

## Kundensegmentierung in der Anlageberatung

### Urteil des Schweizerischen Bundesgerichts 4A\_336/2014 vom 18.12.2014 i.S. A. SICAF-SIF (Beschwerdeführerin, Klägerin) gegen B. AG (Beschwerdegegnerin, Beklagte)

Mit Bemerkungen von RA M.A. HSG Kaspar Projer und Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone, Universität Zürich\*

#### Inhaltsübersicht

- I. Sachverhalt und Prozessgeschichte
- II. Erwägungen der Gerichte
  - 1. Urteil des Handelsgerichts des Kantons Zürich vom 14. April 2014
  - 2. Urteil des Bundesgerichts vom 18. Dezember 2014
- III. Bemerkungen
  - 1. Rechtsverhältnis zwischen Kunde und Bank
  - 2. Charakteristik des Anlageberatungsvertrags
  - 3. Schlussbemerkungen

#### I. Sachverhalt und Prozessgeschichte

Die A. SICAF-SIF (Beschwerdeführerin, Klägerin) ist eine nach luxemburgischem Recht organisierte *société d'investissement à capital fixe* mit Sitz in Luxemburg. Sie gehört zur Gruppe A. und bewirtschaftet deren gesamte flüssige Mittel. Diese betragen per Stichtag 31. Dezember 2007 CHF 2176 Mio. Als Finanzgesellschaft bezweckt die A. SICAF-SIF unter anderem die Beteiligung an Gesellschaften luxemburgischer und ausländischer Herkunft und die Verwaltung und Auswertung ihres Wertpapiervermögens. Dazu gehören auch der Erwerb und die Veräusserung von Wertpapieren. Die B. AG (Beschwerdegegnerin, Beklagte) bezweckt ihrerseits den Betrieb einer Bank, wobei sie alle Arten von Bank-, Finanz-, Beratungs-, Dienstleistungs- und Handelsgeschäften eingehen kann. Sie hat ihren Sitz in Zürich und Basel.<sup>1</sup>

Per Mai und Juni 2007 erwarb die A. SICAF-SIF auf Empfehlung der B. AG Anteile am Anlagefonds «B. (Lux) Institutional Fund – Absolute Return Bond (EUR)» in der Höhe von rund CHF 46.9 Mio. Nachdem die Anlage kontinuierlich an Wert einbüsste, kündigte die A. SICAF-SIF das Mandat mit der B. AG am 30. September 2008, worauf der Fonds am 10. November 2008 liquidiert wurde. Der auf die A. SICAF-SIF entfallende Liquidationsanteil belief sich gesamthaft auf CHF 21.9 Mio.<sup>2</sup>

Die A. SICAF-SIF versuchte in der Folge klageweise, die B. AG für die ihr entstandenen Verluste ver-

antwortlich zu machen. Sie machte geltend, die von der B. AG empfohlene Investition in den Fonds sei vor dem Hintergrund ihrer Anlageziele unangemessen gewesen. Zudem sei sie von der B. AG nicht hinreichend informiert worden, und die B. AG habe ihr im Verlaufe der Anlageinvestition nicht den Ausstieg aus derselben empfohlen.<sup>3</sup> Das Handelsgericht des Kantons Zürich wies die von der A. SICAF-SIF am 9. März 2011 anhängig gemachte Forderungsklage in der Höhe von CHF 24 808 940.85 (zzgl. Zins) mit Urteil vom 14. April 2014 ab.<sup>4</sup> Daraufhin gelangte die A. SICAF-SIF mit Beschwerde in Zivilsachen ans Bundesgericht und beantragte die Aufhebung des handelsgerichtlichen Urteils.<sup>5</sup> Das Bundesgericht wies die Beschwerde ab, soweit es darauf eintrat.

#### II. Erwägungen der Gerichte

##### 1. Urteil des Handelsgerichts des Kantons Zürich vom 14. April 2014

Das Handelsgericht des Kantons Zürich setzt sich zunächst mit der Qualifikation des Vertrags zwischen der A. SICAF-SIF und der B. AG auseinander. Es hält fest, dass die jeweiligen Anlageentscheide stets von der A. SICAF-SIF gefällt worden seien, weshalb das für einen Vermögensverwaltungsvertrag entscheidende Kriterium fehle. Entgegen der klägerischen Ausführungen kommt das Handelsgericht zum Ergebnis, dass das Rechtsverhältnis während der streitgegenständlichen Vermögensanlage und deren Anbahnung als Anlageberatungsvertrag auf Dauer zu verstehen sei.<sup>6</sup> Ausgehend von dieser Qualifikation befasst sich das Handelsgericht mit dem Vorwurf, die von der B. AG empfohlene Anlagestrategie sei für die Anlageziele der A. SICAF-SIF ungeeignet gewesen. Einleitend stellt es fest, dass sich die Risikobereitschaft der A. SICAF-SIF klar aus dem Anlageentscheid ergeben habe: Die A. SICAF-SIF habe eine verhältnismässig konservative Anlage gesucht, die gegenüber der Geldmarktanlage zu einer Mehrrendite von 1%–1,5% habe führen sollen.<sup>7</sup> Zudem hätten keine Anhaltspunkte vorgelegen, dass die Investition in den von der B. AG empfohlenen Fonds offensichtlich nicht zur

\* Der vorliegende Beitrag ist im Internet verfügbar unter <http://www.rwi.uzh.ch/vdc>.

<sup>1</sup> BGer 4A\_336/2014 vom 18. Dezember 2014, A.

<sup>2</sup> BGer 4A\_336/2014 vom 18. Dezember 2014, A.

<sup>3</sup> BGer 4A\_336/2014 vom 18. Dezember 2014, A.

<sup>4</sup> HGer ZH HG110039-0 vom 14. April 2014.

<sup>5</sup> BGer 4A\_336/2014 vom 18. Dezember 2014, C.

<sup>6</sup> HGer ZH HG110039-0 vom 14. April 2014, E. III.3.4.5.

<sup>7</sup> HGer ZH HG110039-0 vom 14. April 2014, E. III.4.2.3.5.

Risikoneigung der A. SICAF-SIF gepasst hätte. Das Handelsgericht kommt zum Schluss, dass die A. SICAF-SIF bereit gewesen sei, «zugunsten einer über dem Geldmarkt liegenden Rendite gewisse Risiken einzugehen»<sup>8</sup>. Aus damaliger Sicht sei die von der B. AG empfohlene Anlage dieser Anlagestrategie demnach angemessen gewesen.<sup>9</sup>

Anschliessend befasst sich das Handelsgericht mit der Frage, inwieweit der Anlageberater seinen Kunden über die Risiken der Anlage aufklären muss. Das Gericht führt im Einklang mit der bundesgerichtlichen Rechtsprechung aus, dass Anlageberater bei der Anbahnung und Abwicklung von Anlageberatungsverträgen einer besonderen Aufklärungspflicht unterstünden. Diese habe jedoch keinen Selbstzweck, sondern orientiere sich am Wissensstand des Kunden. Ziel der Aufklärung sei es, Informationsdefizite zwischen dem Kunden und seinem Berater auszugleichen.<sup>10</sup> Das Handelsgericht stellt fest, dass die A. SICAF-SIF bzw. deren Vertreter sachkundig und erfahren gewesen und der B. AG auf Augenhöhe begegnet seien. Aus diesem Grund habe die B. AG nicht über übliche Risiken, beispielsweise Markt- und Systemrisiken oder das Risiko eines substanziellen Verlusts, informieren müssen. Hinsichtlich der spezifischen Risiken im Zusammenhang mit der konkreten Anlageempfehlung sei die A. SICAF-SIF von der B. AG zudem genügend informiert worden.<sup>11</sup> Zusammenfassend hält das Handelsgericht deshalb fest, dass die Information und Aufklärung der A. SICAF-SIF in hinreichendem Umfang und mit richtigem Inhalt erfolgt sei.<sup>12</sup>

## 2. Urteil des Bundesgerichts vom 18. Dezember 2014

Das Bundesgericht grenzt einleitend ebenfalls die Anlageberatung von der Vermögensverwaltung ab. Dabei schliesst es sich der Beurteilung des Handelsgerichts an, wonach die Zuständigkeit für den Anlageentscheid das für die Qualifikation des Vertrags zwischen den Parteien entscheidende Element darstellt. Das Bundesgericht wiederholt, dass die A. SICAF-SIF den Anlageentscheid im vorliegenden Fall

stets selbst gefällt habe und die B. AG ihr lediglich beratend zur Seite gestanden sei.<sup>13</sup> Folglich liege keine Verletzung von Bundesrecht vor, wenn das Handelsgericht das Rechtsverhältnis zwischen der A. SICAF-SIF und der B. AG als Anlageberatungsvertrag qualifiziere.<sup>14</sup>

