategie siehe vorne Abschnitt II.A, insb. FN 9.

³⁴ Die Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen (ABl. Nr. L 141 vom 11.6.1993, 27–46) geht beispielsweise in Art. 11 Abs. 3 anders als Art. 11 BEHG davon aus, dass das Kriterium der Professionalität nach dem Anleger beurteilt wird, von welchem der Auftrag ausgeht, unabhängig davon, ob die Anlage direkt oder indirekt über eine Wertpapierfirma erfolgt; vgl. *Hertig/Schuppisser* (FN 26), N 44 zu Art. 11 BEHG; *Küng/Huber/Kuster* (FN 26), N 3 zu Art. 11 BEHG; diese Überlegung könnte analog auch für denjenigen Anleger gelten, welcher seine Vermögenswerte zur Verwaltung in eine juristische Person einbringt. Siehe auch FN 31.

³⁵ Die richtige Anlagestrategie ergibt sich aus der «Know your customer Rule», d.h. der Vermögensverwalter hat die Anlagestrategie an die Verhältnisse des Klienten anzupassen («Suitability»). Dies erfordert die Erstellung eines Risikoprofils und die Analyse der Ziele, welche mit dem zu verwaltenden Vermögen erreicht werden sollen. Vgl. *Bertschinger* (FN 17), 79–138; *Carlo Lombardini*, Droit et pratique de la gestion de fortune, 2. Aufl., Basel 1999, N 427–31; *Spälti* (FN 17), 82–4; *Thalmann* (FN 31), 197–99.

³⁶ Art. 55 Abs. 2 ZGB. Die Unterscheidung zwischen absoluter und relativer Wissensvertretung ist im vorliegenden Fall nicht entscheidend, da der Auftrag vom Organ ausgegangen ist. Vgl. Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2001 vom 25.10.2001, Erw. 3.b.; *Kurt Sieger*, Das rechtlich relevante Wissen der juristischen Person des Privatrechts, Diss. Zürich 1979, 38 ff., 76–103; *Rolf Watter*, Über das Wissen und den Willen einer Bank, in: Banken und Bankrecht im Wandel, Festschrift für Beat Kleiner, Bruno Gehrig/Ivo Schwander (Hrsg.), Zürich 1993, 125–43.

A während dem im Dezember 1999 erfolgten Beratungsgespräch nachträglich durch das Wissen der Stiftungsorgane gerechtfertigt werden. Bei juristisch gebildeten Personen kann vorausgesetzt werden, dass diese sich der Risiken der Finanzierung von Aktienkäufen durch einen Lombardkredit bewusst sind, und wissen, dass ein höherer Ertrag nur mit einem höheren Risiko erwirtschaftet werden kann. Es liegt in ihrem Verantwortlichkeitsbereich zu entscheiden, wie das Stiftungsvermögen angelegt werden soll. Der wirtschaftlich Berechtigte bedarf in diesem Fall keines zusätzlichen Schutzes, da er die Stiftung ja gerade zur Verwaltung seines Vermögens gegründet hat und die Stiftungsorgane für eine bestimmungsgemässe Anlage des Stiftungsvermögens verantwortlich sind.

Um den Wissensstand der Y umfassend zu beurteilen, ist im Weiteren zu analysieren, inwiefern das Wissen des A, d.h. seine Telefonate mit X und die Ansicht des Depotauszuges anlässlich des Beratungsgesprächs im Dezember 1999, der Y zuzurechnen sind. A wird vom Handelsgericht als stillschweigend Bevollmächtigter der Y betrachtet, während das Bundesgericht nicht auf die Beziehung von A und Y eingeht und sich nicht die Frage stellt, ob das Wissen des A der Y zugerechnet werden kann.³⁷ A trat seit Jahren regelmässig gegenüber der X. AG in Erscheinung und wurde aufgrund seiner Eigenschaft als wirtschaftlich Berechtigter der Y von X über deren Vermögensstand informiert. Dieser Prozess wurde von der Stiftung jahrelang stillschweigend zur Wissenserlangung eingesetzt. Aufgrund dieser im Machtbereich der Y liegenden Arbeitsteilung darf der X. AG kein Nachteil erwachsen, weil ihr Vertrauen geschützt werden muss, dass A der Y sein Wissen zur Verfügung stellt.³⁸ Das Wissen der Y setzt sich somit aus dem Wissen des A und demjenigen der Stiftungsorgane zusammen. Eine besondere Aufklärung über die Risiken von Aktien und Lombardkrediten ist daher nicht notwendig und der Informationsstand der Y über die getätigten Anlagen beurteilt sich zusätzlich nach dem Wissen des A.

