

## Beratungsauftrag und Aufklärungspflichten

Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts 4C.68/2007 vom 13. Juni 2008  
i.S. Y. X. AG (Beschwerdeführerin, Beklagte) gegen A. (Beschwerdegegner, Kläger)

Mit Bemerkungen von lic. iur. Thomas Steininger und Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone, beide Zürich\*

### Inhaltsübersicht

- I. Sachverhalt
- II. Erwägungen des Bundesgerichts
  - 1. Übersicht
  - 2. Aufklärungspflicht
  - 3. Hypothetischer Kausalzusammenhang
  - 4. Reduktion bei Selbstverschulden
- III. Bemerkungen
  - 1. Aufklärungspflicht
    - 1.1 Rechtsgrundlage
    - 1.2 Entstehung der Aufklärungspflicht
    - 1.3 Art der Aufklärungspflicht
    - 1.4 Inhalt und Umfang der Aufklärungs- und Informationspflichten
      - 1.4.1 Objektivierter Massstab
      - 1.4.2 Inhalt und Umfang der Aufklärung als Nebenpflicht
      - 1.4.3 Inhalt und Umfang der Information als Teil der Hauptschuld
    - 1.5 Form der Information und Aufklärung
  - 2. Hypothetischer Kausalzusammenhang, sowie dessen Unterbrechung durch Kündigung des Mandatvertrages
    - 2.1 Hypothetischer Kausalzusammenhang
    - 2.2 Unterbrechung des Kausalzusammenhangs durch Kündigung des Mandatvertrages
  - 3. Reduktion bei Selbstverschulden
- IV. Schlussbetrachtungen

### I. Sachverhalt

Der Chirurg A. (Kläger, Beschwerdegegner) eröffnet ab dem Jahr 1989 diverse Bankkonten bzw. Wertschriftendepots bei der heutigen Y. X. AG (Beklagte, Beschwerdeführerin). Die Vermögenswerte dienten Investitionszwecken und wurden mittels kreditfinanzierter Aktienstrategie «wachstumsorientiert» angelegt. Am 1. Februar 1991 schlossen die Parteien einen Vermögensverwaltungsvertrag, der per 22. Dezember 1993 durch ein Beratungsmandat abgelöst wurde.

Am 19. Oktober 2000 verfasste die Y. X. AG eine erste Studie zur Finanzplanung (sog. «Life Cycle Planning»), welche am 21. Dezember 2000 durch eine zweite ergänzt wurde. Diese wurden im Hin-

blick auf den baldigen beruflichen Ruhestand von A. erstellt. Obwohl die bisherigen Investitionen ein grosses Risiko aufwiesen, fanden sich in den Studien kaum Vorbehalte gegen die Fortführung der riskanten Strategie. Am 10. September 2001 kündigte A. den Beratungsauftrag und erteilte der B. SA eine externe Verwaltungsvollmacht über die bei der Y. X. AG liegenden Vermögenswerte. Die B. SA gab gegenüber A. die Freistellungserklärung III ab, mit der sie sich verpflichtete, A. gemäss den Verhaltensregeln der Schweizerischen Bankiervereinigung zu informieren, ihn auf Risiken hinzuweisen und ihm diese zu erklären.

A. zog am 21. August 2002 sein Wertschriften-depot bei der Y. X. AG zurück, nachdem sein Finanzvermögen erheblich an Wert verloren hatte, und löste alle depot- und kreditvertraglichen Verpflichtungen. Er teilte der Y. X. AG mit, er mache ihre «Life Cycle Planning»-Studien für die erlittenen Verluste verantwortlich und fordere hierfür Schadenersatz. Mit Schreiben vom 26. September 2002 bestritt die Y. X. AG jede Zahlungspflicht.

Am 9. Juni 2003 erhob A. beim Handelsgericht Zürich Klage mit dem Begehren, die Y. X. AG sei zu verpflichten, ihm CHF 4 368 196.– zzgl. 5% Zins seit dem 1. Dezember 2003 zu bezahlen. Im Urteil vom 21. Dezember 2006 verpflichtete das Handelsgericht die Y. X. AG, A. CHF 720 000.– zzgl. Zins seit dem 1. Dezember 2003 zu zahlen, und wies die Klage im Mehrbetrag ab. Das Gericht bejahte zwar den Kausalzusammenhang zwischen der Vertragsverletzung und dem Schadenseintritt, nahm aber für den Zeitpunkt der Kündigung des Anlageberatungsvertrages eine Unterbrechung an. Es reduzierte überdies, aufgrund erheblichen Selbstverschuldens, den Betrag von CHF 1 436 501.– um die Hälfte.

Mit Berufung vom 7. Februar 2007 beantragte A., das Urteil des Handelsgerichts sei aufzuheben und Y. X. AG zur Zahlung von CHF 4 386 196.– zzgl. Zins seit dem 1. Dezember 2003 zu verurteilen. Die Unterbrechung des Kausalzusammenhangs sei zu Unrecht angenommen bzw. der Schadenersatz übermässig reduziert worden. Am 8. Februar 2007 legte die Y. X. AG ihrerseits Berufung ein und beantragte dem Bundesgericht, das Urteil des Handelsgerichts sei vollumfänglich abzuweisen. Die Y. X. AG rügte, das Handelsgericht habe zu Unrecht eine Vertragsverletzung angenommen bzw. den Kausalzusammenhang bejaht. Am 8. Februar 2008 beantragte die Y. X. AG dem Bundesgericht mittels einer Beschwer-

\* Thomas Steininger 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.uzh.ch/vdc>.

de in Zivilsachen, das Urteil des Handelsgerichts sei aufzuheben und die Klage vollumfänglich abzuweisen.

Das Bundesgericht weist die Beschwerde in Zivilsachen ab. Die Berufung des A. wird abgewiesen, diejenige der Y. X. AG als gegenstandslos abgeschrieben.

## II. Erwägungen des Bundesgerichts

### 1. Übersicht

In den ersten Erwägungen bezüglich der *Beschwerde in Zivilsachen* äussert sich das Bundesgericht zu einigen prozessrechtlichen Rügen (Verletzung des Anspruchs auf rechtliches Gehör, willkürliche Beweiswürdigung),<sup>1</sup> die es, soweit es darauf eintritt, als unbegründet abweist. Ebenso als unbegründet weist das Bundesgericht die Rüge der Y. X. AG ab, das Handelsgericht habe zu Unrecht eine Aufklärungspflicht angenommen. Es zitiert ausführlich die Erwägungen des Handelsgerichts, die es zu teilen scheint.<sup>2</sup> Schliesslich weist es auch die Rüge ab, das Handelsgericht habe zu Unrecht den Kausalzusammenhang zwischen der Vertragsverletzung durch Unterlassen und dem Schaden bejaht.<sup>3</sup>

In den Erwägungen zur *Berufung* weist das Bundesgericht die Rüge des Klägers ab, das Handelsgericht sei zu Unrecht davon ausgegangen, die Kündigung des Anlagevertragsmandats und der Wechsel des Klägers zur B. SA habe den adäquaten Kausalzusammenhang unterbrochen.<sup>4</sup> Ebenso als unbegründet erachtet es die Rüge, das Handelsgericht habe Art. 44 Abs. 1 OR verletzt, indem es die Ersatzpflicht des Beklagten wegen Selbstverschuldens um die Hälfte reduzierte.<sup>5</sup> Auch die Höhe der Reduktion ist gemäss Bundesgericht nicht zu beanstanden, da die kantonalen Gerichte diesbezüglich einen grossen Ermessensspielraum haben und das Bundesgericht nach ständiger Praxis nur zurückhaltend eingreift.<sup>6</sup>

Im Folgenden soll näher auf die Themen der Aufklärungspflicht [2], der Kausalität zwischen Unterlassung und Schadenseintritt, sowie deren Unter-

brechung durch Kündigung des Mandatvertrages [3] und der Reduktion bei Selbstverschulden [4] eingegangen werden.