Sodann setzt sich das Bundesgericht mit der Frage auseinander, ob die B. AG eine Pflichtverletzung begangen habe, indem sie der A. SICAF-SIF unangemessene Empfehlungen abgegeben habe. Bei dieser Gelegenheit hält das Bundesgericht fest, dass sich die Angemessenheit der empfohlenen Anlage in Relation zur persönlichen Situation des Kunden sowie zu dessen Risikoprofil beurteile. Eine anlageberatende Bank hafte nur für diejenigen Empfehlungen, welche im Zeitpunkt der Empfehlung offensichtlich unvernünftig waren. Nach Ansicht des Bundesgerichts habe ein Kunde das Risiko auch dann zu tragen, wenn er dem Ratschlag des Anlageberaters gefolgt sei. Auf einen Rat, «der ein zukünftiges und unsicheres Ereignis zur Grundlage hat, [könne] kein sicherer Verlass sein»<sup>15</sup>. Auf Grundlage dieser Ausführungen vergleicht das Bundesgericht die von der B. AG empfohlene Anlagestrategie mit den Anlagezielen der A. SICAF-SIF. Es kommt zum Ergebnis, dass keine unangemessene Empfehlung vorgelegen habe, weshalb der B. AG unter diesem Titel keine Pflichtverletzung vorgeworfen werden könne.<sup>16</sup>

Schliesslich prüft das Bundesgericht, ob die A. SICAF-SIF von der B. AG umfassend über die Risiken der Anlage aufgeklärt worden ist. Es schliesst sich den Erwägungen des Handelsgerichts an, wonach sich die Parteien auf Augenhöhe begegnet seien und die B. AG unter diesen Umständen nicht über übliche Risiken habe informiert werden müssen. Soweit sei die vorinstanzliche Erkenntnis von der A. SICAF-SIF unangefochten geblieben.<sup>17</sup> Was den Vorwurf der fehlenden und unrichtigen Information im Zeitpunkt der Empfehlung anbelangt, geht das Bundesgericht ebenfalls mit der Begründung der Vorinstanz einher. Demnach habe es die A. SICAF-SIF versäumt, den ihr durch die (behauptete) Pflichtverletzung der B. AG entstandenen Schaden zu substantiieren. Aus diesen Gründen halte das Urteil des Handelsgerichts auch

<sup>8</sup> HGer ZH HG110039-0 vom 14. April 2014, E. III.4.8.

<sup>9</sup> HGer ZH HG110039-0 vom 14. April 2014, E. III.4.8.

<sup>10</sup> HGer ZH HG110039-0 vom 14. April 2014, E. III.5.3.1.

<sup>11</sup> HGer ZH HG110039-0 vom 14. April 2014, E. III.5.11.

<sup>12</sup> HGer ZH HG110039-0 vom 14. April 2014, E. IV.

<sup>13</sup> BGer 4A\_336/2014 vom 18. Dezember 2014, E. 4.3.

<sup>14</sup> BGer 4A\_336/2014 vom 18. Dezember 2014, E. 4.5.

<sup>15</sup> BGer 4A\_336/2014 vom 18. Dezember 2014, E. 5.2.

<sup>16</sup> BGer 4A\_336/2014 vom 18. Dezember 2014, E. 5.5.

<sup>17</sup> BGer 4A\_336/2014 vom 18. Dezember 2014, E. 6.1.

betreffend der Information im Zeitpunkt der Empfehlung einer höchstrichterlichen Überprüfung stand.<sup>18</sup>

### III. Bemerkungen

#### 1. Rechtsverhältnis zwischen Kunde und Bank

Bei der Abwicklung von Börsengeschäften unterscheiden Lehre und Rechtsprechung drei verschiedene Vertragstypen: Die Vermögensverwaltung, die Anlageberatung sowie punktuelle Börsengeschäfte (*Execution-only*-Beziehung) im Rahmen einer blossen Konto-/Depotbeziehung.<sup>19</sup>

Beim Vermögensverwaltungsvertrag<sup>20</sup> verpflichtet sich der Vermögensverwalter gegenüber seinem Kunden, dessen gesamtes Vermögen oder einen Teil desselben nach professionellen Grundsätzen zu verwalten.<sup>21</sup> Für die Inanspruchnahme des Fachwissens des Vermögensverwalters entrichtet der Kunde dem Vermögensverwalter ein Entgelt. Dieser wird durch den Verwaltungsvertrag ermächtigt, sämtliche Handlungen vorzunehmen, die nach branchenüblichen Kriterien zweckmässig erscheinen.<sup>22</sup> Voraussetzung hierfür ist eine Vollmacht, mit der der Kunde seinem Vermögensverwalter die Verfügungsmacht über sei-

ne Vermögenswerte einräumt.<sup>23</sup> Dem Vermögensverwalter obliegt die umfassende Fürsorge für das Vermögen seines Kunden. Dazu gehört, das anvertraute Vermögen ständig zu überwachen und gegebenenfalls Umschichtungen vorzunehmen oder neue Anlagen zu tätigen.<sup>24</sup> Für den Vermögensverwaltungsvertrag ist charakteristisch, dass die Anlageentscheidungen im Rahmen der festgelegten Anlagestrategie und unter Einhaltung der Sorgfaltspflicht stets und ausschliesslich vom Vermögensverwalter getroffen werden.<sup>25</sup>

Am anderen Ende des Spektrums steht die Ausführung von einzelnen Börsengeschäften auf Grundlage einer Konto-/Depotbeziehung zwischen dem Kunden und der Bank. In einer solchen *Execution-only*-Beziehung<sup>26</sup> vertraut der Kunde sein Vermögen dem Finanzdienstleister an, lässt die Verwaltung desselben jedoch nicht von diesem vornehmen, sondern von einem externen Vermögensverwalter oder besorgt sie selber.<sup>27</sup> In einer solchen Konstellation nimmt die Bank bezüglich der einzelnen Transaktion nur eine rein ausführende Funktion ein und stellt dem Kunden ihre technischen Hilfsmittel sowie die Infrastruktur zur Verfügung.<sup>28</sup> Die Bank wird demgegenüber nicht beratend tätig.<sup>29</sup>

Zwischen der *Execution-only*-Beziehung und dem Vermögensverwaltungsvertrag steht der Anlageberatungsvertrag. Im Unterschied zum *Execu-*

<sup>18</sup> BGer 4A\_336/2014 vom 18. Dezember 2014, E. 6.3 f.

<sup>19</sup> BGer 4A\_336/2014 vom 18. Dezember 2014, E. 4.1; BGer 4A\_90/2011 vom 22. Juni 2011, E. 2.2.1; BGE 133 III 97, E. 7.1; Romeo Cerutti, Rechtliche Aspekte der Vermögensverwaltung im Schweizer Universalbankensystem – Ein Überblick, ZSR 127 2008 I, 69–97, 73 f.; Mirjam Eggen, Finanzprodukte – Auftrag oder Kauf?, SZW 83 2011, 625–638, 626; Monika Roth, Anlageberatung und Vermögensverwaltung, Zürich/St. Gallen 2013, 3.

<sup>20</sup> Der Vermögensverwaltungsvertrag untersteht nach geltender Rechtsprechung und Lehre dem Recht des einfachen Auftrags: P. Christoph Gutzwiller, Der Vermögensverwaltungsvertrag, Zürich 1989, 14; Eggen (Fn. 19), 626 f.; insofern rechtfertigt es sich auch, von einem Vermögensverwaltungsauftrag zu sprechen.

<sup>21</sup> Valentin Jentsch/Hans Caspar von der Crone, Informationspflichten der Bank bei der Vermögensverwaltung: Kundenprofil und Risikoaufklärung, SZW 83 2011, 639–653, 643; Matthias Trautmann/Hans Caspar von der Crone, Die Know-Your-Customer-Rule im Vermögensverwaltungsauftrag, in: Rolf Sethe/Thorsten Hens/Hans Caspar von der Crone/Rolf H. Weber (Hrsg.), Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert, Zürich 2013, 133–168, 134 f.

<sup>22</sup> Roth (Fn. 19), 18; vgl. auch BGer 4A\_364/2013 vom 5. März 2014, E. 5.1.

<sup>23</sup> P. Christoph Gutzwiller, Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, Zürich/Basel/Genf 2008, 23; Trautmann/von der Crone (Fn. 21), 135.

<sup>24</sup> Christian Thalman, Die Sorgfaltspflicht der Bank im Privatrecht, ZSR 113 1994 II, 115–248, 186.

<sup>25</sup> Cerutti (Fn. 19), 74; zur Unterscheidung der Haupt- und Nebenpflichten im Vermögensverwaltungsvertrag vgl. Jentsch/von der Crone (Fn. 21), 645 f.

<sup>26</sup> Gemäss Eggen (Fn. 19), 628, fällt die rechtsgeschäftliche Qualifikation eines *Execution-only*-Geschäfts je nach Finanzprodukt sowie Transaktionstyp unterschiedlich aus. Davon abhängig, ob das Produkt im Primärmarkt platziert oder auf dem Sekundärmarkt erworben wird, liegt entweder ein Darlehensvertrag bzw. ein darlehensähnlicher Innominatkontrakt oder ein Kommissionsvertrag (Art. 425 ff. OR) vor. Auf Letzteren kommen die auftragsrechtlichen Vorschriften (Art. 394 ff. OR) zur Anwendung (vgl. die kommissionsrechtliche Verweisung gemäss Art. 425 Abs. 2 OR). Tritt der Finanzdienstleister hingegen selber in den Kommissionsvertrag ein, wird das Geschäft als Kaufvertrag (Art. 184 ff. OR) behandelt.