³⁷ Siehe Abschnitt II.B, FN 12; bzw. Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3.12.2004, Erw. 1.8; zur Möglichkeit einer stillschweigenden Genehmigung durch Y siehe hinten Abschnitt III.D.

³⁸ Vgl. *Maria Walter*, Die Wissenszurechnung im schweizerischen Privatrecht, Diss. Bern 2005, 294–6.

Überdies bestände auch dann kein Schadenersatzanspruch, wenn die Strategieänderung trotz Risikoaufklärung erfolgt wäre, weil darin ein Selbstverschulden des Auftraggebers liegen würde, welches den hypothetischen Kausalzusammenhang unterbricht.³⁹

C. Sorgfaltspflichtverletzung

Der Vermögensverwalter hat die Aufgabe, die vereinbarte Anlagestrategie sorgfältig und getreu umzusetzen. Die Sorgfaltspflicht verlangt die Einhaltung von wissenschaftlichen Erkenntnissen, Berufsstandards und Usancen, welche bei der Zusammensetzung des Portfolios zu beachten sind. Abweichungen müssen begründbar sein oder vom Auftraggeber in Kenntnis der Risiken explizit genehmigt werden.

Im vorliegenden Fall entspricht die Portfoliozusammensetzung (Gewichtung der Aktien) im Sommer 2001 nicht der im Dezember 1999 vereinbarten Anlagestrategie.⁴⁰ Zudem hält das Bundesgericht die Zusammensetzung des Aktienanteils (Diversifikation und Risikoklasse der Aktien) selbst für sorgfaltspflichtwidrig. Der Vermögensverwalter habe bei der Anlageauswahl klar die vom Auftraggeber festgelegte Anlagestrategie missachtet, Klumpenrisiken gebildet und ungenügend diversifiziert.

Die zur richtigen Erfüllung des Vermögensverwaltungsvertrages erforderliche Sorgfaltspflicht setzt die Fähigkeit voraus zu beurteilen, welche Anlagen dem Risikoprofil der vereinbarten Strategie entsprechen. Dies beinhaltet insbesondere auch die Umsetzung der Erkenntnisse der modernen Portfoliotheorie, wonach das Risiko durch Diversifizierung bei gleichbleibenden Ertragsaussichten reduziert werden

³⁹ Die Beweislast für die erfolgte Aufklärung trägt der Vermögensverwalter; vgl. Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3.12.2004, Erw. 1.8.; BGE 130 III 478, Erw. 3.3; die Frage, wer die Beweislast dafür trägt, dass die Anlage auch bei sorgfaltsgemässer Aufklärung erfolgt wäre, ist noch ungeklärt; vgl. dazu BGE 124 III 166, Erw. 3.c–d; die h.L. nimmt eine Beweislastverteilung zu Ungunsten des Vermögensverwalters an, vgl. *Spälti* (FN 17), 111; *Sandro Abegglen*, Die Aufklärungspflichten in Dienstleistungsbeziehungen, insbesondere im Bankgeschäft, Diss. Bern 1995, 107 ff.; *Bertschinger* (FN 17), 136–7; *Carlo Lombardini*, Le dommage du client dans la gestion de fortune: un sujet complexe, relevant, 2005.

⁴⁰ Vgl. Abschnitt II.A, insb. FN 9.

kann.⁴¹ Vor jedem Anlageentscheid ist deshalb eine fundierte Analyse der einzelnen Anlagen erforderlich, sodass jeder Anlageentscheid begründet und nachvollzogen werden kann.⁴² Ungenügende Kenntnisse über die einzelnen, ausgewählten Gesellschaften stellen eine Sorgfaltspflichtverletzung dar und bewirken faktisch, dass der Vermögensverwalter für deren Entwicklung einzustehen hat, wenn diese voraussehbar war. Dasselbe gilt bei Weisungen und beabsichtigten Strategieänderungen des Anlegers, da dieser darauf vertrauen darf, dass der Vermögensverwalter ihn entweder über die immanenten Risiken und Gefahren aufklärt oder über seine eigene Unkenntnis informiert.⁴³

