



Mitwirkend: Oberrichter Roland Schmid, Vizepräsident, und Oberrichter Prof. Dr. Alexander Brunner, der Handelsrichter Thomas Steinebrunner, die Handelsrichterin Ursula Suter und der Handelsrichter Christian Zuber sowie die Gerichtsschreiberin Isabelle Monferrini

Urteil vom 10. Juni 2016

in Sachen

A._____ HOLDING SA,

Klägerin

vertreten durch Rechtsanwalt Dr. iur. X._____,

gegen

B._____ AG,

Beklagte

betreffend **Forderung**

Inhaltsverzeichnis

Sachverhalt und Verfahren:	5
A. Parteien und Prozessgegenstand	5
B. Prozessverlauf	5
C. Wesentliche Prozesserkklärungen und Beweisvorbringen der Parteien	7
Erwägungen:	8
1. Formelles	8
1.1. Zuständigkeit.....	8
1.2. Klageänderung	10
1.3. Stellungnahmen zu Noven	10
1.4. Editionsbegehren der Klägerin.....	11
2. Anwendbares Recht	11
3. Vermögensverwaltung	12
3.1. Unbestrittener Sachverhalt	12
3.2. Vermögensverwaltung und Schadenersatz aus Vertragsverletzung	13
3.3. Vertraglich vereinbarte Anlagestrategie	15
3.3.1. Unbestrittener Sachverhalt	15
3.3.2. Parteistandpunkte	18
3.3.2.1. Klägerin	18
3.3.2.2. Beklagte	24
3.3.3. Rechtliches	31
3.3.4. Würdigung	34
3.4. Gerügte Sorgfaltspflichtverletzungen.....	41
3.4.1. Aktienquote	41
3.4.1.1. Risikoexposition per 30. Juni 2007	41
3.4.1.2. Risikoexposition per 31. Dezember 2007	70
3.4.1.3. Risikoexposition per 30. Juni 2008	74
3.4.1.4. Risikoexposition per 31. Dezember 2008	75
3.4.1.5. Risikoexposition per 30. Juni 2009	77
3.4.1.6. Risikoexposition per 31. Dezember 2009	78
3.4.1.7. Risikoexposition per 31. Dezember 2010	79
3.4.1.8. Risikoexposition per 30. Juni 2011	81
3.4.1.9. Risikoexposition per 31. August 2011	82
3.4.1.10. Fazit zur Aktienquote	83
3.4.2. Klumpenrisiken	83
3.4.2.1. Allgemeines	83
3.4.2.2. Vietnam und Emerging Markets	85
3.4.2.3. Spezialwerte	96
3.4.2.4. Rohstoffe	103
3.4.2.5. Währungen und Liquidität	110
3.4.2.6. Fazit zu den Klumpenrisiken.....	120
3.4.3. Weisung betreffend Umschichtung in kapitalgarantierte Produkte	121
3.4.4. Interessenskonflikte	130
3.4.5. Illiquide Anlagen	145
3.4.6. Fazit zu den gerügten Sorgfaltspflichtverletzungen	152
3.5. Aufklärung und Genehmigung	152
3.5.1. Allgemeines	152
3.5.2. Sach- und Fachkunde	153

3.5.3. Information	160
3.6. Schaden.....	162
3.6.1. Parteistandpunkte	162
3.6.2. Rechtliches.....	169
3.6.3. Würdigung	170
3.7. Kausalzusammenhang.....	178
3.7.1. Parteistandpunkte	178
3.7.2. Rechtliches.....	179
3.7.3. Würdigung	181
3.8. Haftungsausschluss für leichte Fahrlässigkeit und Verschulden	182
3.8.1. Parteistandpunkte	182
3.8.2. Rechtliches.....	184
3.8.3. Würdigung	185
4. Retrozessionen.....	186
4.1. Unbestrittener Sachverhalt.....	186
4.2. Parteistandpunkte	187
4.3. Rechtliches.....	192
4.3.1. Rechenschaftsablage und Herausgabepflicht des Beauftragten	192
4.3.2. Verzicht auf Ablieferung.....	193
4.3.3. Aufklärung des Auftraggebers	194
4.3.4. Beweislast	194
4.3.5. Teilnichtigkeit des Vermögensverwaltungsvertrages	195
4.4. Würdigung	195
4.4.1. Retrozessionen vom 30. Juni 2001 bis und mit dem 2. Quartal 2004.....	195
4.4.2. Retrozessionen vom 1. Juli 2004 bis 31. August 2011	197
4.4.3. Retrozessionen vom 8. Dezember 1993 bis 30. Juni 2001	199
4.4.4. Verjährung.....	199
4.4.5. Zins.....	200
5. Ergebnis.....	201
6. Kosten- und Entschädigungsfolgen	201
6.1. Streitwert	201
6.2. Gerichtsgebühr und Parteientschädigung.....	202
7. Minderheitsmeinung.....	205
Beschluss und Erkenntnis:.....	203

Rechtsbegehren der Klage:

(act. 1 S. 2)

- "1. Die Beklagte sei zu verpflichten, der Klägerin CHF 1'922'033.– samt Zins zu 5% seit dem 1. September 2011 zu bezahlen.
2. Die Beklagte sei zu verpflichten, der Klägerin CHF 14'354.55 samt Zins zu 5% seit 1. November 2011 zu bezahlen.
3. Die Beklagte sei zu verpflichten, der Klägerin CHF 65'937.90 samt Zins zu 5% seit 1. November 2011 zu bezahlen.
- 4 a) Die Beklagte sei unter Androhung der Ungehorsamstrafe gemäss Art. 292 StGB gegen ihre Organe zu verpflichten, gegenüber der Klägerin ordnungsgemäss Rechenschaft abzulegen über die seitens C._____ (C._____) [Bank] aufgrund der Geschäftsbeziehung mit der Klägerin in der Zeitperiode 8. Dezember 1993 bis 30. Juni 2001 an die Beklagte ausbezahlt und von ihr vereinnahmten Retrozessionen, Bestandespflegekommisionen, Finder's Fees, Kick-Backs und / oder Vertriebsentschädigungen.
- b) Die Beklagte sei zu verpflichten, der Klägerin die vereinnahmten Retrozessionen, Bestandespflegekommisionen, Finder's Fees, Kick-Backs und / oder Vertriebsentschädigungen entsprechend der Summe gemäss Aufstellung der Beklagten (gemäss Rechtsbegehren Ziff. 4. a)), eventualiter entsprechend einer nach richterlichem Ermessen festgesetzten Summe herauszugeben.

Alles unter Kosten- und Entschädigungsfolgen zu Lasten der Beklagten."

Rechtsbegehren der Replik:

(act. 19 S. 2)

- "1. Die Beklagte sei zu verpflichten, der Klägerin CHF 1'922'033.–, eventualiter CHF 2'830'420.–, sub-eventualiter einen Betrag nach richterlichem Ermessen, jeweils samt Zins zu 5% seit dem 1. September 2011 zu bezahlen.

[2. - 4. unverändert]

5. Die Beklagte sei zu verpflichten, der Klägerin CHF 182'325.93 samt Zins zu 5% seit dem 14. November 2011 zu bezahlen.

Alles unter Kosten- und Entschädigungsfolgen zu Lasten der Beklagten."

Sachverhalt und Verfahren:

A. Parteien und Prozessgegenstand

a. Die Klägerin ist in Panama domiziliert (act. 3/3; act. 3/4). Sie liess ihr Vermögen durch die Beklagte verwalten (act. 1 S. 5 Rz. 3 und S. 7 f. Rz. 17; act. 13 S. 6 f. Rz. 4 f.).

Die Beklagte hat ihren Sitz in Zürich; ihr Zweck besteht gemäss Handelsregistereintrag in der Verwaltung von Vermögen und Vermögensteilen aller Art (act. 3/5).

b. Gegenstand des vorliegenden Prozesses bildet der Vermögensverwaltungsvertrag vom 5. November 2004 zwischen der Klägerin und der Beklagten (act. 3/6). Die Klägerin behauptet mehrfache und wiederholte Verletzung desselben sowie der zugrunde liegenden Sorgfalts- und Treuepflichten. Den dadurch in der Zeitperiode vom 30. Juni 2007 bis 1. September 2011 entstandenen Schaden verlangt die Klägerin mit vorliegender Klage ersetzt. Weiter beansprucht sie Retrozessionen, welche die Beklagte zu Unrecht vereinnahmt haben soll, anstatt sie an die Klägerin abzuliefern (act. 1 S. 7 f. Rz. 17 f.). Die Beklagte widersetzt sich diesen Forderungen und beantragt entsprechend die Abweisung der Klage (act. 13 S. 1).

B. Prozessverlauf

Am 1. November 2011 (Datum Poststempel) reichte die Klägerin die Klage ein (act. 1). Den mit Verfügung vom 3. November 2011 unter Hinweis auf Art. 98 ZPO verlangten Vorschuss für die Gerichtskosten leistete sie fristgerecht (Prot. S. 2 f.; act. 6). Die Klageantwort ging mit Datum vom 16. Februar 2012 ein (act. 13). Die hierauf eingegangene unaufgeforderte Stellungnahme der Klägerin vom 15. März 2012 (act. 17) bleibt gemäss Verfügung vom 20. März 2012 unbeachtet (Prot. S. 8 f.). Mit nämlicher Verfügung wurde ein zweiter Schriftenwechsel angeordnet (Prot. S. 8 f.). Die Replik erging am 4. Juni 2012 (act. 19); die Duplik wurde mit Eingabe vom 10. September 2012 erstattet (act. 27). Die mit Verfügung vom 1. Oktober 2012 (Prot. S. 15; act. 32) verlangte Stellungnahme zu den

Dupliknoven erging am 26. November 2012 (act. 38), wozu die Beklagte mit Eingabe vom 11. Februar 2013 Stellung nahm (act. 43). Die Klägerin reagierte mit Eingabe vom 14. Februar 2013 (act. 47). Am 13. März 2013 fand eine Vergleichsverhandlung statt, an welcher die Parteien indes zu keiner Einigung fanden (Prot. S. 18 f.).

In der Folge erging am 2. Juni 2014 der Beweisbeschluss (Prot. S. 21 ff.; act. 50). Mit Eingaben vom 26. Juni 2014 und vom 7. Juli 2014 nahmen die Parteien dazu Stellung (act. 53 und act. 56). Mit Verfügung vom 2. Juli 2014 wurde Prof. Dr. D. _____ als Gutachter bestellt (act. 54). Die Experteninstruktion erfolgte mit Schreiben vom 29. Juli 2014 (act. 59). Das Gutachten ging am 19. Dezember 2014 beim Gericht ein (act. 64, Datum Poststempel) und wurde den Parteien mit Verfügung vom 8. Januar 2015 zugestellt (act. 65). Mit Eingaben vom 23. Januar 2015 und vom 27. Februar 2015 nahmen die Parteien zum Gutachten Stellung (act. 67 und act. 69). Die Beweisverhandlung mit Einvernahmen wurde am 7. August 2015 durchgeführt (Prot. S. 40; act. 78; act. 80; act. 81). Mit Eingaben vom 22. September 2015 und vom 12. Oktober 2015 nahmen die Klägerin sowie die Beklagte zum Beweisergebnis Stellung (act. 85 und act. 86). Der Prozess ist nunmehr - nachdem die Parteien auf die Durchführung einer Hauptverhandlung verzichtet haben (Prot. S. 41) - spruchreif, weshalb das Urteil zu fällen ist (Art. 236 Abs. 1 ZPO).

Es ist an dieser Stelle auf personelle Veränderungen in der Bearbeitung des vorliegenden Prozesses hinzuweisen. Am Beweisbeschluss vom 2. Juni 2014 wirkten mit: Oberrichter Peter Helm, Präsident, und Prof. Dr. Alexander Brunner, die Handelsrichter Thomas Steinebrunner, Ursula Suter und Christian Zuber sowie die Gerichtsschreiberin Mirjam Münger. In der Folge fanden personelle Veränderungen statt. Peter Helm wurde pensioniert und Mirjam Münger ist als vollamtliche Ersatzrichterin am Bezirksgericht Hinwil tätig. Entsprechend ist die Besetzung des Urteils neu wie folgt: Oberrichter Roland Schmid, Vizepräsident, und Oberrichter Prof. Dr. Alexander Brunner, der Handelsrichter Thomas Steinebrunner, die Handelsrichterin Ursula Suter und der Handelsrichter Christian Zuber so-

wie die Gerichtsschreiberin Isabelle Monferrini. Eine solche personelle Veränderung ist, weil begründet, zulässig (Urteil des Bundesgerichts 4A_271/2015 vom 29. September 2015, Erw. 8.2.).

C. Wesentliche Prozessklärungen und Beweisvorbringen der Parteien

a. Die Klägerin macht geltend, die Beklagte habe die vereinbarte ausgewogene Anlagestrategie mit konservativer Ausrichtung verletzt (act. 1 S. 10 ff. Rz. 32 ff.; act. 19 S. 10 ff. Rz. 40 ff.). Das Aktienrisiko sei zu hoch gewesen, die Beklagte habe Klumpenrisiken bezüglich Vietnam, Spezialwerten, Goldanlagen und US Dollar gebildet (act. 1 S. 18 ff. Rz. 66 ff.; act. 19 S. 40 ff. Rz. 177 ff.). Entgegen einer Weisung des wirtschaftlich Berechtigten, E._____, habe die Beklagte das Risiko nicht durch Umschichtung in kapitalgarantierte Produkte reduziert (act. 1 S. 37 ff. Rz. 136 ff.; act. 19 S. 80 ff. Rz. 326 ff.). Es hätten weiter Interessenskonflikte bei der Beklagten vorgelegen (act. 1 S. 41 ff. Rz. 149 ff.; act. 19 S. 89 ff. Rz. 360 ff.). Sodann habe die Beklagte in illiquide (fehlende leichte Handelbarkeit) Anlagen investiert (act. 1 S. 47 ff. Rz. 171 ff.; act. 19 S. 99 ff. Rz. 412 ff.). Es liege weiter keine Genehmigung der pflicht- und weisungswidrigen Vermögensverwaltung der Beklagten durch die Klägerin vor (act. 1 S. 50 ff. Rz. 180 ff.; act. 19 S. 101 ff. Rz. 422 ff.). Die damit einhergehende, mehrfache und wiederholte Verletzung des Vermögensverwaltungsvertrages und der zugrunde liegenden Sorgfalts- und Treuepflichten hätten alsdann in der Zeitperiode 30. Juni 2007 bis 1. September 2011 einen erheblichen Schaden im Depot der Klägerin verursacht (act. 1 S. 8 Rz. 18 und S. 72 ff. Rz. 249 ff.; act. 19 S. 124 Rz. 522). Die Klägerin verlange mit vorliegender Klage von der Beklagten den Ersatz dieses Schadens samt Zinsen. Weiter beanspruche sie Retrozessionen (im weitesten Sinne), ebenfalls samt Zinsen, welche die Beklagte zu Unrecht vereinnahmt habe, statt sie gestützt auf Art. 400 OR an die Klägerin abzuliefern. Über einen Teil der insgesamt von der Beklagten vereinnahmten Retrozessionen sei bereits Auskunft erteilt worden, über einen anderen Teil jedoch (noch) nicht. Diesbezüglich sei seitens der Beklagten zuerst Auskunft zu erteilen und hernach (ebenfalls) die ermittelte Summe Geldes diesbezüglicher Retrozessionen herauszugeben (act. 1 S. 8 Rz. 18 und S. 80 ff. Rz. 289 ff.; act. 19 S. 151 ff. Rz. 636 ff.).

b. Die Beklagte hält dem entgegen, es sei nie eine ausgewogene Anlagestrategie vereinbart worden. Man habe die im Anhang zum Vertrag festgehaltene Asset-Allocation abgemacht. Es seien weder vertragswidrige Risikopositionen noch unter den gegebenen Umständen unzulässige Klumpenrisiken eingegangen worden. Auch seien der Beklagten keine Interessenkollisionen vorzuwerfen. Sie habe weder den Vermögensverwaltungsvertrag noch Sorgfalts- und Treuepflichten verletzt (act. 13 S. 6 ff. Rz. 4 ff.; act. 27 S. 5 und S. 12 ff. Rz. 12 ff. und S. 98 f.). Die Beklagte verfolge einen "unternehmerischen" Anlagestil. Der Klägerin sei dieser Ansatz von vornherein bekannt und mit ein Grund gewesen, weshalb sie der Beklagten einen Teil ihres Vermögens zur Verwaltung anvertraut habe (act. 13 S. 24 ff. Rz. 51 ff. und S. 69; act. 27 S. 36 ff. Rz. 71 ff.). Die Klägerin habe nie eine verbindliche Weisung erteilt, in "kapitalgeschützte" Produkte zu investieren (act. 13 S. 17 Rz. 5, S. 32 ff. Rz. 65 ff. und S. 70; act. 27 S. 6 und S. 48 ff. Rz. 107 ff. und S. 99). Die Beklagte habe die Klägerin stets umfassend über ihre Anlagepolitik und auch deren volkswirtschaftliche Begründung informiert. E._____ sei angesichts seines beruflichen Hintergrundes und seiner Erfahrung in finanziellen Angelegenheiten jederzeit in der Lage gewesen, die vorgenommenen Investitionen zu verfolgen und zu beurteilen (act. 13 S. 48 ff. Rz. 103 ff. und S. 70; act. 27 S. 66 ff. Rz. 156 ff. und S. 98 f.).

c. Auf diese und die weiteren Vorbringen der Parteien sowie auf die Akten wird – soweit für die Entscheidungsfindung notwendig – im Rahmen der nachfolgenden Erwägungen eingegangen.

Erwägungen:

1. Formelles

1.1. Zuständigkeit

1.1.1. Die Klägerin ist in Panama domiziliert; die Beklagte hat ihren Sitz in der Schweiz. Im internationalen Verhältnis richtet sich die Zuständigkeit schweizerischer Gerichte grundsätzlich nach dem IPRG (Art. 1 Abs. 1 lit. a IPRG), wobei völkerrechtliche Verträge vorbehalten sind (Art. 1 Abs. 2 IPRG). Als solcher

kommt das Übereinkommen über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen vom 30. Oktober 2007 (Lugano-Übereinkommen, LugÜ) in Betracht. Das LugÜ ist sachlich und zeitlich anwendbar, zumal es sich bei der Klage, welche nach Inkrafttreten für die Schweiz am 1. Januar 2011 erhoben wurde, um eine Zivil- oder Handelssache handelt. Gemäss Art. 23 Abs. 1 LugÜ ist ein Gericht oder sind die Gerichte eines Staates zuständig, wenn die Parteien, von denen mindestens eine ihren Wohnsitz im Hoheitsgebiet eines durch das LugÜ gebundenen Staates hat, schriftlich vereinbart haben, dass ein Gericht oder die Gerichte eines durch das LugÜ gebundenen Staates über eine künftige aus einem bestimmten Rechtsverhältnis entspringende Rechtsstreitigkeit entscheiden sollen. Juristische Personen haben für die Anwendung des LugÜ nach Art. 60 Abs. 1 lit. a ihren Wohnsitz an dem Ort, an dem sich ihr satzungsmässiger Sitz befindet.

Vorliegend hat die Beklagte (Schweiz), nicht jedoch die Klägerin (Panama) ihren Sitz in einem Vertragsstaat, was ausreichend ist. Die Gerichtsstandsklausel ("*Erfüllungsort und Gerichtsstand ist Zürich*") wurde weiter im Rahmen des Vermögensverwaltungsvertrages vom 5. November 2004 (act. 3/6) schriftlich verfasst und betrifft eine aus diesem entspringende Rechtsstreitigkeit. Sodann besteht für diese Klage keine ausschliessliche Zuständigkeit nach Art. 22 LugÜ. Demnach sind die Gerichte in Zürich örtlich zuständig.

1.1.2. Nachdem die geschäftliche Tätigkeit der Beklagten betroffen ist, gegen den Entscheid bei einem Streitwert von mehr als CHF 30'000.– die Beschwerde in Zivilsachen an das Bundesgericht offen steht und die Beklagte im schweizerischen Handelsregister (act. 3/5) sowie die Klägerin in einem vergleichbaren ausländischen Register eingetragen ist (act. 3/3; act. 3/4), mithin eine handelsrechtliche Streitigkeit vorliegt, ist das angerufene Handelsgericht auch in sachlicher Hinsicht zuständig (Art. 6 Abs. 1 und 2 ZPO i.V.m. § 44 lit. b GOG).

1.1.3. Die Zuständigkeit blieb denn auch zu Recht unbestritten (act. 1 S. 5 ff. Rz. 3 ff.; act. 13 S. 3).

1.2. Klageänderung

1.2.1. Die Klägerin ergänzt die Klage replicando hinsichtlich des Rechtsbegehrens Ziffer 1 mit einem neuen Eventual- und Subeventualbegehren sowie mit einem zusätzlichen Rechtsbegehren Ziffer 5 (act. 19 S. 2 und S. 3 Rz. 5 ff.).

1.2.2. Eine Klageänderung ist nach Art. 227 Abs. 1 lit. a ZPO zulässig, wenn der geänderte oder neue Anspruch nach der gleichen Verfahrensart zu beurteilen ist und mit dem bisherigen Anspruch in einem sachlichen Zusammenhang steht.

1.2.3. Die eventuellen sowie das neue Begehren der Klägerin beinhalten vermögensrechtliche Streitigkeiten mit Streitwerten über CHF 30'000.–, welche (ebenefalls) im ordentlichen Verfahren zu beurteilen sind (vgl. Art. 243 und Art. 248 ZPO). Die Klägerin stützt sie zudem auch auf den zwischen den Parteien bestehenden Vermögensverwaltungsvertrag, sodass der erforderliche sachliche Zusammenhang ebenso gegeben ist. Die Klageänderung ist demnach zulässig.

1.3. Stellungnahmen zu Noven

1.3.1. Mit Verfügung vom 1. Oktober 2012 wurde die Klägerin aufgefordert, sich zu neuen Behauptungen bzw. Beilagen der Duplik zu äussern (Prot. S. 15; act. 32). Die Stellungnahme erging am 26. November 2012 (act. 38). Mit Eingabe vom 11. Februar 2013 brachte die Beklagte vor, die Klägerin nehme weitgehend nicht zu Noven Stellung, lege vielmehr eine Art "Mini-Triplik" vor. Die Beklagte stelle daher den Antrag, die entsprechend bezeichneten Ausführungen der Klägerin aus dem Recht zu weisen (act. 43 S. 1 Rz. 1). Mit Eingabe vom 14. Februar 2013 machte die Klägerin geltend, die Stellungnahme der Beklagten enthalte unzulässige Noven und beantragte Fristansetzung zur Stellungnahme, falls dies als erforderlich erachtet werde (act. 47).

1.3.2. Die Ausführungen der Klägerin in der Stellungnahme zu Noven in der Duplik der Beklagten enthalten – bezogen auf die nachfolgenden Erwägungen – nichts Neues oder Ausschlaggebendes zu beklagtischen Noven. Es braucht daher nicht weiter darauf eingegangen zu werden und kann dahingestellt bleiben, ob sie gesamthaft oder zumindest weitgehend aus dem Recht zu weisen wäre. Das-

selbe gilt für die Stellungnahme der Beklagten, abgesehen von der Problematik der Verjährung des Anspruchs auf Herausgabe der Retrozessionen, welche in der Erwägung 4.4.4. behandelt wird. Entsprechend erübrigt sich eine Fristansetzung zur Stellungnahme an die Klägerin.

1.4. Editionsbegehren der Klägerin

1.4.1. Die Klägerin stellt replicando ein prozessuales Editionsbegehren (act. 19 S. 6 ff. Rz. 24 ff.). Sie verlangt die Edition sämtlicher Prüf- und Revisionsberichte der beklaglichen Treuhandgesellschaft, sämtliche Korrespondenz und sämtliche Gesprächs- und Aktennotizen in Bezug auf die allgemeine Mandatsabwicklung und im besonderen mit Bezug auf die Klägerin (act. 19 S. 8 Rz. 25).

1.4.2. Ein Editionsantrag muss durch das Beweiserfordernis gerechtfertigt sein und darf nicht auf eine Ausforschung der Gegenpartei herauslaufen. Eine Edition muss sich weiter auf verhältnismässig wenige und bestimmt zu bezeichnende Aktenstücke beziehen. Ein Antrag auf Vorlage der "gesamten Korrespondenz" oder der "sämtlichen Geschäftsbücher" ist unzulässig (SPÜHLER / TENCHIO / INFANGER, in: Basler Kommentar, Schweizerische Zivilprozessordnung, 2. Aufl. 2013, N 24 zu Art. 160 ZPO).

1.4.3. Der klägerische Editionsantrag ist zu umfassend und damit unzulässig. Im Übrigen ist auch nicht überzeugend dargelegt, weshalb die entsprechenden Urkunden für den vorliegenden Fall von Bedeutung sein sollten. Damit ist der prozessuale Editionsantrag der Klägerin abzuweisen.

2. Anwendbares Recht

Die Bestimmung des anwendbaren Rechts richtet sich im internationalen Verhältnis nach dem IPRG (Art. 1 Abs. 1 lit. b IPRG). Nach Art. 116 Abs. 1 IPRG untersteht der Vertrag dem von den Parteien gewählten Recht, wobei die Rechtswahl ausdrücklich sein und sich eindeutig aus dem Vertrag ergeben muss (Art. 116 Abs. 2 IPRG). Die Parteien trafen in Ziffer 11 des Vermögensverwaltungsvertrages vom 5. November 2004 (act. 3/6) eine ausdrückliche und eindeutige Wahl des Schweizerischen Rechts ("*Alle Rechtsbeziehungen zwischen beiden*

Parteien unterstehen schweizerischem Recht"). Der streitgegenständliche Vermögensverwaltungsvertrag untersteht somit dem Schweizerischen Recht. Die Parteien gehen denn auch von diesem aus.