### 2. Aufklärungspflicht

Das Bundesgericht legt zunächst seine bisherige Praxis dar: Bei der Anbahnung und Abwicklung von Verträgen über Vermögensverwaltung unterstehen Personen und Unternehmen, die sich berufsmässig mit Anlagegeschäften befassen, einer besonderen Aufklärungspflicht.<sup>7</sup> Einen Anlageberater oder Anlagevermittler treffen zusätzliche Beratungs- und Warnpflichten, wenn er im Hinblick auf die Vermögensverwaltung oder in deren Rahmen tätig wird. Fundament dieser Pflichten ist die auftragsrechtliche Sorgfalts- und Treuepflicht (Art. 398 Abs. 2 OR). Sobald der Kunde mit der Bitte um Beratung an den Beauftragten herantritt, hat dieser sich eingehend über den Wissensstand und die Risikobereitschaft des Kunden zu informieren. Der Kunde ist hernach über Risiken aufzuklären, bei Bedarf über verschiedene Anlagemöglichkeiten zu beraten und vor übereilten Entscheiden zu warnen. Zudem sind die Anforderungen an die Aufklärungspflicht höher, wenn der Auftraggeber nicht nur mit seinem Vermögen, sondern auch mit den von der Bank gewährten Krediten «spekuliert».<sup>8</sup>

Das Bundesgericht zitiert in der Folge ausführlich die Argumentation des Handelsgerichts, der es folgt. Hiernach sei die Y. X. AG aufgrund des Beratungsvertrages dazu verpflichtet gewesen, A. über die Risiken der Beibehaltung seiner hochspekulativen Strategie während seines Ruhestandes abzumahnern. Da die «Life Cycle Planning»-Studien gerade im Hinblick auf die Pensionierung von A. erstellt wurden, prüfte das Handelsgericht, ob die Y. X. AG A. über die Risiken genügend aufgeklärt hatte und ihm zu einer – nach Meinung des Gerichts notwendigen – konservativen Anlagestrategie geraten habe. In Auslegung nach Vertrauensprinzip kommt das Handelsgericht zum Schluss, dass die erste Studie A. keineswegs von seiner Strategie abhalten wollte. Im Gegenteil erscheine im Fazit der Studie das Risiko im Hinblick auf das Finanzvermögen von A. als durchaus adäquat. Auch sei die Andeutung in der ersten

<sup>1</sup> BGer 4C.68/2007 Erw. 2–6.

<sup>2</sup> BGer 4C.68/2007 Erw. 7, 7.1 und 7.3.

<sup>3</sup> BGer 4C.68/2007 Erw. 8 und 8.3.

<sup>4</sup> BGer 4C.68/2007 Erw. 11 und 11.3.

<sup>5</sup> BGer 4C.68/2007 Erw. 12, 12.2 und 12.3.

<sup>6</sup> BGer 4C.68/2007 Erw. 13 und 13.1.

<sup>7</sup> BGer 4C.68/2007 Erw. 7.1.

<sup>8</sup> BGer 4C.68/2007 Erw. 7.1.

Studie, die eine sukzessive Umstrukturierung in konservative Anlagewerte als sinnvoll erklärte, in der zweiten weitgehend zurückgenommen worden. Die Y. X. AG hätte A. aufgrund ihrer Pflicht zur sorgfältigen Anlageberatung auf die offensichtliche Diskrepanz zwischen objektiver Risikofähigkeit und seiner subjektiven Risikobereitschaft aufmerksam machen müssen. Überdies hätte sie A. vor der Unausgewogenheit seines Portfolios warnen sollen. Keine der beiden Studien, so das Handelsgericht, enthalte allerdings eine rechtsgenügende Abmahnung bezüglich der eingegangenen Risiken. Auch das Argument der Y. X. AG, die Studien seien keinesfalls als abschliessende Finanzplanung und somit nicht als eine verbindliche Anlageempfehlung zu verstehen, ändere daran nichts. Die Y. X. AG wäre vielmehr dazu verpflichtet gewesen, A. klar und unmissverständlich über die Risiken einer Fortführung seiner riskanten Strategie zu informieren. Im Falle einer «allfälligen Uneinsichtigkeit» von A. wären diese Risiken im Rahmen der Studien zu dokumentieren gewesen. Alternativ hätte die Y. X. AG die Finanzplanung unter Bekanntgabe ihrer Bedenken sowie unter Hinweis auf den bloss provisorischen Charakter der bisherigen Beurteilung abbrechen können.<sup>9</sup>

### 3. Hypothetischer Kausalzusammenhang

Zwischen pflichtwidrigem Handeln und eingetretenem Schaden müssen ein natürlicher sowie ein adäquater Kausalzusammenhang bestehen. Dieser ist bei einer Unterlassung danach zu bestimmen, ob der Schaden auch bei Vornahme der unterlassenen Handlung eingetreten wäre. Für diesen sog. hypothetischen Kausalverlauf muss nach den Erfahrungen des Lebens und dem gewöhnlichen Lauf der Dinge eine überwiegende Wahrscheinlichkeit sprechen. Das Bundesgericht zitiert weiter das Handelsgericht, welches zum Thema der Kausalität ausführte, dass diese rückblickend nicht mehr einwandfrei feststellbar sei. Bei der Annahme, der Kläger hätte aufgrund seines hohen Risikowillens auch bei einwandfreier Abmahnung an seiner unausgewogenen Strategie festgehalten, sei grösste Zurückhaltung geboten. Es sei vielmehr davon auszugehen, dass A. seine kreditfinanzierte Aktienstrategie nicht oder mindestens nicht im bisherigen Umfang fortgeführt hätte. Daher

sei die unterbliebene Abmahnung als kausal anzusehen.<sup>10</sup> Diese Annahme, die sich nicht auf Beweismittel, sondern auf die allgemeine Lebenserfahrung abstützt, ist gemäss Bundesgericht nicht zu beanstanden.<sup>11</sup>

Gemäss den Erwägungen des Bundesgerichts zur *Unterbrechung* vermag das Verhalten des Geschädigten oder das eines Dritten im Normalfall den adäquaten Kausalverlauf nicht zu beseitigen, selbst wenn das Verschulden des Geschädigten oder des Dritten dasjenige des Schädigers übersteigt. Erscheint jedoch ein konkurrierender Kausalverlauf bei weiterer Betrachtung als derart intensiv, dass er den ursprünglichen geradezu verdrängt, wird eine Unterbrechung des ursprünglichen angenommen.<sup>12</sup> In casu folgt das Bundesgericht dem Handelsgericht, welches feststellte, dass mit der Kündigung des Mandatsvertrages vom 10. September 2001 der Kausalverlauf zwischen Pflichtverletzung und Schaden unterbrochen wurde. Somit endeten zu diesem Zeitpunkt auch die Beratungspflichten der Y. X. AG. Danach wäre sie als blosser Depotbank keinen formellen Informations- und Meldepflichten mehr unterworfen. Weiter seien dem Kläger die Fachkunde und die Geschäftserfahrung seines externen Vermögensverwalters gestützt auf Art. 32 OR zuzurechnen. Es sei daher davon auszugehen, dass der Kläger nach dem 10. September 2001 vom hohen Verlustpotenzial seiner Aktienstrategie Kenntnis gehabt habe. Dass er weiterhin an seiner risikoreichen Strategie festhielt, sei als grobes Selbstverschulden zu qualifizieren, welches die begangene Pflichtverletzung der Y. X. AG derart in den Hintergrund treten lasse, dass eine Unterbrechung des Kausalzusammenhangs ab diesem Zeitpunkt zu bejahen sei.<sup>13</sup>

### 4. Reduktion bei Selbstverschulden

Gemäss Art. 44 Abs. 1 OR kann der Richter die Ersatzpflicht ermässigen oder ganz von ihr befreien, wenn der Geschädigte in die schädigende Handlung eingewilligt hat oder für die Entstehung oder Verschlimmerung des Schadens verantwortlich ist. Zu Letzterem ist insbesondere das Selbstverschulden zu zählen. Das Selbstverschulden wird prinzipiell nach

<sup>9</sup> BGer 4C.68/2007 Erw. 7.2.

<sup>10</sup> BGer 4C.68/2007 Erw. 8.2.

<sup>11</sup> BGer 4C.68/2007 Erw. 8.3.

<sup>12</sup> BGer 4C.68/2007 Erw. 11.1.