D. Genehmigung sorgfaltspflichtwidriger Anlageentscheide

Die Beklagte bringt vor, dass die Klägerin bzw. A durch die teilweise telefonische Information und durch das Gespräch im Dezember 1999 die einzelnen Anlageentscheide genehmigt hat. Insbesondere wird vorgebracht, dass die im Depotvertrag enthaltene Zugangs- und Genehmigungsfiktion bei banklagernder Zustellung die unsorgfältig getroffenen Anlagen umfasst.⁴⁴

In den AGB der Banken wird in der Regel die Genehmigung der aufgelisteten Transaktionen bei Nichtbeanstandung des Konto- bzw. Depotauszugs fingiert. Diese Genehmigungsfiktion ist als Anwendungsfall einer stillschweigenden Annahme aufgrund der besonderen Natur des Geschäftes und den Um-

ständen nach Art. 6 OR zu betrachten.⁴⁵ Weil der Anleger durch die Fiktion faktisch zum Voraus auf eine explizite Genehmigung verzichtet, kann die Fiktion aufgrund des Vertrauensprinzips nur einzelne weisungswidrige Buchungsfehler umfassen und nicht die Änderung der gesamten Anlagestrategie.⁴⁶ Gegenüber der Bank kann eine Genehmigung angenommen werden, da der Kunde oder an seiner Stelle der Vermögensverwalter für eine Überprüfung der korrekten Ausführung der Aufträge verantwortlich ist.⁴⁷ Im Verhältnis zwischen Anleger und Vermögensverwalter kann die Genehmigungsfiktion keine Wirkung entfalten, weil der Anleger nicht wissen kann, welche Anlagen der Vermögensverwalter tätigen wollte und dafür, objektiv betrachtet, keinen Geschäftswillen bilden kann. Aufgrund dieser Überlegungen ist dem Bundesgericht zuzustimmen, dass die Fiktion nicht zu einer Genehmigung der sorgfaltspflichtwidrig getätigten Anlagen führt. Dies muss aber nicht nur für den unerfahrenen Klienten, sondern auch für den fachlich versierten Klienten gelten, da beide darauf vertrauen, dass die Anlagestrategie eingehalten wird und objektiv betrachtet bei einer fingierten Genehmigung im Voraus kein rechtlicher Bindungswille für eine Strategieänderung besteht.

Zudem stellt sich die Frage, ob die Anlagestrategieänderung im Dezember 1999 zu einer stillschweigenden Genehmigung der Umschichtungen vom Mai/Juni 1999 und der bisher sorgfaltspflichtwidrig getätigten Anlagen geführt hat.⁴⁸ Weil Strategieände-

⁴¹ Der Erfolg einer Rendite kann stets nur relativ aufgrund des eingegangenen Risikos beurteilt werden. Der Anleger muss sich bei einem professionellen Vermögensverwalter darauf verlassen können, dass er nur das systematische Marktrisiko tragen muss. Zur modernen Portfoliotheorie und dem Capital Asset Pricing Model vgl. *Richard A. Brealey/ Stewart C. Myers*, Principles of Corporate Finance, 7. Aufl., New York 2003, 187–203; *Peter Oertmann*, Capital Asset Pricing Model, in: *Fit for Finance*, Bruno Gehrig/Heinz Zimmermann (Hrsg.), 7. Aufl. 2001, 79–96.

⁴² Zur erforderlichen Finanzanalyse vgl. *Bertschinger* (FN 17), 143–8; *Spälti* (FN 17), 146. Die Finanzmarktanalyse besteht primär aus der Fundamentalanalyse, der technischen Analyse und der Behavioural Finance; siehe *Hermann C. Maurer*, Kompetenz in der Vermögensverwaltung, Zürich 1998, 17–68.

⁴³ Urteil des Zürcher Handelsgerichts vom 18.11.2003, 24; *Bertschinger* (FN 17), 148.

⁴⁴ Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3.12.2004, Erw. 1.8.

⁴⁵ Vgl. *Daniel Guggenheim*, Les contrats de la pratique bancaire suisse, 4. Aufl., Genf 2000, 127.

⁴⁶ Der Auftraggeber kann sorgfaltspflichtwidrige Aufträge nur in Kenntnis aller Tatsachen genehmigen; vgl. *Jörg/Arter* (FN 31), 861; dasselbe gilt für die Genehmigungsfiktion; vgl. *Bertschinger* (FN 17), 212–9; *Spälti* (FN 17), 96–100; *Christoph Gutzwiller*, Die Genehmigung pflichtwidriger Anlageentscheide der Bank, SJZ 5/98 (2002), 124.