3. Vermögensverwaltung

3.1. Unbestrittener Sachverhalt

Das Vermögen, welches die Klägerin durch die Beklagte verwalten liess, stammt ursprünglich aus einer anderen Vermögensmasse: Die Rechtsvorgängerin der heutigen Klägerin war die "F._____ Familienstiftung" mit Sitz in ... (Fürstentum Liechtenstein). Sie wurde im Dezember 1993 gegründet (Gründungsurkunde der F._____ Familienstiftung, act. 3/7). Erster Begünstigter und damit (alleiniger) wirtschaftlich Berechtigter der F._____ Familienstiftung war E._____ (Reglement der F._____ Familienstiftung, Ziffer I, act. 3/8). Im Reglement der F._____ Familienstiftung wurde festgelegt, dass der Beklagten ein Verwaltungsmandat erteilt werden und diesbezüglich der erste Begünstigte (E._____) gegenüber der F._____ Familienstiftung die volle Verantwortung übernehmen soll (Reglement, Ziffer VI, act. 3/8). Entsprechend kam zwischen der F._____ Familienstiftung und der Beklagten der Verwaltungs-Auftrag vom 8. Dezember 1993 (nachstehend "VV-Vertrag Nr. 1") zustande (act. 3/9). Depotbank war die C._____ (C._____; VV-Vertrag Nr. 1, Ingress, act. 3/8). Als die G._____ (damals Bank G._____) als neue Depotbank bestimmt und die Vermögenswerte der F._____ Familienstiftung auf ein dortiges Depot übertragen wurden, war dies der Anlass, um einen neuen Verwaltungsvertrag aufzusetzen. So wurde der zweite Vermögensverwaltungsvertrag vom 16. April 2004 unterzeichnet (nachstehend "VV-Vertrag Nr. 2", act. 3/11).

Da die F._____ Familienstiftung in der Folge indes zu Problemen formeller Art führte, wurde beschlossen, die Klägerin mit Sitz in Panama zu gründen und das von der Beklagten verwaltete Depot auf diese neue Gesellschaft zu übertragen. Diese neue Sach- und Rechtslage hinsichtlich der (juristischen) Person des Auftraggebers bzw. (heutigen) Anspruchsberechtigten (Klägerin) nach erfolgter Übertragung des Vermögens wurde alsdann mit Verwaltungs-Auftrag vom 5. No-

vember 2004 umgesetzt (nachstehend "VV-Vertrag Nr. 3"), welcher nunmehr die Klägerin als Vertragspartei der Beklagten aufführt (act. 3/6).

Mit Einschreiben vom 31. August 2011 wurde der VV-Vertrag zwischen der Klägerin und der Beklagten gegenüber der Beklagten mit sofortiger Wirkung widerrufen (act. 3/12). Dieses Einschreiben wurde der Beklagten am 1. September 2011 zugestellt (act. 3/13). Somit wurde das Vertragsverhältnis betreffend Vermögensverwaltung zwischen den Parteien per 1. September 2011 beendet (vgl. zum Ganzen act. 1 S. 8 ff. Rz. 19 ff.; act. 13 S. 6 f. Rz. 4 ff.).

Die Parteien bezeichnen übereinstimmend E._____ als alleinigen wirtschaftlich Berechtigten am Vermögen der Klägerin (vgl. act. 1 S. 11 Rz. 37, S. 14 Rz. 50, S. 16 Rz. 58, S. 37 Rz. 136, S. 39 Rz. 139, S. 50 Rz. 182 und S. 63 f. Rz. 243 ff.; act. 13 S. 35 Rz. 71 und S. 58 Rz. 133 ff.; act. 19 S. 27 Rz. 119, S. 38 Rz. 165, S. 39 Rz. 170, S. 59 Rz. 261 und S. 84 Rz. 342; act. 27 S. 3). Er ist hingegen nicht deren Organ (act. 3/3+4). Es behauptet jedoch keine der Parteien, dass sein Handeln nicht der Klägerin anzurechnen wäre bzw. er nicht berechtigt war, für diese zu handeln. Es bestand denn auch ein reger Kontakt, vorwiegend per E-Mail, zwischen E._____ und H._____, mandatsführendes Verwaltungsratsmitglied der Beklagten mit Einzelzeichnungsberechtigung (act. 3/5), betreffend das "Depot L" (vgl. act. 3/83-94) und stets war der wirtschaftlich Berechtigte der Klägerin, E._____, die einzige Ansprechperson (act. 1 S. 50 Rz. 182; act. 13 S. 48 Rz. 102). Nachdem die Klägerin dieses Verhalten von E._____ duldete und dagegen nicht einschritt, und auch keine der Parteien behauptet, dass dessen Handeln nicht der Klägerin anzurechnen sei, ist von einer stillschweigenden Vertretungsmacht von E._____ für die Klägerin auszugehen.

3.2. Vermögensverwaltung und Schadenersatz aus Vertragsverletzung

Vermögensverwaltung bedeutet die Betreuung von Anlagen durch einen mit dieser Aufgabe betrauten Verwalter (häufig Banken, aber auch andere – sogenannte "unabhängige" bzw. "externe" – Vermögensverwalter). Die zu diesem Zweck abgeschlossene Vereinbarung bzw. die entsprechenden Standardverträge werden etwa als Verwaltungsauftrag, Vermögensverwaltungsvereinbarung, Anla-

gevollmacht o.ä., bezeichnet. Der Vermögensverwalter übernimmt die umfassende Fürsorge für das anvertraute Vermögen, trifft selbstständig Anlageentscheidungen für den Kunden und ist verpflichtet, dessen Vermögen dauernd zu überwachen (GROSS, Fehlerhafte Vermögensverwaltung – Klage des Anlegers auf Schadenersatz, AJP 2006 S. 161 ff., S. 162). Gegenüber der Depotbank erhält er eine (beschränkte) Verwaltungsvollmacht, damit er die notwendigen Dispositionen veranlassen und benötigte Informationen erhalten kann (vgl. GUTZWILLER, Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, 2008, S. 12 f.). Der Vermögensverwalter hat das Kundenvermögen nach den vertraglich vereinbarten Parametern anzulegen und erhält zu diesem Zweck gegebenenfalls eine entsprechende Vollmacht, im Namen und/oder auf Rechnung des Kunden insbesondere Wertschriften oder sonstige Instrumente auszuwählen, zu kaufen und zu verkaufen, wobei der Kunde weder bei den konkreten Anlageentscheidungen noch bei deren konkreter Umsetzung direkt beteiligt ist (TRAUTMANN / VON DER CRONE, Die Know-Your-Customer-Rule im Vermögensverwaltungsvertrag, in: ZOBL et al., Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert, 2013, S. 135).

Nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung untersteht die Vermögensverwaltung den auftragsrechtlichen Regeln (Art. 394 ff. OR; Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3. Dezember 2004 E.1.1). Durch die Annahme eines Auftrages verpflichtet sich der Beauftragte, die ihm übertragenen Geschäfte oder Dienste vertragsgemäss zu besorgen (Art. 394 Abs. 1 OR). Er haftet dem Auftraggeber für getreue und sorgfältige Ausführung des ihm übertragenen Geschäftes (Art. 398 Abs. 2 OR). Der Beauftragte hat grundsätzlich nicht für den Erfolg seiner Tätigkeit einzustehen. Haftungsbegründend ist vielmehr eine unsorgfältige oder treuwidrige und den Auftraggeber schädigende Ausführung des Auftrages. Das Mass der Sorgfalt bestimmt sich nach objektiven Kriterien. Erforderlich ist die Sorgfalt, die ein gewissenhafter Beauftragter in der gleichen Lage bei der Besorgung der ihm übertragenen Geschäfte anzuwenden pflegt. Höhere Anforderungen sind an den Beauftragten zu stellen, der seine Tätigkeit berufsmässig, gegen Entgelt ausübt. Dabei ist nach der Art des Auftrages zu differenzieren und auch den besonderen Umständen des Einzelfalles Rechnung zu tragen. Bestehen für eine Berufsart oder ein bestimmtes Gewerbe allgemein befolgte Verhaltensregeln

und Usanzen, können sie bei der Bestimmung des Sorgfaltsmasses herangezogen werden (BGE 115 II 62 E.3.a S. 64; Urteil des Bundesgerichts 4A_140/2011 vom 27. Juni 2011 E.2.1; Urteil des Bundesgerichts 4C.158/2006 vom 10. November 2006 E.3.1; Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3. Dezember 2004 E.1.1).

Wer Schadenersatzforderungen infolge Verletzung der Pflichten aus einem Auftragsverhältnis geltend macht, hat vorab den Bestand des Auftragsverhältnisses nachzuweisen. Anspruchsgrundlagen der Haftung bilden sodann eine Vertragsverletzung, das Vorliegen eines Schadens, ein adäquater Kausalzusammenhang zwischen der Vertragsverletzung und dem Schaden sowie ein Verschulden. Der Auftraggeber muss grundsätzlich die Vertragsverletzung, den Schaden und den Kausalzusammenhang beweisen; dem Beauftragten steht der Exkulpationsbeweis offen (Art. 97 Abs. 1 OR). Allgemein gilt es bei Einzelproblemen, den aus Art. 8 ZGB fliessenden Grundsatz zu beachten, wonach derjenige das Vorhandensein einer behaupteten Tatsache zu beweisen hat, welcher daraus Rechte ableitet.

Es ist demnach im Folgenden zu prüfen, ob die Beklagte ihre aus dem unstreitig bestehenden Vermögensverwaltungsvertrag fliessenden Sorgfaltspflichten verletzt hat. Vorab ist die vereinbarte Anlagestrategie zu ermitteln. Dann sind die der Beklagten von der Klägerin vorgeworfenen Sorgfaltspflichtverletzungen im Einzelnen zu untersuchen. Schliesslich bleibt zu prüfen, ob der Klägerin daraus ein Schaden entstanden ist und ob ein adäquater Kausalzusammenhang sowie ein Verschulden der Beklagten gegeben sind.

3.3. Vertraglich vereinbarte Anlagestrategie

3.3.1. Unbestrittener Sachverhalt

Gemäss Ziffer 2 des zwischen den Streitparteien geschlossenen VV-Vertrages Nr. 3 vom 5. November 2004 (act. 3/6) übt die Beklagte *"die Verwaltung, soweit in Ziffer 3 hiernach nicht besondere Anlagerichtlinien vereinbart werden, nach freiem Ermessen aus. Danach ist die B._____, vorbehaltlich Ziffer 3 hiernach, in der Wahl des Anlageobjektes und des Anlagezeitpunktes frei. Sie*

kann die Werte in Aktien, Bezugsrechten, Obligationen, Optionen, Anlagefondsanteilen, Notes, Geldmarktpapieren, Festgeldern, Edelmetallen, derivativen, hybriden und strukturierten Produkten und allen anderen bankmässigen Anlagearten investieren und für Rechnung der Auftraggeberin Treuhandanlagen tätigen. Die B._____ ist befugt, bestehende Anlagen jederzeit und wiederholt abzuändern, einzuziehen und neu anzulegen, Wertschriften, Edelmetalle und dergleichen zu kaufen und zu verkaufen, das heisst, jede Verfügungshandlung mit Ausnahme der Verpfändung vorzunehmen. Die B._____ ist frei, Wertschriften börslich und ausserbörslich zu erwerben und zu veräussern. Devisentermingeschäfte dürfen im normalen Rahmen ausgeführt werden. Die B._____ ist berechtigt, einen allfälligen von der Bank der Auftraggeberin eingeräumten Lombardkredit in Anspruch zu nehmen. Es steht in ihrem Ermessen, wie sie diese Kreditfazilitäten berücksichtigen will."

In Ziffer 3 des VV-Vertrages Nr. 3 (act. 3/6) ist weiter festgehalten: *"Die Auftraggeberin erteilt der B._____ zusätzlich folgende Anlagerichtlinien, bzw. verlangt die Einhaltung folgender von Ziffer 2 hiavor abweichende Anlagepolitik: Das Portefeuille soll weiterhin mit dem Ziel der Substanzerhaltung und Erzielung von Kapitalgewinnen unter einer langfristigen (5 Jahre) Optik verwaltet werden. Betreffend angestrebter Asset-Allocation siehe Anhang."*

Der "Anhang zum Verwaltungsauftrag (Ziffer 3)" (act. 3/21) hält folgende Asset-Allocation fest:

	strategische	taktische	Ist
Liquidität	0-20%	0%	-15%
Geldmarkt (bis 24 Monate)	0-30%	0%	0%
Festverzinsliche	0-20%	0%	0%
Immobilienfonds	0-20%	15%	17%
Wandel-/Options-Anleihen u.ä. strukturierte Produkte	0-30%	10%	11%
Alternative Strategien	10-40%	10%	0%
Beteiligungspapiere:			
- Spezialwerte	10-35%	35%	56%
- Energie-/Rohstoffwerte	10-25%	15%	14%
- Emerging Markets	10-25%	15%	17%

31.08.2004

31.03.2004

Die dargestellte Asset-Allocation trägt die Überschrift F._____ Familienstiftung, doch sind sich die Parteien einig, dass diese auch unter dem VV-Vertrag Nr. 3 weiterhin unverändert galt. So führt die Klägerin aus, der Anhang zum Verwaltungsauftrag (Ziffer 3) sei im April 2004 schriftlich festgehalten worden (act. 1 S. 15 f. Rz. 56). Dieses Beiblatt sei anlässlich der Erstellung des VV-Vertrages Nr. 3 nicht erneuert worden (act. 1 S. 17 Rz. 61). Die Beklagte erklärt, der Anhang zum Verwaltungs-Auftrag habe nicht erneuert werden müssen. Die VV-Verträge Nr. 2 und Nr. 3 würden sich nur durch die Bezeichnung der Parteien unterscheiden. Auch der VV-Vertrag Nr. 3 nehme in Ziffer 3 Bezug auf den Anhang. Es gelte somit der gleiche Anhang und damit die gleiche Anlagestrategie wie unter dem VV-Vertrag Nr. 2 (act. 13 S. 5 Rz. 2, S. 7 Rz. 6 f. und S. 16 Rz. 30; act. 27 S. 11 Rz. 5). Die Klägerin geht ebenfalls davon aus, dass sich die VV-Verträge Nr. 2 und Nr. 3 einzig durch die Bezeichnung der Parteien unterscheiden (act. 19 S. 8 ff. Rz. 29 und Rz. 35 sowie S. 33 Rz. 145).

Gemäss Ziffer 4 des VV-Vertrages Nr. 3 (act. 3/6) können "*Änderungen der vorstehenden Anlagerichtlinien und spezielle Instruktionen seitens der Auftraggeberin schriftlich oder mündlich (die B._____ übernimmt keine Haftung für Kommunikationsfehler) erteilt werden.*".

Im Verwaltungs-Auftrag vom 8. Dezember 1993 (act. 3/9) war in Ziffer 3 festgehalten: "*Die Auftraggeberin erteilt der B._____ zusätzlich folgende Anlagerichtlinien, bzw. verlangt die Einhaltung folgender von Ziffer 2 hiavor abweichende Anlagepolitik: durchschnittliche Risikobereitschaft (max. 50% Aktien)*".

Das B._____ -Kundenstammbblatt der Beklagten (act. 14/2) hält folgendes fest:

Anlageprofil (Risikofähigkeit/-bereitschaft)

V-A 8.12.1993: "durchschnittliche Risikobereitschaft (max. 50% Aktien)

V-A 16.4.2004: "Das Portefeuille soll weiterhin mit dem Ziel der Substanzerhaltung und Erzielung von Kapitalgewinnen unter einer langfristigen (5 Jahre) Optik verwaltet werden. Betreffend angestrebter Asset-Allocation siehe Anhang."

Anhang:

strategische A-A

taktische A-A

Liquidität	0-20%	0%
Geldmarkt (bis 24 Monate)	0-30%	0%
Festverzinsliche	0-20%	0%
Immobilienfonds	0-20%	15%
Wandel-/Options-Anleihen u.ä. strukturierte Produkte	0-30%	10%
Alternative Strategien	10-40%	10%
Beteiligungspapiere:		
- Spezialwerte	10-35%	35%
- Energie-/Rohstoffwerte	10-25%	15%
- Emerging Markets	10-25%	15%

V-A 5.11.2004: A. _____ wie vorstehend

Bemerkungen Risikofähigkeit überdurchschnittlich risikofähig aber beschränkt risikobereit
Kaufkrafterhaltung im Vordergrund
Verschiedentlich Diskussionen über Risikobegriff
(Kursschwankungen vs. Wertverlust → "Realwertstrategie")

3.3.2. Parteistandpunkte

3.3.2.1. Klägerin

Die Klägerin bringt vor, die in Ziffer 3 des VV-Vertrages Nr. 3 gewählte Umschreibung ("...weiterhin mit dem Ziel der Substanzerhaltung und Erzielung von Kapitalgewinnen") entspreche der typischen branchenüblichen Umschreibung einer ausgewogenen Anlagestrategie. Diese zeichne sich dadurch aus, dass die Ziele Kapital-/Substanzerhalt und Kapitalvermehrung/-gewinne gleichzeitig genannt würden. Ausserdem deute auch der Anlagehorizont von 5 Jahren auf ein durchschnittliches Risiko hin (act. 1 S. 13 Rz. 43 ff.; act. 19 S. 15 Rz. 59 und S. 16 Rz. 66). Diese Branchenübung finde ihren Niederschlag auch in der Umschreibung einer ausgewogenen Anlagestrategie in der juristischen Spezialliteratur, wobei dort die ausgewogene Anlagestrategie sogar noch etwas risikoerhöhter erscheine (act. 1 S. 14 Rz. 49).

Eine Auslegung der vertraglichen Abreden zwischen den Parteien lasse nur den Schluss zu, dass angesichts des bezweckten Substanzerhalts des verwalteten Kapitals auch in den VV-Verträgen Nr. 2 und Nr. 3 an einer ausgewogenen Anlagestrategie (mit konservativer Ausrichtung) festgehalten worden sei, wie sie bereits im VV-Vertrag Nr. 1 vorgesehen gewesen sei (act. 1 S. 17 f. Rz. 62). Der VV-Vertrag Nr. 3 nehme an diversen Stellen auf den vormaligen VV-Vertrag Nr. 1 Be-

zug bzw. übernehme bestimmte Regeln unverändert, sodass diese auch unter dem VV-Vertrag Nr. 3 Geltung beanspruchten (act. 1 S. 10 Rz. 28). Mit dem Wort "weiterhin" werde ausdrücklich auf die Anlagestrategie des früheren VV-Vertrages Nr. 1 verwiesen, was sich auch daran zeige, dass der VV-Vertrag Nr. 2 vom April 2004 über denselben Wortlaut verfüge. Die ursprüngliche, bereits im VV-Vertrag Nr. 1 vorgesehene Anlagestrategie sollte also beibehalten werden. Dieser vormalige VV-Vertrag Nr. 1, welcher gemäss Ziffer 12 des VV-Vertrages Nr. 2 unmittelbar durch letzteren ersetzt worden sei, habe in Ziffer 3 eine entsprechend ausgewogene Anlagestrategie vorgesehen: durchschnittliche Risikobereitschaft (max. 50% Aktien). Aus diesem Aspekt ergebe sich, dass es sich bei vorstehender Umschreibung um nichts anderes als um die Festlegung einer sogenannten ausgewogenen Anlagestrategie handle, ja sogar um eine (leicht) konservativere Variante hiervon (act. 1 S. 12 f. Rz. 41 f.; act. 19 S. 18 Rz. 71 und S. 40 Rz. 177).

Die zu vereinbarende Anlagestrategie sei nach einem vorgängig zu erstellenden Kundenprofil (Risikoprofil) auszurichten (act. 1 S. 11 Rz. 35). Die Beklagte habe zutreffend festgestellt, dass die Klägerin bzw. E._____ lediglich beschränkt risikobereit sei. Auch habe sie hieraus den zutreffenden Schluss gezogen, es stehe die Kaufkrafterhaltung im Vordergrund. Die beschränkte Risikobereitschaft und die Kaufkrafterhaltung im Vordergrund hätten zwingend eine Strategie mit konservativer Ausrichtung indiziert. Unerheblich bleibe, dass die Beklagte die objektive Risikofähigkeit als überdurchschnittlich bewertet, dies jedoch nicht den tatsächlichen Gegebenheiten entsprochen habe (Vermögensmasse der Klägerin als Rentenkapital und Sicherheit von E._____); denn ausschlaggebend sei die subjektive Risikobereitschaft – gerade wenn diese unterhalb der Risikofähigkeit liege (act. 19 S. 11 Rz. 44 ff. und S. 13 Rz. 51). Die Behauptung der Beklagten, es hätte im April 2004 Anlass für eine höhere Risikofähigkeit gegeben, notabene bei gleichbleibender bzw. reduzierter (subjektiver) Risikobereitschaft, gehe in keiner Weise einher mit der in Ziffer 3 des VV-Vertrages Nr. 2/3 festgehaltenen Vorschrift, es seien "weiterhin" die Anlageziele Substanzerhaltung und (ferner) Kapitalgewinne zu verfolgen. Weshalb die Beklagte richtigerweise konzedierte, dass sich der Wunsch nach Sicherheit bei E._____ nicht grundlegend geändert habe, dies jedoch nicht umgesetzt habe, sei nicht nachvollziehbar (act. 19 S. 19 Rz. 76 f.). Die

ausgewogen vereinbarte Anlagestrategie weise auch eine konservative (substanz-/kaufkrafterhaltende) Ausrichtung aus, weil neben der klaren vertraglichen Abmachung des Ziels der Substanzerhaltung, die Vermögensverwaltung auch, aber nicht nur bzw. untergeordnet, die Erzielung von Kapitalgewinnen hätte ermöglichen sollen. Das Anlageziel Substanzerhaltung habe gegenüber demjenigen des Kapitalgewinns Vorrang gehabt. Dies ergebe sich aus dem Risikoprofil, welches die Beklagte erstellt habe (Kaufkrafterhaltung im Vordergrund), der mehrfach in der Korrespondenz zwischen den Parteien herausgestrichenen Substanzerhaltung, der Weisung der Klägerin betreffend sukzessiver Umschichtung in kapitalgarantierte Anlagen sowie aus entsprechenden Äusserungen der Beklagten ("zu Absicherungszwecken", "Portfolio Insurance") (act. 19 S. 14 ff. Rz. 58 ff.).

Es sei aktenkundig, dass das Vermögen der Klägerin dem wirtschaftlich Berechtigten, E._____, als Sicherheit und Rentenkaptal bis zum Ableben dienen sollte und im noch vorhandenen Restumfang immer noch diene. Dies zeige auch die seitens der Beklagten unwidersprochen gebliebene E-Mail vom 16. April 2010 in aller Deutlichkeit auf (act. 1 S. 11 f. Rz. 37 f. und S. 15 Rz. 54; act. 19 S. 18 Rz. 72). Gestützt auf das hieraus abzuleitende Anlageziel, nämlich Sicherheit des Kapitals (Vermögens) der Klägerin mittels (Renten-)Kapitalerhalt, sei in Ziffer 3 des VV-Vertrages Nr. 3 vom 5. November 2004 eine hierzu passende Anlagestrategie vereinbart worden (act. 1 S. 12 Rz. 39).

Ein Anlagehorizont von 5 Jahren sei entgegen der Beklagten kurzfristig bis (höchstens) mittelfristig, was indessen gleichermassen das Eingehen von Aktienrisiken fast vollständig ausschliesse (act. 19 S. 17 Rz. 69). Es habe nie Einigkeit über die Investition in "Papiere mit stärkeren Kursschwankungen" vorgelegen (act. 19 S. 17 Rz. 69).

Massgeblich für die Frage, welche Anlagestrategie zwischen den Parteien vereinbart worden sei, sei in erster Linie der Vertragstext selbst, nicht das Beiblatt Asset Allocation. Ersterer bestimme vorab die Leitplanken der Anlagestrategie, das Beiblatt vermöge dem nur (aber immerhin) konkretisierende Bandbreiten-Angaben hinzuzufügen. Mit der Umschreibung "Substanzerhaltung und Erzielung von Kapitalgewinnen" sei somit eine ausgewogene Anlagestrategie im Vertragstext selbst

festgelegt worden (act. 19 S. 15 Rz. 60 und S. 16 Rz. 66). Bereits die Betitelung dieses Beiblatts mit "Anhang" belege, dass es sich nicht um eine Modifikation oder Erweiterung (in Form einer Risikoerhöhung) der in Ziffer 3 des VV-Vertrages Nr. 2 festgelegten Anlagestrategie gegangen sei, sondern um die Definition von Bandbreiten gemäss der in Ziffer 3 des VV-Vertrages vertraglich festgehaltenen (ausgewogenen) Anlagestrategie. Diese Bandbreiten seien in der Spalte "strategisch" festgehalten worden (act. 1 S. 15 f. Rz. 56 f.). Bei näherer Betrachtung des Beiblattes lasse sich festhalten, dass sich die in der Spalte "strategisch" aufgeführten prozentualen Bandbreiten grundsätzlich innerhalb des durch die vertraglich vereinbarte (ausgewogene) Anlagestrategie gesetzten Rahmens befänden. So bewegten sich die einzelnen prozentualen Quoten betreffend Beteiligungspapiere (Aktien) in einer Bandbreite von je 10-25% bzw. 10-35%, was klar unterhalb des für ausgewogene Anlagestrategien üblicherweise noch zulässigen 50% Aktienanteils liege. Wesentlich sei ausserdem, dass es nicht angehe zu behaupten, die Beklagte dürfe gemäss diesem Beiblatt in sämtlichen drei Kategorien die Maximalquote ausschöpfen, d.h. bis zu 85% in Aktien investieren (act. 1 S. 16 f. Rz. 59 f.). Gerade die Zurverfügungstellung entsprechender "Nominalwerte"-Bandbreiten mache eine Substanzerhaltung ohne Weiteres möglich (act. 19 S. 17 Rz. 68). Das Beiblatt Asset Allocation umschreibe die zulässigen Investitionsquoten in Liquidität, Geldmarkt, Anleihen, Aktien etc. gerade nicht präzise, sondern stelle hierfür vielmehr prozentuale Bandbreiten zur Verfügung, deren Inanspruchnahme sich anhand der vertraglichen Vorgaben inkl. Risikoprofil und weiterer Umstände zu richten habe, welche sämtliche eine substanzerhaltende (ausgewogene) Anlagestrategie mit konservativer Ausrichtung indizierten (act. 19 S. 18 Rz. 70).