<sup>13</sup> BGer 4C.68/2007 Erw. 11.2.

den gleichen Regeln beurteilt wie das Verschulden des Schädigers. Dem Geschädigten muss allerdings vorgeworfen werden können, er habe nicht genügend Sorgfalt und Umsicht zu seinem eigenen Schutz aufgewendet. Zudem muss er die Möglichkeit gehabt haben, die Schädigung vorauszusehen und sein Verhalten danach anzupassen. Das Selbstverschulden beurteile sich überdies, gleich wie das Verschulden, nach einem objektiven Massstab.<sup>14</sup>

In casu beurteile das Handelsgericht den Umstand, dass A. die Warnsignale, die sich in der ersten Studie befunden hatten, völlig ignorierte, als erhebliches Selbstverschulden. Zudem hätte A. als langjährigem Investor mindestens die allgemeine Verlustmöglichkeit bewusst sein müssen. Er wäre bei etwas mehr Aufmerksamkeit durchaus in der Lage gewesen, die Risiken der Beibehaltung seiner Strategie in gewissem Umfang zu erkennen.<sup>15</sup> Das Bundesgericht schützt diese Ansicht und weist die Rüge folglich als unbegründet ab.<sup>16</sup>

### III. Bemerkungen

#### 1. Aufklärungspflicht

##### 1.1 Rechtsgrundlage

Wird ein Anlageberatungsvertrag selbständig abgeschlossen, so unterliegt er dem Auftragsrecht.<sup>17</sup> Er kann somit formfrei geschlossen werden. In der Praxis ist eine schriftliche Abmachung allerdings die Regel.<sup>18</sup> Erfolgt die Beratung im Rahmen einer bestehenden Geschäftsbeziehung und fehlt ein spezieller Anlageberatungsvertrag, so ist ebenfalls Auftragsrecht anwendbar.<sup>19</sup> Der Anlageberater haftet dem Kunden daher nach Art. 398 Abs. 2 OR für getreue und sorgfältige Ausführung des ihm übertragenen Geschäfts.<sup>20</sup> Ausfluss der allgemeinen Sorgfaltspflicht ist

die Pflicht zur Information und Aufklärung.<sup>21</sup> Eine etwaige Pflicht zur Abmahnung<sup>22</sup> gründet ebenfalls in dieser Sorgfaltspflicht.

Ist der Beauftragte zusätzlich Effektenhändler im Sinne des BEHG, so untersteht er der börsenrechtlichen Informationspflicht nach Art. 11 BEHG, wonach er seine Kunden insbesondere auf die mit einer bestimmten Geschäftsart verbundenen Risiken hinzuweisen hat.

##### 1.2 Entstehung der Aufklärungspflicht

Besteht – wie vorliegend – ein Beratungsvertrag, so entsteht die Pflicht mit *Vertragsschluss*.<sup>23</sup> Der börsenrechtlichen Aufklärungspflicht (Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG)<sup>24</sup> unterstehen die Effektenhändler *qua Gesetz*. Es stellt sich die Frage, ob noch auf anderem Wege eine Aufklärungspflicht zu entstehen vermag. In BGE 119 II 333 hält das Bundesgericht fest, die Bank müsse einen Kunden, der um Rat ersuche, im Rahmen ihrer Treuepflicht sorgfältig beraten.<sup>25</sup> Das Bundesgericht scheint davon auszugehen, dass durch das Ersuchen um Rat bzgl. einer Anlage ein Beratungsvertrag *konkudent* zustande kommen kann. Diese Auffassung wird auch in der Lehre vertreten.<sup>26</sup> Werden Beratungspflichten im Hinblick auf eine Kontoeröffnung in Anspruch genommen, so kann eine Aufklärungspflicht aus den Regeln über die Haftung für *culpa in contrahendo* entstehen.<sup>27</sup> Weiter ist eine Aufklärungspflicht auch gestützt auf eine *Vertragsergänzung* nach Art. 2 ZGB denkbar. Der Richter hat hierbei durch Auslegung des Rechtsgeschäfts nach den jeweiligen Umständen Pflichten zu bestimmen. Er ermittelt dabei den hypothetischen Parteiwillen.<sup>28</sup> Insbesondere leitet die Rechtsprechung aus

<sup>14</sup> BGer 4C.68/2007 Erw. 12.1.

<sup>15</sup> BGer 4C.68/2007 Erw. 12.2.

<sup>16</sup> BGer 4C.68/2007 Erw. 12.3.

<sup>17</sup> Roth Urs Philipp, Aufklärungspflichten im Vermögensanlagegeschäft der Banken, in: Banken und Bankenrecht im Wandel, FS für Beat Kleiner, Zürich 1993, S. 11.

<sup>18</sup> Vgl. Gutzwiller P. Christoph, Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, Zürich/Basel/Genf 2008, S. 79.

<sup>19</sup> Roth, Aufklärungspflichten im Vermögensanlagegeschäft der Banken, S. 17.

<sup>20</sup> Vgl. Gutzwiller, S. 85 f.

<sup>21</sup> BSK OR I-Weber, Art. 398 N 26; bzgl. Risiken mit Spekulationsgeschäften vgl. auch BGE 115 II 64 f.; Gutzwiller, S. 85–87; Thalmann Christian, Die Sorgfaltspflicht der Bank im Privatrecht insbesondere im Anlagegeschäft, Basel 1994, S. 130.

<sup>22</sup> Pflicht zur Warnung, nachdem sich ein Kunde für eine Investitionsart entschieden hat (Thalmann, Sorgfaltspflicht, S. 215).

<sup>23</sup> Vgl. Abegglen Sandro, Die Aufklärungspflicht in Dienstleistungsbeziehungen, insb. im Bankgeschäft, Diss. Bern 1995, S. 75/76.

<sup>24</sup> Vgl. Abegglen, S. 80.

<sup>25</sup> BGE 119 II 335 Erw. 5.

<sup>26</sup> Vgl. Abegglen, S. 77; Thalmann, Sorgfaltspflicht, S. 189/190.

<sup>27</sup> Thalmann, Sorgfaltspflicht, S. 190.

<sup>28</sup> BSK ZGB I-Honsell, Art. 2 N 15.



Art. 2 ZGB Aufklärungspflichten ab, die mit der vertraglichen Hauptleistung nicht mehr eng genug zusammenhängen, als dass von einer konkludenten Vereinbarung ausgegangen werden könnte.<sup>29</sup>

### 1.3 Art der Aufklärungspflicht

Wie vorne dargelegt, existieren sowohl *auftragsrechtliche* wie *börsenrechtliche Aufklärungspflichten*. In der Lehre werden weiter *vorvertragliche Aufklärungspflichten* von Informationspflichten während eines Vertragsverhältnisses unterschieden. Die Informationspflichten während eines Vertragsverhältnisses stellen beim Verwaltungs- und Beratungsauftrag einen Teil der Hauptschuld dar. Der Kunde wünscht den Austausch von Know-how und Erfahrung. Er tritt mit der Bitte um Beratung an den Beauftragten heran. Dieser kann jedoch nur dann fundiert Rat erteilen, wenn der Kunde genügend Angaben über seine Verhältnisse und Ziele macht. Erst wenn sich der Beauftragte ein klares Bild der Situation machen kann, ist es ihm möglich, den Umfang der benötigten Informationen abzuschätzen. Die *vorvertragliche Aufklärungspflicht* dagegen wird dogmatisch als Nebenverpflichtung angesehen und kann sich «aus dem Gebot ergeben, den Willen des Kunden in dessen eigenen Interesse zu hinterfragen.»<sup>30</sup> Auch hier findet ein Transfer von Know-how statt, doch steht für den Kunden das konkrete Anlagegeschäft im Vordergrund («execution only»). Die Aufklärung erfolgt somit auf Initiative der Bank.<sup>31</sup> Stellt diese fest, dass der Kunde sich augenscheinlich der Risiken nicht bewusst ist, hat sie ihn hierüber spontan zu informieren.

Unseres Erachtens sollte die Unterscheidung zwischen vorvertraglicher und vertraglicher Aufklärung nicht überbewertet werden. Zentral für die Bestimmung des Umfangs der Aufklärungspflicht ist nicht die Frage, ob ein Vertrag zwischen den Parteien besteht, sondern, ob die Aufklärungspflicht einen Teil der Hauptschuld darstellt (Anlageberatung, Vermögensverwaltung) oder ob sie Nebenpflicht ist (Effektenhandel). Ist die Beratung ein integraler Bestand-

teil, so stellt die Beratungspflicht eine Hauptpflicht dar. Es spielt dabei keine Rolle, ob ein Beratungsvertrag bereits geschlossen wurde oder ob die Beratung gerade im Hinblick auf einen Vertragsschluss getätigt wird.