⁴⁷ Aus Art. 399 Abs. 2 OR trifft den Beauftragten grundsätzlich keine Pflicht zur Überwachung der Bank. Aufgrund der Informationsasymmetrien beim fachkundigen Anleger ergibt sich diese Überwachungspflicht jedoch aus den Umständen. Vgl. *Fellmann* (FN 24), N 68–71 zu Art. 399 OR; *Peter Derendinger*, Die Nicht- und die nichtrichtige Erfüllung des einfachen Auftrages, Diss. Freiburg 1988, N 310; *Dietzi* (FN 22), 197.

⁴⁸ Zur konkludenten Genehmigung einer weisungswidrigen Leistung vgl. *Fellmann* (FN 24), N 169–73 zu Art. 397 OR; *Dietzi* (FN 22), 196; insbesondere die fachkundigen Stiftungsorgane können erkennen, dass ein höherer Aktienanteil i.d.R. zu höherem Risiko führt; vgl. Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3.12.2004, Erw. 1.8.

rungen in der Regel stets eine Analyse des Status quo voraussetzen, kann auf eine stillschweigende Genehmigung aufgrund der Umstände nach Art. 6 OR geschlossen werden. Es ist deshalb davon auszugehen, dass Y den Aktienanteil von 30% ab Mai/Juni 1999 spätestens im Dezember 1999 durch A als ihren Vertreter erkannt und genehmigt hat. Objektiv betrachtet war es Y wohl nicht möglich zu beurteilen, ob die einzelnen Aktien dem vereinbarten Risikoprofil entsprechen. Eine stillschweigende Genehmigung der einzelnen Aktienkäufe ist daher nicht anzunehmen, da der Anleger keinen Geschäftswillen für eine risikoreichere Zusammensetzung des Aktienanteils hatte und sich darauf verlassen können musste, dass der Vertragspartner seinen Aufgaben pflichtgemäss nachgeht.⁴⁹ Eine Genehmigung der einzelnen Aktienkäufe wäre deshalb nur bei einem äusserst sachkundigen Anleger möglich gewesen, welcher die einzelnen Gesellschaften und deren Risikopotenzial genau kennt.

E. Entschädigung des externen Vermögensverwalters

Das System der Entschädigung durch Partizipation am Anlageerfolg und Zurückbehaltung der Retrozessionen kann zu falschen Anreizen führen.⁵⁰ Der Vermögensverwalter wird geneigt sein, durch unnötige Umsätze die Retrozessionen zu vermehren,⁵¹ um seinen Lohn zu vergrössern. Nach Art. 400 Abs. 1 OR ist dem Auftraggeber alles, was ihm infolge der Geschäftsführung zugekommen ist, zu erstatten. Auch wenn der Auftraggeber die Retrozessionen nur erhält, weil er bei einem bestimmten Vermögensverwalter Kunde ist, sind sie aufgrund des inneren Zusammenhangs zur Auftrags Erfüllung als Honorarbestandteil zu betrachten.⁵² Im vorliegenden Fall stellt sich des-

halb die Frage der Honorarminderung aufgrund unsorgfältiger Vertragserfüllung analog Art. 368 Abs. 2 OR kumulativ zum Schadenersatz.⁵³ Der Schaden besteht im vorliegenden Fall einzig in einer Vermögensverminderung. Dieser ökonomische Nachteil kann durch Schadenersatz in der Höhe des positiven Interesses (Erfüllungsinteresse) ausgeglichen werden. Das positive Interesse ist so zu bemessen, dass es der Leistung eines sorgfaltsgemäss handelnden Vermögensverwalters entspricht. Dadurch wird das vertragliche Äquivalenzverhältnis wieder hergestellt und eine Honorarreduktion erübrigt sich.⁵⁴

F. Schadensberechnung und Kausalzusammenhang

Das Bundesgericht hat zur Berechnung des Schadens die Feststellung der Vorinstanz bestätigt, dass dazu auf die Differenz zu einem ordnungsgemäss verwalteten Vergleichsportfolio eines durchschnittlich erfolgreichen Vermögensverwalters während der gleichen Periode abzustellen ist.⁵⁵ Das Handelsgericht hat das Vergleichsportfolio aufgrund von Art. 42 Abs. 2 OR anhand der Entwicklung der Benchmark der vereinbarten Anlagestrategie zusammengesetzt, da der Schaden nicht genau abzuschätzen ist.⁵⁶