Es werde bestritten, dass zwischen den Parteien schon 2004 von einer "Realwertstrategie" die Rede gewesen sei. Erst ab März/April 2009 und lediglich zwischen den Zeilen sei plötzlich von einer "Realwertstrategie" die Rede gewesen (act. 19 S. 25 Rz. 106 f.). Darüber hinaus sei fraglich, wie sich eine solche "Realwertstrategie" überhaupt hätte vertragen sollen mit dem konservativen Risikoprofil über E._____, dem "weiterhin" zu verfolgenden Anlageziel der Substanzerhaltung, der Äusserungen der Beklagten "zu Absicherungszwecken", "Portfolio Insu-

rance", den prozentualen Bandbreiten für Nominalwerte sowie den Durchschnittswerten sämtlicher Anlageklassen gemäss Beiblatt Asset Allocation, schliesslich der Weisung der Klägerin betreffend sukzessive Umschichtung in kapitalgarantierte Anlagen. Was die in der Sparte "taktisch" aufgeführten prozentualen Zahlen anbelange, so habe die Beklagte gegenüber der Rechtsvorgängerin der Klägerin bzw. E._____ erklärt, diese Werte seien lediglich ein vorübergehender Zustand, eine Zwischenetappe, weil es nicht ratsam sei, diese (damaligen) Positionen allesamt innert kürzester Frist abzubauen. Jedoch werde man im Lauf der nächsten Wochen und Monate die "Portfolio Insurance" erreichen, welche die Klägerin wünsche (act. 19 S. 26 Rz. 110).

Die von der Beklagten vorgenommene prozentuale Verteilung auf Real- und Nominalwerte stimme nicht mit den Angaben gemäss Asset-Allocation überein. Die Ermittlung der aufsummierten Durchschnittswerte der Rubrik Beteiligungspapiere (= Aktien) ergebe einen Gesamtdurchschnitt von 57.5% (Spezialwerte 22.5%, Energie-/Rohstoffwerte 17.5%, Emerging Markets 17.5%). Unter proportionaler Reduktion dieses Wertes würde ein Durchschnittswert für Beteiligungspapiere von rund 40% resultieren. Dieser Wert entspreche den branchenüblichen Quoten für Beteiligungspapiere in substanzerhaltenden, ausgewogenen Anlagestrategien (mit konservativer Ausrichtung) (act. 19 S. 27 Rz. 116 ff.). Selbst wenn zur Aktienquote von 40% noch der proportional reduzierte Durchschnittswert für Immobilienfonds von rund 7% dazugezählt würde, läge die Realwertquote noch immer bei lediglich 47%. Dem stünde alsdann eine proportional reduzierte Nominalwertquote von rund 35% gegenüber (Liquidität 10%, Geldmarkt 15%, Festverzinsliche 10%, Wandel-/Optionsanleihen u.ä. strukturierte Produkte 15%). Da unter der mit alternative Strategien bezeichneten Kategorie Anlagen und Finanzinstrumente sowohl aus dem Bereich Nominalwerte als auch aus dem Bereich Realwerte subsumiert werden könnten, sei der entsprechend proportional reduzierte Durchschnittswert von rund 17.5% je hälftig auf die vorstehend ermittelten Quoten für Nominal- und Realwerte aufzuteilen. Dies ergebe eine Realwertquote von rund 55.75% gegenüber einer Nominalwertquote von rund 43.75%. Gemäss dieser Berechnung stünden Nominal- und Realwerte in einem Verhältnis, welches der Auffassung der Klägerin, es sei eine substanzerhaltende, d.h. ausgewogene Anlage-

strategie (mit konservativer Ausrichtung) vereinbart worden, gerade nicht entgegenstehe. Da die Beklagte die Energie- und Rohstoffwerte als Absicherung, Portfolio Insurance und Sicherheit qualifiziert habe, sei die entsprechende proportional reduzierte Durchschnittsquote von 17.5% zur Hälfte zur Nominalwertquote zu rechnen, sodass sich eine Nominalwertquote von rund 56% und eine Realwertquote von rund 43.5% ergebe. Eine solche Quotenverteilung entspreche nichts anderem als einer substanzerhaltenden (ausgewogenen) Anlagestrategie (mit konservativer Ausrichtung) (act. 19 S. 28 f. Rz. 120 ff.).

Es entspreche nicht den wahren Gegebenheiten, dass E._____ sich wegen des "unternehmerischen Anlagestils" für die Beklagte als Vermögensverwalterin entschieden habe und sich damit von allem Anfang bewusst gewesen sei, auf was er sich einlasse. Die Behauptung der Beklagten, E._____ habe H._____s "aktiver unternehmerischer Anlagestil" gefallen, qualifiziere sich als blosser Schutzbehauptung. Von einem "aktiven unternehmerischen Anlagestil" sei überhaupt nie die Rede gewesen. Vielmehr habe E._____ bzw. die Rechtsvorgängerin der Klägerin (F._____ Stiftung) die Beklagte beauftragt, eine ausgewogene Anlagestrategie mit konservativer Ausrichtung zu verfolgen (act. 19 S. 57 f. Rz. 251 ff.; act. 19 S. 62 Rz. 268). Zudem habe die Beklagte damals auch (noch) gar nicht einen entsprechenden (hochriskanten) Anlagestil verfolgt, ganz im Gegenteil weise das von der Beklagten selbst als Vergleichsgrösse beigezogene Musterportfolio mittlerer Risikoklasse einen Obligationenanteil von 65% (= Summe aus Obligationen Schweizerfranken und Obligationen Fremdwährung) gegenüber einem Aktienanteil von 35% (= Summe aus Aktien Schweiz und Aktien Ausland) aus. Diese Gewichtung entspreche nicht im Geringsten derjenigen eines "unternehmerischen Anlagestils" (act. 19 S. 58 Rz. 255). Weder sei die Verfolgung eines bestimmten Anlagestils das Motiv für die Kontaktnahme mit der Beklagten im Jahr 1993 gewesen noch habe die Beklagte damals bereits, sondern (erst) per und ab 30. Juni 2007 eine enorm risikoreiche Konzentrationsstrategie mit Bezug auf Aktien verfolgt (act. 19 S. 62 Rz. 268). Ausgangspunkt bzw. Massstab für eine Sorgfaltspflichtverletzung sei der VV-Vertrag Nr. 2/3 mitsamt sämtlichen Begleitumständen sowie die branchenübliche Sorgfalt und nicht die sogenannte "unternehmerische" Anlagepolitik der Beklagten (act. 19 S. 87 Rz. 351).

3.3.2.2. Beklagte

Die Beklagte macht geltend, wie sich aus den abgeschlossenen Verträgen und dem Anhang ergebe, sei keine ausgewogene Anlagestrategie (mit konservativer Ausrichtung) vereinbart gewesen (act. 13 S. 6 Rz. 4; act. 27 S. 11 Rz. 6).

Wo im VV-Vertrag Nr. 3 an verschiedenen Stellen auf den vormaligen VV-Vertrag Nr. 1 Bezug genommen werde, führe die Klägerin nicht aus. Es gelte allein der VV-Vertrag Nr. 3 vom 5. November 2004 sowie und vor allem der im Verhältnis zum VV-Vertrag Nr. 2 unveränderte Anhang zum Verwaltungs-Auftrag (Ziffer 3) (act. 13 S. 7 Rz. 5 und Rz. 7). Das Wort "weiterhin" beziehe sich ausdrücklich auf die Anlageziele, nämlich "Substanzerhaltung und Erzielung von Kapitalgewinnen", eine Zielsetzung, die für sich allein wenig besage. Immerhin würden Kapitalgewinne in der Regel mit Risikopapieren erzielt. Konkretisiert würden diese Ziele durch die Asset-Allocation im Anhang zum Vertrag (act. 13 S. 10 Rz. 15; act. 27 S. 12 Rz. 9). Mit den VV-Verträgen Nr. 2 und 3 und deren Anhang sei eine wesentlich andere Anlagepolitik verfolgt worden, als im VV-Vertrag Nr. 1 ursprünglich vorgesehen gewesen sei. Die offensichtlich nicht in den Zusammenhang passende Bemerkung "weiterhin" könne nicht dazu führen, den VV-Vertrag Nr. 1 als Auslegungshilfe anzuerkennen. Hierzu seien die vereinbarten Anlagestrategien schlichtweg zu verschieden (act. 27 S. 11 f. Rz. 8).

Die Klägerin ziehe das Kundenstammbblatt mit den zitierten Bemerkungen zur Interpretation des im Vertrag niedergelegten Parteiwillens heran. Eine Interpretation sei indes nur dann am Platz, wenn der Vertrag einer Interpretation bedürfe, d.h. wenn der Parteiwille nicht bereits im Vertrag klar und eindeutig niedergelegt sei. Der VV-Vertrag Nr. 3 im Verein mit dem Anhang lasse jedoch keinen Interpretationsspielraum. Im Anhang als wesentlichem Bestandteil des Vertrages würden klare Grenzwerte (strategische Allokation) bzw. klare Sollwerte (taktische Allokation) für die einzelnen Anlagekategorien festgelegt. Aus dem Vertragstext in Verbindung mit dem Anhang gehe ohne Notwendigkeit weiterer "Vertragshilfen" klar und eindeutig hervor, dass von den Parteien nicht das habe gewollt sein können,

was die Klägerin unter einer ausgewogenen Anlagestrategie (mit konservativer Ausrichtung) verstehe (act. 27 S. 13 f. Rz. 14 ff.).

Ein Rückgriff auf das Risikoprofil könne insbesondere dann für die Interpretation des Vertrages von Bedeutung sein, wenn die Anlagepolitik darin nur vage umschrieben werde. Im vorliegenden Fall seien jedoch klare Grenzen, ja sogar Sollwerte, für die einzelnen Anlagekategorien umschrieben gewesen. Das Kundenstammblatt sei bei Abschluss des VV-Vertrages Nr. 1 für die F._____ Familienstiftung angelegt worden. Für diesen sei die Umschreibung "beschränkt risikobereit" (auch im Sinne wie es die Klägerin ausgelegt haben wolle) durchaus zutreffend, was auch in der Anlagestrategie, wie es im VV-Vertrag Nr. 1 niedergelegt sei, ihren Ausdruck finde. Mit dem Abschluss der VV-Verträge Nr. 2 und Nr. 3 habe sich jedoch die Risikobereitschaft erheblich geändert (act. 27 S. 4 und S. 14 Rz. 16). Die Bemerkung "beschränkt risikobereit" beziehe sich auf den Risikobegriff, den die Beklagte der Klägerin anlässlich der Besprechung des neuen VV-Vertrages und insbesondere des Anhangs mit der angestrebten Asset-Allocation am 16. April 2004 im Detail auseinandergesetzt habe. Es gelte zu unterscheiden zwischen dem Risiko von Kursschwankungen (Volatilität) und dem Risiko, dass eine Anlage wertlos werde. Das beste Beispiel dazu sei Gold, welches zwar grossen Preisschwankungen unterliege, aber alle Kriege, politischen und wirtschaftlichen Krisen inklusive Staatsbankrotte, Hyperinflation und Währungsreformen überstanden und die Kaufkraft erhalten habe (act. 13 S. 8 f. Rz. 11). Gehe man vom dargelegten Risikobegriff aus, so entspreche die im VV-Vertrag Nr. 3 im Zusammenhang mit dem Anhang vereinbarte Anlagepolitik durchaus der beschränkten Risikobereitschaft von E._____ (act. 27 S. 13 Rz. 13).

Im Übrigen verhalte die Klägerin sich widersprüchlich: Einerseits diskreditiere sie das Kundenstammblatt, andererseits verwende sie dasselbe Kundenstammblatt als Hauptstütze ihrer These, es sei eine ausgewogene Anlagestrategie (mit konservativer Ausrichtung) beabsichtigt gewesen. An dem Kundenstammblatt sei offenbar nur gerade das zutreffend, was die Klägerin zu ihren Gunsten verwenden zu können glaube. Das Kundenstammblatt, welches bei der Eröffnung der Kundenchaftsbeziehung angelegt worden sei, sei ein "work in progress" gewesen; je-

doch möglicherweise nicht immer konsequent und in allen Einzelheiten neuen Gegebenheiten angepasst worden (act. 27 S. 14 f. Rz. 17 f.).

Der Beklagten sei die Vermögenssituation von E._____ bekannt gewesen. Sie gehe auch aus dem B._____ -Kundenstammblatt unter Vermögens-/Steuersituation hervor. Beide Parteien seien davon ausgegangen, dass nicht allein das von der B._____ verwaltete Depot als Sicherheit für sein Alter dienen würde. Hiervon sei zwischen den Parteien nie die Rede gewesen. Wenn dies zuträfe, so wäre wohl eine andere Asset-Allocation als jene gemäss Anhang zum Verwaltungs-Auftrag gewählt worden. E._____ habe gewusst, dass die im Anhang zum VV-Vertrag Nr. 3 niedergelegte Vermögensanlage für das Ziel "Sicherheit und Rentenkapital" nicht unbedingt geeignet gewesen sei. Die E-Mail vom 16. April 2010 stamme aus dem Jahre 2010 und stelle nicht Vertragsgrundlage, sondern eine nachträglich aufgestellte Schutzbehauptung dar (act. 13 S. 9 Rz. 12). Die zitierte bundesgerichtliche Rechtsprechung sei schon deshalb nicht einschlägig, da dort ein Sachverhalt vorgelegen habe, nachdem die Einkünfte aus dem fraglichen Vermögen fast ausschliesslich des Klägers zukünftiges Einkommen bildeten. Dies sei bei E._____ mit Sicherheit nicht der Fall gewesen. Der Zweck der Sicherung der Altersvorsorge sei eine nachträgliche Behauptung, um die Thesen in der Klageschrift zu rechtfertigen (act. 13 S. 11 Rz. 18).

Im Januar 2003 sei die F._____ Familienstiftung als Zweitbegünstigte der I._____ Stiftung (Vermögen EUR 2.7 Mio.) eingesetzt worden. Da die Erstbegünstigte der I._____ Stiftung, J._____, bereits 90-jährig und ein Pflegefall gewesen sei, habe es angesichts des bald zu erwartenden Vermögenszuwachses bei der F._____ Stiftung durchaus einen logischen Grund gegeben, weshalb bei der Festlegung der Asset-Allocation im April 2004 eine höhere Risikofähigkeit habe angenommen werden dürfen. Im Dezember 2006 sei J._____ verstorben, wodurch die F._____ Familienstiftung einen konkreten Vermögenszuwachs von EUR 2.7 Mio. bzw. ca. CHF 3.6 Mio. erfahren habe. Der Wunsch nach Sicherheit habe sich bei E._____ nicht grundlegend geändert, wohl aber seine objektive Risikofähigkeit (act. 13 S. 11 Rz. 20).

Im Frühjahr 2004 habe aufgrund des Wechsels des Depots von der C._____ (C._____) zur Bank G._____ ohnehin ein neuer Verwaltungsauftrag erstellt werden müssen. Hierin sei den veränderten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen wie auch der Erhöhung der Risikofähigkeit von E._____ durch die Anwartschaft I._____ Stiftung festgehalten worden (act. 13 S. 13 Rz. 23). Hierbei sei die Beklagte, wie stets, folgendermassen vorgegangen: Gestützt auf die langfristigen Trends sowie die Risikofähigkeit und -bereitschaft des Anlegers werde in einem ersten Schritt zusammen mit dem Anleger die strategische Asset-Allocation festgelegt, d.h. es werde mit Bandbreiten die Struktur des Portfolios und damit der Rahmen für die Anlagepolitik abgesteckt. In einem zweiten Schritt werde unter Einbezug der Wirtschafts-, Inflations-, Zins- und Währungsprognosen sowie Markteinschätzungen für die verschiedenen Anlageklassen, Währungen etc. die im jeweiligen Zeitpunkt gewünschte tatsächliche Asset-Allocation (auch taktische Asset-Allocation genannt) festgelegt. Die taktische Asset-Allocation werde vom Vermögensverwalter je nach Bedarf den sich ändernden Einschätzungen und Marktverhältnissen im Rahmen der in der strategischen Asset-Allocation vorgegebenen Bandbreiten angepasst (act. 13 S. 13 Rz. 23). Die gewählte Formulierung in Ziffer 3 des Vertrages sei für sich alleine nicht aussagekräftig. Sie bedürfe der Präzisierung und Konkretisierung durch Ausführungsbestimmungen, wie sie im Anhang zum Verwaltungs-Auftrag (Ziffer 3) niedergelegt seien. Bei der Asset-Allocation gemäss Anhang zum Verwaltungsauftrag handle es sich um eine Konkretisierung von Ziffer 3 desselben. E._____ habe diesen Anhang abgezeichnet und es sei nie behauptet worden, dass er Ziffer 3 des Vertrages widerspreche. Im Anhang zum Verwaltungs-Auftrag sei der Ist-Zustand, die in den nächsten Monaten anzustrebende taktische Asset-Allocation sowie insbesondere die strategische Asset-Allocation festgeschrieben worden. Dass sich hieraus eine ausgewogene Anlagepolitik mit konservativer Ausrichtung ableiten lasse, sei offensichtlich unrichtig (act. 13 S. 9 f. Rz. 13 f.; act. 13 S. 13 Rz. 23).

Der Streit, ob fünf Jahre einen mittel- oder langfristigen Anlagehorizont darstellen, sei eine Definitionsfrage und irrelevant. Bei Unterzeichnung der neuen Verwaltungsaufträge im Jahre 2004 seien die Parteien sich einig gewesen, dass Ka-

pitalgewinne unter einer langfristigen (5 Jahre) Optik anzustreben seien (act. 27 S. 16 Rz. 22).

Die Einführung des Begriffs "Substanzerhaltung" diene der Klägerin als Interpretationselement, mit dem sie ihre These der ausgewogenen Anlagepolitik begründen wolle, wobei sie hier nicht präzise definiere, welche Asset Allocation sie als ausgewogen bezeichnen würde. Wenn sie damit ein Portefeuille mit einem Aktienanteil von ca. 50% gemeint habe, so sei offensichtlich gewesen, dass dies nicht dem Vertrag mit Anhang entsprochen habe. Was als ausgewogen gelten könne, sei nirgends verbindlich festgelegt. Die Beklagte sei der Ansicht, dass die von ihr verfolgte Anlagepolitik mit den verschiedenen Absicherungselementen durchaus als ausgewogen gelten könne. Was der Beklagten wie auch der Klägerin bei Festlegung der Asset Allocation als ausgewogen gegolten habe, ergebe sich aus dem Anhang zum VV-Vertrag Nr. 2/3 (act. 27 S. 15 Rz. 19). Die Klägerin weise selbst darauf hin, dass in Ziffer 3 der VV-Verträge Nr. 2/3 nicht nur von Substanzerhaltung, sondern auch von Kapitalgewinnen die Rede sei. Damit verliere der Begriff Substanzerhaltung seine selbstständige Bedeutung, die er allenfalls dann gehabt hätte, wenn er allein als Ziel genannt worden wäre (act. 27 S. 17 Rz. 25). Eine Substanzerhaltung sei nur möglich gewesen, wenn die Grenzwerte in der Asset Allocation im Sinne einer Nominalwertstrategie ausgenutzt worden wären. Doch sei die im Anhang zum VV-Vertrag Nr. 3 niedergelegte Anlagepolitik als Ganzes zu betrachten und zeige sich eine eindeutige Ausrichtung auf Realwerte (act. 27 S. 16 Rz. 21 und S. 24 Rz. 35).

Die extrem expansive Geldpolitik des Federal Reserve, der US-Notenbank, nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 mit dem Ziel, die Wirtschaft durch tiefere Zinsen anzukurbeln, habe die Beklagte zunehmend veranlasst, in Realwerte (Beteiligungspapiere) zu investieren, was aus damaliger Sicht einer sinnvollen Anlagepolitik entsprochen habe und in E-Mails, den Halbjahresberichten sowie den regelmässigen Treffen ausführlich besprochen worden sei (act. 13 S. 12 Rz. 22). Dass sich die Vertragsparteien einig gewesen seien, dass in Papiere mit stärkeren Kursschwankungen und/oder in solche, die nicht jederzeit und kurzfristig liquidiert werden können, investiert werden soll, zeige auch, dass ein

Anlagehorizont von 5 Jahren festgelegt worden sei. Dass keine ausgewogene Anlagestrategie vereinbart worden sei, zeige sich schon in der Tatsache, dass in der strategischen wie auch taktischen Asset-Allocation gemäss Anhang zum Verwaltungs-Auftrag keine (Mindest-)Allocation für Liquidität, Geldmarktanlagen sowie Festverzinsliche vorgenommen worden sei (act. 13 S. 10 Rz. 16). Stelle man in Rechnung, dass bei allen drei Nominalwertkategorien die Bandbreite bei 0% beginne, bei vier der sechs Realwertkategorien dagegen ein Minimum von je 10% vorgegeben sei, werde klar, dass schon 2004 eine "Realwertstrategie" (Schwergewicht bei Beteiligungspapieren) beabsichtigt gewesen sei. Dies werde durch die taktische (Soll-)Allokation bestätigt, welche 0% Nominalwerte und 100% Realwerte (wovon 10% hybride Produkte; darunter sind Wandel- und Optionsanleihen und solchen ähnlich strukturierte Produkte zu verstehen, d.h. Zwitter zwischen Nominalwert und Realwert wie z.B. Wandelobligationen, die in Aktien gewandelt werden könnten) vorsehe (act. 13 S. 14 f. Rz. 26; act. 27 S. 24 Rz. 35). Wie schon aus der taktischen Allocation im Anhang zum Verwaltungs-Auftrag hervorgehe, sei die Anlagepolitik von Anbeginn darauf angelegt gewesen, Nominalwerte aufgrund der ungesunden Finanz-, Geld- und Währungspolitik in den grössten Industriestaaten (allen voran den USA) zu meiden (taktische Allokation Null) und stattdessen in Realwerten anzulegen (taktische Allokation 100%). Diese Allokation sei bis 2011 beibehalten worden (act. 27 S. 19 Rz. 28).

Aus dem Anhang zum Verwaltungsauftrag gehe, was die Zielvorstellung betreffe (strategische Allokation), eindeutig hervor, dass das Hauptgewicht der Anlagen auf alternativen Strategien (d.h. Anlageklassen mit einer im Normalfall geringeren oder negativen Korrelation zu "Wallstreet & Co.") und Beteiligungspapieren liegen sollte (act. 13 S. 15 f. Rz. 29). Was von den Parteien mit dem Verwaltungs-Auftrag von 2004 gewollt gewesen sei, sei durch die Ausführungsbestimmungen (strategische Asset-Allocation) erkennbar, wie sie im Anhang zum Vertrag niedergelegt gewesen seien. Innerhalb dieses Rahmens habe sich die Beklagte bei ihrer Anlagepolitik bewegen dürfen. Betrachte man die im Anhang vorgegebene strategische und vor allem taktische Asset-Allocation (0% Nominalwerte und 100% Realwerte, wovon 10% hybride Produkte), so habe auch E._____ sofort klar werden müssen, dass keine ausgewogene Anlagestrategie mit einem Aktienanteil von

maximal 50% vereinbart gewesen sei. Die Anlagestrategie gemäss Anhang zum Verwaltungsauftrag Nr. 2 habe jene gemäss Verwaltungs-Auftrag Nr. 1 (50% Aktienanteil) ersetzt. Dies habe auch der durch die Anwartschaft erhöhten Risikofähigkeit der Klägerin entsprochen (act. 13 S. 16 Rz. 31).

Summiere man in der Tabelle "strategisch" im Anhang zum Vertrag die Minima und Maxima der einzelnen Anlagekategorien, so erhalte man 40 bis 245%; die Addition der Mittelwerte ergebe 142.5%, wovon 35% auf Nominal- und 107.5% auf Realwerte entfielen. Reduziere man diese Mittelwerte proportional, damit das Total 100% ergebe, so entfielen auf Nominalwerte 24.6% und auf Realwerte 75.4%. Wie die Klägerin da noch von einer vereinbarten (ausgewogenen) Anlagestrategie (maximal 50% Aktien) sprechen könne, sei unverständlich. Die Aussage könne sich nur auf den VV-Vertrag Nr. 1 von 1993 beziehen. Entsprechend sei natürlich auch die Behauptung, dass nach dem Abbau der Aktienquote von 87% auf 70% ein weiterer Abbau auf 50% vorgesehen gewesen sei, völlig aus der Luft gegriffen. Aus dem gleichzeitig mit dem VV-Vertrag Nr. 2 unterzeichneten Anhang zum Verwaltungs-Auftrag (Ziffer 3) sei nirgends ersichtlich, dass Risiken schrittweise hätten abgebaut werden sollen. Wäre dies der Fall gewesen, hätte die taktische (Soll-)Allokation dies zum Ausdruck bringen müssen (act. 13 S. 11 Rz. 19 und S. 15 Rz. 27).