### 1.4 Inhalt und Umfang der Aufklärungs- und Informationspflichten

#### 1.4.1 Objektivierter Massstab

Die auftragsrechtlichen Aufklärungs- und Informationspflichten<sup>32</sup> haben ihren Ursprung in der Sorgfaltspflicht. Für diese gilt, ohne gegenteilige vertragliche Regelung, ein objektivierter, abstrakter<sup>33</sup> Massstab. Der Beauftragte muss sich am berufsspezifischen Durchschnittsverhalten messen lassen. Massgebend für den Sorgfaltsstandard sind die Anforderungen, die an einen Berufsstand bezüglich Wissen, Ausbildung und technischen Hilfsmitteln gestellt werden dürfen.<sup>34</sup> Art und Schwierigkeit der geschuldeten Tätigkeit sind weitere objektive Faktoren, die zur Ermittlung beizuziehen sind.<sup>35</sup>

#### 1.4.2 Inhalt und Umfang der Aufklärung als Nebenpflicht

Das Bundesgericht hält im Entscheid BGE 119 II 333 fest, es bestehe keine Aufklärungspflicht auf Initiative des Beauftragten bei bloss «punktuellen Geschäften», ausserhalb einer Vermögensverwaltung. Eine Ausnahme solle aber bei Kunden bestehen, die offensichtlich ahnungslos seien.<sup>36</sup> Das Bundesgericht scheint diejenigen Fälle vor Augen zu haben, in denen eine Aufklärungspflicht als allfällige Nebenpflicht im Rahmen von «execution only» bestehen

<sup>29</sup> Vgl. *Abegglen*, S. 78; *Thalmann*, Sorgfaltspflicht, S. 189/190.

<sup>30</sup> *Thalmann*, Sorgfaltspflicht, S. 214.

<sup>31</sup> Vgl. *Thalmann Christian*, Von der vorvertraglichen Aufklärungspflicht der Bank zur börsengesetzlichen Informationspflicht des Effektenhändlers, in: Festschrift für Jean Nicolas Druey, Zürich/Basel/Genf 2002, S. 974; *ders.*, Sorgfaltspflicht, S. 214.

<sup>32</sup> Sowohl *Gutzwiller* (S. 89), als auch *Thalmann* (Sorgfaltspflicht, S. 214) sprechen sich dafür aus, den Begriff der «Aufklärung» nur für die *vorvertragliche Aufklärungspflicht* zu verwenden und nicht für die Vermittlung von Know-how im Rahmen eines Verwaltungs- oder Anlageauftrags. Für Letztere seien aus Gründen der Klarheit die Begriffe «Information» resp. «Beratung» zu verwenden. Diesem Postulat einer klaren begrifflichen Trennung folgend, soll nachfolgend der Begriff der «Aufklärungspflicht» nur für eine etwaige Nebenpflicht verwendet werden. Ist die Pflicht zur Aufklärung dagegen Bestandteil der Hauptschuld, so wird der Begriff der «Informationspflicht» verwendet.

<sup>33</sup> Vgl. *Gutzwiller*, S. 90–92.

<sup>34</sup> Vgl. *Gutzwiller*, S. 93/94.

<sup>35</sup> Vgl. BSK OR I-*Weber*, Art. 398 N 27; BGE 115 II 62 Erw. 3a.

<sup>36</sup> BGE 119 II 335 Erw. 5.

könnte. Für diese Fälle ist dem Gericht zuzustimmen. Der Beauftragte führt hier eine vom Kunden gewollte Transaktion durch. Eine Beratung wünscht er nicht. Der Beauftragte muss mithin auch keine spontanen Aufklärungsarbeiten leisten, es sei denn, der Kunde sei in Bezug auf die Risiken seines Tuns völlig ahnungslos.

Neben der auftragsrechtlichen besteht seit Einführung des BEHG auch die börsenrechtliche Aufklärungspflicht nach dessen Art. 11.<sup>37</sup> Die Norm statuiert eine Aufklärungspflicht, die unseres Erachtens ebenfalls als Nebenpflicht zu qualifizieren ist. Auch hier besteht die vertragliche Hauptpflicht nicht im Austausch von Informationen und Know-how, sondern in der Ausführung einer Transaktion. Völliges Neuland wurde mit der Norm also nicht betreten. Nach *Thalmann* ist Art. 11 BEHG eine Grundsatznorm, wobei dank parlamentarischer Präzisierungen gewisse Elemente direkt anwendbar seien. Zudem verweise Art. 11 BEHG grundsätzlich auf die zivilrechtliche Aufklärungspflicht des Auftragsrechts. Soweit dagegen das BEHG strengere Anforderungen aufstelle, würden diese als *lex posterior* vorgehen.<sup>38</sup> Dem ist im Grundsatz zu folgen. Gemäss Abs. 1 lit. a von Art. 11 BEHG wird eine Abklärung der finanziellen Verhältnisse des Kunden nicht verlangt. Ebenso wenig sind die Ziele zu eruieren, die mit der gewünschten Dienstleistung erreicht werden sollen. Verlangt wird jedoch eine Aufklärung über die Risiken, die eine spezielle Geschäftsart mit sich bringt. Der Effektenhändler hat den Kunden somit nicht über jedes einzelne Geschäft zu informieren. Die Pflicht beschränkt sich vielmehr auf die allgemeinen Risiken von verschiedenen Anlageinstrumenten und

Strategien.<sup>39</sup> Nach dem Gesetz hat *jeder Kunde* prinzipiell einen Anspruch auf Aufklärung nach Massgabe von Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG, nicht bloss der klar unkundige.<sup>40</sup> Die börsenrechtliche Aufklärungspflicht ist somit nicht vollends deckungsgleich mit der auftragsrechtlichen, obwohl beide als Nebenpflichten zu qualifizieren sind.

Nach Absatz 2 von Art. 11 BEHG sind bei der Aufklärung die Geschäftserfahrenheit und die fachlichen Kenntnisse des Kunden zu berücksichtigen. Je grösser der persönliche Wissensstand, die Erfahrungen und die Vorkenntnisse auf dem Gebiet der entsprechenden Anlage, desto geringer sind die Anforderungen an den Umfang der Beratung. Es ist somit eine individuell abgestimmte Aufklärung vorzunehmen.<sup>41</sup> Jeder Kunde soll die Information bekommen, die er benötigt, um das grundsätzliche Gefahrenpotenzial einer Geschäftsart abschätzen zu können. Fraglich ist, ob gewisse Risiken als allgemein bekannt angenommen werden dürfen. Nach *Watter* sind besonders unerfahrene Kunden selbst auf die «Binsenweisheit» aufmerksam zu machen, dass «ein höherer Ertrag nur mit einem höheren Risiko erkaufte werden kann» und somit Aktien höhere Risiken bergen als bspw. festverzinsliche Anlagen.<sup>42</sup> Dies mag in Extremfällen zutreffen, doch ist im Grundsatz *Roth* zu folgen, der an den «gesunden Menschenverstand» appelliert und eine sog. «General Health Warning» als unnötigen Ballast verwirft.<sup>43</sup>

Nach den obigen Ausführungen erscheint das Unterlassen einer ausdrücklichen Warnung hinsichtlich des Fortführens der risikoreichen Anlagestrategie des A. während seines Ruhestands durch die Y. X. AG nicht als Verletzung der Aufklärungspflicht gemäss BEHG. Über Gefahren der einzelnen Geschäftsarten war A. sehr wohl informiert. Zudem verfügte er über weitreichende Kenntnisse und Erfahrungen auf Grund

<sup>37</sup> Es ist darauf hinzuweisen, dass eine Person, die Anlageberatungen durchführt, nur dann auch als Effektenhändler zu qualifizieren ist (und somit dem BEHG untersteht), wenn sie gewerbsmässig für eigene Rechnung zum kurzfristigen Wiederverkauf oder auf Rechnung Dritter Effekten auf dem Sekundärmarkt kauft und verkauft, auf dem Primärmarkt öffentlich anbietet oder selbst Derivate schafft (Art. 2 lit. d BEHG). Eine reine Beratungstätigkeit führt dagegen nicht zur Unterstellung.

<sup>38</sup> *Thalmann*, Aufklärungspflicht, S. 983/984. *Roth* dagegen vertritt die Ansicht, Art. 11 BEHG sei nicht «self executing» und bedürfe der Konkretisierung durch differenzierte Regelungen (*Roth Urs Philipp*, Effektenhändler, in: Christian J. Meier-Schatz [Hrsg.], Das neue Börsengesetz der Schweiz, St. Galler Studien zum Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht, Bd. 44, Bern/Stuttgart/Wien 1996, S. 75).