Der im Auftragsrecht geschuldete Sorgfaltspflichtmassstab richtet sich grundsätzlich nach dem berufsspezifischen Durchschnittsverhalten.⁵⁷ Zur Berechnung des Schadens ist somit auf den durchschnittlich erfolgreichen Vermögensverwalter abzustellen. Eine Ausnahme von diesem Grundsatz zur

⁴⁹ Beim fachunkundigen Anleger kann durch das Schweigen vertrauensrechtlich nicht auf einen Rechtsfolgswillen geschlossen werden. Es fehlt am Rechtsbindungswillen, da A objektiv betrachtet nur die Strategieänderung auf 30% Aktien erkennen konnte. Für eine Strategieänderung innerhalb des Aktienanteils fehlt objektiv betrachtet der Wille. Vgl. BGE 116 II 696 ff.; *Rolf H. Weber*, in: Basler Kommentar Obligationenrecht I, Heinrich Honsell/Nedim Peter Vogt/Wolfgang Wiegand (Hrsg.), Basel 2003, N 5 zu Art. 395 OR; *Peter Gauch/Walter R. Schluemp/Jörg Schmid/Heinz Rey*, Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil, 8. Aufl., Zürich 2003, N 171a, 353a.

⁵⁰ Siehe Abschnitt I, insbesondere FN 2.

⁵¹ Sog. Churning, vgl. *Bertschinger* (FN 17), 205.

⁵² Vgl. *Fellmann* (FN 24), N 127 und 131.

⁵³ Die Kürzung des Honoraranspruchs kann im Auftragsrecht analog dem Werkvertrag erfolgen; siehe BGE 124 III 423 ff.; *Weber* (FN 49), N 43 zu Art. 394 OR; *Heinrich Honsell*, Schweizerisches Obligationenrecht, Besonderer Teil, 7. Aufl., Bern 2003, 321; *Fellmann* (FN 24), N 496–551 zu Art. 394 OR; *Gutzwiller* (FN 46), 120–1.

⁵⁴ Vgl. *Derendinger* (FN 47), N 436–46; *Fellmann* (FN 24), N 533–6 zu Art. 394 OR; *Weber* (FN 49), N 43 zu Art. 394 OR; *Honsell* (FN 53), 313; *Gutzwiller* (FN 53), 120–1.

⁵⁵ Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3.12.2004, Erw. 2.1.

⁵⁶ Urteil des Zürcher Handelsgerichts vom 18.11.2003, 29–30.

⁵⁷ Art. 398 Abs. 1 OR verweist auf Art. 321e OR. Dieser Verweis darf nicht wörtlich verstanden werden, sondern als Regel zur Bestimmung des normativen Sorgfaltspflichtmassstabes; vgl. *Fellmann* (FN 24), N 484–5 zu Art. 398 OR; *Derendinger* (FN 47), N 259–65; insbesondere genügt eine *diligentia quam in suis* nicht; vgl. BGE 108 II 318; *Weber* (FN 49), N 28 zu Art. 398 OR.

Bemessung des Sorgfaltsmassstabs ergibt sich, wenn der Auftraggeber die überdurchschnittlichen Fähigkeiten des Beauftragten kennt und gerade deshalb mit dem Beauftragten den Vertrag abschliesst.⁵⁸ Der Einbezug dieser Fähigkeiten kann dann angenommen werden, wenn diese aufgrund des Vertrauensprinzips Vertragsbestandteil geworden sind und somit einen Teil der Leistung darstellen. Bei der Vermögensverwaltung wurde bisher der Beweis nicht erbracht, dass jemand konstant den Markt schlagen kann.⁵⁹ Die Fähigkeiten und die Persönlichkeit des Vermögensverwalters können somit objektiv betrachtet nicht auf eine überdurchschnittliche Performance schliessen lassen. Dem Bundesgericht ist daher zuzustimmen, dass stets auf das Vergleichsportfolio eines durchschnittlich erfolgreichen Vermögensverwalters abzustellen ist, sofern nicht ausdrücklich im Vertrag eine bessere Performance versprochen wurde.