Die Berechnungen der Klägerin betreffend die Durchschnittswerte der prozentualen Bandbreite seien nichts als Spiele mit Zahlen und Begriffen. Es sei entgegen der Annahme der Klägerin eine substanzerhaltende (ausgewogene) Anlagestrategie, so wie sie es verstehe, von den Parteien weder beabsichtigt noch von der Beklagten durchgeführt worden. Entscheidend seien nicht die Mittelwerte der Bandbreite, sondern die als taktische Allokation tatsächlich angestrebten Sollwerte. Jedem Leser und insbesondere einem interessierten Anleger falle auf, dass alle Nominalwertkategorien auf Null gesetzt gewesen seien, d.h. dass von Anfang an eine Realwertstrategie und keine ausgewogene Anlagestrategie mit konservativer Ausrichtung vereinbart worden sei (act. 27 S. 25 f. Rz. 40).

Wie sich aus dem Anhang zum Vertrag (Asset Allocation) ergebe, habe die Beklagte, auf den ersten Blick ersichtlich, eine unkonventionelle ("unternehmeri-

sche") Anlagestrategie verfolgt, die jedoch auf einer wissenschaftlich anerkannten und mathematisch erhärteten Methode, der Modern Portfolio Selection Theory, beruhe. Sie gehe, auf den kürzesten Nenner gebracht, davon aus, dass die Risiken verschiedener Anlagekategorien in einer gegebenen wirtschaftlichen Situation nicht korrelierten, sondern sich allenfalls sogar gegenläufig verhielten und sich somit ausgleichen könnten. Es sei nachgewiesen, dass das systematische Risiko nicht durch eine Vielzahl von Positionen reduziert werden könne, sondern nur durch die Anlage in Titeln mit geringer Korrelation untereinander. Die dieser Methode innewohnende Logik sei auch für einen Laien erkennbar (act. 13 S. 42 Rz. 90; act. 27 S. 5). Dass die Anlagepolitik der Beklagten nicht dem entspreche, was üblicherweise Banken wie auch andere Vermögensverwalter ihren Kunden anböten, habe die Beklagte nie bestritten. Die von der Beklagten betriebene, unternehmerische Anlagepolitik setze besondere Akzente in Bereichen, in denen die Beklagte spezielle Erfahrungen besitze, wie beispielsweise Vietnam (act. 27 S. 36 Rz. 72). Als weiteres Beispiel für den unternehmerischen Anlagestil von H._____ diene das Investment in Arrowhead Research (act. 13 S. 25 Rz. 54). E._____ habe die Beklagte gerade wegen ihres unternehmerischen Anlagestils mit der Verwaltung eines Teils seines Wertschriftenvermögens betraut (act. 13 S. 29 Rz. 59). Hätte die Klägerin einen Vermögensverwaltungsvertrag und eine entsprechende Anlagepolitik gewünscht, wie ihn die Banken und andere Vermögensverwalter formulärmässig anböten (mit multiple choice-Risikostufen und Raum für zusätzliche Bemerkungen), so hätte sie sich nicht an die Beklagte gewandt (act. 13 S. 26 Rz. 54).

3.3.3. Rechtliches

Die Auslegung von Verträgen wird in Art. 18 OR geregelt. Ziel der Auslegung ist es zunächst, das von den Parteien übereinstimmend wirklich Gewollte zu ermitteln (SCHWENZER, Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil, 4. Aufl. 2006, S. 251, N 33.01). Davon ausgehend, dass die gewählten Bezeichnungen von den Vertragsparteien gewöhnlich in ihrer objektiven Bedeutung verwendet werden und den korrekten Sinn der Erklärung wiedergeben, hat ein klarer Wortlaut bei der Auslegung nach dem Vertrauensprinzip Vorrang vor weiteren

Auslegungsmitteln. Auch wenn der Wortlaut auf den ersten Blick klar erscheint, darf es allerdings nicht bei einer reinen Wortauslegung sein Bewenden haben. So kann sich aus den anderen Vertragsbestimmungen, aus dem von den Parteien verfolgten Zweck und aus weiteren Umständen ergeben, dass der Wortlaut der strittigen Bestimmung nicht genau den Sinn der Vereinbarung unter den Parteien wiedergibt. Gegenüber geschäftserfahrenen, im Gebrauch von Fachbegriffen gewandten Personen, kann allerdings eine strikte Auslegung nach dem Wortlaut angezeigt sein (BGE 129 III 702 E.2.4.1 S. 707 f.). Als weiteres oder ergänzendes Mittel zur Auslegung von Verträgen gilt alles, was geeignet ist, zur Feststellung des wirklichen Willens der Parteien bei Vertragsabschluss beizutragen. So beispielsweise die Entstehungsgeschichte des Vertrages (Verhandlungen und Materialien), die Begleitumstände (Ort und Zeit), das Verhalten der Parteien vor und nach Vertragsabschluss, der Vertragszweck sowie Verkehrssitte und Usancen (WIEGAND, Basler Kommentar, Obligationenrecht I, 6. Aufl. 2015, N 26 ff. zu Art. 18 OR).

Basierend auf den persönlichen Verhältnissen des Kunden und dessen Anlagevorstellungen wird eine Anlagestrategie vereinbart, welche der Vermögensverwalter sorgfältig und getreu umzusetzen hat (ROTH, Die Spielregeln des Private Banking in der Schweiz, 3. Aufl. 2009, S. 38 f.; BERTSCHINGER, Sorgfaltspflichten der Bank bei Anlageberatung und Verwaltungsaufträgen, 1991, S. 87).

Das Erstellen eines Kundenprofils, das zu den Sorgfaltspflichten des Vermögensverwalters gehört und vor oder gleichzeitig mit dem Abschluss des Vermögensverwaltungsvertrages erfolgen muss, dient insbesondere dem Zweck, das Ausmass des Risikos zu bestimmen, das der Kunde bei der Anlage des Geldes eingehen will und nach seinen Lebensumständen auch eingehen kann (sogenannte subjektive Risikofähigkeit und objektive Risikofähigkeit des Kunden). Das Kundenprofil dient der Vorbereitung des Vertragsschlusses und hat hinsichtlich der Risikofrage keine selbstständige Bedeutung, falls die tatsächlich getroffenen vertraglichen Abmachungen in diesem Punkt eindeutig sind (Urteile des Bundesgerichts 4C.158/2006 vom 10. November 2006 E.3.3.1.f., und 4A_140/2011 vom 27. Juni 2011 E.2.1; BERTSCHINGER, a.a.O., S. 85 f.; GROSS, a.a.O., S. 163). Als

Risikofähigkeit wird die Fähigkeit eines Anlegers bezeichnet, den Verlust aus einer Anlagestrategie (oder eines einzelnen Investments) aufgrund seiner finanziellen Situation (Einkommen, Vermögen, Liquiditätserfordernisse, Verpflichtungen usw.) verkraften zu können. Als Risikobereitschaft beschreibt man die individuelle, mentale und emotionale Bereitschaft eines Investors, bei Anlageentscheidungen mit einem Mass an Unsicherheit dieses Risiko (Unsicherheit) bewusst einzugehen. Auch ein risikofähiger Anleger hat nicht immer die Risikobereitschaft, die aufgrund seiner Lebensumstände möglichen Risiken zu tragen (EMCH / RENZ / ARPAGAU, Das Schweizerische Bankgeschäft, 7. Aufl. 2011, N 1607 f.; TRAUTMANN / VON DER CRONE, a.a.O., S. 148). Dem Vermögensverwalter obliegt die Kontrolle der Kongruenz zwischen der Risikobereitschaft des Kunden und dem Risiko, das die vorgeschlagene Anlagestrategie beinhaltet (BERTSCHINGER, a.a.O., S. 91).

Bei der Festlegung der Asset Allocation, der Aufteilung des Vermögens des Anlegers auf verschiedene Anlagekategorien, spielt eine Rolle, welche Anlagestrategie dem Kunden entspricht. Bei der Bestimmung und Umsetzung der Asset Allocation gibt es eine strategische und eine taktische Phase. In der strategischen Phase wird die langfristige Anlagestrategie festgelegt. Die taktische Phase bezieht sich auf einen kurzen Zeithorizont (BOEMLE / GSELL / JETZER / NYFFELER / THALMANN, Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz, 2002, Stichwort Asset Allocation, S. 74 f.). Die strategische Asset Allocation beinhaltet somit die Festlegung der langfristig gültigen Aufteilung der Anlagen auf die verschiedenen Anlagekategorien und ihre Teilbereiche, unter Berücksichtigung der Leistungsverpflichtungen und der Risikofähigkeit. Die taktische Asset Allocation beinhaltet die Festlegung der kurz- bis mittelfristig gültigen Aufteilung der Anlagen auf die verschiedenen Anlagekategorien und ihre Teilbereiche, unter anderem basierend auf den Schwankungsbreiten innerhalb der strategischen Asset Allocation und den Marktprognosen über einen kurzen bis mittleren Zeithorizont (Quelle: http://www.pk.tg.ch/xml_95/internet/de/application/d7793/f7876.cfm, abgerufen am 20. Februar 2014).

3.3.4. Würdigung

Die Parteien sind sich einig, dass die im VV-Vertrag Nr. 3 vom 5. November 2004 (act. 3/6) und im Anhang zum Verwaltungsauftrag (Ziffer 3) (act. 3/21) vereinbarte Anlagestrategie gilt. Eine andere tatsächliche Willenseinigung wird von keiner der Parteien geltend gemacht. Es ist demnach von dem im VV-Vertrag Nr. 3 und dessen Anhang Vereinbarten auszugehen. Die Klägerin ermittelt weiter durch Auslegung, dass eine ausgewogene (leicht konservative) Anlagestrategie vereinbart worden sei. Die Beklagte ist dahingegen der Ansicht, daraus gehe nicht hervor, dass eine ausgewogene Anlagestrategie vereinbart worden sei. Sie vertritt weiter die Meinung, eine Auslegung sei nicht erforderlich, denn aus dem Vertragstext in Verbindung mit dem Anhang gehe ohne Notwendigkeit weiterer "Vertragshilfen" klar und eindeutig hervor, dass von den Parteien nicht das habe gewollt sein können, was die Klägerin unter einer ausgewogenen Anlagestrategie (mit konservativer Ausrichtung) verstehe. Indes zeigt allein die Auseinandersetzung der Parteien über das Verständnis der vereinbarten Anlagestrategie, dass eine Auslegung erforderlich ist.

Gemäss dem Wortlaut der Ziffer 3 des VV-Vertrages Nr. 3 (act. 3/6) soll das Portefeuille weiterhin mit dem Ziel der Substanzerhaltung und Erzielung von Kapitalgewinnen unter einer langfristigen (5 Jahre) Optik verwaltet werden. Betreffend angestrebte Asset-Allocation wird auf den Anhang (act. 3/21) verwiesen. Mit der Klägerin übereinstimmend ist festzuhalten, dass der Wortlaut des Vertragstextes grundsätzlich vorgeht. Er wird durch den Anhang erläutert.

Die Klägerin vertritt die Ansicht, die Formulierung "Substanzerhaltung und Erzielung von Kapitalgewinnen" entspreche der branchenüblichen Umschreibung einer ausgewogenen Anlagestrategie und verweist auf Beiblätter der Credit Suisse (act.3/16) und der Bank Sarasin & Cie AG (act. 3/17). Bei der Credit Suisse hat das "Mixed Portfolio" reale Kapitalerhaltung und langfristige Kapitalerhöhung zum Anlageziel; die Risikoeinschätzung umfasst Vermögensschwankungen und mittleres Risiko; der Anlagehorizont umfasst 5 bis 8 Jahre. Bei der Bank Sarasin wird bei der "Balanced Strategy" eine reale Erhaltung und die langfristige Vermehrung des Vermögens angestrebt, wobei das Risiko bei längerfristigem Anlagehorizont

als durchschnittlich bezeichnet werden könne und bei kürzerem Anlagehorizont entsprechend ansteige. Damit kann der Klägerin zugestimmt werden; die Formulierung Kapitalerhaltung und langfristige Kapitalerhöhung kann mit einem gemischten Portfolio oder einer ausgeglichenen/ausgewogenen Anlagestrategie gleichgesetzt werden.

In der juristischen Spezialliteratur strebt die ausgewogene Anlagestrategie eine langfristige Kapitalvermehrung durch Zinserträge und Kapitalgewinne an. Der Aktien- und Obligationenanteil liegt bei je etwa 50%, wobei Schwankungsbreiten vorgesehen sind. Der Fremdwährungsanteil ist in der Regel nicht über 50% (GUTZWILLER, a.a.O., S. 120; SCHALLER, Handbuch des Vermögensverwaltungsrechts, 2013, N 55 und Fn. 144; EMCH / RENZ / ARPAGAUS, a.a.O., N 1707). Verlustbereitschaft ist dabei vorhanden (ROTH, a.a.O., S. 33). Auch diesbezüglich kann der Klägerin somit zugestimmt werden.

Nach dem Wortlaut ist demnach davon auszugehen, dass die Parteien im VV-Vertrag Nr. 3 (act. 3/6) eine ausgewogene Anlagestrategie vereinbart haben. Letztlich führt auch die Beklagte aus, die von ihr verfolgte Anlagestrategie könne durchaus als ausgewogen gelten.

Der Wortlaut des VV-Vertrages Nr. 3 stimmt mit demjenigen des VV-Vertrages Nr. 2 (act. 3/11) überein. Die Klägerin führt nicht aus, wo im VV-Vertrag Nr. 3 auf den vormaligen VV-Vertrag Nr. 1 Bezug genommen werde. Allein das Wort "weiterhin" könnte auf vorgehende Verträge Bezug nehmen. Der Ausdruck kann jedoch allenfalls darauf bezogen werden, dass weiterhin das Ziel der Substanzerhaltung und Erzielung von Kapitalgewinnen gelten soll. Zum Zusatz "durchschnittliche Risikobereitschaft max. 50% Aktien", welcher im VV-Vertrag Nr. 1 vom 8. Dezember 1993 (act. 3/9) enthalten war, fehlt indes jeglicher Bezug. Im Gegenteil wurde dieser Zusatz offensichtlich weggelassen und durch eine detailliertere Asset-Allocation im Anhang (act. 3/21) ersetzt, welche Bandbreiten zu verschiedenen Anlagekategorien festhält. Dieser ist grundsätzlich keine Beschränkung auf maximal 50% Aktien zu entnehmen. Es kann demnach nicht davon ausgegangen werden, dass für den VV-Vertrag Nr. 3 eine Einschränkung aufgrund einer durchschnittlichen Risikobereitschaft von maximal 50% Aktien gilt.

Bezüglich des Kundenstammblasses führt die Klägerin zutreffend aus, dass festgehalten ist, sie sei zwar überdurchschnittlich risikofähig, aber beschränkt risikobereit. Die Ausführungen der Beklagten zur beschränkten Risikobereitschaft der Klägerin bzw. E.____s sind widersprüchlich. Einerseits soll sich die beschränkte Risikobereitschaft auf den ursprünglichen Vermögensverwaltungsvertrag beziehen und der dortigen Anlagestrategie entsprechen, andererseits soll die beschränkte Risikobereitschaft sich auf den 2004 erläuterten Risikobegriff der Beklagten beziehen und ausgehend von diesem Risikobegriff soll die Asset Allocation der beschränkten Risikobereitschaft der Klägerin bzw. von E.____ entsprechen. Tatsache bleibt, dass im Kundenstammblass eine beschränkte Risikobereitschaft der Klägerin bzw. von E.____ festgeschrieben ist und diese offensichtlich im Zusammenhang mit den VV-Verträgen Nr. 2 und Nr. 3 nicht geändert wurde, sodass entgegen der Beklagten nicht gesagt werden kann, dies gelte nur für den VV-Vertrag Nr. 1. Wie die Beklagte selbst ausführt, hatte sich mit dem Vermögenszuwachs von der I.____ Stiftung zwar die objektive Risikofähigkeit von E.____ geändert, nicht jedoch sein Wunsch nach Sicherheit (vgl. act. 13 S. 11 Rz. 20), mithin seine geringe Risikobereitschaft. Die Beklagte führt denn auch selbst aus, E.____ habe kein Risiko eingehen wollen (act. 27 S. 18 Rz. 25). Weiter wurde im Kundenstammblass festgehalten, die Kaufkrafterhaltung stünde im Vordergrund. Im Lichte des Gesagten ist von einer beschränkten Risikobereitschaft der Klägerin auszugehen. Welchen (besonderen?) Risikobegriff die Beklagte der Klägerin erklärt haben will, was dieser beinhaltet und was sie daraus ableitet, legt sie nicht näher dar, weshalb dazu nichts weiter gesagt werden kann.

Die Klägerin beanstandet verschiedene Punkte des B.____-Kundenstammblasses (act. 14/2) als ungenau oder gar falsch (act. 19 S. 13 f. Rz. 52 ff.), ohne daraus jedoch etwas Konkretes zu folgern. Insbesondere stellt sie – zumindest betreffend die Bemerkungen zum Anlageprofil und zur Risikofähigkeit – trotzdem selbst darauf ab. Sie offeriert auch keine Beweismittel, welche eine genauere Prüfung der gerügten Punkte erlaubten. Somit ist auf das B.____-Kundenstammblass (act. 14/2) abzustellen.

Entsprechend ist festzuhalten, dass die Klägerin zwar risikofähig, aber beschränkt risikobereit war, was ebenfalls für eine Anlagestrategie mit geringerem Risiko spricht.

Die Klägerin vertritt sodann die Ansicht, das Anlageziel "Substanzerhaltung" habe Vorrang gegenüber demjenigen des "Kapitalgewinns" und leitet daraus eine konservative Ausrichtung der Anlagestrategie ab. Sie verweist diesbezüglich auf die Bemerkung "Kaufkraftherhaltung im Vordergrund" unter dem Titel "Bemerkungen Risikofähigkeit" auf dem Kundenstammblatt (act. 14/2). Diese Bemerkung bezieht sich jedoch auf die vorstehende "überdurchschnittlich risikofähig aber beschränkt risikobereit" und soll die beschränkte Risikobereitschaft erklären. Ein Vorrang der Substanzerhaltung vor der Erzielung von Kapitalgewinnen lässt sich daraus nicht herauslesen. Die von der Klägerin erwähnte Korrespondenz (act. 3/15; act. 3/79; act. 3/80) lässt zwar erkennen, dass der Klägerin die Substanzerhaltung wichtig war, ein Vorrang gegenüber der Erzielung von Kapitalgewinnen lässt sich daraus aber nicht ableiten. Auch eine allfällige (spätere) Weisung der Klägerin, sukzessive in kapitalgeschützte Anlagen umzuschichten, lässt nicht auf einen bei Vertragsabschluss bestehenden Vorrang der Substanzerhaltung schliessen. Ebenso wenig lassen Äusserungen der Beklagten wie, dass sie Anlagewerte zu "Absicherungszwecken" oder als "Portfolio Insurance" halte, einen Vorrang der Substanzerhaltung folgern. Dass die vereinbarte ausgewogene Anlagestrategie eine konservative Ausrichtung haben sollte, ist dementsprechend abzulehnen.

Dass das Vermögen der Klägerin dem wirtschaftlich Berechtigten E._____ als Sicherheit und Rentenskapital bis zum Ableben dienen sollte, ergibt sich weder aus den VV-Verträgen und dem Anhang noch aus dem Kundenstammblatt. Die Klägerin verweist diesbezüglich einzig auf eine E-Mail von E._____ an H._____ von der Beklagten vom 16. April 2010 (act. 3/15), in welchem dieser ausführt, er habe seit Januar 1998 seinen Beruf an den Nagel gehängt und aus beruflicher Tätigkeit kein Einkommen mehr, was ihm (H._____) ja nicht fremd sei. Dieses Depot sollte seine Sicherheit sein und sein Einkommen bis zum Ableben garantieren, deshalb habe er anlässlich des geänderten Verwaltungsvertrages auch verlangt, sukzessiv in kapitalgarantierte Produkte umzusteigen und nicht in Spezial-

werte. Der aktuell geltende VV-Vertrag Nr. 3 datiert vom 5. November 2004 (act. 3/6). Zu diesem Zeitpunkt hatte E._____ seinen Beruf schon länger "an den Nagel gehängt". Dessen Vermögenssituation war der Beklagten nach ihren eigenen Aussagen bekannt. Daher kann davon ausgegangen werden, dass dies bei der Festlegung der erwähnten Anlagestrategie berücksichtigt wurde. Auf die Frage des Bestandes einer besonderen Weisung betreffend sukzessiver Umschichtung in kapitalgarantierte Produkte wird in Erwägung 3.5.3 eingegangen.

Nach der Beklagten ist im Anhang zum VV-Vertrag Nr. 3 keine ausgewogene Anlagestrategie vereinbart worden, weil keine Mindestallocation für Liquidität, Geldmarkt und Festverzinsliche festgehalten wurde. In der Tat sind die Bandbreiten der strategischen Allocation im Anhang sehr breit gefasst und beginnen für die erwähnten Kategorien bei Null. Bei den alternativen Strategien und den Beteiligungspapieren sind dahingegen Mindestallocationen von 10% festgesetzt. Indes ist die Verfolgung einer ausgewogenen Anlagestrategie innerhalb dieser Bandbreiten durchaus möglich. Sie liessen allerdings auch Raum für eine Strategie, die nicht mehr als ausgewogen bezeichnet werden könnte. Die breiten Bandbreiten sind indessen im Lichte des vereinbarten Vermögensverwaltungsvertrages und des massgeblichen Risikoprofils zu betrachten. Die Verfolgung einer nicht ausgewogenen Strategie, wird durch die im Vertrag selbst festgehaltene Vorgabe "Substanzerhaltung und Erzielung von Kapitalgewinnen" ausgeschlossen. Die breiten Bandbreiten sprechen somit nicht gegen eine ausgewogene Anlagestrategie.

Weiter ist die Beklagte der Ansicht, da in der strategischen Asset-Allocation 24.6% auf Nominal- und 75.4% auf Realwerte entfielen, könne nicht von einer ausgewogenen Anlagestrategie gesprochen werden. Die Klägerin hält dagegen fest, es resultiere ein Durchschnittswert für Beteiligungspapiere von 40%, was der branchenüblichen Quote für Beteiligungspapiere bei ausgewogenen Anlagestrategien entspreche. Letzterem kann im Grundsatz zugestimmt werden. Indes wurden in der Asset Allocation Bandbreiten festgelegt und keine Durchschnittswerte. Massgeblich ist somit, dass diese Bandbreiten eingehalten wurden und die effektiven Werte der vereinbarten (ausgewogenen) Anlagestrategie entsprachen. Ent-

sprechend kann die Richtigkeit der unterschiedlichen Berechnungen der Parteien offen gelassen werden.

Gemäss der Beklagten ist daraus, dass bei allen drei Nominalwertkategorien die Bandbreite bei 0% beginne, bei vier der sechs Realwertkategorien dagegen ein Minimum von je 10% vorgegeben sei und aus der taktischen (Soll-)Allocation, welche 0% Nominalwerte und 100% Realwerte (wovon 10% Wandel- und Optionsanleihen) vorsehe, ersichtlich, dass schon 2004 eine "Realwertstrategie" mit Schwergewicht bei Beteiligungspapieren vereinbart gewesen sei. Das bei der strategischen Asset Allocation keine Mindestwerte festgelegt wurden, im Gegensatz zu den Beteiligungspapieren, wo je Kategorie ein Mindestwert von 10% festgelegt ist, ist in der Tat auffallend und wohl eher ungewöhnlich für eine ausgewogene Anlagestrategie. Allein daran lässt sich jedoch eine Vereinbarung einer "Realwertstrategie" nicht festmachen, fällt doch insgesamt auf, dass die festgelegten Bandbreiten sehr weit gefasst sind. Somit dürfen sie nicht isoliert betrachtet werden, sondern sind im Zusammenhang mit der im Vertrag festgelegten Anlagestrategie mit dem Ziel der Substanzerhaltung und Erzielung von Kapitalgewinnen mit einer langfristigen (5 Jahre) Optik zu lesen, welche gegen eine Strategie mit einem Schwergewicht auf Beteiligungspapieren spricht. Dass der Ausdruck "Realwertstrategie" im Kundenstammblatt (act. 14/2) bei den Bemerkungen zur Risikofähigkeit zu finden ist, lässt noch keine Rückschlüsse auf eine entsprechende Vereinbarung zu und noch weniger auf einen bestimmten Zeitpunkt, wurde das Kundenstammblatt laut der Beklagten doch laufend ergänzt und angepasst.