<sup>39</sup> Vgl. *Roth*, S. 78; *Zobl Dieter/Kramer Stefan*, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich/Basel/Genf 2004, N 802.

<sup>40</sup> Vgl. *Thalmann*, Aufklärungspflicht, S. 984.

<sup>41</sup> Vgl. *Krimphove Dieter*, Anlageberatung – Das System der zivilrechtlichen Haftung von Kreditinstituten, Frankfurt a. Main 1992, S. 38/39; *Roth*, Effektenhändler, S. 79/80; *Watter Rolf*, Die Regulierung der Effektenhändler (und der Banken), in: Dieter Zobl (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechts, SSB Nr. 37, Zürich 1996, S. 87; *Zobl/Kramer*, N 803.

<sup>42</sup> *Watter*, S. 87/88.

<sup>43</sup> *Roth*, Effektenhändler, S. 80; vgl. dazu auch *Thalmann*, Aufklärungspflicht, S. 386/387; *Zobl/Kramer*, N 803.

seiner bisherigen Tätigkeit als Investor. Es gilt jedoch zu berücksichtigen, dass die Parteien einen Anlageberatungsvertrag geschlossen haben, woraus sich Informations- und Beratungspflichten ergeben, die über Art. 11 BEHG hinausgehen.<sup>44</sup>

Die börsenrechtliche unterscheidet sich mithin nicht stark von der auftragsrechtlichen Aufklärungspflicht im Falle von «execution only». In beiden Fällen ist die Aufklärung nicht eigentlicher Hauptzweck, sondern eine Nebenverpflichtung im Rahmen eines anderen Geschäfts. Aufzuklären über potenzielle Risiken sind vor allem die klar unkundigen Kunden. Der Unterschied besteht darin, dass nach BEHG grundsätzlich zu informieren ist, jedoch nur über das Instrumentenrisiko und nur im benötigten Umfang (womit sich eine Aufklärung in bestimmten Fällen erübrigt). Aus Auftragsrecht dagegen ergibt sich eine spontane Aufklärungspflicht beim «execution only» nur in Ausnahmefällen, doch ist dann über das konkrete Risiko zu informieren.

#### 1.4.3 Inhalt und Umfang der Information als Teil der Hauptschuld

Bei Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungsverträgen ist die Aufklärung über Risiken ein Teil der Hauptschuld. Die Sorgfaltspflicht ist umfassend und allfällige spontane Aufklärungspflichten im Rahmen einzelner Anlagegeschäfte werden davon konsumiert.<sup>45</sup> Um der Informationspflicht genügend nachzukommen, reicht je nach Situation blosses Informieren, u.U. ist jedoch auch eine ausdrückliche Warnung angezeigt (sog. Abmahnungspflicht).<sup>46</sup> Auch das Bundesgericht statuiert für den Vermögensverwalter eine umfassende Informationspflicht, welche regelmässige Beratung sowie unaufgeforderte Auskünfte über Zweckmässigkeit, Kosten, Gefahren und Erfolgchancen verlangt.<sup>47</sup> Gerechtfertigt werden die hohen Anforderungen damit, dass die Pflicht der Bank zur Wahrung der Interessen des Kunden gerade beim Verwaltungsauftrag auf Dauer angelegt ist und sachlich viel weiter geht als bei einem einfachen Effektenhandel.<sup>48</sup> Im Entscheid vom 26. Juni 1998 dehnte das Bundesgericht den An-

wendungsbereich aus, indem es festhält, dass der Beauftragte dort umfassend und unaufgefordert informieren muss, wo die Aufklärung Mitinhalt der Hauptschuld sei.<sup>49</sup> Auch das Bundesgericht unterscheidet somit zwischen einer Aufklärungspflicht als Nebenverpflichtung und einer Informationspflicht, welche als Bestandteil der Hauptschuld besteht. In BGE 119 II 333 stellte das Bundesgericht weiter fest, der Umfang der Aufklärung richte sich nach der Erfahrung des Auftraggebers.<sup>50</sup> Eine solche Abstufung verlangt auch *Bertschinger* im Falle des Anlageberatungsvertrages. Bei einem unerfahrenen Kunden entspräche die Erkundigungspflicht bei der Anlageberatung in etwa der (umfassenden) Vermögensverwaltung.<sup>51</sup>

Auch im deutschen Rechtsraum gehen die Autoren von einer umfassenden Informationspflicht im Rahmen eines Anlageberatungsvertrages aus. So stellt bspw. *Krimphove* neben den normalen Beratungs- und Informationspflichten bei der Anlageberatung gesteigerte Anforderungen an die Verständlichkeit und Vollständigkeit der Beratung.<sup>52</sup> Die Anlageberatung beschränke sich nicht bloss auf die «Weitergabe von Informationen», sondern solle dem Kunden ein «vollständiges Verständnis über die Anlage selbst und deren wirtschaftlichen Nutzen» vermitteln.<sup>53</sup> Der Anlageberater solle sämtliche positiven und negativen Umstände und Eigenschaften dem Kunden darlegen. Eine solche Vollständigkeit der Beratung begründet er mit der besonderen Vertrauensstellung. Bei hochspekulativen Anlagen solle zudem der Berater alle Risiken unaufgefordert erläutern.<sup>54</sup> Es sei jedoch nicht die Pflicht des Anlageberaters, den Kunden zur risikoärmsten Anlage zu überreden.<sup>55</sup> Ähnlich statuiert *Brandt* für Beratungsverhältnisse, dass die Aufklärung des Kunden durch den Beauftragten soweit gehen müsse, dass jener «zuverlässig und vollständig über diejenigen Umstände und Fak-

<sup>44</sup> Vgl. *Roth*, Effektenhändler, S. 78; *Thalmann*, Aufklärungspflicht, S. 985/986; *Zobl/Kramer*; N 802.

<sup>45</sup> *Thalmann*, Aufklärungspflicht, S. 976.

<sup>46</sup> Vgl. *Thalmann*, Sorgfaltspflicht, S. 215/216.

<sup>47</sup> BGE 115 II 64 ff.

<sup>48</sup> *Gutzwiller*, S. 103; vgl. auch *Thalmann*, Aufklärungspflicht, S. 975.

<sup>49</sup> *Gutzwiller*, S. 101.

<sup>50</sup> BGE 119 II 335 Erw. 5.

<sup>51</sup> *Bertschinger Urs*, Sorgfaltspflichten der Bank bei Anlageberatung und Verwaltungsaufträgen, Diss. Zürich 1991, S. 82.

<sup>52</sup> *Krimphove*, S. 37.

<sup>53</sup> *Krimphove*, S. 39; Das Thema der Informationsvermittlung greift auch *Thalmann* auf, welcher diese Problematik insbesondere im Spannungsfeld von Vollständigkeit und Klarheit ortet (Sorgfaltspflicht, S. 200/201).

<sup>54</sup> *Krimphove*, S. 40.

<sup>55</sup> *Krimphove*, S. 42.

toren» unterrichtet sei, deren Kenntnis für eine «sachgerechte und erfolgreiche Anlageentscheidung» erforderlich sei. Der Anleger müsse die Folgen seines finanziellen Handelns abschätzen und somit eigenverantwortlich entscheiden können. Es solle ihm durch die Aufklärungspflicht aber nicht das Risiko eines wirtschaftlichen Misserfolges seines Engagements abgenommen werden.<sup>56</sup>

Gemäss Bundesgericht erhöht sich die Informationspflicht, wenn der Kunde mit Bankkrediten «spekuliert».<sup>57</sup> Letzteres unterstützt auch *Thalmann* mit dem Hinweis, dass sich solche Lombardkredite bzgl. ihrer Risiken kaum von Termingeschäften und Derivaten unterscheiden.<sup>58</sup> Das Argument scheint verständlich, da der Kunde hierbei nicht eigenes, sondern geliehenes Finanzvermögen einsetzt. Auf das Risiko der Anlagen, vor welchen im Rahmen der Aufklärungspflicht zu warnen ist, hat dies keinen Einfluss. Insgesamt steigt zwar mit zunehmender Fremdfinanzierung das Risiko des Kunden. Für sich allein sollte der Umstand eines «Spekulierens» auf Kredit jedoch keine erhöhte Aufklärungspflicht nach sich ziehen. Ausschlaggebend muss vielmehr das Gesamtrisiko des resultierenden Portefeuilles sein. Das Bundesgericht hat im Übrigen nicht näher ausgeführt, was unter einer «erhöhten Aufklärungspflicht» zu verstehen ist.