Weiter wird verneint, dass durch die Vertragsauflösung im Sommer 2001 der adäquate Kausalzusammenhang unterbrochen worden ist. Dabei wurde die Frage angeschnitten, ob durch die Auflösung des Depots im Sommer 2001 A zu einer Vergrösserung des Schadens beigetragen hat, da sich zu diesem Zeitpunkt der Depotwert auf einem Tiefststand befand.⁶⁰ Ein Vermögensverwaltungsvertrag kann nach Art. 404 OR grundsätzlich jederzeit beendet werden. Da die zukünftige Kursentwicklung der einzelnen Anlagen stets unbekannt ist, gibt es, sofern keine bestimmte Laufzeit mit einem gewissen Ertragsziel vereinbart wurde, grundsätzlich keine Kündigung zur Unzeit, zumal der Vermögensverwalter – soweit die vereinbarte Anlagestrategie es erlaubt – nur in liquide Titel investieren sollte und dadurch stets ein fairer Marktwert existiert. Es kann nicht sein, dass dieses Kündigungsrecht beschränkt wird, indem der sorg-

faltspflichtwidrig handelnde Vermögensverwalter die Gelegenheit erhält, seine Fehler auszubessern.⁶¹

Andererseits ist beim sorgfältig handelnden Vermögensverwalter nicht bei jeder Abweichung vom Vergleichsportfolio eine Sorgfaltspflichtverletzung zu vermuten. Abweichungen, welche innerhalb des Risikos (Volatilität⁶²) der vereinbarten Anlagestrategie liegen, sind nicht per se Resultat einer Pflichtverletzung. Ein ersatzfähiger Schaden liegt deshalb nicht bei jeder Vermögensverminderung gegenüber dem hypothetischen Vergleichsportfolio vor, sondern nur, wenn die Zusammenstellung des Portfolios sorgfaltspflichtwidrig ist.

Eine andere Frage ist es hingegen, ob die Aktienanlagen, welche ab Mai 1999 getätigt wurden und sich bis im Dezember 1999 zunächst positiv ausgewirkt haben, beachtet werden müssen. Das Bundesgericht und die Vorinstanz gehen darauf nicht ein, da der zur Schadensberechnung verwendete Zeitraum vom Dezember 1999 bis August 2001 von keiner Partei beanstandet worden ist und alle Aktien sich negativ entwickelten.⁶³ Das Bundesgericht hätte hier die Gelegenheit gehabt, sich dazu zu äussern, ob sorgfaltspflichtwidrige Anlageentscheide, die einen positiven Effekt haben, denjenigen, die einen negativen Einfluss auf das Portfolio haben, anzurechnen sind.⁶⁴

Das sorgfaltspflichtwidrige Portfolio ist stets mit dem hypothetischen sorgfaltsgemäss verwalteten Portfolio zu vergleichen. Sind nur einzelne Anlagen sorgfaltspflichtwidrig, so ist nur dieser Teil mit dem hypothetischen Teilportfolio zu vergleichen. Dies führt dazu, dass positive und negative sorgfalts-

⁵⁸ Vgl. BGE 113 II 429, 432; *Fellmann* (FN 24), N 490–9 zu Art. 398 OR; *Derendinger* (FN 47), N 267.

⁵⁹ Vgl. *Oertmann* (FN 41), 35–7; *Erwin W. Heri*, Die acht Gebote der Geldanlage, Basel 2000, 93; *Eugene Fama*, Efficient Capital Markets II, *Journal of Finance* 5/46 (1991), 1575–671; *Burton G. Malkiel*, Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991, *Journal of Finance*, 2/50 (1995), 549–72; *Mark M. Carhart*, On Persistence in Mutual Funds, *Journal of Finance* 1/52 (1997), 57–82; *Kent Daniel/Mark Grinblatt/Sheridan Titman/Russ Wermers*, Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks, *Journal of Finance* 3/52 (1997), 1035–58.

⁶⁰ Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3.12.2004, Erw. 3.3.

⁶¹ Voraussetzung für die Schadenersatzansprüche nach Art. 404 Abs. 2 OR ist, dass der Vermögensverwalter selbst keine vertragliche Pflicht verletzt hat; vgl. *Fellmann* (FN 24), N 61–2, 134–6 zu Art. 404 OR; *Weber* (FN 49), N 16–7 zu Art. 404 OR. Durch die rechtmässige Ausübung des Kündigungsrechts von Art. 404 OR kann der Kausalzusammenhang nicht unterbrochen werden. Zur Möglichkeit der Unterbrechung des adäquaten Kausalzusammenhangs durch Selbstverschulden siehe vorne Abschnitt III.B.