<sup>27</sup> Cerutti (Fn. 19), 76.

<sup>28</sup> Roth (Fn. 19), 5.

<sup>29</sup> Cerutti (Fn. 19), 76; Jentsch/von der Crone (Fn. 21), 642.

tion-only übernimmt der Anlageberater die Aufgabe, seinen Kunden in Fragen der Geld- und Anlagepolitik zu beraten.<sup>30</sup> Verlangt werden mithin Anlageempfehlungen.<sup>31</sup> Diese sollen es dem Kunden ermöglichen, nach dem Ratschlag der Bank unter Verfolgung konkreter Anlageziele über sein Vermögen zu verfügen.<sup>32</sup> Von der Vermögensverwaltung unterscheidet sich die Anlageberatung hinsichtlich der Person, die den Anlageentscheid trifft:<sup>33</sup> Im Gegensatz zum Vermögensverwaltungsvertrag fällt der Kunde im Anlageberatungsverhältnis den Anlageentscheid autonom und veranlasst die entsprechende Transaktion selbstständig.<sup>34</sup>

Der Entscheid des Bundesgerichts, das vertragliche Verhältnis zwischen der A. SICAF-SIF und der B. AG als Anlageberatungsvertrag zu qualifizieren,<sup>35</sup> erfolgt aufgrund des letztgenannten Unterscheidungskriteriums. Der Anlageberatungsvertrag steht denn auch nachfolgend im Zentrum der Betrachtung, wobei der Schwerpunkt auf dessen Informations- und Aufklärungspflichten gelegt wird.

## 2. Charakteristik des Anlageberatungsvertrags

### 2.1 Rechtliche Qualifikation

Auf den Anlageberatungsvertrag ist nach herrschender Lehre und Rechtsprechung Auftragsrecht (Art. 394 ff.

OR)<sup>36</sup> anwendbar.<sup>37</sup> Anlageberatung wird dabei in verschiedenen vertraglichen Erscheinungsformen erbracht. Am einen Ende steht das Beratungsverhältnis, das nach dem Willen der Parteien auf Dauer angelegt ist und in dessen Rahmen der Kunde regelmässig Beratungsdienste in Anspruch nimmt. Ein solcher Anlageberatungsvertrag wird in der Regel schriftlich und in oftmals standardisierter Form abgeschlossen.<sup>38</sup> Da der Anlageberatungsvertrag keinem Formzwang unterliegt, sind auch mündlich abgeschlossene Beratungsverträge denkbar.<sup>39</sup> Am anderen Ende des Anlageberatungsspektrums steht die punktuelle Beratung, die der Berater auf Initiative des Kunden oder von sich aus erbringt.<sup>40</sup> In einer solchen Konstellation trifft der Kunde seine Anlageentscheidung in der Regel autonom und beansprucht nur gelegentlich den Rat des Anlageberaters. Gleichwohl finden auch auf ein solches Vertragsverhältnis die auftragsrechtlichen Regeln Anwendung.<sup>41</sup>

<sup>30</sup> Eine Abgrenzung der beiden Vertragsbeziehungen wird in der Praxis dadurch erschwert, dass Beratungsdienstleistungen oftmals nur punktuell und ohne schriftliche Vereinbarung erbracht werden; vgl. hierzu *Cerutti* (Fn. 19), 77 f.

<sup>31</sup> *Urs Emch/Hugo Renz/Reto Arpagaus*, Das schweizerische Bankgeschäft, 7. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2011, Rz. 1751.

<sup>32</sup> *Gutzwiller* (Fn. 20), 18.

<sup>33</sup> Die Zuständigkeit für das Treffen des Anlageentscheids darf nicht mit der (operationellen) Ausführung desselben gleichgesetzt werden. In der Regel führt der Kunde seinen Anlageentscheid nicht selbstständig, beispielsweise auf einer Handelsplattform im Internet, aus, sondern betraut damit die ihn beratende Bank. Das führt zum Ergebnis, dass der Anlageberater seinem Kunden oftmals Empfehlungen erteilt und gleichzeitig auch die Abwicklung der Transaktionen übernimmt.

<sup>34</sup> *Cerutti* (Fn. 19), 77; vgl. auch *Gutzwiller* (Fn. 23), 27 f., wonach auch dann ein Anlageberatungsvertrag vorliegt, wenn der Ausführungsentscheid der Transaktion von der Einwilligung des Kunden abhängig ist; ebenso *Roth* (Fn. 19), 14.

<sup>35</sup> BGer 4A\_336/2014 vom 18. Dezember 2014, E. 4.

<sup>36</sup> Neben den Regeln des Auftragsrechts sind auf den Anlageberatungsvertrag auch aufsichtsrechtliche Normen (KAG), Doppelnormen (BEHG) sowie Landesrecht anwendbar.

<sup>37</sup> *Urs Philipp Roth*, Aufklärungspflichten im Vermögensanlagegeschäft der Banken, in: Bruno Gehrig/Ivo Schwander (Hrsg.), Banken und Bankenrecht im Wandel, Festschrift für Beat Kleiner, Zürich 1993, 1–39, 11, 17; *Gutzwiller* (Fn. 23), 34; *Dieter Spälti*, Die rechtliche Stellung der Bank als Vermögensverwalterin, Diss. Zürich 1989, 135 ff.; *Urs Bertschinger*, Sorgfaltspflichten der Bank bei Anlageberatung und Verwaltungsaufträgen, Diss. Zürich 1991, 15.

<sup>38</sup> *Gutzwiller* (Fn. 23), 28 f.

<sup>39</sup> *Christian Thalmann*, Von der vorvertraglichen Aufklärungspflicht der Bank zur börsengesetzlichen Informationspflicht des Effektenhändlers, in: Rainer J. Schweizer/Herbert Burkert/Urs Gasser (Hrsg.), Festschrift für Nicolas Druey zum 65. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2002, 971–992, 991; *Sandro Abegglen*, «Point of Sale»-Aufklärung und Produktransparenz – die Informationspflichten beim Anlagegeschäft der Banken, in: Peter R. Isler/Romeo Cerutti (Hrsg.), Vermögensverwaltung II, Zürich/Basel/Genf 2009, 61–87, 82. Dem Bundesgericht zufolge ist das Schriftformerfordernis im Anlageberatungsvertrag immer dann entbehrlich, «wenn sich wegen einer andauernden Geschäftsbeziehung zwischen der Bank und dem Kunden ein besonderes Vertrauensverhältnis entwickelt hat, aus welchem der Kunde nach Treu und Glauben auch unaufgefordert Beratung und Abmahnung erwarten darf» (BGE 133 III 97, E. 7.2).

<sup>40</sup> *Thalmann* (Fn. 39), 972.

<sup>41</sup> *Gutzwiller* (Fn. 23), 35 m.w.H.; *Roth* (Fn. 37), 12 f.

## 2.2 Pflichten des Anlageberaters

### 2.2.1 Überblick

Gemäss Art. 398 Abs. 2 OR haftet der Beauftragte seinem Auftraggeber für «getreue und sorgfältige Ausführung des ihm übertragenen Geschäfts». Hinsichtlich des Anlageberatungsvertrags leiten Lehre und Rechtsprechung aus der auftragsrechtlichen Sorgfalts- und Treuepflicht eine Vielzahl von Pflichten ab.<sup>42</sup> Diese lassen sich in Pflichten unterteilen, die einen Informationsfluss vom Anlageberater zu seinem Kunden bewirken, und in Obliegenheiten, die zu einem Informationsfluss in die umgekehrte Richtung führen. Zu Ersteren gehören die Aufklärungspflicht, die Informationspflicht i.e.S., die Beratungspflicht sowie die Abmahnungs- bzw. Warnpflicht des Beraters.<sup>43</sup> Unter die Zweitgenannten ist die Informations- bzw. Aufklärungsobliegenheit des Kunden bezüglich seiner finanziellen und persönlichen Verhältnisse gegenüber seinem Berater zu subsumieren.<sup>44</sup> Die beiden Informationsflüsse sind sodann auch miteinander verbunden und bedingen einander wechselseitig. Erst wenn der Kunde seiner Aufklärungsobliegenheit nachkommt, kann der Berater seine Information den spezifischen Verhältnissen und dem konkreten Wissensstand des Kunden anpassen. Gleichzeitig auferlegt das Auftragsrecht dem Berater auch eine Erkundigungs- und Nachforschungspflicht resp. Informationsbeschaffungspflicht bezüglich der Verhältnisse seines Kunden. Das bedeutet, dass sich der Anlageberater aktiv nach den für die Beratung relevanten Umständen seines Kunden erkundigen muss.<sup>45</sup>