Die Informationspflicht im Hinblick auf ein künftiges dauerhaftes Vertragsverhältnis orientiert sich nach *Gutzwiller* unmittelbar am Wissensstand des Kunden. Der Beauftragte muss sich zuerst mit dem Kunden auseinandersetzen, bevor er das Ausmass der Informationsbedürftigkeit korrekt abschätzen kann. Auch *Thalmann* geht (unter Hinweis auf die bundesgerichtliche Rechtsprechung) bei vertraglichen Beziehungen von einer Abklärungspflicht («know your customer rule») aus.<sup>59</sup> Es ist daher auch im Hinblick auf einen Anlageberatungs- oder Vermögensverwaltungsvertrag ein sog. *Kundenprofil* zu erstellen.<sup>60</sup>

Zentral hierbei ist die *Erfahrung des Kunden*. Mit steigender Erfahrung reduziert sich jedoch nicht etwa die Erkundigungspflicht, sondern lediglich der Informationsumfang.<sup>61</sup> Wie weit diese Erkundigungspflicht geht ist strittig: Darf der Beauftragte bereits annehmen, der Kunde sei kompetent, nur weil er sich kompetent gibt, wie dies *Bertschinger* behauptet,<sup>62</sup> oder darf sich der Anlageberater nicht vorschnell von einem ersten kompetenten Auftritt täuschen lassen, wie dies *Gutzwiller* verlangt?<sup>63</sup> Einigkeit herrscht darüber, dass die Abklärungen einen vernünftigen Rahmen nicht überschreiten sollen. Einem erfahrenen Berater sollte es zudem möglich sein, im Verlauf des Beratungsgesprächs zu erkennen, ob sich der Kunde tatsächlich so gut auskennt, wie er vorgibt.<sup>64</sup> Unseres Erachtens soll sich ein Berater nicht vorschnell durch Erwähnung einiger Fachbegriffe durch den Kunden von seiner Pflicht zur umfassenden Information befreit fühlen. Es gilt allerdings zu unterscheiden, ob der Kunde ein Beratungsverhältnis anstrebt oder bloss ein einzelnes Geschäft abschliessen möchte. Wird ein dauerhaftes Beratungs- oder Verwaltungsverhältnis angestrebt, so genügt das Abstellen auf einen ersten kompetenten Eindruck nicht. Geht es jedoch um «execution only», so darf der Beauftragte im Allgemeinen davon ausgehen, dass der Kunde weiss, was er tut. Hier sollte das Abstellen auf den Anschein genügen.

Neben der Erfahrung sind im Rahmen des Kundenprofils die *Einkommens- und Vermögensverhältnisse* des Kunden abzuklären sowie der genaue *Anlagezweck*. Geht es dem Kunden vor allem um einen laufenden Ertrag, ein Vermögenswachstum oder mehr um eine Kapitalerhaltung?<sup>65</sup> Sollen eher langfristige Ziele verfolgt werden, oder steht ein kurzfristiger Maximalertrag im Vordergrund? Mit dem Zweck ist somit eng auch der *Anlagehorizont*<sup>66</sup> verbunden. *Risikobereitschaft* und auch *Risikofähigkeit*<sup>67</sup> sind weitere zentrale Punkte des Kundenprofils. Bei der Bereitschaft geht es um die mentale und

<sup>56</sup> *Brandt Markus*, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute bei der Kapitalanlage, Baden-Baden 2002, S. 88/89.

<sup>57</sup> Vgl. *Gutzwiller*, S. 99, 121/122; *Thalmann*, Aufklärungspflicht, S. 975.

<sup>58</sup> *Thalmann*, Aufklärungspflicht, S. 988.

<sup>59</sup> *Thalmann*, Aufklärungspflicht S. 977.

<sup>60</sup> Vgl. *Emch Urs/Renz Hugo/Arpagaus Reto*, Das schweizerische Bankgeschäft, 6. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2004, N 1516; *Gutzwiller*, S. 111/112.

<sup>61</sup> *Gutzwiller*, S. 112.

<sup>62</sup> *Bertschinger*, S. 84.

<sup>63</sup> *Gutzwiller*, S. 112/113; *Thalmann* befindet sich graduell etwa in der Mitte (Sorgfaltpflicht, S. 216).

<sup>64</sup> *Gutzwiller*, S. 113.

<sup>65</sup> Vgl. *Emch/Renz/Arpagaus*, N 1510.

<sup>66</sup> Vgl. *Emch/Renz/Arpagaus*, N 1507/1508.

<sup>67</sup> Vgl. *Gutzwiller*, S. 114/115; *Bertschinger* unterscheidet dagegen zwischen subjektiver (entspricht der Risikobereitschaft) und objektiver Risikofähigkeit (S. 85/86).



emotionale Bereitschaft des Kunden. Die Fähigkeit dagegen zeigt, unter Einbezug der Vermögens- und Einkommenslage und des Anlagezwecks, die noch zu verantwortenden Risiken auf.<sup>68</sup> Kunden wollen jedoch nicht immer alle Absichten und Verhältnisse preisgeben, was selbstverständlich zu respektieren ist. Auch ein Kundenprofil kann daher lückenhaft und unvollständig sein und vermag somit nur bedingt über das Mass der nötigen Information Auskunft zu geben. *Gutzwiller* betont denn auch, dass «Aufklärung» keine einseitige Angelegenheit ist. Sie ist vielmehr als Informationsaustausch zwischen dem Beauftragten und dem Kunden zu verstehen. Ein Anlageberater kann nur dann effektiv seiner Informationspflicht nachkommen, wenn er die Bedürfnisse, Wünsche und Verhältnisse seines Klienten kennt. «Aufklärung» ist somit kein einseitiger Akt, sondern vielmehr ein zielgerichtetes Gespräch zwischen Kunde und Berater, wobei die Initiative wie auch die Ausgestaltung des Gesprächs bei Letzterem liegt.<sup>69</sup>

Die Informationspflichten sollen den Kunden mithin vor Risiken schützen, deren er sich (bspw. aufgrund eines Informationsgefälles) nicht bewusst ist.<sup>70</sup> Was aber sind nun hinsichtlich der Aufklärungs- und Informationspflicht «relevante Risiken»?

Die Ökonomie unterscheidet systematische («market risks») und unsystematische («unique risks») Risiken. Unsystematische Risiken haften am Titel selbst. Nach der Portfoliotheorie lassen sich diese durch genügende Diversifizierung (i.d.R. 30 bis 40 Titel, je nach Marktgrösse) weitgehend eliminieren.<sup>71</sup> Dabei ist die Diversifizierung umso effektiver, je weniger die einzelnen Titel korrelieren, d.h. je unterschiedlicher ihr Marktverhalten ist.<sup>72</sup> Werden die Renditen zu den Risiken in ein Verhältnis gesetzt, so ergibt sich aus den effizienten Portfoliokombinationen («efficient portfolios»)<sup>73</sup> eine Kurve. Für jede

Risikostufe besteht somit ein Portfolio, welches den höchstmöglichen Ertrag erwirtschaftet. Wie viel Risiko einzugehen ist, hängt vom Empfinden des Anlegers ab und von der jeweiligen Lebenssituation, in der er sich befindet. Dem durchschnittlichen Anleger ist dabei generell eher eine Risikoaversion eigen.<sup>74</sup>

Der Portfoliotheorie wird oft vorgeworfen, sie gründe auf vergangenen Kurswerten und sei deshalb nur bedingt geeignet, künftige Risiken gehörig abzuschätzen.<sup>75</sup> Dem ist entgegenzuhalten, dass die Wirksamkeit der Diversifikation mit Blick auf langjährige Erfahrungswerte heute als gesichert gelten kann. Vereinzelt mag es Ausnahmesituationen geben, in welchen der Markt eine solche Sogwirkung entwickelt, dass selbst gut diversifizierte Portfolios spürbar an Wert einbüßen, doch ist auf lange Sicht die Wirksamkeit einer genügenden Diversifikation aus heutiger Sicht unbestritten.