Die im Anhang zum VV-Vertrag Nr. 3 angestrebte taktische Asset-Allocation wurde offenbar bei deren Vereinbarung im April 2004 (Abschlussdatum des VV-Vertrages Nr. 2 war der 16. April 2004; act. 3/11) für August 2004 festgelegt. Entsprechend gilt sie nicht für unbegrenzte Zeit. Für einen längeren Zeithorizont (von 5 Jahren) ist die strategische Asset-Allocation massgebend. Allein weil die taktische Asset-Allocation ein Schwergewicht auf Realwerte legt, kann daher nicht gesagt werden, es sei grundsätzlich eine Realwertstrategie vereinbart worden. Die Beklagte erläutert selbst, dass sie zum Zeitpunkt der Vereinbarung des Anhangs zum VV-Vertrag Nr. 2/3 bei "ist" gewesen seien, in den nächsten Monaten "tak-

tisch" angestrebt hätten und sich die weitere Verwaltungstätigkeit bis zu einer Änderung des Anhangs im Rahmen der festgelegten Bandbreiten bewegen werde (vgl. act. 13 S. 14 Rz. 25). Ob im Jahre 2004 mit der Asset-Allocation im Anhang zum VV-Vertrag Nr. 3 ein Risikoabbau vereinbart wurde, kann offen bleiben. Zur Beurteilung, ob die Beklagte ab 2007 die vereinbarte Anlagestrategie verletzt hat, ist nur die 2004 schlussendlich vereinbarte Anlagestrategie relevant. Da die Klägerin erst ab 2007 Sorgfaltspflichtverletzungen geltend macht, interessiert eine allfällige Nichtübereinstimmung des Depots mit einer ausgewogenen Anlagestrategie bei Vertragsabschluss 2004 nicht weiter.

Der VV-Vertrag Nr. 3 (act. 3/6) geht von einem langfristigen 5-Jahreshorizont aus, sodass entgegen der Klägerin nicht auf einen kurzfristigen Anlagehorizont geschlossen werden kann.

Die Beklagte bringt vor, sie habe eine unkonventionelle, jedoch auf einer wissenschaftlich anerkannten und mathematisch erhärteten Methode, der Modern Portfolio Selection Theory beruhende, ("unternehmerische") Anlagestrategie verfolgt und verweist hierzu auf den Anhang zum Vertrag (Asset Allocation), ohne die entsprechende Urkunde als Beweismittel zu offerieren. Wofür die "unternehmerische" Anlagestrategie steht, was sie beinhaltet und inwiefern sie sich von einer konventionellen auf der Modern Portfolio Selection Theory beruhenden Anlagestrategie unterscheidet, ergibt sich entgegen der Beklagten nicht aus dem Anhang zum Vertrag (Asset Allocation, act. 3/21), und wird von ihr auch nicht näher dargelegt. Dies obwohl die Beklagte selbst feststellt, dass eine zentrale Frage sei, ob die Klägerin mit dem unkonventionellen, wie die Beklagte es nenne "unternehmerischen" Anlagestil mit all seinen Konsequenzen hinsichtlich allfälliger Klumpenrisiken einverstanden und sie zu jedem Zeitpunkt über dessen Chancen und Risiken informiert gewesen sei (act. 13 S. 5). Die Beklagte führt lediglich aus, dass sie besondere Akzente in Bereichen setze, in denen sie Erfahrungen besitze, wie beispielsweise Vietnam. Was "Akzente setzen" bedeutet und ob dies allenfalls die Bereitschaft zur Eingehung von Klumpenrisiken beinhaltet, erklärt die Beklagte indes nicht. Ebenso wenig inwiefern das Investment Arrowhead als Beispiel für ihren "unternehmerischen" Anlagestil diene. Es handelt sich dabei jedoch weder um

einen feststehenden Begriff aus der juristischen oder ökonomischen Literatur noch um eine (gerichts-)notorische Bezeichnung. Somit bleibt ungeklärt, was unter einer "unternehmerischen" Anlagestrategie zu verstehen ist. Da sich demzufolge nicht ermitteln lässt, wie sich eine allfällige Vereinbarung einer "unternehmerischen" Anlagestrategie auf die vorliegende Vermögensverwaltung konkret ausgewirkt hätte, kann auch offen bleiben, ob die Parteien eine solche vereinbart haben.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die Parteien im VV-Vertrag Nr. 3 vom 5. November 2004 (act. 3/6) mit der Formulierung: "*Das Portfeuille soll weiterhin mit dem Ziel der Substanzerhaltung und Erzielung vom Kapitalgewinnen unter einer langfristigen (5 Jahre) Optik verwaltet werden. Betreffend angestrebter Asset-Allocation siehe Anhang.*" eine ausgewogene Anlagestrategie vereinbart haben. Eine konservative Ausrichtung derselben oder ein Vorrang der Substanzerhaltung vor der Erzielung von Kapitalgewinnen lässt sich hingegen nicht erstellen. Auch einer ausgewogenen Anlagestrategie ist eine gewisse Verlustbereitschaft inhärent. Die Asset-Allocation wurde im Anhang zum Verwaltungsauftrag Ziffer 3 (act. 3/21) festgelegt. Diese Bandbreiten sind eher weit gefasst, lassen aber die Verfolgung einer ausgewogenen Anlagestrategie durchaus zu. Sie lassen zwar auch Raum für eine risikoreichere Anlagepolitik, welcher jedoch in Anbetracht der im Vertrag selbst vereinbarten Zielsetzung der Substanzerhaltung und Erzielung von Kapitalgewinnen grundsätzlich, d.h. vorbehalten allfälliger besonderer Abreden, nicht ausgeschöpft werden durfte.

Damit erübrigen sich Ausführungen zum klägerischen Eventualstandpunkt der mangelnden Aufklärung über die risikoreichere Anlagestrategie (vgl. act. 1 S. 18 Rz. 63 f.; act. 19 S. 34 ff. Rz. 148 ff.).

3.4. Gerügte Sorgfaltspflichtverletzungen

3.4.1. Aktienquote

3.4.1.1. Risikoexposition per 30. Juni 2007

a) Anteil Aktien am Gesamtdepotwert

aa) Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin führt aus, bereits per 30. Juni 2007 seien die von der Beklagten mit dem klägerischen Vermögen eingegangenen Risiken gemessen an der vereinbarten, ausgewogenen Anlagestrategie (mit konservativer Tendenz) zu hoch gewesen. In der Depotübersicht per 30. Juni 2007 werde der Anteil ausländischer Aktien zwar mit ("nur") 39.63% ausgewiesen. Gleichwohl sei das Aktienrisiko um ein Vielfaches höher und damit nicht mehr innerhalb der für ausgewogene Anlagestrategien zulässigen Bandbreite (zumal mit konservativer Ausrichtung) gewesen. Bei den unter "Summe Edelmetalle" verbuchten 18.93% Anlagen handle es sich um nichts anderes als Aktien, was sich ohne Weiteres aus der entsprechenden Bezeichnung in der Depotübersicht ergebe (act. 1 S. 19 Rz. 67 ff.). Gleiches gelte gemäss der entsprechenden Bezeichnung in der Depotübersicht für die 4.25% Aktienanteile der O._____ Ltd.; diese seien in der Depotübersicht jedoch der "Summe Anlagefonds" zugeordnet (act. 1 S. 19 Rz. 73). Weiter handle es sich bei dem in der Depotübersicht mit "Anteile" bezeichneten Bestand von 10.17% M._____ -Anteilen gemessen am Gesamtdepot ebenfalls um nichts anderes als Aktien an der M._____ Ltd., welche ihrerseits wiederum in Aktien von vietnamesischen Gesellschaften investiere (act. 1 S. 19 Rz. 74). Selbiges gelte für die Aktien bzw. den entsprechenden prozentualen Anteil von 4.9% an der Beteiligungsgesellschaft S._____ Ltd., welche ebenfalls den Erwerb von Aktienbeteiligungen in anderen Gesellschaften zum Zweck habe (act. 1 S. 20 Rz. 75). Identisch verhalte es sich schliesslich mit den Aktien der Beteiligungsgesellschaften T._____ (5.02%) und L._____ (7.16%) (act. 1 S. 20 Rz. 76). Der von der Beklagten vorgenommene Abzug von Edelmetallwerten von 2%, Energietitel von 1% und Immobilienfonds von 3% von der Aktienquote der Discover-Investments sei ungerechtfertigt, seien doch sämtliche dieser Werte ebenfalls durch Aktien im Depot der Klägerin vertreten und damit der Volatilität der Aktienmärkte, mit entsprechendem Verlustrisiko, ausgesetzt gewesen (act. 19 S. 43 Rz. 183). Die von der Beklagten der Position Immobilienfonds zugerechneten Aktien der N._____ Ltd. im Umfang von 7.95% seien ebenfalls zur Aktienquote zu rechnen (act. 19 S. 44 Rz. 191).

Das Aktienrisiko habe demnach per 30. Juni 2007 nicht bloss 39.63%, sondern vielmehr 98.01% (39.63% + 18.93% + 4.25% + 10.17% + 4.9% + 5.02% + 7.16% + 7.95%) betragen (act. 1 S. 20 Rz. 77; act. 19 S. 45 Rz. 198).

bb) Vorbringen der Beklagten

Die Beklagte hält dem entgegen, es sei nie behauptet worden, dass der Aktienanteil per 30. Juni 2007 nur 39.63% betragen habe. Betrachte man die gemäss Anhang vereinbarte Asset-Allocation, so gebe es drei Kategorien von Beteiligungspapieren, nämlich Spezialwerte, Energie-/Rohstoffwerte und Emerging Markets. Diese würden per 30. Juni 2007 (exklusive Arrowhead) gesamthaft einen Anteil von 51% am Depot ausmachen, nämlich 26% direkte Aktieninvestments und 25% indirekte Aktieninvestments via Anlagefonds (31% Anlagefonds minus die in L._____ und in T._____ enthaltenen Edelmetallwerte von 2%, Energietitel von 1% und Immobilienfonds von 3%) (act. 13 S. 19 Rz. 42; act. 27 S. 32 Rz. 59).

cc) Würdigung

Nach der Depotübersicht vom 30. Juni 2007 (act. 3/22) machen die Aktien (Ausland) 39.63% des Gesamtwertes des Depots aus. Hiervon sind jedoch die Aktien Arrowhead vorerst abzuziehen, da sich die Parteien diesbezüglich streiten, ob es sich dabei um ein separat zu wertendes Sonderinvestment handelt (vgl. unten Erwägung b)). Es bleibt ein Aktienanteil von 26.16% des Gesamtdepotwertes. Nach den Ausführungen der Beklagten anerkennt sie, dass die unter den Anlagefonds aufgeführten Anteile an O._____ (4.25%), Vietnam Fund (10.17%) und S._____ (4.9%) als Aktien zu werten sind. Es ergibt sich daraus ein Aktienanteil von 45.48% des Gesamtdepotwertes (26.16% + 4.25% + 10.17% + 4.9%). Von den ebenfalls bei den Anlagefonds aufgeführten Anteilen an L._____ von 7.16% und an T._____ von 5.02%, insgesamt 12.18%, will die Beklagte Edelmetallwerte von 2%, Energietitel von 1% und Immobilienfonds von 3%, mithin 6%, nicht zu den Aktienanteilen gewertet haben. Sie anerkennt demnach indes die Zurechnung der übrigen 6.18% (12.18% - 6%) zum Aktienanteil. Es ergibt sich soweit ein Aktienanteil von mindestens 51.66% des Gesamtdepotwertes.

Die Klägerin beruft sich bezüglich der Frage, ob die Anteile an L._____ und an T._____ zu den Aktien zu rechnen sind auf die entsprechenden Fact Sheets, welche oben rechts festhalten: "NAV pro Aktie per 31.3.2011 USD 11.26" bzw. "NAV pro Aktie per 31.3.2011 USD 6.29" (act. 3/25; act. 3/26). Dies spricht dafür, dass es sich bei diesen Werten um Aktien handelt. Die Beklagte will von den L._____ und den T._____ ohne weitere Begründung Edelmetallwerte von 2%, Energietitel von 1% und Immobilienfonds von 3%, nicht zu den Aktienanteilen gewertet haben. Sie bringt insbesondere nicht vor, dass es sich dabei nicht um Aktien handeln sollte. Es macht den Anschein, dass sie diese Werte nicht den Beteiligungspapieren zurechnen will, weil sie deren Risiko anders betrachtet (vgl. Bericht vom 16. Juli 2007; act. 3/27). Von der Beklagten kann verlangt werden, eine Bestreitung tunlichst zu substantizieren. Dabei muss es genügen, wenn die Bestreitung ihrem Zweck entsprechend konkretisiert wird, um den Behauptenden zu der ihm obliegenden Beweisführung zu veranlassen. Es darf von der Beklagten erwartet werden, dass sie rechtsrelevanten Sachvorbringen der Klägerin mit konkreten Angaben widerspricht (BGE 105 II 143 E.6.a.bb S. 146). Da es an konkreten widersprechenden Behauptungen der Beklagten fehlt, ist nach den Ausführungen der Klägerin und gestützt auf die Fact Sheets davon auszugehen, dass es sich bei den L._____ und den T._____ um Aktien handelt. Folglich sind diese der Aktienquote im Depot der Klägerin zuzurechnen. Dies führt zu einer Aktienquote von **57.66%** (26.16% + 4.25% + 10.17% + 4.9% + 7.16% +5.02%) des Gesamtdepotwertes.

Im Folgenden bleibt zu prüfen, ob es sich beim Arrowhead Research Investment um ein Sonderinvestment handelt oder ob diese Aktien zur Aktienquote zu zählen sind. Weiter ist zu untersuchen, ob die Edelmetallanlagen und die N._____ Ltd. Aktien anstatt zu den Alternativen Strategien bzw. den Immobilienfonds ebenfalls zur Aktienquote zu rechnen sind.

b) Investment Arrowhead Research

aa) Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin bestreitet, dass das Investment in Arrowhead-Aktien ausserhalb der vereinbarten Allokation hätte geführt werden sollen. Im Februar 2004

sei der Beklagten ein Teilbetrag (CHF 100'000.–) zur Verfügung gestellt worden, welcher der Vermögensmasse der Rechtsvorgängerin der Klägerin (F._____ Familienstiftung) entnommen worden sei. Anlässlich des Gesprächs am 16. April 2004, an welchem Tag zwischen der F._____ Familienstiftung und der Beklagten der VV-Vertrag Nr. 2 mitsamt Beiblatt Asset Allokation zustande gekommen sei, habe E._____ der Beklagten einen weiteren Teilbetrag (CHF 27'500.–) übergeben, welcher ebenfalls aus der Vermögensmasse der F._____ Stiftung gestammt habe (act. 19 S. 59 f. Rz. 259 ff.). Es sei somit stets um eine Investition innerhalb der Vermögensmasse F._____ Familienstiftung gegangen. Die Investition in Arrowhead sei somit stets Teil der vereinbarten Asset Allocation gewesen, zumal die Beklagte selbst erwähne, dass die Aktien im Oktober in das Depot F._____ eingegliedert worden seien (act. 19 S. 60 Rz. 265). Die Beklagte habe denn auch die Aktien Arrowhead stets in ihre halbjährlichen Rechenschaftsberichte bzw. Performance-Reports betreffend das anhand der VV-Verträge Nr. 2/3 zu verwaltende Depot der Klägerin (bzw. ihrer Rechtsvorgängerin) integriert, mithin nicht separat geführt (act. 19 S. 61 f. Rz. 267). Weder die Klägerin noch ihre Rechtsvorgängerin noch E._____ hätten in irgendeiner Weise ihre Zustimmung erteilt, dass das Arrowhead-Investment separat/ausserhalb des VV-Vertrages Nr. 2/3 mitsamt Beiblatt Asset Allocation zu führen sei. Vielmehr sei stets die Meinung gewesen bzw. habe die Klägerin stets darauf vertraut, dass sämtliche Spezialwerte, zu welcher die Anlagekategorie Arrowhead unstreitig zähle, in ihrer prozentualen Gesamtquote innerhalb der gemäss Beiblatt Asset Allocation angegebenen strategischen Bandbreite von 10 bis 35% hätten liegen sollen (act. 19 S. 60 f. Rz. 266 und S. 68 Rz. 288).

Sodann habe es die Beklagte unterlassen, die Klägerin (bzw. damals deren Rechtsvorgängerin) über die Risiken dieser Investition in ein US-Nanotechnologie-Unternehmen aufzuklären (act. 19 S. 59 f. Rz. 262).

bb) Vorbringen der Beklagten

Die Beklagte macht geltend, die Aktien Arrowhead Research stellten ein Sonder-Investment dar, das ausserhalb der vereinbarten Asset-Allokation getätigt worden sei und für das E._____ im Februar 2004 speziell USD 150'000 zur Ver-

fügung gestellt habe (act. 13 S. 19 Rz. 43; act. 27 S. 32 Rz. 60 und S. 44 f. Rz. 99). E._____ habe diesen Betrag im Februar 2004 separat und zweckgebunden zur Verfügung gestellt. Die Aktien seien nach Lieferung und Registrierung im Oktober 2004 in das Depot F._____ eingeliefert worden. Der Depotanteil dieser Position habe per 30. Juni 2004, als der Anhang zum Verwaltungsvertrag (Ziffer 3) besprochen und in Kraft gesetzt worden sei, 34.2% des Depotwertes betragen und hätte damit die Obergrenze der Allokation Spezialwerte von 35% massiv überschritten (75%). Deshalb sei dieses Investment ausserhalb der vereinbarten Allocation geführt worden. Wäre Arrowhead im Rahmen der angestrebten Asset Allocation gewesen, hätten alle anderen Aktien umgehend verkauft werden müssen, was sicher nicht die Idee gewesen sei (act. 13 S. 25 f. Rz. 54; act. 27 S. 40 Rz. 86). Es sei den Parteien von vornherein klar gewesen, dass die Beklagte bezüglich Arrowhead aufgrund einer speziellen von ihr angeregten Weisung der Klägerin gehandelt habe und diese Anlage deshalb ausserhalb des durch den Anhang zum Vermögensverwaltungsvertrag gesetzten Rahmens gelegen habe. Die Anlage sei zwischen den Parteien speziell diskutiert und begründet worden. Die Tatsache, dass die Mittel aus der Vermögensmasse der F._____ -Stiftung gestammt hätten, spreche noch keineswegs gegen die Aussage der Beklagten, ebenso wenig wie die Tatsache, dass sie in den Depotübersichten nicht separat aufgeführt worden seien (act. 27 S. 40 Rz. 85).

cc) Würdigung

Der Beweis dafür, dass den Parteien von vornherein klar gewesen sei, dass die Aktien Arrowhead Research ein Sonder-Investment darstellten, das ausserhalb der vereinbarten Asset-Allocation getätigt worden und zwischen den Parteien speziell diskutiert und begründet worden sei obliegt der Beklagten. Nach dem vorliegend anwendbaren Regelbeweismass des strikten Beweises, gilt der Beweis als erbracht, wenn das Gericht aufgrund objektiver Gesichtspunkte von der Verwirklichung einer Sachbehauptung überzeugt ist und keine ernsthaften Zweifel mehr hat oder allfällige Zweifel als leicht erscheinen. Absolute Gewissheit kann nicht verlangt werden. Nicht ausreichend ist dagegen, wenn bloss eine überwiegende Wahrscheinlichkeit besteht, dass sich die behauptete Tatsache verwirklicht

hat (BGE 130 III 321 E.3.2. S. 324; BGE 128 III 271 E.2.b.aa. S. 275; SCHMID, in: HONSELL / VOGT / GEISER, Basler Kommentar Zivilgesetzbuch I, 3. Aufl. 2006, N 17).

Wie die Beklagte ausführt, ist nicht von der Hand zu weisen, dass der Depotanteil der Arrowhead-Position per 30. Juni 2004 34.17% des Depotwertes betrug und damit die Obergrenze der Allokation für Spezialwerte von 35% fast erreicht wurde (act. 14/21). Zudem betrug der gesamte Aktienanteil 74.99% am Gesamtdepot (act. 14/21), dessen Gesamtbandbreite bei maximal 85% lag, sodass die Einhaltung einer ausgewogenen Anlagestrategie wohl in Frage gestellt war und andere Aktien hätten verkauft werden müssen. Wären jedoch andere Aktien verkauft worden, hätten die dadurch freigewordenen finanziellen Mittel in Arrowhead Aktien investiert werden können und die Klägerin hätte nicht einen gesonderten Investitionsbetrag aufbringen müssen.

Die unbestrittene Herkunft des Geldes aus der F._____ Familienstiftung spielt kaum eine Rolle, doch mag dies ein Indiz dafür sein, dass es sich nicht um ein Sonderinvestment handelte (act. 20/5+6). Viel wesentlicher ist indes, dass die Beklagte die Aktien Arrowhead in den halbjährlichen Depotauszügen des klägerischen Depots vom 30. Juni 2007 bis zum 31. Dezember 2009 und den Aufstellungen zur Wertentwicklung vom 30. Juni 2010 bis 31. Dezember 2010 und vom 31. Dezember 2010 bis zum 30. Juni 2011 stets unter der Kategorie Aktien Ausland auflistete und sie *nicht separat auswies* (act. 3/22, 34-40). Es wäre jedoch zu erwarten, dass ein Sonderinvestment wenigstens in der Schlussübersicht separat ausgewiesen wird.

Aus dem Verwaltungs-Auftrag vom 16. April 2004 (act. 3/11) und dem Beiblatt zum VV-Vertrag Nr. 2 (Anhang zum Verwaltungsauftrag (Ziffer 3)) vom 16. April 2004 (act. 3/21) ergibt sich nichts betreffend die Arrowhead Anteile.

Weiter offeriert die Beklagte die Parteibefragung/Beweisaussage von H._____ zum Beweis. Dieser ist Verwaltungsrat der Beklagten und führte das Mandat der Klägerin. Die Klägerin offeriert ihrerseits die Einvernahme von E._____, dem alleinigen wirtschaftlich Berechtigten der Klägerin, als Zeuge zum Gegenbeweis.

Der von der Beklagten zur Parteibefragung angebotene H._____ und der von der Klägerin als Zeuge angerufene E._____ sind beide vom vorliegenden Verfahren direkt betroffen. H._____ ist Präsident des Verwaltungsrates mit Einzelzeichnungsberechtigung der Beklagten. Neben ihm gehören zwei weitere Personen je mit Kollektivzeichnungsberechtigung zu zweien dem Verwaltungsrat an (vgl. Online-Handelsregisterauszug, www.zefix.ch, abgerufen am 20. Februar 2014). Der Beklagten droht im Falle einer Gutheissung der Klage eine bedeutende Schadenersatzforderung. H._____ hat somit ein unmittelbares Interesse daran, dass der Beklagten aufgrund des vorliegenden Verfahrens kein Schaden erwächst. Auf seine Angaben kann daher nur mit gebührender Vorsicht und Zurückhaltung abgestellt werden. Dies auch wenn er in der Parteiaussage unter Strafandrohung (Art. 306 StGB) auszusagen hatte. E._____ ist der einzige wirtschaftlich Berechtigte der Klägerin. Im Falle einer Gutheissung der Klage profitiert er somit direkt von einer bedeutenden Schadenersatzzahlung der Beklagten an die Klägerin. Er hat somit ein unmittelbares Interesse am Prozessausgang. Auch auf seine Angaben kann daher nur mit gebührender Vorsicht und Zurückhaltung abgestellt werden. Dies auch wenn er als faktisches Organ der Klägerin in der Parteiaussage unter Strafandrohung (Art. 306 StGB) auszusagen hatte. Sowohl H._____ als auch E._____ sind zudem mit dem vorliegenden Verfahren nah vertraut. Sie waren beide an der Vergleichsverhandlung vom 13. März 2013 anwesend (Prot. S. 18). Sie haben zudem ihre jeweiligen Rechtsvertreter für die Verfassung der Rechtsschriften instruiert. Auch verfügen sie über sämtliche Prozessakten. Sie wissen somit genau, wer wann was behauptet hat und welche Beweise dazu offeriert wurden.

In Bezug auf die Arrowhead Aktien beharrten im Rahmen der Parteibefragung vom 7. August 2015 sowohl H._____ als auch E._____ auf ihren bereits in den Rechtsschriften dargelegten gegenteiligen Standpunkten. So bejahte H._____ im Rahmen seiner Parteibefragung die beklagtische Behauptung, wonach die Aktien ein Sonderinvestment darstellten, das ausserhalb der vereinbarten Asset-Allocation getätigt und zwischen den Parteien speziell diskutiert und begründet worden sei (act. 80 S. 3 f.). E._____ führte demgegenüber aus, dass nie abgemacht worden sei, dass die Arrowhead Aktien ein Sonderinvestment darstellten

(act. 81 S. 2). Aus den Aussagen von H._____, welche im Wesentlichen die das im Rahmen der Rechtsschriften Ausgeführte wiederholen, lässt sich nichts zugunsten der Beklagten ableiten. So vermag seine Argumentation, dass der Umstand, dass die Aktien aus einer Privatplatzierung übernommen worden seien, für ein Sonderinvestment spreche, nicht zu überzeugen. Es ist nicht ersichtlich, inwiefern die Herkunft der Aktien für das Vorliegen eines Sonderinvestments sprechen. H._____ bzw. die Beklagte erklärte den Zusammenhang auch nicht weiter.

Insgesamt vermag das von der Beklagten zum angeblichen Sonderinvestment Dargelegte angesichts der Depotauszüge nicht zu überzeugen. Hätten die Arrowhead Aktien ein Sonderinvestment sein sollen, wären sie separat aufzulisten und nicht unter den Aktien Ausland aufzuführen gewesen. Somit vermag die Beklagte den Beweis nicht zu erbringen, dass die Arrowhead Aktien ein Sonderinvestment darstellten. Es ist folglich davon auszugehen, dass die Arrowhead Aktien von 13.47% des Gesamtdepotwertes kein Sonderinvestment darstellen, sondern den Beteiligungspapieren zuzurechnen sind. Die Aktienquote erhöht sich um 13.47% von 57.66% auf **71.13%**.