### 2.2.2 Informationsfluss vom Berater zum Kunden

Unter der *Aufklärungspflicht* ist die Pflicht zu verstehen, den anderen unaufgefordert über entscheidungs-

erhebliche Umstände zu informieren.<sup>46</sup> Aufklärung hat dabei eine vorvertragliche und eine vertragliche Komponente. Im vorvertraglichen Kontext bedeutet Aufklärung primär Risikoaufklärung. Mithin muss der Kunde vor der Ausführung des Auftrags (beispielsweise vor einem konkreten Anlagegeschäft) auf dessen Zweck, Funktionsweise, Chancen und Risiken hingewiesen werden.<sup>47</sup> Als vorvertragliche Pflicht der Bank zur Aufklärung ihres Kunden ist die Aufklärungspflicht insbesondere in der *Execution-only*-Beziehung von grosser Bedeutung.<sup>48</sup> Sie gilt dann dogmatisch als Nebenverpflichtung.<sup>49</sup> Im Anlageberatungsverhältnis hat die Aufklärungspflicht ebenfalls eine vorvertragliche Komponente.<sup>50</sup> Gegenüber der Vermittlung von Know-how *während* bestehenden Vertragsverhältnisses kommt dieser jedoch nur eine untergeordnete Rolle zu.<sup>51</sup> Die Wissensvermittlung im Anlageberatungsvertrag stellt einen Teil der Hauptschuld dar. Sie wird nachfolgend als Beratungs- und Informationspflicht i.e.S. thematisiert. Unabhängig davon, ob die Aufklärungspflicht als vertragliche Nebenleistungs- (*Execution-only*) oder Hauptleistungspflicht (Anlageberatung) auftritt, setzt auch die Aufklärung eine Ermittlung des Wissensstands des Kunden voraus (dazu gleich nachfolgend).<sup>52</sup>

<sup>42</sup> Neben dem Auftragsrecht ergeben sich im Bereich der Anlageberatung auch aus anderen Normen Pflichten. Als Beispiele hierfür können Art. 11 Abs. 1 BEHG sowie Art. 6 ff. VE-FIDLEG genannt werden.

<sup>43</sup> BGer 4A\_140/2011 vom 27. Juni 2011, E. 3.1; dazu nachfolgend Ziff. III.2.2.2.

<sup>44</sup> Dazu nachfolgend Ziff. III.2.2.3.

<sup>45</sup> Diese Informationsbeschaffungspflicht wird oftmals als *Know-your-customer-rule* bezeichnet, vgl. *Trautmann/von der Crone* (Fn. 21), 141 ff.; BGE 124 III 155, E. 3. a.

<sup>46</sup> *Sandro Abegglen*, Die Aufklärungspflichten in Dienstleistungsbeziehungen, insbesondere im Bankgeschäft, Entwurf eines Systems zu ihrer Konkretisierung, Diss. Bern 1995, 3.

<sup>47</sup> *Oliver Arter*, Schweizerisches Bundesgericht, I. Zivilabteilung, Urteil vom 3. Februar 2012 i.S. X. c. Y., (BGer 4A\_525/2011), AJP 21 2012, 1317–1328, 1324.

<sup>48</sup> Der Umfang der Aufklärungspflicht im Vertragsverhältnis ist demgegenüber äusserst gering.

<sup>49</sup> *Thomas Steininger/Hans Caspar von der Crone*, Beratungsauftrag und Aufklärungspflichten, SZW 81 2009, 140–151, 144.

<sup>50</sup> Vgl. *Thalmann* (Fn. 24), 214, der unter der vorvertraglichen Aufklärungspflicht die Pflicht zur unaufgeforderten Aufklärung oder Warnung im Vorfeld eines Geschäftsabschlusses versteht; *Thalmann* (Fn. 39), 973 f.; *Gutzwiller* (Fn. 23), 89; vgl. ferner *Steininger/von der Crone* (Fn. 49), 144 Fn. 32.

<sup>51</sup> Gemäss *Thalmann* (Fn. 39), 976, verwischen sich im (dauerhaften) Anlageberatungsvertrag die Grenzen zwischen der vorvertraglichen Aufklärungspflicht und der aus dem Vertragsverhältnis fliessenden Hauptpflicht. Nach Ansicht von *Steininger/von der Crone* (Fn. 49), 144, sollte die Unterscheidung zwischen vorvertraglicher und vertraglicher Aufklärung nicht überbewertet werden. Vgl. weiter *Abegglen* (Fn. 39), 83 f.

<sup>52</sup> Vgl. *Trautmann/von der Crone* (Fn. 21), 153 f., m.w.H.

Die *Informationspflicht i.e.S.* ist eine vertragliche Hauptleistungspflicht. Sie umfasst ebenfalls schwerpunktmässig die Aufklärung über Risiken, derer der Kunde sich nicht bewusst ist. Ziel der Informationspflicht i.e.S. ist es, die Informationsasymmetrien zwischen dem fachkundigen Berater und dem ratsuchenden Kunden zu beseitigen. Aus der Pflicht zur sorgfältigen Auftragsausführung geht hervor, dass der Kunde vollständig informiert werden muss.<sup>53</sup> Im Einzelnen schuldet der Berater seinem Kunden Informationen zur Funktionsweise von einzelnen Anlageinstrumenten sowie zu den beabsichtigten Anlagezielen. Zudem ist der Kunde auf das Risikopotenzial der Anlageinstrumente hinzuweisen und über das Verhältnis von Risiko und Gewinnchancen zu unterrichten.<sup>54</sup> Ausfluss der auftragsrechtlichen Sorgfaltspflicht ist dabei, dass sich die im Rahmen der Informationspflicht i.e.S. geschuldete Aufklärung stets am Wissensstand des Kunden zu orientieren hat.<sup>55</sup> Voraussetzung hierfür ist, dass sich der Berater vorab mit dem Kunden auseinandersetzt und dessen Informationsbedürftigkeit ermittelt. Wie erwähnt, trifft den Berater in diesem Kontext eine *Informationsbeschaffungspflicht*.<sup>56</sup> Dieser kommt er einerseits durch die Erstellung eines Kundenprofils zu Beginn des Vertragsverhältnisses nach, anlässlich dessen er den Wissensstand sowie die Risikofähigkeit und -bereitschaft<sup>57</sup> des Kunden ermittelt.<sup>58</sup> Andererseits muss der Anlageberater auch während der gesamten Vertragsdauer für das Beratungsverhältnis wesentliche Informationen bezüglich der persönlichen Verhältnisse des Kunden in Erfahrung bringen. Die *Know-your-customer-rule* könnte deshalb richtigerweise auch als *Keep-knowing-your-customer-rule* bezeichnet werden.<sup>59</sup>

<sup>53</sup> Roth (Fn. 37), 12 f.

<sup>54</sup> Gutzwiller (Fn. 23), 119.

<sup>55</sup> BGE 124 III 155, E. 3.a; ebenso Roth (Fn. 37), 13, wonach der Berater zu qualitativer und quantitativer Selektion der Auskunft verpflichtet ist, was ein Eingehen auf die individuellen Kenntnisse und Fähigkeiten des Ratsuchenden bedinge.

<sup>56</sup> Thalmann (Fn. 39), 977 f.; vgl. auch BGer 4A\_336/2014 vom 18. Dezember 2014, E. 5.2.

<sup>57</sup> Vgl. zu diesen beiden Begriffen Emch/Renz/Arpagaus (Fn. 31), N 1607 f.

<sup>58</sup> Emch/Renz/Arpagaus (Fn. 31), N 1606; vgl. zum Gesamten auch Bertschinger (Fn. 37), 94 ff.; Trautmann/von der Crone (Fn. 21), 144 ff.; Jentsch/von der Crone (Fn. 21), 644.

<sup>59</sup> Trautmann/von der Crone (Fn. 21), 144.; a.M. Gutzwiller (Fn. 23), 111 f., wonach es sich bei der *Know-your-customer-rule* um eine vorvertragliche Pflicht handle.

Wie die Informationspflicht i.e.S. gehört auch die *Beratungspflicht* zum vertraglichen Hauptleistungskatalog.<sup>60</sup> Unter Beratung sind mit einer Wertung versehene Informationen in Bezug auf die einzelnen Anlageoptionen zu verstehen. Konkret besteht die Beratung entweder im Hinweis auf eine aussichtsreiche Anlagemöglichkeit oder in der Empfehlung für das Erreichen der Anlageziele geeigneter Massnahmen.<sup>61</sup>

Im Anlageberatungsvertrag obliegt dem Anlageberater gegenüber seinem Kunden überdies eine Abmahnungs- und gegebenenfalls eine Warnpflicht.<sup>62</sup> Unter der *Abmahnungspflicht* ist die Pflicht des Anlageberaters zu verstehen, seinen Kunden auf die Unzweckmässigkeit von erteilten Weisungen aufmerksam zu machen und ihn von dieser Anordnung abzubringen.<sup>63</sup> Diese Pflicht setzt voraus, dass der Anlageberater die Weisungen seines Kunden stets auf ihre Zweckmässigkeit im Hinblick auf das vom Kunden anvisierte Ziel hin überprüft.<sup>64</sup> Der Kunde trifft im Anlageberatungsverhältnis den Anlageentscheid selber. Seine dem Anlageberater erteilten Weisungen beinhalten demnach in der Regel die Ausführung einzelner Transaktionen in operationeller Hinsicht und nicht, wie bei der Vermögensverwaltung, die Vorgabe konkreter Handlungen innerhalb der festgelegten Verwaltungsstrategie. In der Anlageberatung betreffen die Weisungen somit oftmals nicht das Beratungsverhältnis als solches, sondern die daraus hervorgehende Handelstätigkeit des Kunden. Gleichwohl ist der Anlageberater auch zur Abmahnung solcher Weisungen verpflichtet, sollte er diese für unzweckmässig halten.

Gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung tritt zur Abmahnungspflicht je nach Beratungsverhältnis eine *Warnpflicht* hinzu: Der Anlageberater ist diesfalls verpflichtet, seinen Kunden vor übereilten Entschlüssen zu warnen.<sup>65</sup> Teilweise bejaht das Bundesgericht eine Warnpflicht auch unabhängig von einer einzelnen Transaktion. In diesem Fall wird unter

<sup>60</sup> Roth (Fn. 37), 12.

<sup>61</sup> BGE 115 II 62, E. 3.a.

<sup>62</sup> Die Quelle der Warn- und Abmahnungspflicht ist dabei in der auftragsrechtlichen Treuepflicht zu verorten.

<sup>63</sup> Roth (Fn. 37), 13; Trautmann/von der Crone (Fn. 21), 154.

<sup>64</sup> Walter Fellmann, Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Band VI, 2. Abt., 4. Teilband, Der einfache Auftrag, Art. 394–406 OR, Bern 1992, Art. 397 N 105 ff.

<sup>65</sup> BGE 124 III 155, E. 3.a; BGer 4A\_140/2011 vom 27. Juni 2011, E. 3.1.

Warnpflicht die Verpflichtung des Anlageberaters verstanden, seinen Kunden in bestimmten Situationen *unaufgefordert* vor sich abzeichnenden Gefahren zu warnen.<sup>66</sup> Eine rechtzeitige Warnung des Kunden bedingt, dass der Anlageberater dessen Depot ständig überwacht. Ob der Berater hierzu verpflichtet ist, beurteilt sich in erster Linie nach dem Inhalt des abgeschlossenen Vertrags.<sup>67</sup> Wurde die Überwachung des Depots nicht vertraglich geregelt, sind andere Faktoren wie beispielsweise die Dauer des Vertragsverhältnisses oder die Entgeltlichkeit desselben beizuziehen. Unseres Erachtens ist eine Überwachung des Depots durch den Anlageberater und – damit einhergehend – eine *unaufgeforderte* Warnung des Kunden immer dann geschuldet, wenn zwischen den Parteien ein entgeltliches<sup>68</sup> Dauerschuldverhältnis besteht. Diesfalls darf der Kunde aufgrund seines berechtigten Erwartungshorizonts von einer Überwachung und (spontanen) Abmahnung durch den Anlageberater ausgehen.<sup>69</sup>

<sup>66</sup> BGer 4A\_525/2011 vom 3. Februar 2012, E. 8.1, wonach eine sich abzeichnende Gefahr beispielsweise in einer wesentlichen Bonitätsverschlechterung eines Emittenten von im Depot liegenden Obligationen bestehen kann.

<sup>67</sup> Je nach Ausgestaltung des Anlageberatungsvertrags ist die beratende Bank verpflichtet, das Depot laufend zu überwachen: *Abegglen* (Fn. 39), 83.

<sup>68</sup> Zur Entgeltlichkeit im Anlagegeschäft vgl. nachfolgend Ziff. III.2.3.

<sup>69</sup> Weitergehend *Arter* (Fn. 47), 1327, der eine Pflicht zur dauernden Überwachung auch dann bejaht, wenn die Bank für diese Tätigkeit keine Entschädigung erhält, allerdings mit dem Hinweis, dass die Bank bei konkludent geschlossenen Anlageberatungsverträgen tendenziell keine Überwachungs- und Abmahnungspflicht trifft. Nach Ansicht von *Thalmann* (Fn. 24), 187, bedarf es für die Verpflichtung, das Vermögen des Kunden dauerhaft zu überwachen, einer Vereinbarung. Seines Erachtens kommt eine solche Abrede in der Praxis nur selten vor, denn wer die Überwachung seines Vermögens wünsche, erteile der Bank in aller Regel einen Verwaltungsauftrag. Das Bundesgericht legt sich wie *Abegglen* (Fn. 39), 83, nicht eindeutig fest, weist aber darauf hin, dass bei einer Anlageberatung, die ausserhalb der eigentlichen Vermögensverwaltung erfolge, der Kunde ohne anderslautende Vereinbarung grundsätzlich nicht erwarten könne, dass die Bank das Depot dauerhaft überwache und ihn gegebenenfalls auf Gefahren hinweise: BGer 4A\_525/2011 vom 3. Februar 2012, E. 8.1; vgl. HGer ZH HG090121-0 vom 19. Mai 2011, III.2.2.2.2, wonach die Bank bei der *punktuellen* Anlageberatung keine Fürsorge für das ihr anvertraute Vermögen übernimmt und keine Überwachungspflicht der Bank besteht.

### 2.2.3 Informationsfluss vom Kunden zum Berater

Der Informationsfluss vom Kunden zum Berater leitet sich aus der Informations- und Aufklärungsobliegenheit des Kunden ab und besteht darin, dass der Kunde seinem Berater von sich aus oder auf dessen Initiative hin Auskünfte erteilt. In der Regel informiert sich der Anlageberater anlässlich eines persönlichen Gesprächs über den Wissensstand seines Kunden, über dessen Risikoprofil sowie über die Anlageziele. Von Bedeutung sind auch sozioökonomische Informationen, zum Beispiel Alter, Familienstand oder Beruf.<sup>70</sup> Die Gesamtheit dieser Auskünfte stellen aus Sicht des Anlageberaters eine zentrale Voraussetzung für die sorgfältige Aufklärung und Beratung des Kunden dar.<sup>71</sup> Ein Anlageberater sollte deshalb durchaus hartnäckig nachfragen und sich hinsichtlich des Fachwissens von einem (vordergründig) kompetenten Auftritt nicht vorschnell täuschen lassen.<sup>72</sup> Fraglich ist, wie sich der Anlageberater zu verhalten hat, wenn der Kunde ihm dennoch bestimmte Informationen verweigert. Dadurch wird dem Berater unter Umständen verunmöglicht, seinen Kunden fachgemäss aufzuklären und zu beraten. Um sich nicht der Gefahr einer Sorgfaltspflichtverletzung auszusetzen, muss der Anlageberater den Kunden darauf hinweisen und das Beratungsmandat gegebenenfalls ablehnen.<sup>73</sup>

### 2.2.4 Umfang der Informationspflicht

Ausgangspunkt für die Bestimmung des Umfangs der Pflichten im Anlageberatungsverhältnis, wobei nachfolgend unter dem Begriff «Informationspflichten» sämtliche Pflichten des Anlageberaters (also insbe-

<sup>70</sup> *Bertschinger* (Fn. 37), 85 ff.; *Steininger/von der Crone* (Fn. 49), 147 f.

<sup>71</sup> Vgl. *Trautmann/von der Crone* (Fn. 21), 144 ff., die bezüglich der Vermögensverwaltung festhalten, dass bei einem Verzicht auf Erkundigungen zu den persönlichen und finanziellen Verhältnissen des Kunden eine schadenersatzbegründende Sorgfaltspflichtverletzung vorliege. Gleiches gilt auch für die (dauerhafte) Anlageberatung.

<sup>72</sup> *Steininger/von der Crone* (Fn. 49), 147. Nach Ansicht von *Dieter Krimphove*, Anlageberatung, Das System der zivilrechtlichen Haftung von Kreditinstituten, Frankfurt am Main et al. 1992, 12, verwirkt ein Kunde, der sich gegenüber der Bank als Branchenkenner ausgibt, seinen Anspruch auf intensive Beratung. Gl.M. *Bertschinger* (Fn. 37), 84, demzufolge als fachlich kompetent zu gelten hat, wer sich fachlich kompetent gibt.

<sup>73</sup> *Trautmann/von der Crone* (Fn. 21), 146.

sondere auch die Informationspflicht i.e.S.) zusammengefasst werden sollen, ist der für die auftragsrechtliche Sorgfaltspflicht geltende objektivierte, abstrakte Massstab.<sup>74</sup> Diesem zufolge gilt als sorgfältig, was einem berufsspezifischen Durchschnittsverhalten entspricht, wobei an Spezialisten strengere Massstäbe anzulegen sind. Für die Bestimmung des Sorgfaltsmassstabs sind zudem die Schwierigkeit der zu verrichtenden Arbeit, das dafür benötigte Wissen sowie die erforderlichen Fähigkeiten zu berücksichtigen.<sup>75</sup> Wie im Nachfolgenden zu zeigen sein wird, variiert der Umfang der Informationspflichten je nach Ausgestaltung und Charakteristik des einzelnen Beratungsverhältnisses. Unseres Erachtens lässt sich aus dem objektivierten Massstab der Sorgfaltspflicht jedoch ableiten, dass ein gewisser Mindestsockel an Information und Aufklärung in *jedem* Anlageberatungsvertrag geschuldet ist. Ein Anlageberatungsverhältnis, in dem der Anlageberater vollständig auf die Vermittlung von Information verzichtet, ist kaum denkbar – unabhängig vom Fachwissen und Erfahrungsstand seines Kunden im Einzelfall. Wünscht der Kunde von der Bank ausschliesslich die Ausführung eines Börsengeschäfts, stünde hierfür die *Execution-only*-Beziehung zur Verfügung. Sobald jedoch ein Anlageberatungsverhältnis bejaht wird, sei dies ausdrücklich oder konkludent zustande gekommen, punktuell oder andauernd abgeschlossen, ist der Anlageberater ausgehend von seiner Sorgfaltspflicht zu einem Mindestmass an Information verpflichtet.

Gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung lässt sich der Umfang der Aufklärungs- und Beratungspflicht bei der Anlageberatung im Einzelnen nicht allgemein festlegen, sondern hängt von den Umständen des Einzelfalls ab, insbesondere von der Ausgestaltung des jeweiligen Beratungsverhältnisses (i), der Art des konkreten Anlagegeschäfts (ii) sowie der Erfahrung und den Kenntnissen des Kunden (iii).<sup>76</sup>

Ausgangspunkt für die Bestimmung des Umfangs der Informationspflichten ist stets die Vereinbarung zwischen den Parteien (i). Von Bedeutung ist zuerst, welche Art von Beratungsdienstleistung der Kunde nachfragt. Wünscht er Informationen zu einem spezifischen Anlageprodukt oder möchte er sich umfassend beraten lassen?<sup>77</sup> Der Umfang der Informationspflichten hängt sodann massgeblich davon ab, ob das Anlageberatungsverhältnis dauerhaft oder nur für kurze Zeit eingegangen wurde. Wie erwähnt, ist eine Pflicht zur unaufgeforderten Warnung (ohne anderslautende Parteivereinbarung) beispielsweise nur dann zu bejahen, wenn die Anlageberatung auf Dauer angelegt ist.<sup>78</sup>

Dem Bundesgericht zufolge hängt der Umfang der Information von der Art des jeweiligen Anlagegeschäfts ab (ii). Je nach Risikopotenzial und Komplexität der Risikostruktur der empfohlenen Anlageinstrumente ist er grösser oder kleiner.<sup>79</sup> Beabsichtigt der Kunde zum Beispiel eine Investition in hochkomplexe und äusserst spekulative Anlageprodukte, so benötigt er tendenziell detailliertere Informationen als beim Kauf von festverzinslichen Staatsanleihen. Der Anlageberater ist unseres Erachtens schliesslich auch dann zu einer umfangreicheren Information verpflichtet, wenn er seinem Kunden von sich aus eigene Anlageprodukte empfiehlt (sogenanntes *Push-marketing*).

Als letztes Bestimmungskriterium für den Informationsumfang nennt das Bundesgericht die Erfahrung und die Kenntnisse des Kunden (iii). Diesem Kriterium liegt die Überlegung zugrunde, dass die Informationspflicht keinen Selbstzweck verfolgt, sondern auf den Ausgleich von Informationsasymmetrien abzielt.<sup>80</sup> Mithin soll der Kunde vor Risiken geschützt werden, derer er sich aufgrund eines Informationsdefizits nicht bewusst ist.<sup>81</sup> Je geringer der Kenntnisstand des Kunden ist, desto grösser sind das Informationsgefälle bzw. die Informationsasymmetrie zwischen den Parteien und damit der Aufklärungsbedarf des Kunden im Rahmen der Informati-

<sup>74</sup> Gutzwiller (Fn. 23), 90 ff.

<sup>75</sup> Rolf H. Weber, in: Heinrich Honsell/Nedim Peter Vogt/Wolfgang Wiegand (Hrsg.), Basler Kommentar zum Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, Basel 2011 (nachfolgend BSK-Bearbeiter), N 27 zu Art. 398, m.w.H.; P. Christoph Gutzwiller, Unsorgfältige Vermögensverwaltung, AJP 9 2000, 57–65, 58.

<sup>76</sup> BGer 4C\_205/2006 vom 21. Februar 2007, E. 3.2; BGer 4A\_336/2014 vom 18. Dezember 2014, E. 4.1; BGer 4A\_525/2011 vom 3. Februar 2012, E. 3.2.

<sup>77</sup> Cerutti (Fn. 19), 78.

<sup>78</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. III.2.2.2.

<sup>79</sup> Vgl. hierzu Art. 3 der Verhaltensregeln für Effektenhändler bei der Durchführung des Effektenhandelsgeschäftes der Schweizerischen Bankiervereinigung (2008).

<sup>80</sup> Vgl. HGer ZH HG110039-0 vom 14. April 2014, E. III.5.3.1.

<sup>81</sup> Steiningervon der Crone (Fn. 49), 70; Krimphove (Fn. 72), 10 ff.



onspflicht des Anlageberaters. Ist der Kunde demgegenüber sachkundig und erfahren und begegnen sich Berater und Kunde auf Augenhöhe, reduziert sich der Umfang der Informationspflicht angesichts des geringen (oder inexistenten) Informationsgefälls entsprechend.<sup>82</sup> In einem solchen Beratungsverhältnis ist hinsichtlich üblicher Risiken<sup>83</sup> keine Information geschuldet.<sup>84</sup> Inwieweit der Anlageberater seinen Kunden über nicht-übliche Risiken informieren muss, hängt davon ab, ob diese dem Kunden bekannt sind.

### 2.2.5 Qualität des vermittelten Wissens

Der Informationsumfang ist von der Informationsqualität zu unterscheiden: Während der Umfang je nach Beratungsverhältnis im Einzelfall variiert, muss die Qualität der Information stets denselben Ansprüchen genügen, unabhängig davon, ob sie einzelfallweise oder regelmässig erteilt wurden.<sup>85</sup> Mit anderen Worten sind beispielsweise auch bei einer einmaligen Anlageempfehlung zuerst die persönlichen Verhältnisse des Kunden (insbesondere dessen Risikofähigkeit und Renditeerwartung) zu ermitteln, und es ist die Kompatibilität der empfohlenen Anlage mit dem Depot des Kunden zu prüfen. Auch in einem derartigen Beratungsverhältnis ist der Kunde demnach massgeschneidert zu beraten. Allgemein lässt sich sodann festhalten, dass der Kunde wahrheitsgemäss und in klarer und verständlicher Form informiert werden muss.<sup>86</sup>

### 2.3 Zielkonflikt zwischen Kunde und Berater

In der Praxis ergibt sich nicht selten ein Spannungsverhältnis zwischen den zivilrechtlichen Informationspflichten und dem Geschäftsmodell der Anlageberatung. Dessen Eigenheit liegt darin, dass der Kun-

de für die Dienstleistung (insbesondere im Bereich der Private- oder Retail-Kunden<sup>87</sup>) oftmals kein unmittelbares Entgelt entrichtet.<sup>88</sup> Doch die Anlageberatung ist in der Regel nicht unentgeltlich: Der Anlageberater, oftmals eine Bank, subventioniert die Dienstleistung üblicherweise mittels Depotgebühren, Courtagen und Emissionsgebühren quer.<sup>89</sup> Aus Sicht des Anlageberatungsdienstleisters ist ein Kunde demnach dann profitabel, wenn er entweder ein grosses Depot besitzt oder viel Umsatz (und entsprechend hohe Provisionen) generiert.<sup>90</sup>

Unter Berücksichtigung der Vorgaben betreffend Umfang der Informationspflichten ist ein (Retail-) Kunde ohne spezifisches Anlagewissen für den Erbringer von Beratungsdienstleistungen somit in zweifacher Hinsicht unattraktiv: Einerseits benötigt ein solcher Kunde aufgrund seiner geringen Kenntnisse umfangreichere Aufklärung als ein erfahrener Anleger. Andererseits verwaltet ein Kunde ohne finanzmarktspezifisches Wissen in der Regel nur ein kleines Depotguthaben bzw. tätigt nur wenige Transaktionen. Angesichts der geringen Attraktivität des Beratungsverhältnisses ist der Anlageberater möglicherweise versucht, die kostenintensive kundenspezifische Beratung, die eine regelmässige Analyse des Portfolios voraussetzt, durch die Abgabe standardisierter Informationsbroschüren und allgemeiner Anlageempfehlungen zu ersetzen. Einer solchen Reduktion der Informationsqualität steht jedoch der objektivierte Sorgfaltsmassstab des Auftragsrechts entgegen. Diesem zufolge kann der Informationsumfang im Beratungsverhältnis einzelfallweise variieren, nicht aber die Qualität der Information.<sup>91</sup> Das bedeutet, dass auch ein unerfahrener Kunde mit einem kleinen Portfolio massgeschneiderte Beratung fordern kann. In diesem Punkt kollidiert der Anspruch des Kunden auf spezifische Beratungsdienstleistung folglich re-

<sup>82</sup> Vgl. BGE 133 III 97, E. 7.1.1, wonach der Kunde keine Aufklärung benötigt, wenn er die Risiken der Spekulationstätigkeit kennt. Weiterführend *Gutzwiller* (Fn. 23), 112 f., sowie *Trautmann/von der Crone* (Fn. 21), 146, die festhalten, dass sich mit zunehmender Erfahrung des Kunden nicht die Erkundigungspflicht des Anlageberaters reduziert, sondern der Umfang der zu vermittelnden Information.