Die Portfoliotheorie zeigt, dass einer guten Diversifikation eine zentrale Rolle zukommt. Für die verschiedenen Anlegergruppen existieren nicht unzählige sinnvolle Titelkombinationen. Ausgehend von der Annahme, dass ein durchschnittlicher Anleger eher risikofeindlich ist, ergibt sich eine beschränkte Anzahl objektiv bestimmbarer, «sinnvoller» Portfolios. Hieraus ist eines zu wählen, welches die gegenwärtige Vermögens- und Einkommenssituation des Kunden optimal berücksichtigt. Ein sorgfältiger Beauftragter hat eine solche Portfoliozusammensetzung im Rahmen eines Verwaltungs- oder Anlageberatungsauftrages zu favorisieren. Berücksichtigt er dies, so minimiert er die Risiken für den Anleger optimal. Sind die Risiken gering, so sind auch an den Informationsumfang bescheidenere Anforderungen zu stellen. Von einem Beauftragten ist v.a. dann eine umfassende Information zu verlangen, wenn er den «sicheren Pfad» dieser effizienten Portfolios von geringem Risiko und optimaler Berücksichtigung der aktuellen Situation verlässt und andere Anlagen tätigen will oder zu solchen rät. Diese Referenzportfolios sind jedoch dynamisch und verändern sich je nach Vermögens- und Einkommenssituation. A. verliert mit dem Eintritt ins Pensionsalter die regelmäßigen Einkünfte aus dem Arbeitserwerb. Er ist vermehrt auf die Erträge seiner Anlagen angewiesen.

<sup>68</sup> Vgl. *Gutzwiller*, S. 111 f.

<sup>69</sup> Vgl. *Gutzwiller*, S. 106 f.

<sup>70</sup> Vgl. *Gutzwiller*, S. 105/106.

<sup>71</sup> Vgl. *Brealy Richard A./Myers Stewart C./Allen Franklin*, *Corporate Finance*, 8<sup>th</sup> Ed., New York 2006, S. 161 f.; *Leven Franz-Josef/Schlienkamp Christoph*, *Erfolgreiches Depotmanagement*, Wiesbaden 1998, S. 60 ff.

<sup>72</sup> *Jorion Philippe*, *Value at risk*, 3<sup>rd</sup> Ed., New York 2007, S. 163.

<sup>73</sup> Effizient ist ein Portfolio dann, wenn es nach dem  $\mu/\sigma$ -Prinzip kein anderes Portfolio gibt, das bei gleichem Risiko eine höhere Rendite erzielt (man spricht hierbei auch von einem «dominanten» Portfolio); vgl. dazu *Brealy/Myers/Allen*, S. 185/186.

<sup>74</sup> Vgl. *Brealy/Myers/Allen*, S. 182 f.; *Leven/Schlienkamp*, S. 95 ff.

<sup>75</sup> Vgl. *Brealy/Myers/Allen*, S. 158 f. *Leven/Schlienkamp*, S. 56, 66.

Aufgrund des kleineren Anlagehorizonts sind zudem seine Chancen, Wertverluste auszugleichen, geringer. Es sind somit neu Anlagen zu favorisieren, die dem kürzeren Zeithorizont Rechnung tragen. Die Situation von A. ist folglich eine vollkommen andere als vor seiner Pensionierung. Diese Veränderung führt auch zu einer Verschiebung seines optimalen Portfolios. Wird diese Veränderung, wie vorliegend geschehen, nicht berücksichtigt, so ist über die damit einhergehende beträchtliche Steigerung des Risikos aufzuklären. Da die Y. X. AG dies in casu unterlassen hat, verletzt sie ihre Informationspflicht.

### 1.5 Form der Information und Aufklärung

Ist die Information Teil der Hauptschuld, so führt nichts an einer individuellen Beratung vorbei. In einem eingehenden persönlichen Gespräch sollen die Wünsche und Bedürfnisse des Kunden ergründet werden. Wie *Bertschinger* treffend bemerkt, reichen selbst längere Telefongespräche oder intensive Briefwechsel nicht aus, um ein persönliches Gespräch zu ersetzen.<sup>76</sup>

Ist die Aufklärungspflicht eine Nebenpflicht, so sind an sie weit geringere Anforderungen zu stellen. Im Zentrum der Betrachtung steht hierbei die zwingende Aufklärungspflicht, nach Art. 11 BEHG, welche jedoch eine nach Kenntnisstand und Erfahrung abgestufte Aufklärung erlaubt. Da eine individuelle Aufklärung bei einer grösseren Anzahl Kunden mit grossem Aufwand verbunden ist, sind nach herrschender Lehre auch standardisierte Informationen zulässig. Sie werden bezüglich Umfang und Inhalt nach Kundengruppen abgestuft, die dem jeweiligen Erfahrungsgrad und Kenntnisstand entsprechen müssen.<sup>77</sup> Dies erscheint vernünftig, da Art. 11 BEHG lediglich eine Aufklärung über die Risiken der Geschäftsart verlangt und dabei erlaubt, die Geschäftserfahrung und die Erfahrung des Kunden zu berücksichtigen.

## 2. Hypothetischer Kausalzusammenhang, sowie dessen Unterbrechung durch Kündigung des Mandatvertrages

### 2.1 Hypothetischer Kausalzusammenhang

Bei einer Unterlassung ist als Erstes zu ermitteln, ob eine Pflicht zur Handlung vorgelegen hat. Im vorliegenden Fall wurde dies vom Bundesgericht bejaht (es bestand eine Informationspflicht). Als Zweites ist zu untersuchen, ob diese pflichtwidrig unterlassene Handlung den eingetretenen Schaden hätte verhindern können. Ist dies zu bejahen, so erscheint die Unterlassung kausal für den Schaden.<sup>78</sup> Wie das Bundesgericht in ständiger Rechtsprechung feststellt, ist auch beim hypothetischen Kausalzusammenhang prinzipiell zwischen einem natürlichen und einem adäquaten zu unterscheiden. Die Prüfung fällt hier jedoch zusammen, da ein hypothetischer Kausalzusammenhang, der nicht nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge und der allgemeinen Lebenserfahrung als wahrscheinlich anzunehmen ist, nicht denkbar ist.<sup>79</sup> Der Geschädigte hat zu beweisen, dass durch die pflichtgemässe Handlung der Schaden hätte vermieden werden können. Eine überwiegende Wahrscheinlichkeit nach der Lebenserfahrung und dem gewöhnlichen Lauf der Dinge genügt hierfür.<sup>80</sup> Es stellt sich die Frage, ob in casu A. diese überwiegende Wahrscheinlichkeit tatsächlich nachweisen kann. Das Bundesgericht schützte die Annahme des Handelsgerichts, eine klare Aussage in der Retrospektive sei nicht mehr möglich. Es sei aber – trotz des Hanges von A. zur risikoreichen Strategie – davon auszugehen, dass er seine Strategie bei entsprechender Abmahnung geändert hätte. Ob dies der geforderten «überwiegenden Wahrscheinlichkeit» genügt, erscheint auf den ersten Blick fraglich. Das Bundesgericht und die Lehre gehen jedoch davon aus, dass an die «überwiegende Wahrscheinlichkeit» keine allzu hohen Anforderungen zu stellen seien.<sup>81</sup> Ist diesem Grundsatz

<sup>76</sup> Vgl. *Bertschinger*, S. 79/80.

<sup>77</sup> Vgl. *Roth*, *Effektenhändler*, S. 80; *Thalmann*, *Aufklärungspflicht*, S. 990/991; *Zobl/Kramer*, N 804. Kritische Anmerkungen hierzu finden sich bei *Watter*, S. 88.

<sup>78</sup> Vgl. *Rey Heinz*, *Ausservertragliches Haftpflichtrecht*, Zürich 2003, N 593; *Oftinger Karl/Stark Emil W.*, *Schweizerisches Haftpflichtrecht*, Zürich 1995, N 52; BSK OR I-Schnyder, Art. 41 N 19.

<sup>79</sup> BGer 4C.68/2007 Erw. 8.1; siehe auch BSK OR I-Schnyder, Art. 41 N 19; *Rey*, N 599/601.

<sup>80</sup> Vgl. *Rey*, N 594a; BGE 121 III 363 Erw. 5.

<sup>81</sup> Vgl. BGE 121 III 363 Erw. 5; *Oftinger/Stark*, N 62; *Rey*, N 601.

zu folgen, so kann vorliegend eine solche «überwiegende Wahrscheinlichkeit» durchaus bejaht werden.