Im Übrigen sind sich die Parteien über den investierten Betrag nicht einig. Die Beklagte geht von USD 150'000.– aus, die Klägerin lediglich von USD 127'500.–. Der investierte Betrag ist jedoch vorliegend nicht relevant. Entscheidend ist allenfalls der Wertanteil dieser Aktien am Gesamtdepot, weshalb diese Frage offen bleiben kann.

Die Fragen, ob die Arrowhead Aktien zu den Spezialwerten zu zählen sind und ob allenfalls die Bandbreite für die Spezialwerte verletzt wurde, werden hinten in Erwägung 3.4.2.3. geklärt.

c) Edelmetallanlagen

aa) Vorbringen der Klägerin

Die Edelmetallanlagen, so die Klägerin weiter, seien nichts anderes als Aktien gewesen (act. 1 S. 21 Rz. 79). Edelmetallanlagen seien zur Rubrik Beteili-

gungspapiere, Unterrubrik Energie-/Rohstoffwerte und damit zur Aktienquote zu zählen, jedenfalls insoweit, als sie im Depot durch Minenaktien vertreten gewesen seien (act. 19 S. 43 Rz. 183 und S. 47 Rz. 200).

Die Beklagte widerspreche sich, wenn sie behaupte, die Edelmetalle seien statt der Kategorie Rohstoff-/Energiewerte der Kategorie Alternative Anlagen zuzuordnen, habe sie doch mit E-Mail vom 13. April 2004 die Energie- und Rohstoffwerte als "zu Absicherungszwecken" qualifiziert, was sie in ihrer späteren Korrespondenz (E-Mail vom 19. August 2008, Schreiben vom 16. Juli 2007) mehrfach in materiell identischer Begriffsverwendung (Portfolio Insurance) explizit auf die Edelmetall-/Minenanlagen bzw. -aktien beziehe. Die Gleichung Energie-/Rohstoffwerte = Edelmetall-/Minenanlagen sei mithin durch die beklagtische Korrespondenz belegt (act. 19 S. 24 Rz. 102 f.). Weiter stehe die beklagtische Behauptung in Widerspruch zu ihrer eigenen Einteilung sämtlicher (Gold-/Silber- etc.)Minenaktien in die Kategorie Energie-/Rohstoffwerte (act. 19 S. 24 f. Rz. 104).

In der einschlägigen ökonomischen Fachpresse werde der irrigen Auffassung, Edelmetallanlagen seien – gerade in Krisenzeiten – "sichere" Anlagen, eine deutliche Absage erteilt. Edelmetalle wie Gold, Silber, Platin o.ä. seien somit alles andere als eine "Portfolio Insurance". Vielmehr seien auch sie in Krisenzeiten nicht vor hohen Kursschwankungen (Volatilität) gefeit (act. 1 S. 21 f. Rz. 80 ff.; act. 19 S. 48 Rz. 204). Die Behauptung, solche Edelmetallanlagen, d.h. grösstenteils Minenaktien, würden eine geringe oder sogar negative Korrelation zu den Aktienmärkten aufweisen, sei unzutreffend. Konsequenterweise behaupte die Beklagte hier, (Minen-)Aktien würden mit anderen Aktien (Aktienmärkten) gering oder sogar negativ korrelieren. Diese Behauptung sei schlicht absurd (act. 19 S. 43 Rz. 186 f.). Der Kursverlauf von Rohstoff- und insbesondere Minenaktien stelle gerade nicht ein Abbild des Rohstoff-/Goldpreises dar, sondern ein an das unternehmerische Risiko der einzelnen Mine gebundenes Aktienrisiko. Rohstoff-/Minenaktien seien daher grundsätzlich mindestens denselben Risiken ausgesetzt wie andere Aktien auch, wenn nicht gar angesichts ihres Spekulationscharakters erhöhten Markt- und Kursrisiken. Denn gerade mit Bezug auf Minenaktien seien auch die Risiken von Währungsschwankungen, Produktionsausfällen, etwa auf-

grund von Streiks oder Unfällen, und politische Instabilitäten zu beachten. Rohstoff-/Minenaktien eigneten sich daher nur für entsprechend risikobereite Anleger mit langfristigem Anlagehorizont (act. 19 S. 48 f. Rz. 207).

Der pauschalen und unbelegten Behauptung der Beklagten, die Kaufkraft von Nominalwertanlagen sei immer wieder durch Inflation und/oder Währungsreformen vernichtet worden, könne nicht zugestimmt werden. Auch wenn bei Investitionen in Anleihen und/oder strukturierten Produkten o.ä. ein gewisses Inflationsrisiko bestehe, könne von einer Wertvernichtung keine Rede sein. Nur falls die Teuerung so stark zulege, dass sie die Zinsen der Anleihe überstiegen, erleide der Investor eine Werteinbusse, die indes keineswegs einem Totalverlust gleichkomme. Ausserdem bestehe die Möglichkeit, in sogenannten inflationsgeschützten Obligationen zu investieren. Daher bestehe für die Beklagte auch aus ökonomischer Warte kein Grund, von einer Investition in Nominalwerte grundsätzlich abzusehen (act. 19 S. 50 Rz. 213 f.).

Der vorstehend erörterte Standpunkt der Klägerin hinsichtlich der hohen, üblichen Aktienanlagen sogar noch übersteigenden Risiken von Minenaktien lasse sich anhand eines Performance-Vergleichs zweier ausgewählter Minenaktien im Depot der Klägerin, konkret Pacific North West sowie Hecla Mining mit den drei Aktienindices S&P 500, EuroStoxx 50 sowie SMI belegen. Während diese Aktienindices im Jahr 2008 zwischen (-)34.3% und (-)39.5% an Wert eingebüsst hätten, habe der Wertverlust auf die Pacific North West-Aktien rund (-)83.3%, der Wertverlust auf die Hecla Mining-Aktien rund (-)72% betragen (act. 19 S. 49 Rz. 208 f.). Sowohl die Aktien der Pacific North West als auch der Hecla Mining hätten somit nicht bloss eine vollständige Korrelation mit den weltweiten Aktienmärkten aufgewiesen. Vielmehr hätten sie die Kursrückgänge an den internationalen Aktienmärkten mit Verlustquoten von (-)83.3% (Pacific North West) und (-)72% (Hecla Mining) während eines einzigen Jahres (2008) jeweils noch übertroffen, und zwar überaus deutlich (act. 19 S. 49 Rz. 210 f.).

Die von der Beklagten geäusserten Behauptungen stimmten in mehrfacher Hinsicht nicht mit der herrschenden ökonomischen Anschauung überein. Der Auffassung der Beklagten, Kursvolatilität und Verlustrisiko seien nicht gleichzusetzen,

stehe die herrschende ökonomische Anschauung gegenüber, wonach anerkannter hauptsächlichlicher Massstab für das inhärente Risiko einer Anlage die (Kurs-) Volatilität sei, welche das Risiko eines Kurs- und damit eines Wertverlustes indiziere. Volatilität zeige an, wie stark eine Anlage im Wert (Kurs) schwanke. Im Gegensatz hierzu stelle jedoch die Beklagte unter Einführung des Begriffs "Verlustrisiko", das Emittentenrisiko in den Vordergrund. Auch wenn das Emittentenrisiko selbstredend ein Teil des Gesamtrisikos einer Anlage darstelle, dürfe die Risikoeinstufung einer Anlage nicht einzig hierauf gründen. Dazu komme, dass der Vergleichsmassstab für die Eignung einer Anlage die vertraglich vereinbarte Anlagestrategie darstelle, deren inhärentes Risiko jedoch nicht das Emittentenrisiko, sondern das vorstehend beschriebene Markt-/Kursrisiko zum Massstab nehme. Massgeblich für die Risikoeinstufung einer Anlage sowie die hieran folgende Einschätzung, ob eine Anlage zur gewählten Anlagestrategie passe oder nicht, sei somit das anhand der Volatilität bemessene Markt-/Kursrisiko, und nicht das Emittentenrisiko (act. 19 S. 50 f. Rz. 217 ff). Der Auffassung der Beklagten, Kursschwankungen seien zwar unerwünscht, aber in der heutigen Zeit unvermeidbar, stehe die herrschende ökonomische Anschauung gegenüber, wonach Kursschwankungen bei sämtlichen Anlagen möglich seien. Entscheidend sei aber das Ausmass solcher Kursschwankungen, welches sich nachgerade anhand der Volatilität bemesse: geringe Kursschwankungen bei Anleihen/Obligationen, hohe Kursschwankungen bei Aktien. Diese Erkenntnis betreffe im besonderen Ausmass die im Depot der Klägerin eingesetzten Rohstoff-(Minen-)Aktien, Emerging Markets-Aktien sowie die Spezialwerte ("Small Caps") (act. 19 S. 51 Rz. 221 ff.).

Nach der herrschenden ökonomischen Anschauung sei ein Anlagehorizont von 5 Jahren nicht langfristig, sondern im Gegenteil mittel- bis kurzfristig. Bei einem solchen mittel- bis kurzfristigen Anlagehorizont von 5 Jahren spielten Kursschwankungen eine überragende Rolle, weil der Anleger gerade nicht die Zeit habe, (hohe) Kursschwankungen gegen unten (Verluste) "auszusitzen". Gerade das Depot der Klägerin habe ganz erhebliche Vermögenseinbussen erlitten. Von einem "Überstehen" der Finanzkrise könne in Anbetracht der enormen Verluste nicht ernsthaft die Rede sein (act. 19 S. 51 f. Rz. 225 ff.).

Nach der herrschenden ökonomischen Anschauung handle es sich hierbei keineswegs um allgemeine Anlagegrundsätze, sondern um das (unzutreffende) ökonomische Verständnis der Beklagten (act. 19 S. 52 Rz. 229 ff.). Die Gegenüberstellung belege, wie die Beklagte bzw. ihr mandatsführender Verwaltungsrat H._____ ökonomisch "denke" und infolge dessen auch entsprechend und zum Schaden der Klägerin gehandelt habe (act. 19 S. 52 f. Rz. 233).

Darüber hinaus habe die Beklagte mittels Erwerbs von Beteiligungen an sogenannten "Junior-"Minenunternehmen das bereits äusserst hohe Minenaktien-Risiko noch weiter erhöht, indem sie nicht ausschliesslich in etablierte Produzenten investiert habe, sondern in Minenunternehmen, welche noch gar nicht produzierten (sog. "Juniors"). Der von der Beklagten verwendete Begriff "Emerging Producer" sei insoweit irreführend, weil er suggerieren könnte, die Produktion habe bereits begonnen, was nachgerade nicht der Fall sei. Die Beklagte beschönige das unternehmerische Risiko einer "Junior-"Mine erheblich, wenn sie meine, es sei stets nur noch eine Frage der Zeit, bis mit der Produktion begonnen werden könne. Denn auf dem Weg vom Explorer zum Produzenten könnten sich zahlreiche unternehmerische (z.B. nicht genügend Kapital, nicht genügend Rohstoffvorkommen), soziale (sozialer Unrast, Streiks etc.), politische (Unruhen, kriegerische Ereignisse) und währungsbedingte Risiken verwirklichen (act. 1 S. 22 f. Rz. 84; act. 19 S. 55 Rz. 243). Wiesen bereits Minenaktien etablierter Produzenten einen äusserst volatilen Charakter auf, so gelte dies erst recht für Aktien von "Junior"-Minenunternehmen (act. 19 S. 55 Rz. 244).

Die Beklagte anerkenne zutreffend, betreffend Edelmetall-, wie alle anderen Anlagen keine Risikoaufklärung vorgenommen zu haben. Anhand der insoweit fehlenden Fach- und Sachkenntnisse auf Seiten der Klägerin bzw. E._____ wäre jedoch eine hinreichende (und korrekte) Risikoaufklärung absolut notwendig gewesen, insbesondere angesichts der Tatsache, dass die Beklagte bestimmte Anlagekategorien wie Immobilien und Edelmetalle/Rohstoffe durch Investitionen in Aktien von Immobilien-Beteiligungsgesellschaften und Minenunternehmen abgebildet habe und damit der Volatilität der Aktienmärkte preis gegeben habe. Weder

habe die Klägerin bzw. E._____ die depotinhärenten Risiken gekannt noch hätte er diese kennen sollen oder müssen (act. 19 S. 53 f. Rz. 234 ff.).

bb) Vorbringen der Beklagten

Die Beklagte führt aus, als alternative Anlagen bezeichne man heute nebst Private Equity Anlagen und Hedge Funds auch Emerging Markets und Rohstoffe (act. 27 S. 34 Rz. 66). Bei der Einführung eines neuen Portfolio-Management Systems 2010 habe die Kategorie Edelmetalle gefehlt, weshalb die Edelmetallwerte vorübergehend unter dem Oberbegriff "Energie-/Rohstoffwerte" hätten gebucht werden müssen (act. 27 S. 24 Rz. 34). In der Finanzpresse würden naturgemäss verschiedene Meinungen geäussert. Ohne unterschiedliche Meinungen gäbe es zu einem bestimmten Preis nicht Käufer und Verkäufer und damit keinen Markt (act. 13 S. 21 Rz. 45).

Die Edelmetallanlagen seien grossmehrheitlich in Form von Minenpapieren erfolgt, dazu seien eine "Gold-Note" und ein "Mini-Long" gekommen, weshalb die Beklagte (nicht nur) im Rechenschaftsbericht vom 16. Juli 2007 ausdrücklich von "Edelmetallanlagen i.w.S." geschrieben habe (act. 13 S. 20 Rz. 43). Alternative Anlagen (Edelmetalle und speziell Gold) wiesen unter normalen Umständen eine sehr geringe oder gar negative Korrelation zu anderen Anlageklassen (insbesondere Aktien) auf, weshalb sie einen grossen Diversifikationsnutzen böten und auch als "Portfolio-Insurance" bezeichnet würden. Gold (und auch der S&P GSCI Precious Metals Index) weise zu den bekannten Aktienindizes DAX, EuroSTOXX 50, Nasdaq 100, S&P 500 und Nikkei 225 eine äusserst geringe Korrelation von 0.00 bis 0.07 auf. Dies bedeute nicht, dass Gold keinen Kursschwankungen unterliege. In Extremsituationen wie der globalen Finanzkrise 2008/09 oder der Verschuldens- und Eurokrise 2011/12, wo Investoren Panikverkäufe getätigt und alles abgestossen hätten, was noch einen Markt besitze – Gold könne praktisch rund um die Uhr in jeder Menge verkauft werden – sei jedoch die Korrelation aller Anlageklassen praktisch 1, d.h. Gold werde als eine der wenigen liquiden Anlagen ebenfalls liquidiert. Im Gegensatz zu Nominalwertanlagen, deren Kaufkraft immer wieder durch Inflation und/oder Währungsreformen vernichtet worden sei, sei Gold seit Jahrtausenden das sicherste liquide Wertaufbewahrungsmittel. Immo-

lien seien, "nomen est omen", zwar sicher, aber völlig illiquid (act. 13 S. 21 f. Rz. 46; act. 27 S. 32 Rz. 61, S. 35 Rz. 69 f. und S. 38 Rz. 79). Nachdem Lehman Brothers am 16. September 2008 einen Konkursantrag habe stellen müssen und darauf die grösste US-Versicherungsgesellschaft, AIG, zusammen zu brechen gedroht habe, sei der Goldpreis innert 24 Stunden um über USD 100/oz gestiegen. In der Folge sei es zu Panikverkäufen rund um den Globus gekommen und Hedge Funds seien mit Rücknahmebegehren überschwemmt worden. Um diese erfüllen zu können, hätten sie das einzige noch liquide Asset, Gold, in grossen Mengen verkaufen müssen – der open interest an der Comex sei von über 24 auf ca. 7 Mio. Unzen gefallen – wodurch der Kurs um rund 20% eingebrochen sei. Im Gegensatz zu den meisten anderen Anlageklassen habe sich der Goldpreis aber schnell erholt und bereits im 1. Quartal 2009 sei das Niveau vor Ausbruch der globalen Finanzkrise wieder erreicht worden (act. 13 S. 21 Rz. 45).

Wie ferner der Vergleich des Kursverlaufs von physischem Gold und dem Goldminenindex HUI von 2004 bis 2008 und erneut 2009 bis 2011 zeige, sei die Korrelation zwischen diesen beiden Arten von Goldanlagen im Normalfall fast 1. Während der Panikverkäufe im 4. Quartal 2008 und im 1. Quartal 2009 habe sich physisches Gold nur deshalb wesentlich besser gehalten, weil Schmuckhersteller und Zentralbanken als Käufer aufgetreten seien (act. 27 S. 34 Rz. 67). Daraus ergebe sich, dass auch Goldminen eine alternative Anlage darstellten, welche zur Verbesserung des Risikoprofils eines Portfolios eingesetzt werden könnten. Die vorstehenden Aussagen würden z.B. im Artikel von Jan Schwalbe in der "Finanz und Wirtschaft" vom 27. Juli 2011 oder im Artikel von Werner Grundlehner in der "NZZ" vom 14. Juni 2012 bestätigt (act. 27 S. 38 Rz. 79).

Beim Vergleich der Klägerin zwischen Aktienindices und Pacific Northwest und Hecla Mining handle es sich nur um zwei von der Klägerin ausgewählte Rohstoffwerte. In Extremsituationen (Panikverkäufen) tendiere die Korrelation praktisch aller Anlagen gegen 1, wie der Vergleich des Kursverlaufs von Gold und Goldminenindex zeige, sei deren Korrelation im Normalfall sehr hoch (act. 27 S. 35 Rz. 68).

Kursvolatilität und Verlustrisiko seien nicht gleichzusetzen. Kursschwankungen seien zwar unerwünscht, aber in der heutigen Zeit unvermeidbar. Bei einer langfristigen Anlagepolitik (Zeithorizont 5 Jahre) spielten Kursschwankungen jedoch eine untergeordnete Rolle, wichtig sei, dass die gewählten Anlagen auch eine globale Finanzkrise überstünden. So sei während der globalen Finanzkrise 2008 kein im Depot A._____ enthaltenes Unternehmen in Konkurs (wie z.B. Lehman Brothers) oder Nachlassstundung/Gläubigerschutz gegangen oder habe vom Staat gerettet werden müssen (wie z.B. AIG, Dexia Bank, Royal Bank of Scotland, UBS) (act. 13 S. 22 Rz. 47). Bestätigt sehe sich die Beklagte auch bei ihrer hohen Gewichtung des Emittentenrisikos, insbesondere wenn man in Betracht ziehe, dass gerade in jüngster Zeit sich Banken europaweit in gravierenden Schwierigkeiten befänden und auf diese oder jene Weise vom Staat geschützt werden müssten. Bekanntlich würden die von der Klägerin zeitweise im Vorschlag gebrachten kapitalgeschützten Produkte von Finanzinstituten emittiert (act. 27 S. 36 Rz. 71 ff.).

Die Beklagte sei von langfristigen Anlagezielen ausgegangen. Dies sei auch bei der Klägerin der Fall gewesen, habe doch E._____ die Anlagen als Teil seiner Reserve für den Ruhestand gesehen. Um jegliches Missverständnis auszuschliessen, sei in den VV-Verträgen Nr. 2/3 "langfristig" mit "5 Jahre" klar definiert worden, weshalb sich die Diskussion, was unter langfristig zu verstehen sei, erübrige (act. 27 S. 36 f. Rz. 74 f.).

Die Klägerin behaupte, bei den Edelmetallanlagen habe es sich überwiegend um sogenannte "Juniors" gehandelt, doch die Anlagepolitik der Beklagten in diesem Bereich halte professionellen Massstäben stand (act. 13 S. 22 f. Rz. 49 f.). Der im 2. Halbjahr 2008 eingetretene Verlust sei nicht auf ein starkes Engagement in Juniors zurückzuführen. Erst 2010/11, als sich immer mehr die "Finanzkrise 2.0" (exzessive Geldmengenexpansion durch "quantitative easing", Überschuldung verschiedener Staaten und Euro-Krise) abzuzeichnen begonnen habe, sei die Portfolio-Insurance in Absprache mit E._____ wieder erhöht worden und habe per 30. Juni 2011 schliesslich 25% produzierende Minen zu 9% Emerging Producer erreicht. Dem höheren Risiko von Emerging Producer sei also durch eine wesent-

lich geringere Gewichtung seit je her Rechnung getragen worden (act. 13 S. 24 Rz. 50). Unternehmerische, soziale, politische und währungsbedingte Risiken seien unabhängig von der Einteilung in Explorer, Emerging Producer und Producer bzw. – wie von der Klägerin verwendet – Explorer, Juniors und Produzenten. Die Abgrenzung zwischen Juniors und Produzenten sei nicht feststehend (act. 27 S. 38 f. Rz. 79 ff.).

Dass Edelmetalle, wie alle anderen Anlagen, Risiken in sich bergen würden, habe die Klägerin der Beklagten [recte wohl: die Beklagte der Klägerin] nicht zu erklären brauchen. Dies habe natürlich auch E._____ gewusst (act. 13 S. 22 Rz. 48; act. 27 S. 37 Rz. 77). Die wiederholte Behauptung, E._____ sei über die Risiken der von der Beklagten verfolgten Anlagepolitik nicht aufgeklärt worden, sei bereits mehrfach widerlegt worden (act. 27 S. 37 Rz. 78).

cc) Würdigung

Die Klägerin ist der Ansicht, die Edelmetallanlagen seien keine Alternativen Anlagen, sondern nichts anderes als Aktien gewesen, daher zur Rubrik Beteiligungspapiere, Unterrubrik Energie-/Rohstoffwerte und damit zur Aktienquote zu zählen, jedenfalls insoweit, als sie im Depot durch Minenaktien vertreten gewesen seien. Die Beklagte rechnet die 18.93% des Gesamtdepotwertes umfassenden Edelmetalle zu den Alternativen Strategien.

Zu den Alternativen Anlagen lassen sich Private Equity, Hedge Funds, Commodities (Agrarprodukte, Metalle und Energie) sowie Real Estate (Immobilien) zählen (BOEMLE / GSELL / JETZER / NYFFELER / THALMANN, a.a.O., Stichwort Alternative Kapitalanlagen, S. 36 ff.). Es ist somit nicht grundsätzlich ausgeschlossen, Edelmetallanlagen den Alternativen Anlagen zuzurechnen.

In der Depotübersicht vom 30. Juni 2007 werden die unter der Rubrik Edelmetalle aufgeführten Depotwerte als Aktien bezeichnet (act. 3/22 S. 5), jedoch nicht zu den Aktien Ausland gezählt, sondern als eigene Kategorie Edelmetalle geführt (act. 3/22 S. 7). In der E-Mail vom 13. April 2004 hält H._____ von der Beklagten fest, dass sie z.B. Energie- und Rohstoffwerte zu Absicherungszwecken halten würden (act. 14/12). Im Schreiben vom 16. Juli 2007 führt die Beklagte

aus, die Gewichtung der Anlageklasse Edelmetalle sei – unter anderem – als Portfolio Insurance erhöht worden. Statt in physisches Metall hätten sie sich in einem kapitalgarantierten Produkt mit Hebel sowie Minenwerten engagiert (act. 3/27 S. 3). Auch in der E-Mail vom 19. August 2008 erklärt H._____, Hecla Mining und Kinross Gold seien als Portfolio Insurance gekauft worden (act. 3/47). Dies zeigt, dass die Beklagte – zumindest bis dahin – Edelmetallwerte nicht der Kategorie Beteiligungspapiere zugeordnet hat. Entgegen der Argumentation der Klägerin, lässt sich hieraus jedoch nicht auf die Gleichung Energie- und Rohstoffwerte gleich Edelmetall-/Minenanlagen schliessen. Erst in den Wertentwicklungen vom 30. Juni 2010 bis 31. Dezember 2010 und vom 31. Dezember 2010 bis 30. Juni 2011 werden die zuvor in der Kategorie Edelmetalle aufgeführten Werte in der Kategorie Energie- und Rohstoffwerte aufgeführt (act. 3/39 S. 4; act. 3/40 S. 4). Die Beklagte erklärt dies damit, dass bei der Einführung eines neuen Portfolio-Management Systems 2010 diese Kategorie gefehlt habe, weshalb die Edelmetallwerte vorübergehend unter dem Oberbegriff Energie-/Rohstoffwerte hätten gebucht werden müssen. Aus dieser von den Parteien angerufenen Korrespondenz lassen sich somit keine klaren Schlussfolgerungen ziehen.

Die Klägerin hält dafür, dass der irrigen Auffassung, Edelmetallanlagen seien – gerade in Krisenzeiten – "sichere" Anlagen, in der einschlägigen ökonomischen Fachpresse eine deutliche Absage erteilt werde. Sie verweist hierzu auf einen einzigen Artikel der Financial Times vom 1./2. Oktober 2011 (act. 3/28). Von einem einzigen Artikel kann jedoch nicht auf eine deutliche Aussage der gesamten Fachpresse geschlossen werden. Denn wie die Beklagte zutreffend entgegen hält, werden in der Finanzpresse naturgemäss verschiedene Meinungen geäussert.