⁶² Durchschnittliche maximale statistische Abweichung von einem Zielrenditepfad; vgl. *Zimmermann* (FN 41), 40.

⁶³ Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3.12.2004, Erw. 1.2; Urteil des Zürcher Handelsgerichts vom 18.11.2003, 32.

⁶⁴ Zur Verrechenbarkeit positiver und negativer sorgfaltspflichtwidriger Anlageentscheide vgl. *Christoph Gutzwiller*, Unsorgfältige Vermögensverwaltung Beweislast, Haftungsausschluss und Schadensberechnung, *AJP* 1/2000, 64.

pflichtwidrige Anlagen über die gesamte Anlagezeit betrachtet werden müssen und zur Schadensbestimmung miteinander verrechnet werden können.⁶⁵ Eine Anrechnung mit sich positiv entwickelnden sorgfaltsgemässen Anlagen ist hingegen nicht möglich, da der Anleger in seinem Recht auf eine sorgfaltsgemässe Vermögensverwaltung zu schützen ist.

IV. Fazit

Das Vermögensverwaltungsmandat begründet aufgrund der bestehenden Informationsasymmetrien umfassende Aufklärungspflichten, deren Umfang durch das Wissen des formellen Auftraggebers bestimmt wird. Eine stillschweigende Genehmigung sorgfaltspflichtwidrig getätigter Anlagen und Strategieänderungen setzt voraus, dass der Auftraggeber Kenntnis über deren Existenz und die damit verbundenen Risiken hat, und kann nur aufgrund der besonderen Natur des Geschäfts und der Umstände angenommen werden. Die vertraglich vereinbarte Genehmigungsfiktion kann sich daher nur auf die Kontrolle einzelner, sorgfaltspflichtwidrig umgesetzter Weisungen des Auftraggebers erstrecken, nicht aber auf eine stillschweigende Strategieänderung, weil dafür aufgrund des Vertrauensprinzips zum Voraus kein genehmigender Geschäftswille fingiert werden kann.

Eine Vermögensverminderung führt im Auftragsrecht nur dann zu einem ersatzfähigen Schaden,

wenn der Vermögensverwalter nicht sorgfaltsgemäss tätig geworden ist. Die erforderliche Sorgfaltspflicht bestimmt sich nach den für einen professionellen Vermögensverwalter massgebenden Standards. Jede Sorgfaltspflichtverletzung führt, sofern eine adäquat kausal verursachte Vermögensverminderung vorliegt, zu einer Schadenersatzpflicht in der Höhe der hypothetischen Vergleichsanlage eines durchschnittlich erfolgreichen Vermögensverwalters. Durch die vertragliche Schadenersatzpflicht nach Art. 398 OR ist gewährleistet, dass bei einer Sorgfaltspflichtverletzung jederzeit derjenige Vermögensstand wieder hergestellt werden kann, der von einem durchschnittlich erfolgreichen Vermögensverwalter bei Anwendung der erforderlichen Sorgfalt zu erwarten gewesen wäre. Eine nachträgliche Honorarminderung ist nicht notwendig, weil das im Voraus bestimmte vertragliche Äquivalenzverhältnis durch Zahlung der durchschnittlich zu erwartenden Leistung wieder hergestellt wird. Im Fall einer Sorgfaltspflichtverletzung durch den Vermögensverwalter erhält der Anleger deshalb den Aufpreis, welchen er gegenüber den Kosten des mit Indexzertifikaten zusammengestellten Vergleichsportfolios bezahlt, nicht zurückerstattet.

Im Ergebnis ist dem Bundesgericht beizupflichten, auch wenn man bedauern muss, dass es zur Beurteilung des Wissensstands und der davon abhängigen Genehmigungsmöglichkeit nicht zwischen der formellen Auftraggeberin und dem wirtschaftlich Berechtigten unterschieden hat.

⁶⁵ Zur Vorteilsanrechnung vgl. *Gauch/Schluemp/Schmid/Rey* (FN 49), N 2742; *Roland Brehm*, Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Bd. VI/1/3/1, Bern 1986, N 27–45 zu Art. 42 OR; *Karl Oftinger/Emil Stark*, Schweizerisches Haftpflichtrecht, 5. Aufl., Zürich 1995, § 6 N 49–88.