### 2.2 Unterbrechung des Kausalzusammenhangs durch Kündigung des Mandatvertrages

Wird die Kausalität bejaht, stellt sich die Frage, ob diese durch die Kündigung des Anlageberatungsvertrages unterbrochen worden ist. Eine Unterbrechung wird dann angenommen, wenn eine andere adäquate Ursache hinzu tritt, die «eine derart hohe Intensität aufweist, dass die an sich adäquate Ursache nach wertender Betrachtung als rechtlich nicht mehr beachtlich erscheint.»<sup>82</sup> Die Unterbrechung der Kausalität kann sich nur auf die Adäquanz beziehen, da eine nachträgliche «Unterbrechung» der natürlichen Kausalität nicht denkbar ist.<sup>83</sup> Nach *Oftringer/Stark* bedeutet eine «Unterbrechung» nichts anderes, als dass die Ursache nicht mehr adäquat-kausal (sondern sog. «inadäquat») für den Eintritt des Schadens erscheint.<sup>84</sup> Als Unterbrechungsgründe kommen folgende drei Möglichkeiten in Frage: Höhere Gewalt, Selbst- und Drittverschulden.<sup>85</sup> In casu nimmt das Bundesgericht ein schweres Selbstverschulden an. Dieses muss eine hohe Intensität erreichen, ansonsten würde lediglich ein gewöhnliches Selbstverschulden vorliegen, das zu einer Reduktion führt.<sup>86</sup> Vorliegend ist die Informationspflicht ein Teil der vertraglich vereinbarten Hauptschuld. Mit dem Vertrag fallen auch die damit verbundenen Pflichten weg, womit die erste Voraussetzung für die Bejahung des hypothetischen Kausalzusammenhangs entfällt.<sup>87</sup> Die B. SA wurde zudem mit Übernahme der Beratungstätigkeit zur Vertreterin von A. Dieser musste sich von diesem Zeitpunkt an die Geschäftserfahrung der B. SA aufgrund von Art. 32 OR anrechnen lassen. A. hat somit Kenntnis über das Risiko erlangt und hat durch sein Nichtaktivwerden die folgenden Verluste selbst zu verantworten.<sup>88</sup> Eine Unterbrechung ist daher zu bejahen.

### 3. Reduktion bei Selbstverschulden

Nach Art 44 Abs. 1 OR (welcher aufgrund von Art. 99 Abs. 3 OR auch auf die vertragliche Haftung anwendbar ist) kann der Richter die Ersatzpflicht des Schädigers ermässigen oder ihn ganz davon entbinden, wenn Umstände, für die der Geschädigte eintreten muss, auf die Entstehung oder Verschlimmerung des Schadens eingewirkt haben. Selbstverschulden ist somit ein Herabsetzungsgrund im Sinne des Gesetzes, es sei denn, das Selbstverschulden sei derart massiv, dass es zu einer Unterbrechung der Kausalität führt.<sup>89</sup> In casu nimmt das Bundesgericht eine Reduktion für den Schaden an, den A. während der Zeit des Beratungsmandates erlitten hatte (also vor der Kündigung, welche als Unterbrechungsgrund qualifiziert wurde). Selbstverschulden kann den Schaden mitverursachen oder ihn auch nur vergrössern. Dass A. nicht genügend wachsam gewesen war und die Warnsignale in der ersten Studie ignoriert hat, ist als mitursächliches Verhalten zu qualifizieren. Selbstverschulden ist nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung ein Verhalten, von dem erwartet werden muss, dass der Geschädigte dessen Gefährlichkeit einsieht oder hätte einsehen können.<sup>90</sup> Es liegt auch dann vor, wenn jemand die unter den gegebenen Umständen angebrachten Vorsichtsmassnahmen ausser Acht lässt.<sup>91</sup> Ein Selbstverschulden erscheint daher in casu als unbestritten, insbesondere wenn man berücksichtigt, dass A. kein unerfahrener Anleger war und sehr wohl wusste, dass seine Anlagestrategie erhebliche Risiken barg. Eine Reduktion nach Art. 44 Abs. 1 OR ist folglich nicht zu beanstanden.

### IV. Schlussbetrachtungen

Der vorliegende Entscheid illustriert die Anforderungen, die an die Kundeninformation im Rahmen eines Anlagevertrages gestellt werden. Aufgrund des Anlageberatungsvertrages treffen den Beauftragten umfassende Informations- und Aufklärungspflichten, die sich aus der auftragsrechtlichen Sorgfaltspflicht ergeben. Die Information des Kunden stellt eine vertragliche Hauptschuld dar, welche sorgfältig zu erfül-

<sup>82</sup> *Rey*, N 552; vgl. auch BSK OR I-*Schnyder*, Art. 41 N 20.

<sup>83</sup> *Oftringer/Stark*, N 132/133.

<sup>84</sup> *Oftringer/Stark*, N 135.

<sup>85</sup> Vgl. *Rey*, N 560 ff.; *Oftringer/Stark*, N 142 ff.

<sup>86</sup> Vgl. *Rey*, N 561.

<sup>87</sup> Vgl. vorn III.2.1.

<sup>88</sup> BGer 4C.68/2007 Erw. 11.2.

<sup>89</sup> Vgl. *Rey*, N 401.

<sup>90</sup> BGE 107 Ib 158.

<sup>91</sup> BGE 112 II 355, vgl. auch BSK OR I-*Schnyder*, Art. 44 N 7.

len ist. Es liegt kein Fall von «execution only» vor. Im Rahmen dieses Vertragsverhältnisses werden in casu die «Life Cycle Planning»-Studien im Hinblick auf den Ruhestand von A. erstellt. Sie sollten daher ausdrücklich auf die Risiken einer Beibehaltung der langjährigen, risikoreichen Strategie hinweisen. Dies wird unterlassen, obwohl eine Abmahnung offensichtlich angezeigt gewesen wäre. Die Y. X. AG verletzt somit ihre Sorgfaltspflicht. Sie wäre verpflichtet gewesen, A. umfassend und unaufgefordert über bestehende Risiken aufzuklären. Dass ein Kunde über viel Erfahrung in einem bestimmten Bereich verfügt, befreit den Beauftragten nicht von seinen Informationspflichten. Lediglich an den Umfang der Information sind geringere Anforderungen zu stellen.

Der Beauftragte hat eine effiziente Anlagestrategie zu favorisieren, die der Risikobereitschaft und Risikofähigkeit des Kunden entspricht und seine aktuelle Situation bestmöglich berücksichtigt. In casu wird mit dem Eintritt von A. ins Pensionsalter seine bisherige risikoreiche Anlagestrategie zunehmend problematisch. Durch die Beibehaltung steigt sein Risiko erheblich. Die Y. X. AG hätte A. daher zu einem besser diversifizierten Anlageportfolio raten sollen, ansonsten würden die Grundsätze der Portfoliotheorie missachtet. A. wurde jedoch weder auf den

massiven Risikoanstieg hingewiesen, noch wurde ihm zu einer Umstrukturierung seines Portfolios geraten. Auch eine Dokumentation der Risiken im Rahmen der Studien wurde unterlassen. Die Sorgfaltspflicht wurde somit klar verletzt.

Die unterbliebene Abmahnung betrachtet das Bundesgericht in der Folge zu Recht als kausal für den Schadenseintritt. Es geht davon aus, dass bei umfassender Information ein Kunde in einem solchen Fall kaum im bisherigen Stil seine Anlagestrategie weiter verfolgt hätte. Der Kausalverlauf wird jedoch durch die Vertragskündigung und die Beauftragung der B. SA unterbrochen, da die vertragliche Beziehung als Voraussetzung für eine Pflicht zum Handeln wegfällt und sich der Kunde die Erfahrung des neuen Anlageberaters anrechnen lassen muss.

Für den Schaden, der vor der Unterbrechung eingetreten ist, ist eine Reduktion aufgrund von Selbstverschulden vorzunehmen, wenn die angebrachten Vorsichtsmassnahmen trotz eines Erkennenkönnens ausser Acht gelassen werden. A. verfügte als langjähriger Investor über genügend Wissen und Erfahrung, um die Folgen einer risikoreichen Anlagestrategie abschätzen zu können. Eine Reduktion ist mithin zweifelsfrei gerechtfertigt und angezeigt.