Die Parteien sind sich einig, dass die Edelmetallanlagen mehrheitlich in Minenpapieren erfolgten. Strittig ist die Korrelation dieser Anlagen zu den Aktienmärkten und zum Goldpreis. Nach der Beklagten wiesen Alternative Anlagen (Edelmetalle und speziell Gold) unter normalen Umständen eine sehr geringe oder gar negative Korrelation zu anderen Anlageklassen (insbesondere Aktien) auf, weshalb sie einen grossen Diversifikationsnutzen böten und auch als "Portfo-

lio-Insurance" bezeichnet würden. Weiter sei die Korrelation von physischem Gold und Goldminenanlagen im Normalfall fast 1. Die Beklagte sei von langfristigen Anlagezielen ausgegangen, denn um jegliches Missverständnis auszuschliessen, sei in den VV-Verträgen Nr. 2/3 "langfristig" mit "5 Jahre" klar definiert worden. Die Klägerin erachtet dies als falsch, der Kursverlauf von Rohstoff- und insbesondere Minenaktien stelle gerade nicht ein Abbild des Rohstoff-/Goldpreises dar, sondern ein an das unternehmerische Risiko der einzelnen Mine gebundenes Aktienrisiko, denn gerade mit Bezug auf Minenaktien seien auch die Risiken von Währungsschwankungen, Produktionsausfällen (etwa aufgrund von Streiks oder Unfällen) und politische Instabilitäten zu beachten. Rohstoff-/Minenaktien eigneten sich daher nur für entsprechend risikobereite Anleger mit langfristigem Anlagehorizont.

Die Klägerin will ihren Standpunkt hinsichtlich der hohen, übliche Aktienanlagen sogar noch übersteigenden, Risiken von Minenaktien anhand eines Performance-Vergleichs zweier ausgewählter Minenaktien im Depot der Klägerin, konkret Pacific North West sowie Hecla Mining mit den drei Aktienindices S&P 500, EuroStoxx 50 sowie SMI belegen. Ein Vergleich lediglich zweier ausgewählter Aktien erscheint jedoch zum Beleg einer allgemein gültigen Aussage wenig geeignet.

Aus der Korrelationsmatrix Goldman Sachs vom 29. März 2012 (act. 20/20) ergibt sich für die Korrelation von Gold zu den Aktienindizes DAX, EuroSTOXX 50, Nasdaq 100, S&P 500 und Nikkei 225 Werte von 0.00 bis 0.07 und für diejenige des S&P GSCI Precious Metals Index von 0.04 bis 0.11. Aus den Kursverläufen von Gold und dem Goldminenindex HUI lassen sich keine Korrelationswerte ablesen (act. 28/9). Die beiden von der Beklagten eingereichten Zeitungsartikel von Jan Schwalbe in der "Finanz und Wirtschaft" vom 27. Juli 2011 (act. 28/10) und von Werner Grundlehner in der "NZZ" vom 14. Juni 2012 bestätigt (act. 28/11) empfehlen Goldminenaktien, welche derzeit mehr Sicherheit böten als physisches Gold, zu kaufen. Diese Artikel halten jedoch lediglich einzelne Meinungen fest und sind daher wenig aussagekräftig. Zudem datieren sie von 2011 und 2012, während es hier um das Jahr 2007 geht. Somit sind sie wohl nur bedingt beweiskräftig. Aus dem Goldpreischart 2007 bis 2011 (act. 14/14) lässt sich bezüglich der

Korrelation von Edelmetallanlagen zum Goldpreis oder zu anderen Aktien nichts ablesen.

Die Klägerin, welcher der Hauptbeweis obliegt, offerierte zur Klärung dieser Fragen sodann ein Gutachten.

Prof. Dr. D._____ führt in seinem Gutachten vom 19. Dezember 2014 (act. 64) zur Frage, ob der Kursverlauf von Rohstoff- und insbesondere Minenaktien ein Abbild des Rohstoff-/Goldpreises oder ein an das unternehmerische Risiko der einzelnen Mine gebundenes Aktienrisiko darstelle, Folgendes aus:

Unter Rohstoffaktien verstehe man Anteile an börsennotierten Unternehmen, die einzelne oder mehrere Rohstoffe explorieren, produzieren, raffinieren oder handeln würden. Der Kursverlauf einer Rohstoffaktie könne sich weitgehend losgelöst von den Preisen der tatsächlichen Rohstoffe entwickeln. Denn zum einen seien Rohstoffaktien - wie jede andere Aktie auch - systematischen Aktienmarktrisiken ausgesetzt. Zum anderen seien die Rohstoffpreise nur einer von vielen Faktoren für die Profitabilität von Rohstoffunternehmen. Wenn Rohstoffpreiserhöhungen beispielsweise auf eine Angebotsverknappung in Folge höherer Explorationskosten zurückzuführen seien, würden hieraus für die betroffenen Rohstoffunternehmen nicht zwingend höhere Gewinne und hieraus folgende höhere Aktienkurse folgen. Investitionen in Goldminenunternehmen hätten nicht nur ein Goldpreisrisiko, sondern auch ein unternehmerisches Risiko im Hinblick auf die Produktionsmöglichkeiten und -kapazität des entsprechenden Unternehmens, was zu einer "gehebelten" Abhängigkeit des Aktienpreises vom Goldpreis führe. Statistisch-empirische Studien würden zeigen, dass Aktien von Goldminenunternehmen überproportional auf Änderungen des Goldpreises reagieren würden. Finanztechnisch heisse das, dass das Gold-Beta von Goldminenaktien tendenziell über eins liege. Verschiedene Studien kämen zum Schluss, dass die Preisentwicklung von Goldminenaktien auch stark vom allgemeinen Aktienmarkt abhängige und einem zusätzlichen Risiko ausgesetzt sei, welches weder mit dem Goldpreis noch mit der Produktionsfähigkeit von Goldminenunternehmen zusammenhänge. Goldminenaktien hätten zwischen 1987 und 2010 nur wenig Evidenz gezeigt, um als sog. "Safe Haven" bezeichnet werden zu können. Dies im Gegensatz zu physi-

schem Gold, welches in vielen Krisenperioden als "Safe Haven" fungiert habe. Diesbezüglich seien die Risiken von Goldminenaktien vielschichtiger und ausgeprägter als jene von physischem Gold (act. 64 S. 2 f.).

Zur Frage, ob bei Rohstoff- und insbesondere Minenaktien gegenüber anderen Aktien erhöhte Markt- und Kursrisiken bestünden, äusserte sich Prof. Dr. D._____ in seinem Gutachten wie folgt:

Grundsätzlich würden Rohstoff- und insbesondere Minenaktien besonderen, höheren Risiken als der Aktienmarkt-Durchschnitt unterstehen. Minenaktien seien generell riskant, da die Produktion und Förderung der Edelmetallwerte aufgrund unvorhersehbarer Ereignisse plötzlich einbrechen könnten (z.B. ein Wassereintrich in der Mine). Hinzu komme, dass der Rohstoffabbau vorzugsweise in Ländern stattfinde, die politisch und wirtschaftlich überdurchschnittliche Risiken aufwiesen. Unternehmen im Rohstoffabbau würden ausserdem einen hohen Fremdfinanzierungsgrad aufweisen, da die benötigten Maschinen und Instrumente für den Geschäftsbetrieb sehr kapitalintensiv seien. Ein hoher Fremdfinanzierungsgrad bedeute zugleich ein höheres Risiko für den Aktionär. Eine exemplarische Untersuchung im australischen Aktien- und Goldmarkt habe ergeben, dass das relevante durchschnittliche Aktienmarkt-Beta von Goldminenaktien bei 1.1 liege. Dies bedeute, dass die Goldminenaktien bei einer Veränderung des Aktienmarkts stärker reagieren würden als der Aktienmarkt selber. Ausserdem habe in einem Zeitraum von 1996 bis 2007 festgestellt werden können, dass Goldminenaktien-Indizes gegenüber dem Gesamtaktienmarkt eine deutlich höhere Wertschwankung aufgewiesen hätten, was auf ein höheres Risiko hinweise (act. 64 S. 3).

Die Frage, ob sich Rohstoff-/Minenaktien nur für entsprechend risikobereite Anleger mit langfristigem Anlagehorizont eignen würden, beantwortete Prof. Dr. D._____ wie folgt:

Für Goldminenaktien würden besondere Risiken und Abhängigkeiten gelten. Eine verbreitete Annahme für Aktienmärkte, dass ein genügend langer Anlagehorizont die Verlustwahrscheinlichkeit minimiere, gelte im speziellen Falle von Minenaktien nicht. Die Preisentwicklung von Goldminenaktien sei eine Funktion von physis-

schem Goldpreis, von den Produktionskosten, vom Ausmass an Goldreserven sowie vom Anteil des Unternehmens, der nichts mit "Gold Mining" zu tun habe. Nicht zu vernachlässigen sei dabei die sog. "Finanzialisierung" der Rohstoffmärkte. Darunter verstehe man den seit der Jahrtausendwende überproportionalen Anstieg ausstehender Warenterminkontrakte und Futures im Verhältnis zu den Basismärkten. Das Finanzkapital werde nicht direkt auf den Märkten eingesetzt, wo die tatsächliche Ware gehandelt werde (Spotmärkte), sondern auf den Märkten, wo die Kontrakte für Anrechte auf Lieferungen in der Zukunft (Futures) gehandelt würden. Wichtiger Treiber der Rohstoffhausse seien auch neue Instrumente (u.a. ETFs, ETCs, Futures/Forwards, Optionen/Warrants), die es einer breiten Investorenschicht erlauben würden, im Rohstoff-Segment (indirekt) zu investieren. Die Möglichkeit des Kaufs von Rohstoffen in physischer Form (direkte Investition) sei begrenzt. Aufgrund der Kapitalzuflüsse in die Rohstoffmärkte durch eine breite (spekulative) Investorenschicht, bestehe der Verdacht, dass dieses spekulative Verhalten der Finanzmarktakteure die Preisschwankungen verschärfen würde. Investitionen in (Gold-) Minenaktien seien für sich alleine betrachte deshalb insbesondere für Anleger einer hohen Risikofähigkeit sowie Risikobereitschaft geeignet. Aus einer Portfolio-Perspektive könnten (Gold-) Minenaktien allerdings auch für weniger risikofähige sowie risikobereite Anleger geeignet sein. Beispielsweise habe für Goldminenaktien gezeigt werden können, dass diese zwar keine "Safe Haven"-Anlagen seien (wie z.B. physisches Gold) und auch nicht als Absicherung dienen, allerdings zur Diversifikation eines gemischten Portfolios beitragen könnten (act. 64 S. 4 f.).

Weiter nahm Prof. Dr. D._____ in seinem Gutachten eine Zuordnung der unter dem Titel "Edelmetalle" genannten Titel vor. Er ordnete die im Depotauszug per 31. Juni 2007 (act. 3/22) genannten Titel Royal Oak Mines Inc., Pacific North West, Jaguar Mining, Hecla Mining, Kinross Gold Corp. den Rohstoffaktien zu.

Zudem gab Prof. Dr. D._____ einen Überblick über die Bezeichnungen Alternative Strategien, Alternative Investments und Traditionelle Investments. Bei Alternative-Investment-Produkten liessen sich vor allem Hedge Funds, Private Equity sowie Investitionen in physische Werte bzw. Realgüter unterscheiden. Produkte wie

Hedge Funds und Private Equity würden als Alternative-Investment-Strategien bezeichnet. Diese seien von den sog. Real Assets zu unterscheiden, zu welchen unter anderem Immobilien sowie Rohstoffe, darunter Edelmetalle, Agrar- oder Energierohstoffe gehörten (act. 64 S. 5).

Das Gutachten unterliegt grundsätzlich der freien Würdigung des Gerichts (Art. 157 ZPO; BGE 136 II 214 E. 5 S. 223; BGE 133 II 384 E. 4.2.3 S. 391; Urteil des Bundesgerichts 4A_286/2011 vom 30. August 2011 E. 4; Urteil des Bundesgerichts 4A_82/2007 vom 29. Mai 2007 E. 4; RÜETSCHI, in: Berner Kommentar Schweizerische Zivilprozessordnung, 2012, N 40 zu Art. 183 ZPO). Zur Prüfung des Gutachtens gehören namentlich dessen ordnungsgemässe Erstellung sowie die Vollständigkeit, Nachvollziehbarkeit (Klarheit) und Schlüssigkeit in Aufbau und Inhalt (vgl. Urteil des Bundesgerichts 4A_77/2007 vom 10. Juli 2007 E. 4.2.1; Urteil des Bundesgerichts 5P.39/2004 vom 6. Oktober 2004 E. 4.2; DOLGE, in: Basler Kommentar Schweizerische Zivilprozessordnung, 2. Aufl. 2013, N 15 zu Art. 183 ZPO; RÜETSCHI, a.a.O., N 40 zu Art. 183 ZPO). Der Anspruch an die Vollständigkeit ist erfüllt, wenn alle gestellten Fragen beantwortet, die Anknüpfungs- und Befundtatsachen sowie die daraus gezogenen Schlüsse umfassend dargestellt und alle wesentlichen Aktenstücke berücksichtigt worden sind. Obschon es Aufgabe der sachverständigen Person ist, dem Gericht dessen fehlende Sachkunde zu vermitteln und dem Nachvollzug ihrer Gedankengänge und Untersuchungen gewisse Grenzen gesetzt sind, soll die Begutachtung wenigstens für die sachverständige oder sachverständig vertretene Prozesspartei (insbesondere für einen Privatgutachter) nachvollziehbar sein. Schlüssigkeit schliesslich ist gegeben, wenn die Schlussfolgerungen der Gutachtensperson nach den Gesetzen der Logik gestützt auf die Begründung überzeugend und widerspruchsfrei nachvollziehbar sind (RÜETSCHI, a.a.O., N 40 zu Art. 183 ZPO).

Prof. Dr. D._____ begründet in seinem Gutachten eingehend und in nachvollziehbarer Weise, weshalb die streitgegenständlichen Edelmetallanlagen den Beteiligungspapieren und nicht den Alternativen Anlagen zuzuordnen sind. Die Beklagte hat in ihren Stellungnahmen vom 27. Februar 2015 (act. 69) und vom 12. Oktober 2015 (act. 86) keine begründeten Einwände gegen die Schlussfolgerungen des

Gutachters erhoben. Sie hat lediglich Ergänzungsfragen formuliert, ohne darzulegen, inwiefern deren Beantwortung relevant sein könnte bzw. zu einer anderen Beurteilung führen könnte. Auf die Schlussfolgerungen des Gutachters ist daher abzustellen.

Somit ergibt sich, dass die Edelmetallanlagen von 18.93% des Gesamtdotwertes nicht den Alternativen Anlagen, sondern den Beteiligungspapieren zuzurechnen sind, womit sich die Aktienquote um 18.93% von 57.66% auf 76.59% erhöht.

Wie bereits bei der Ermittlung der Anlagestrategie erwogen, ist vorliegend von einem langfristigen Anlagehorizont von fünf Jahren auszugehen (vgl. Erw. 3.3.4.).

Die von den Parteien hier aufgeworfene Frage, ob Nominalwertanlagen sicher seien oder ob die Gefahr besteht, dass sie durch Inflation und/oder Währungsreformen vernichtet werden, kann offen gelassen werden, denn es geht lediglich um die Frage, ob die Edelmetallanlagen als Alternative Anlagen zu werten oder zur Aktienquote zu zählen sind.

Die Klägerin macht geltend, das ökonomische Verständnis der Beklagten stimme nicht mit der herrschenden ökonomischen Auffassung überein. Die Beklagte bestreitet nicht, dass ihre "unternehmerische" Anlagepolitik nicht dem entspricht, was üblicherweise Banken wie auch andere Vermögensverwalter ihren Kunden anböten, ohne indes genauer auf ihre "unternehmerische" Anlagepolitik einzugehen (vgl. Erw. 3.3.4.). Der von der Klägerin dargestellte Vergleich ist damit obsolet.

Die Klägerin macht weiter geltend, sie sei von der Beklagten nie darüber aufgeklärt worden, dass die Beklagte bestimmte Anlagekategorien wie Immobilien und Edelmetalle / Rohstoffe durch Investitionen in Aktien von Immobilien-Beteiligungsgesellschaften und Minenunternehmen abgebildet und damit der Volatilität der Aktienmärkte preisgegeben habe. Die Beklagte hält entgegen, sie habe der Klägerin nicht zu erklären brauchen, dass Edelmetall, wie alle anderen

Anlagen, Risiken in sich bergen würde; dies habe natürlich auch E._____ gewusst. Somit kann davon ausgegangen werden, dass bezüglich der Edelmetall- und Rohstoffanlagen keine besondere Aufklärung erfolgte.

Die Klägerin hält fest, die Beklagte habe innerhalb der Edelmetallanlagen überwiegend in "Junior-"Minen investiert, was das Risiko zusätzlich erhöht habe. Die Klägerin leitet aus der angeblich mehrheitlichen Beteiligung an "Junior-"Minenaktien ab, dass die Beklagte ein überhöhtes Risiko eingegangen ist. Dabei geht es um die Problematik Klumpenrisiko. Die Frage, ob bezüglich der Edelmetallanlagen ein Klumpenrisiko bestand, wird hinten in Erwägung 3.4.2.4. abgehandelt.

d) Immobilienfonds

aa) Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin bringt vor, die Position Immobilienfonds von 16% [recte: 16.28%] setze sich aus zwei aus Risikoaspekten komplett verschiedenen Investitionen zusammen, einerseits aus der Investition in Anteile am FIR Fonds Immobilier Romand im Umfang von 8.33%, andererseits aus Aktien der vietnamesischen Immobilien(aktien)beteiligungsgesellschaft N._____ Ltd. im Umfang von 7.95% (act. 19 S. 44 Rz. 191). Während gegen die Zuteilung der FIR-Fonds-Anteile zur Rubrik Immobilienfonds nichts einzuwenden sei, entspreche die Einordnung der N._____ Aktien nicht den tatsächlichen Gegebenheiten. Vielmehr seien diese Aktien angesichts der Tatsache, dass es sich hier um eine (weitere) Investition in einen Emerging Market (Vietnam) handle, in die Rubrik Beteiligungspapiere und dort zu den Emerging Marktes zuzuordnen. Im Gegensatz zu klassischen Immobilienfonds, an welchen die Anleger mittels Erwerb nicht börsenkotierter Anteile partizipierten, würden mit einer Investition in Immobilienaktien die Markt- und Kursrisiken der Aktienmärkte in das Depot geholt. Denn Titel kotierter Immobilien-AGs entwickelten sich ähnlich wie die Aktienmärkte und böten demzufolge gerade bei einem Börsencrash nur einen geringen Schutz (act. 19 S. 44 Rz. 192). Entsprechend habe auch die Depotbank G._____ die N._____ -Titel in die Rubrik "Aktien & ähnliche Anlagen" eingeordnet (act. 19 S. 45 Rz. 194).

Der Performance-Vergleich der N.____-Aktien im Jahr 2008 mit den Aktienindices S&P 500, EuroStoxx50 und SMI belege den Standpunkt der Klägerin, dass es sich bei beiden Investitionen um eigentliche Aktienengagements gehandelt habe. Während die Aktienindices im Jahr 2008 zwischen (-)34.3% und (-)39.5% an Wert eingebüsst hätten, habe der Wertverlust auf die N.____-Titeln rund (-)67.8% betragen (act. 19 S. 45 Rz. 196). Die N.____-Aktien hätten somit nicht bloss eine vollständige Korrelation mit den weltweiten Aktienmärkten aufgewiesen, vielmehr hätten sie beinahe doppelt so viel an Wert verloren (act. 19 S. 45 Rz. 197). Der Auffassung der Beklagten, Immobilien(anlagen) seien "sicher" einerseits allgemein, andererseits mit konkretem Bezug auf das Depot der Klägerin, sei entgegenzutreten. Dass Immobilienanlagen ebenfalls hohe Wertschwankungen erleiden könnten, sei etwa durch die Immobilienkrise in der Schweiz zu Beginn der 90er-Jahre hinreichend belegt und gerichtsnotorisch. Ausserdem sei im Depot der Klägerin die Anlageklasse Immobilien nicht durch Direktanlagen oder Immobilienfonds abgebildet worden, sondern durch Aktien an (Immobilien-) Investmentgesellschaften (Immobilien-AG), womit die Volatilitäten (Kursrisiken) der Aktienmärkte in das Depot der Klägerin geholt worden seien bzw. aufgrund der Ausrichtung auf Schwellenländer (Emerging Markets) mit nochmals höheren Aktienrisiken (act. 19 S. 50 Rz. 215 f.).

bb) Vorbringen der Beklagten

N.____ tätige ausschliesslich direkte Immobilienanlagen und sei nicht wie behauptet eine Immobilien(aktien)beteiligungsgesellschaft. Deshalb führe die Beklagte – wie auch die Bank – diesen Titel unter Immobilienfonds (act. 27 S. 33 Rz. 62).

Dass dieser Fond überdurchschnittliche Einbussen der Börsenkurse im Gefolge der globalen Finanzkrise im 4. Quartal 2008 erlitten habe, habe nicht mit der Entwicklung des NAV zu tun, sondern mit den Panikverkäufen infolge der globalen Finanzkrise im Gefolge des Zusammenbruchs von Lehman Brothers (act. 27 S. 33 f. Rz. 64).

Nicht die Anlagen, sondern der Sekundärmarktpreis des Fonds habe sich sehr negativ entwickelt, was auf die extrem negative Anlegerstimmung infolge der globalen Finanzkrise zurückzuführen sei (act. 27 S. 34 Rz. 65).

cc) Würdigung

Aus den von der Klägerin eingereichten Interim Results der N._____ Ltd. vom 15. Februar 2007 (act. 3/49) ergibt sich, dass es sich bei deren Anteile um Aktien handelt. Im Vermögensverzeichnis der G._____ per 31. Dezember 2007 (act. 28/5) wurden die N._____ Ltd. Aktien in der Kategorie Immobilienfonds geführt, im Vermögensverzeichnis per 31. August 2011 dahingegen in der Kategorie Aktien Cayman (act. 3/41). Weshalb dem so war, ergibt sich nicht aus den Vermögensverzeichnissen. Auch die Parteien äussern sich nicht zu diesem Unterschied. Für die Betrachtung der Risikoexposition per 30. Juni 2007 erscheint es eher angebracht, das Vermögensverzeichnis per 31. Dezember 2007 (act. 28/5) heranzuziehen, was für eine Einordnung der N._____ Ltd. Aktien bei den Immobilienfonds spricht.

Die Klägerin ist weiter der Ansicht, die N._____ -Aktien seien angesichts der Tatsache, dass es sich um eine Investition in einen Emerging Market (Vietnam) handle, in die Rubrik Beteiligungspapiere und dort zu den Emerging Markets zuzuordnen. Im Gegensatz zu klassischen Immobilienfonds, an welchen die Anleger mittels Erwerb nicht börsenkotierter Anteile partizipierten, würden mit einer Investition in Immobilienaktien die Markt- und Kursrisiken der Aktienmärkte in das Depot geholt. Denn Titel kotierter Immobilien-AG entwickelten sich ähnlich wie die Aktienmärkte und böten demzufolge gerade bei einem Börsencrash nur einen geringen Schutz. Die Klägerin offerierte hierzu ein Gutachten zur Frage, ob sich Titel kotierter Immobilien-AG ähnlich wie die Aktienmärkte entwickeln und demzufolge gerade bei einem Börsencrash nur einen geringen Schutz böten.

Zur Frage, ob die N._____ Aktien in der Asset Allocation gemäss Anhang zum Verwaltungsauftrag zur Anlageklasse Immobilienfonds oder zu den Beteiligungspapieren (und dort zu den Emerging Markets) zu zählen seien, führt der Gutachter Prof. Dr. D._____ Folgendes aus:

Immobilien als Finanzinvestitionen könnten in der Form von direktem oder indirektem Immobilienbesitz auftreten. Indirekte Immobilieninvestitionen könnten die Form von Fondsanteilen, Aktien oder auch Pfandbriefe oder Hypotheken-Obligationen annehmen. N._____ sei ein Immobilienfonds mit Fokus Emerging Markets. Immobilienfonds würden aufgrund ihrer (Risiko-)Eigenschaften zu den Alternative Investments gehören. Deshalb seien die N._____ Anteile zur Kategorie Immobilienfonds und übergeordnet den Alternative Investments anzugliedern. N._____ sei an der Londoner Börse im Segment "Alternative Investment Market" gelistet (act. 64 S. 6 f.).

Die Klägerin wendet dagegen in ihrer Stellungnahme vom 23. Januar 2015 (act. 67) ein, in Bezug auf die Klassifizierung der Beteiligung "N._____" seien die schweizerischen Sach-, Rechts- und Vertragsverhältnisse massgebend. Sie verweist auf die Passage des Gutachtens, wonach in der Schweiz, und speziell in der Pensionskassengesetzgebung, Immobilienanlagen in der Regel nicht zu den Alternativen Anlagen zählen würden. Sie leitet daraus zu Unrecht ab, dass die N._____-Beteiligung nicht zu den "Alternative Investment" zählen könne (act. 67 Rz. 15). Der Gutachter kam eindeutig zum Schluss, dass N._____ ein Immobilienfonds mit Fokus Emerging Markets sei. Die Bemerkung, in der Schweiz würden Immobilienanlagen in der Regel nicht zu den Alternativen Anlagen zählen, ist allgemeiner Natur und belässt Raum für Ausnahmen. Ausserdem ist N._____ nicht in der Schweiz, sondern an der Londoner Börse kotiert, weshalb nicht abweichende Schweizerische Begrifflichkeiten und Zuordnungen massgebend sein können. Es ist somit auf die vom Gutachter in nachvollziehbarer Weise erfolgte Klassifizierung der N._____-Beteiligung abzustellen.