<sup>83</sup> Zu den üblichen Risiken gehören beispielsweise das Emittenten-, das Bonitäts- und das Währungsrisiko, vgl. HGer ZH HG110039-0 vom 14. April 2014, E. III.5.3.1.

<sup>84</sup> BGer 4A\_525/2011 vom 3. Februar 2012, E. 3.3.

<sup>85</sup> Dies ergibt sich unseres Erachtens aus der auftragsrechtlichen Sorgfalts- und Treuepflicht. Gl.M. *Gutzwiller* (Fn. 23), 50.

<sup>86</sup> *Roth* (Fn. 37), 13; *Krimphove* (Fn. 72), 39 f.

<sup>87</sup> Zu den Begriffen vgl. *Emch/Renz/Arpagaus* (Fn. 31), N 1550 ff.

<sup>88</sup> *Rolf Sethe*, Verschärfte Regeln für Anlageberater im Retail-Bereich, in: Hartmut Koschyk/Stefan Leible/Klaus Schäfer (Hrsg.), *Anlegerschutz und Stabilität der Finanzmärkte*, Jena 2012, 131–153, 131.

<sup>89</sup> *Emch/Renz/Arpagaus* (Fn. 31), N 1756. Im Licht der jüngeren Rechtsprechung spielen Retrozessionen, wie sie *Sethe* (Fn. 88), 134, für den deutschen Markt als Bestandteil des mittelbaren Entgelts ausmacht, wohl nur eine untergeordnete Bedeutung.

<sup>90</sup> Vgl. *Emch/Renz/Arpagaus* (Fn. 31), N 1757 ff.

<sup>91</sup> Vgl. vorne Ziff. III.2.2.5.

gelmässig mit dem Interesse des Anlageberaters, das Beratungsgeschäft profitabel zu betreiben.

Hinsichtlich institutioneller Kunden<sup>92</sup> (und Private-Kunden mit grossem Portfolio) ist der Zielkonflikt von geringerer Bedeutung, obwohl die Beratung dieser Kundschaft nach ähnlichen Kriterien erfolgt wie bei den Privatanlegern.<sup>93</sup> Aufgrund der Grösse des Portfolios der institutionellen Kundschaft ist die Profitabilität aus Sicht des Anlageberaters in der Regel gegeben. In schriftlich und auf Dauer abgeschlossenen Beratungsverhältnissen, wie sie im Bereich der institutionellen Anlegerschaft die Regel sind, ist es zudem üblich, dass eine eigentliche Beratungsgebühr vereinbart wird. Schliesslich verfügen die institutionelle Kundschaft und die vermögende Privatkundschaft – angesichts der Grösse des von ihr verwalteten Depots – regelmässig über umfangreiches anlagespezifisches Fachwissen, was den Umfang der geschuldeten Aufklärung und Information reduziert und die Dienstleistungserbringung diesbezüglich vereinfacht.

#### 2.4 Kundensegmentierung

Der Zielkonflikt zwischen dem Anspruch des Kunden auf umfassende Beratung und dem Streben des Anlageberaters nach Profitabilität hängt massgeblich davon ab, wer dem Berater auf Kundenseite gegenübersteht. Aus Beratersicht ist es deshalb naheliegend, auf diesen Konflikt mit einer Segmentierung der Kundschaft zu reagieren und je nach Segment die Dienstleistung anzupassen. Strittig ist, inwieweit sich eine nach Segmenten differenzierte Information und Beratung mit den Vorschriften des Auftragsrechts vereinbaren lässt, denen eine Segmentierung unbekannt ist.<sup>94</sup>

Im Bereich der Anlageberatung liegt der Segmentierung die Überlegung zugrunde, dass nicht alle Kunden gleich viel Schutz benötigen.<sup>95</sup> Wie erwähnt, ist die Schutzbedürftigkeit im Anlageberatungsgeschäft schwerpunktmässig auf das Informationsgefälle zwischen Anlageberater und Kunde zurückzuführen. Als Kriterien für die Festlegung der unterschiedlichen Kundensegmente sind demnach insbesondere das Wissens- und Erfahrungsniveau der Kunden beizuziehen. Denkbar ist, ausgehend von der individuellen Ermittlung des Kenntnisstands des Kunden eine Unterscheidung in erfahrene und unerfahrene Kunden vorzunehmen. Je nach Zugehörigkeit zum einen oder anderen Segment fiele der Umfang der zu vermittelnden Information grösser oder kleiner aus. Ein unerfahrener Kunde würde dieser Segmentierung zufolge umfassend, d.h. auch hinsichtlich der üblichen Risiken, aufgeklärt.<sup>96</sup> Ein erfahrener Kunde erhielte demgegenüber nur dasjenige Wissen vermittelt, das ihm trotz seiner grossen Fachkenntnisse unbekannt ist. Dadurch würde ausgeschlossen, dass ein solcher Kunde mit Informationen versorgt würde, die für ihn unnötig sind. Aus Sicht des Anlageberaters liegt der Vorteil dieser Segmentierung darin, dass der Umfang der Aufklärungspflichten – je nach Segment – einheitlicher und verbindlicher festgelegt würde, was der Rechtssicherheit zuträglich wäre. Durch die Beschränkung der Aufklärungspflicht für erfahrene Kunden würden gleichzeitig die durch die Aufklärung entstehenden Kosten reduziert, wodurch die Profitabilität des Beratungsgeschäfts in diesem Segment insgesamt erhöht würde.

Eine Segmentierung aufgrund der Erfahrung des Kunden kann dafür hilfreich sein, eine Aussage über den im jeweiligen Beratungsverhältnis geschuldeten Informationsumfang treffen zu können. Bezüglich der Informationsqualität ist eine solche Segmentierung hingegen nicht geeignet: Unabhängig davon, ob der Anlageberater einem erfahrenen oder unerfahrenen Kunden Ratschlag erteilt, muss die Bera-

<sup>92</sup> Zum Begriff vgl. Roth (Fn. 37), 4 f.; Emch/Renz/Arpagaus (Fn. 31), N 1807.

<sup>93</sup> Vgl. Emch/Renz/Arpagaus (Fn. 31), N 1809.

<sup>94</sup> Anders jedoch Art. 11 BEHG, der für *Execution-only*-Beziehungen ausgehend von der Geschäftserfahrung und den fachlichen Kenntnissen der Kunden zwei Kundensegmente unterscheidet. Auch das KAG (Art. 10 Abs. 3) sowie der VE-FIDLEG (Art. 4 f.) kennen eine Segmentierung. Vgl. zum Gesamten Flavio Amadò/Giovanni Molo/Raffaele de Vecchi, Die regulatorischen und zivilrechtlichen Aspekte des FIDLEG-Projektes: eine kritische Auseinandersetzung, AJP 22 2013, 1783–1805, 1790 ff.; Adrian Schoop, Kundensegmentierung am Point of Sale, Zivil- und aufsichtsrechtliche Verhaltensregeln für in der Schweiz und in der EU tätige Finanzdienstleister, Zürich 2014, 28 f.,

135 f.; Harald Bärtschi, Finanzmarktregulierung im Fluss, SZW 86 2014, 459–491, 474 ff. Zur Kundenkategorisierung im Bereich des MiFID II vgl. Rolf Sethe, MiFID II – Eine Herausforderung für den Finanzplatz Schweiz, SJZ 110 2014, 477–489, 471 ff.

<sup>95</sup> Mirjam Eggen/Christian Staub, Kundensegmentierung – Panacea oder Abschied vom mündigen Anleger?, GesKR 7 2012, 55–71, 70.

<sup>96</sup> Vgl. hierzu vorne Ziff. III.2.2.4.

tungsdienstleistung inhaltlich dieselbe Qualität aufweisen.<sup>97</sup> Die Informationsqualität ist mit anderen Worten von Beraterseite segmentunabhängig gleichermaßen zu erfüllen.

Gleiches lässt sich auch hinsichtlich einer Segmentierung festhalten, die sich nach der Verdienstmöglichkeit des Anlageberaters richtet. Als mögliches Segmentierungskriterium käme die Ertragserswartung des Anlageberaters im konkreten Beratungsverhältnis infrage. Ausgehend von diesem Kriterium liessen sich die Segmente beispielsweise aus Retail-Kunden sowie Private-Kunden mit einem kleineren Portfolio (kleine Ertragserswartung und entsprechend geringe Profitabilität) einerseits sowie aus Private-Kunden mit einem grösseren Portfolio sowie institutionellen Kunden (grosse Ertragserswartung und entsprechend grosse Profitabilität) andererseits bilden. Naheliegenderweise würde der Anlageberater die Beratungsqualität im ersten, weniger profitablen Segment tendenziell reduzieren wollen, um Kosten zu sparen. Die Kunden des zweiten, lukrativeren Segments würden demgegenüber umfassender und qualitativ hochstehender beraten. Einer solchen Vorgehensweise stünde jedoch – wie erwähnt – die auftragsrechtliche Sorgfaltspflicht entgegen, wonach jeder Kunde unabhängig von der Verdienstmöglichkeit des Anlageberaters massgeschneidert beraten werden muss.

Eine Segmentierung nach Profitabilität hat für den Anlageberater somit lediglich internen Nutzen: Sie dient ihm als Grundlage dafür, ob er eine bestimmte Dienstleistung überhaupt anbieten oder ein bestimmtes Geschäft überhaupt eingehen will oder nicht. Angesichts der hohen qualitativen Ansprüche, die an die Beratungsdienstleistung gestellt werden, ist es denkbar, dass Anlageberatung bis zu einer bestimmten Portfoliogrösse bzw. bis zu einem bestimmten Umsatzvolumen nicht gewinnbringend erbracht werden kann. Die Konsequenz wäre, dass Retail-Kunden und Private-Kunden mit einem kleineren Portfolio keine Anlageberatung angeboten erhielten. Die geringe Lukrativität dieses Geschäftszweigs hätte demnach zur Folge, dass Kleinkunden für die Vermögensanlage unter Beizug eines externen Beraters auf

die Vermögensverwaltung ausweichen müssten.<sup>98</sup> Aufgrund ihrer unterschiedlichen Kostenstruktur<sup>99</sup> lässt sich diese im Retail- und Private-Bereich eher profitabel betreiben, als dies bei der Anlageberatung der Fall ist.

Gleichzeitig muss denjenigen Kunden, denen die Anlageberatung verwehrt ist, die aber Anlageentscheidungen selber fällen wollen, die *Execution-only*-Beziehung offenstehen. Ist ein Kunde aufgrund der Grösse seines Portfolios für Anlageberater nicht attraktiv, darf ihm der autonome Zugang zum Finanzmarkt deswegen nicht verwehrt sein. Es entspricht unserem Verständnis von Privatautonomie, dass auch Kleinanleger – unabhängig von ihrem finanzspezifischen Wissen – eigenständig in spekulative und riskante Finanzprodukte investieren können, ohne Beratungs- und Informationsdienstleistungen in Anspruch nehmen zu müssen.<sup>100</sup> Wichtig ist, dass die Kunden bei *Execution-only* von der Bank vorab darauf hingewiesen werden, dass sie keine umfangreiche Information und insbesondere auch keine Abmahnung erwarten können. Sobald die Bank dem Kunden von sich aus oder auf dessen Initiative hin Information und Ratschlag erteilt, die über die börsenrechtliche Aufklärungspflicht nach Art. 11 BEHG hinausgeht, ist jedoch das Zustandekommen eines (punktuellen) Anlageberatungsvertrags zu bejahen. Diesfalls schuldet die Bank ihrem Kunden umfassende Aufklärung und Beratung. Gleiches gilt unserer Ansicht nach dann, wenn eine Bank ihrem Depot- oder *Execution-only*-Kunden von sich aus eigene Anlageprodukte empfiehlt. In einer solchen Konstellation bestehen

<sup>98</sup> Gemäss *Emch/Renz/Arpagaus* (Fn. 31), N 1689 ff., wird ausgehend von den individuellen Anlagezielen und der Risikofähigkeit und -bereitschaft des Kunden eine Vermögensverwaltungsstrategie festgelegt. Im Bereich der Retail- und Private-Kunden besteht diese oftmals darin, ausschliesslich in Anteile von kollektiven Kapitalanlagen (Fonds) zu investieren (sog. Fondsvermögensverwaltung).

<sup>99</sup> Das in der Vermögensverwaltung (fix) geschuldete Entgelt bemisst sich üblicherweise nach dem Volumen des verwalteten Portfolios und wird an vordefinierten Stichtagen abgerechnet. Erfolgt die Vermögensverwaltung durch die Depotbank, fällt die Verwaltungsgebühr zusätzlich zur Depotgebühr an. Darüber hinaus werden auch allfällige Kommissionen normalerweise zusätzlich in Rechnung gestellt. Vgl. zum Gesamten *Emch/Renz/Arpagaus* (Fn. 31), N 1685.

<sup>100</sup> Geschuldet ist jedoch allfällige Aufklärung, die sich aus Art. 11 Abs. 1 BEHG sowie aus weiteren Normen ausserhalb des Auftragsrechts ergibt.

<sup>97</sup> Vgl. dazu vorne Ziff. III.2.2.5.

ein erhöhtes Schutzbedürfnis des Kunden sowie grössere Verdienstmöglichkeiten der Bank. Diese rechtfertigen es, ein konkludentes Beratungsverhältnis zwischen den Parteien anzunehmen.

### 3. Schlussbemerkungen

Die im vorliegenden Urteil bestätigte Ansicht, wonach ein fachkundiger, dem Anlageberater auf Augenhöhe begegnender Kunde nicht hinsichtlich üblicher Risiken informiert werden muss, ist zu begrüssen.<sup>101</sup> Im Bereich der Anlageberatung ist eine Kundensegmentierung, wie sie ohne konkrete Benennung auch das Bundesgericht bzw. das Handelsgericht vornehmen, sinnvoll. Bezüglich des geschuldeten Informationsumfangs wäre es zudem denkbar, neben den Kenntnissen und Erfahrungen des Kunden auch weitere Aspekte wie beispielsweise sein Alter und seinen Gesundheitszustand sowie seine familiäre Situation in die Segmentierung miteinzubeziehen. Es ist naheliegend, dass sich diese Faktoren ebenfalls unmittelbar auf den Umfang der benötigten Information und Aufklärung auswirken.

Um sich nicht dem Vorwurf der Sorgfaltspflichtverletzung auszusetzen, wird ein Kunde im Zweifelsfall demjenigen Segment zugewiesen werden, das die umfangreicheren Informations- und Aufklärungspflichten beinhaltet. Ausgehend von der Privatautonomie der Kunden muss es gleichwohl möglich sein,

als unerfahrener Anleger vollständig auf Information und Aufklärung verzichten zu können. Wie erwähnt, lässt sich eine Auftragsausführung ohne jegliche Informationsvermittlung unserer Ansicht nach jedoch nicht mit der Sorgfaltspflicht in der Anlageberatung vereinbaren.<sup>102</sup> Angesichts des Pflichtenkatalogs des Anlageberatungsvertrags muss für eine solche Anlage deshalb zwingend auf die *Execution-only*-Beziehung ausgewichen werden.<sup>103</sup>

Es hat sich gezeigt, dass dem thematisierten Konflikt zwischen Anlageberater und Kunde hinsichtlich des Informationsumfangs mittels Segmentierung begegnet werden kann. Zumindest was Kleinanleger anbelangt, ist bezüglich der Informationsqualität demgegenüber keine Lösung des Konflikts ersichtlich. Hier steht der durch das Auftragsrecht gestützte Anspruch des Kunden auf massgeschneiderte Beratung dem gewinnorientierten Geschäftsmodell des Anlageberaters gegenüber. Als Konsequenz ist denkbar, dass Anlageberatung in ihrer bisherigen Form bis zu einer bestimmten Portfoliogrösse bzw. bis zu einem bestimmten Umsatzvolumen nicht mehr zukunftsfähig ist. Kleinanleger, die Anlageberatungsdienstleistungen nachfragen, würden demzufolge auf die Vermögensverwaltung verwiesen.<sup>104</sup> Für Kleinkunden, die bereit sind, auf Aufklärung und Information zu verzichten, stünde andernfalls die *Execution-only*-Beziehung zur Verfügung.

<sup>101</sup> BGer 4A\_336/2014 vom 18. Dezember 2014, E. 6.1, unter Verweis auf die (von der A. SICAF-SIF unangefochtenen) Ausführungen in HGer ZH HG110039-0 vom 14. April 2014, E. III.5.3.1 f.

<sup>102</sup> Vgl. vorne Ziff. III.2.2.4.

<sup>103</sup> Einem allfälligen Bedürfnis nach weniger Aufklärung trägt auch der VE-FIDLEG Rechnung, der ein *Opting-out* vorsieht – allerdings nicht für Kunden mit kleinem Portfolio: Art. 5 Abs. 1 VE-FIDLEG zufolge können vermögende Privatkundinnen und -kunden schriftlich erklären, dass sie als professionelle Kundinnen und Kunden im Sinne von Art. 4 Abs. 3 VE-FIDLEG gelten wollen, was sich auf den Umfang der Informationsvermittlung und die Pflicht zur Vornahme einer Eignungs- und Angemessenheitsprüfung auswirkt. Vgl. hierzu Art. 12 und 20 VE-FIDLEG sowie zum Gesamten *Amadò/Molo/Vecchi* (Fn. 94), 1790 ff.; *Bärtschi* (Fn. 94), 22 ff.; *Patrick Schleiffer/Patrick Schärli*, Ein Überblick über das künftige Finanzdienstleistungsgesetz und Finanzinstitutsgesetz, GesKR 9 2014, 334–347, 336 f.

<sup>104</sup> Vgl. *Cerutti* (Fn. 19), 74, der in der Bankenpraxis einen Trend zur Vermögensverwaltung erkennt.