Die Klägerin nimmt sodann einen Performance-Vergleich der N._____-Aktien mit den Aktienindices S&P 500, EuroStoxx50 und SMI im Jahre 2008 vor. Aus den Depotübersichten vom 31. Dezember 2007 (act. 3/34) und 2008 (act. 3/36) ergibt sich ein Kurseinbruch der N._____-Aktien von über 60%. Die Werte der Indices und die von ihr vorgenommenen Vergleichsrechnungen legt die Klägerin jedoch nicht dar, weshalb sie nicht nachvollzogen werden können. Zudem erscheint die Betrachtung lediglich des Jahres 2008 für die Ziehung allge-

meiner Schlüsse doch etwas knapp. Dies gilt auch für die von der Beklagten dargelegte Entwicklung des Kurses und des Net Asset Value für den nicht gänzlich vergleichbaren Zeitraum vom 30. Juni 2008 bis zum 30. Juni 2009 (act. 3/37; act. 28/7; act. 28/8).

Nach dem Gesagten sind die N.____-Aktien von 7.95% des Gesamtdepotwertes den Immobilienfond und nicht den Beteiligungspapieren zuzurechnen. Die Aktienquote beträgt weiterhin **76.59%**.

Die P.____ Ltd. ist im Depot per 30. Juni 2007 (noch) nicht vertreten, weshalb sich Ausführungen dazu hierorts erübrigen (vgl. act. 3/22).

e) Alternative Anlagen

Die Klägerin bringt vor, der Anteil von strukturierten Produkten mit sogenanntem Kapitalschutz (in der Depotübersicht mit Wandelanleihen Ausland bezeichnet) habe lediglich 4.09% betragen, im Gegensatz zu einem Anteil in Aktien und ähnliche Anlagen von 90.06% (act. 1 S. 21 Rz. 79).

Die Beklagte erwidert, zwischen dem Stichtag 30. Juni 2007 und dem Verfassen des Rechenschaftsberichtes vom 16. Juli 2007 seien zusätzlich drei kapitalgarantierte Produkte erworben worden. Die Anlagen hätten sich daher per 30. Juni 2007 durchaus innerhalb der strategischen Asset-Allocation gemäss Anhang zum Vertrag bewegt (act. 13 S. 20 f. Rz. 44).

Der Anteil der strukturierten Produkte befindet sich mit 4.09% des Gesamtdepotwertes grundsätzlich innerhalb der Bandbreite der Asset Allocation von 0 bis 30%. Selbstredend können die nach dem Stichtag 30. Juni 2007 von der Beklagten erworbenen kapitalgarantierten Produkte unter der Risikoexposition per 30. Juni 2007 nicht berücksichtigt werden.

f) Strukturierte Produkte

Die Aussage der Klägerin, die Beklagte habe dem zu den Alternativen Strategien zu rechnenden Produkt Fondvest Alternative Strategies Ltd. (Garantie

SGA) 2004 keine Quote zugewiesen (act. 19 S. 47 Rz. 199 ff.), blieb unbestritten (act. 27 S. 33 f. Rz. 62 ff.).

g) Zwischenfazit

Die Quote der Beteiligungspapiere per 30. Juni 2012 betrug **76.59%**.

3.4.1.2. Risikoexposition per 31. Dezember 2007

a) Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin führt aus, per 31. Dezember 2007 habe der Anteil ausländischer Aktien gemäss der beklaglichen Depotübersicht 32.43% betragen. Dazu komme jedoch der prozentuale Anteil an Edelmetall-Anlagen (Aktien) von 18.63%, sowie die prozentualen Anteile an Aktien der Beteiligungsgesellschaften O._____ Ltd. (3.87%), M._____ Ltd. (9.87%), S._____ Ltd. (6.35%), T._____ (5.69%) und L._____ (7.28%). Ebenso seien die N._____ Ltd. Aktien (7.79%) zur Aktienquote hinzuzurechnen (act. 1 S. 23 Rz. 86 f.; act. 19 S. 44 ff. Rz. 191 ff.).

Darüber hinaus qualifiziere auch die Beteiligung an der P._____ Ltd. als Aktienengagement (act. 19 S. 44 Rz. 193). Entsprechend habe auch die Depotbank G._____ die P._____ Ltd.-Titel in die Rubrik "Aktien & ähnliche Anlagen" eingeordnet (act. 19 S. 45 Rz. 194). Der Performance-Vergleich der P._____ -Aktien im Jahr 2008 mit den Aktienindices S&P 500, EuroStoxx 50 und SMI belege den Standpunkt der Klägerin, dass es sich bei dieser Investition um ein eigentliches Aktienengagement gehandelt habe. Während die Aktienindices im Jahr 2008 zwischen (-)34.3% und (-)39.5% an Wert eingebüsst hätten, habe der Wertverlust auf die Aktien der P._____ Ltd. rund (-)65.8 % (vgl. Kurswert der 80'000 Aktien der P._____ Ltd. per 31. Dezember 2007 [= USD 86'043.42] im Vergleich per 31. Dezember 2008 [= USD 20'759.07]) betragen (act. 19 S. 45 Rz. 196). Die Aktien der P._____ Ltd. hätten somit nicht bloss eine vollständige Korrelation mit den weltweiten Aktienmärkten aufgewiesen, vielmehr hätten sie sogar noch beinahe doppelt so viel an Wert verloren (act. 19 S. 45 Rz. 197).

Es ergebe sich damit eine Aktienquote von 94.02% per 31. Dezember 2007 (+2.11% P._____), was gemessen an der vereinbarten ausgewogenen Anlage-

strategie (mit konservativer Ausrichtung) immer noch zu hoch gewesen sei (act. 1 S. 23 Rz. 87; act. 19 S. 45 Rz. 198).

Entgegen der Beklagten bedürfe es keiner weiteren Aufschlüsselung. Vielmehr sei bereits hinreichend aufgezeigt und belegt, dass beinahe sämtliche Anlagekategorien, also Immobilien, Emerging Markets, Spezialwerte und Rohstoff-/Minenanlagen durch die Anlageklasse Aktien abgebildet worden seien. Die damit einhergehende, angesichts der strategischen (vertraglichen) Ausrichtung des Depots viel zu hohe Aktienexposition fördere das Problem zu Tage, dass solche Aktien von Immobilien-AG (insbesondere in einem Emerging Market wie Vietnam), Minen und Small Caps bei einem Börsencrash nur einen sehr geringen Schutz böten, da sie sich ähnlich oder gleich wie die Aktienmärkte entwickelten (act. 19 S. 57 Rz. 250).

b) Vorbringen der Beklagten

Die Beklagte erwidert (bezüglich aller folgender Risikoexpositionen), wie anhand der tatsächlichen Asset Allocation per 30. Juli [recte: Juni] 2007 gezeigt, müssten die Positionen in Anlagefonds (insbesondere L._____ und T._____) weiter aufgeschlüsselt werden, um die (nach wirtschaftlichen Kriterien aufgeschlüsselte) tatsächliche Asset Allocation und allfällige Abweichungen zur vorgegebenen strategischen Asset Allocation gemäss Anlage zum VV-Vertrag Nr. 2/3 feststellen zu können. Es sei nämlich allein entscheidend, ob die Beklagte die vertraglich festgesetzte strategische Asset Allocation gemäss Anhang zum Vertrag verletzt habe (act. 13 S. 24 Rz. 51).

P._____ investiere direkt und indirekt in Infrastrukturanlagen und -projekte in Vietnam. Analog zur Bank habe die Beklagte deshalb diesen Titel zusammen mit anderen Fonds in der Rubrik Anlagefonds geführt (act. 27 S. 33 Rz. 63). Dass dieser Fond überdurchschnittliche Einbussen der Börsenkurse im Gefolge der globalen Finanzkrise im 4. Quartal 2008 erlitten hätte, habe nicht mit der Entwicklung des NAV zu tun, sondern mit den Panikverkäufen infolge der globalen Finanzkrise im Gefolge des Zusammenbruchs von Lehman Brothers. Wie den Depotbewegungen und den Monatsreporten von P._____ (P._____) entnommen

werden könne, hätten sich nicht die Anlagen, sondern der Sekundärmarktpreis des Fonds sehr negativ entwickelt, was auf die extrem negative Anlegerstimmung infolge der globalen Finanzkrise zurückzuführen sei (act. 27 S. 33 f. Rz. 64 f.). Es liege in der Natur der Sache, dass bei Panikverkäufen infolge Fast-Zusammenbruchs des internationalen Banksystems (einem eigentlichen "Börsencrash") sämtliche Anlageklassen (nicht nur Aktien) betroffen sein könnten (act. 27 S. 39 Rz. 82).

c) Würdigung

Nach der Depotübersicht vom 31. Dezember 2007 (act. 3/34) machen die Aktien (Ausland) 32.43% des Gesamtwertes des Depots aus. Hierin sind die Aktien Arrowhead von 10.49% enthalten, da es sich dabei um kein separat zu wertendes Sonderinvestment handelt (vgl. Erw. 3.4.1.1.b). Wie erwähnt, anerkennt die Beklagte, dass die Anteile an O._____ (3.87%), Vietnam Fund (9.87%) und S._____ (6.35%) als Aktien zu werten sind (vgl. Erw. 3.4.1.1.a). Die Anteile an L._____ von 7.28% und an T._____ von 5.69% sind mangels substantzierter Bestreitung der Beklagten ebenfalls zur Aktienquote zu rechnen (vgl. Erw. 3.4.1.1.a). Weiter sind auch die Edelmetallanlagen von 18.63% hinzuzuzählen (vgl. dazu Erw. 3.4.1.1.c). Dies führt zu einer Aktienquote von 84.12% (32.43% + 3.87% + 9.87% + 6.35% + 7.28% + 5.69% + 18.63%) des Gesamtdepotwertes.

Die Klägerin führt aus, auch die Beteiligung an der P._____ Ltd. sei als Aktienengagement zu qualifizieren (act. 19 S. 44 Rz. 193). Entsprechend habe auch die Depotbank G._____ die P._____ Ltd.-Titel in die Rubrik "Aktien & ähnliche Anlagen" eingeordnet. Die Beklagte hält dem entgegen, P._____ investiere direkt und indirekt in Infrastrukturanlagen und -projekte in Vietnam. Analog zur Bank habe sie deshalb diesen Titel zusammen mit anderen Fonds in der Rubrik Anlagefonds geführt.

Sowohl im Vermögensverzeichnis der G._____ per 31. Dezember 2007 (act. 28/6) – entgegen der Beklagten – als auch im Vermögensverzeichnis per 31. August 2011 (act. 3/41) wurden die P._____ Ltd. Aktien in der Kategorie Aktien & ähnliche Anlagen Cayman geführt. Dies spricht für eine Zurechnung der P._____ Ltd. Aktien bei der Aktienquote.

Die Klägerin nimmt sodann einen Performance-Vergleich der P._____ Ltd. Aktien mit den Aktienindices S&P 500, EuroStoxx50 und SMI im Jahre 2008 vor. Aus den Depotübersichten vom 31. Dezember 2007 (act. 3/34) und 2008 (act. 3/36) ergibt sich ein Kurseinbruch der P._____ Ltd. Aktien von über 75%. Die Werte der Indices und die von ihr vorgenommenen Vergleichsrechnungen legt die Klägerin jedoch nicht dar, weshalb sie nicht nachvollzogen werden können. Zudem erscheint die Betrachtung lediglich des Jahres 2008 für die Ziehung allgemeiner Schlüsse doch etwas knapp. Dies gilt auch für die von der Beklagten dargelegte Entwicklung des Kurses und des Net Asset Value für den nicht gänzlich vergleichbaren Zeitraum vom 30. Juni 2008 bis zum 30. Juni 2009 (act. 3/37; act. 28/7; act. 28/8).

Der Klägerin obliegt der Beweis dafür, dass die P._____ Ltd. Aktien in der Asset Allocation gemäss Anhang zum Verwaltungsauftrag (Ziffer 3) nicht zur Anlageklasse Immobilienfonds, sondern zu den Beteiligungspapieren (und dort zu den Emerging Markets) zu zählen sind.

Prof. Dr. D._____ führte in seinem Gutachten dazu aus, dass P._____ Limited ein geschlossener Anlagefonds sei, welcher an der Londoner Börse im Segment "Alternative Investment Markets" gelistet sei. P._____ Limited investiere in Infrastrukturprojekte in den Regionen Vietnam, Kambodscha, Laos und China. P._____ Limited investiere hauptsächlich in private Unternehmen, wobei Projekte in verschiedenen Entwicklungsstadien in Frage kämen. Aufgrund dieser Charakteristiken seien Anteile von P._____ Limited nicht den Immobilienfonds zuzuordnen, sondern den Private Equity Investments. Die Zuordnung in die Beteiligungspapierre (Emerging Markets) sei nicht grundsätzlich falsch, allerdings sei zu beachten, dass P._____ Limited auch Private-Equity-Investitionen tätige, weshalb es sich bei dieser Beteiligung nicht um ein traditionelles Investment handle, sondern um Alternative Investments mit deren spezifischen (Risiko-)Eigenschaften (act. 64 S. 7).

Die Klägerin stellt sich in ihrer Stellungnahme vom 23. Januar 2015 (act. 67) auf den Standpunkt, der Anhang zum VV-Vertrag sehe die Kategorie Private Equity nicht vor. Es bedürfe daher einer ersatzweisen Zuteilung zu den Beteiligungspa-

pieren der Kategorie der "Emerging Markets" (act. 67 Rz. 18). Die Beklagte nahm dazu nicht Stellung.

Der Gutachter hat die Zuordnung zu den Immobilienfonds verneint. Eine Zuordnung zu den Beteiligungspapieren hat er zwar nicht explizit bejaht. Eine Zuordnung erachtete er aber auch nicht als grundsätzlich falsch. Zu beachten sei, dass P._____ Limited auch Private-Equity-Investitionen tätige, denen besondere Risikoeigenschaften zukommen würden. Private Equity ist eine Form von Beteiligungskapital, bei dem die vom Kapitalgeber eingegangene Beteiligung nicht an geregelten Märkten (Börsen) handelbar ist. Aufgrund der Risikoeigenschaften erscheint es sachgerecht P._____ Limited eher den Beteiligungspapieren als den Immobilienfonds zuzuordnen. Somit sind die P._____ Ltd. Aktien von 2.11% in der Aktienquote zu berücksichtigen.

Insgesamt ergibt sich somit eine Aktienquote von **86.23%** (84.12% + 2.11%) des Gesamtdepotwertes der Klägerin.

d) Zwischenfazit

Die Quote der Beteiligungspapiere per 31. Dezember 2007 betrug **86.23%**.

3.4.1.3. Risikoexposition per 30. Juni 2008

a) Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin bringt vor, per 30. Juni 2008 habe der Anteil ausländischer Aktien gemäss der Depotübersicht der Beklagten bei 28.82% gelegen. Dazu komme jedoch der prozentuale Anteil an Edelmetall-Anlagen (Aktien) von nunmehr bereits 29.03% sowie die prozentualen Anteile an Aktien der Beteiligungsgesellschaften O._____ Ltd. (3.28%), M._____ Ltd. (5.99%), S._____ Ltd. (6.61%), T._____ (6.86%) und L._____ (5.96%). Auch die Aktienengagements N._____ Ltd. (8.03%) und P._____ Ltd. (1.57%) seien zur Aktienquote dazuzuzählen. Es ergebe sich ein prozentualer Anteil in Aktien und ähnliche Anlagen von insgesamt 96.15% per 30. Juni 2008, was gemessen an der vereinbarten ausgewogenen

Anlagestrategie (mit konservativer Ausrichtung) nach wie vor zu hoch gewesen sei (act. 1 S. 23 f. Rz. 88 f.; act. 19 S. 45 Rz. 198).

b) Vorbringen der Beklagten

Bezüglich der Ausführungen der Beklagten kann auf vorstehende Erwägung 3.4.1.2.b verwiesen werden.

c) Würdigung

Nach der Depotübersicht vom 30. Juni 2008 (act. 3/35) machen die Aktien (Ausland) 28.82% des Gesamtwertes des Depots aus. Wie gesehen, sind die Aktien Arrowhead von 8.19% zu den Beteiligungspapieren zu zählen und stellen kein Sonderinvestment dar (vgl. Erw. 3.4.1.1.b). Der Anteil von 8.19% ist im Aktienanteil vom 28.82% enthalten. Wie erwähnt, anerkennt die Beklagte, dass die Anteile an O._____ (3.28%), Vietnam Fund (5.99%) und S._____ (6.61%) als Aktien zu werten sind. Es ergibt sich daraus ein Aktienanteil von 44.7% des Gesamtdepotwertes. Die Anteile an L._____ von 5.96% und an T._____ von 6.86% sind mangels substantiierter Bestreitung der Beklagten ebenfalls zur Aktienquote zu rechnen (vgl. Erw. 3.4.1.1.a). Wie sich vorstehend gezeigt hat (vgl. Erw. 3.4.1.1.c), sind auch die Edelmetallanlagen von 29.03% hinzuzuzählen. Schliesslich sind auch die N._____ Aktien von 8.03% und die P._____ Ltd. Aktien von 1.57% in der Aktienquote zu berücksichtigen, da diese nicht als Immobilienfonds, sondern als Beteiligungspapiere zu werten sind. Dies führt zu einer Aktienquote von **96.15%** (28.82% + 3.28% + 5.99% + 6.61% + 5.96% + 6.86% + 29.03% + 8.03%+1.57%) des Gesamtdepotwertes.

d) Zwischenfazit

Die Quote der Beteiligungspapiere per 30. Juni 2008 betrug **96.15%**.

3.4.1.4. Risikoexposition per 31. Dezember 2008

a) Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin äussert weiter, per 31. Dezember 2008 habe der Anteil ausländischer Aktien gemäss beklagter Depotübersicht 45.07% betragen. Das be-

deute, dass trotz den bereits in der Vorperiode bestehenden Risikoallokationen in Aktien und ähnliche Anlagen der Anteil ausländischer Aktien nochmals erheblich erhöht worden sei. Dazu komme jedoch der prozentuale Anteil an Edelmetall-Anlagen (Aktien) von nunmehr 6.94% sowie die prozentualen Anteile an Aktien der Beteiligungsgesellschaften O._____ Ltd. (3.82%), M._____ Ltd. (10.99%), S._____ Ltd. (7.95%), T._____ (12.40%) und L._____ (6.78%). Auch die Aktienengagements N._____ Ltd. (8.08%) und P._____ Ltd. (1.64%) seien zur Aktienquote dazuzuzählen. Es ergebe sich ein prozentualer Anteil in Aktien und ähnlichen Anlagen von insgesamt 103.67% per 31. Dezember 2008. Ein genaues Hinschauen und eine entsprechende Analyse ergebe somit, dass per 31. Dezember 2008 beinahe das gesamte klägerische Depot einem Aktienrisiko ausgesetzt gewesen sei, und dies erneut entgegen der vereinbarten ausgewogenen Anlagestrategie (mit konservativer Ausrichtung) sowie der unmissverständlichen Rüge der Klägerin bzw. ihres wirtschaftlich Berechtigten zuhanden der Beklagten mit E-Mail vom 13. August 2008 (act. 1 S. 24 Rz. 90 f.; act. 19 S. 45 f. Rz. 198).

b) Vorbringen der Beklagten

Bezüglich der Ausführungen der Beklagten kann auf vorstehende Erwägung 3.4.1.2.b verwiesen werden.

c) Würdigung

Nach der Depotübersicht vom 31. Dezember 2008 (act. 3/36) machen die Aktien (Ausland) 45.07% des Gesamtwertes des Depots aus. Darin sind die Aktien Arrowhead von 7.92% enthalten, da es sich dabei um kein Sonderinvestment handelt (vgl. Erw. 3.4.1.1.b). Wie erwähnt, anerkennt die Beklagte, dass die Anteile an O._____ (3.82%), Vietnam Fund (10.99%) und S._____ (7.95%) als Aktien zu werten sind. Die Anteile an L._____ von 6.78% und an T._____ von 12.40% sind mangels substantiierter Bestreitung der Beklagten ebenfalls zur Aktienquote zu rechnen (vgl. Erw. 3.4.1.1.a). Weiter sind auch die Edelmetallanlagen von 6.94% hinzuzuzählen, da diese den Aktien und nicht den Alternativen Anlagen zuzurechnen sind (vgl. Erw. 3.4.1.1.c). Schliesslich sind auch die N._____ Aktien von 8.08% und die P._____ Ltd. Aktien von 1.64% in der Aktienquote zu berücksichtigen, da diese als Beteiligungspapiere und nicht als Immobilienfonds zu wer-

ten sind. Dies führt zu einer Aktienquote von **103.67%** (45.07% + 3.82% + 10.99% + 7.95% + 6.78% + 12.40% + 6.94% + 8.08% + 1.64%) des Gesamtdepotwertes.

d) Zwischenfazit

Die Quote der Beteiligungspapiere per 31. Dezember 2008 betrug **103.67%**.

3.4.1.5. Risikoexposition per 30. Juni 2009

a) Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin legt dar, per 30. Juni 2009 sei der Anteil ausländischer Aktien gemäss der Depotübersicht der Beklagten nochmals erhöht worden, nunmehr auf 66.15%. Dazu komme jedoch der prozentuale Anteil an Edelmetall-Anlagen (Aktien) von nunmehr 4.99% sowie die prozentualen Anteile an Aktien der Beteiligungsgesellschaften O._____ Ltd. (3.84%), M._____ Ltd. (9.87%), S._____ Ltd. (3.63%), T._____ (9.61%) und L._____ (7.19%). Auch die Aktienengagements N._____ Ltd. (8.27%) und P._____ Ltd. (1.58%) seien zur Aktienquote dazuzuzählen. Dies ergebe einen prozentualen Anteil in Aktien und ähnliche Anlagen von insgesamt 115.13% per 30. Juni 2009. Das heisse, dass per diesem Datum ein durch Devisentermin-Kontrakte (fremd-)finanziertes, das gesamte klägerische Depot sogar übersteigendes Aktienrisiko vorgelegen habe, und dies erneut entgegen der vereinbarten ausgewogenen Anlagestrategie (mit konservativer Ausrichtung) (act. 1 S. 24 f. Rz. 92 f.; act. 19 S. 45 f. Rz. 198).

b) Vorbringen der Beklagten

Bezüglich der Ausführungen der Beklagten kann auf vorstehende Erwägung 3.4.1.2.b verwiesen werden.

c) Würdigung

Nach der Depotübersicht vom 30. Juni 2009 (act. 3/37) machen die Aktien (Ausland) 66.15% des Gesamtwertes des Depots aus. Darin enthalten sind die Aktien Arrowhead von 2.66%, da sich dabei nicht um ein separat zu wertendes Sonderinvestment handelt (vgl. Erw. 3.4.1.1.b). Wie erwähnt, anerkennt die Beklagte, dass die Anteile an O._____ (3.84%), Vietnam Fund (9.87%) und S._____

(3.63%) als Aktien zu werten sind. Die Anteile an L._____ von 7.19% und an T._____ von 9.61% sind mangels substantiierter Bestreitung der Beklagten ebenfalls zur Aktienquote zu rechnen (vgl. Erw. 3.4.1.1.a). Weiter sind auch die Edelmetallanlagen von 4.99% hinzuzuzählen, da diese den Aktien und nicht den Alternativen Anlagen zuzurechnen sind (vgl. Erw. 3.4.1.1.c). Schliesslich sind auch die N._____ Aktien von 8.27% und die P._____ Ltd. Aktien von 1.58% in der Aktienquote zu berücksichtigen, da diese als Beteiligungspapiere und nicht als Immobilienfonds zu werten sind. Dies führt zu einer Aktienquote von **115.13%** (66.15% + 3.84% + 9.87% + 3.63% + 7.19% + 9.61% + 4.99% + 8.27% + 1.58%) des Gesamtdepotwertes.

d) Zwischenfazit

Die Quote der Beteiligungspapiere per 30. Juni 2009 betrug **115.13%**.

3.4.1.6. Risikoexposition per 31. Dezember 2009

a) Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin erklärt, per 31. Dezember 2009 habe sich der Anteil ausländischer Aktien gemäss beklagtischer Depotübersicht zwar deutlich reduziert, nämlich auf 44.88%. Jedoch komme auch hier wiederum der prozentuale Anteil an Edelmetall-Anlagen (Aktien), der sich auf 15.14% erhöht habe, sowie die prozentualen Anteile an Aktien der Beteiligungsgesellschaften O._____ Ltd. (4.53%), M._____ Ltd. (17.73%), S._____ ll Ltd. (5.2%), T._____ (14.19%) und L._____ (10.6%) hinzu. Auch die Aktienengagements N._____ Ltd. (12.74%) und P._____ Ltd. (2.1%) seien zur Aktienquote dazuzuzählen. Dies ergebe einen prozentualen Anteil in Aktien und ähnliche Anlagen von insgesamt 127.11% per 31. Dezember 2009. Das bedeute, dass die Beklagte per 31. Dezember 2009, statt die Risiken endlich der vereinbarten ausgewogenen Anlagestrategie (mit konservativer Ausrichtung) anzupassen, das erneut durch Devisentermin-Kontrakte (fremd-)finanzierte Aktienrisiko noch weiter erhöht habe (notabene trotz der längst erfolgten Reklamation der Klägerin bzw. ihres wirtschaftlich Berechtigten) (act. 1 S. 25 Rz. 94 f.; act. 19 S. 45 f. Rz. 198).

b) Vorbringen der Beklagten

Bezüglich der Ausführungen der Beklagten kann auf vorstehende Erwägung 3.4.1.2.b verwiesen werden.

c) Würdigung

Nach der Depotübersicht vom 31. Dezember 2009 (act. 3/38) machen die Aktien (Ausland) 44.88% des Gesamtwertes des Depots aus. Darin sind die Aktien Arrowhead von 4.24% enthalten, da es sich dabei nicht um ein separat zu wertendes Sonderinvestment handelt (vgl. Erw. 3.4.1.1.b). Wie erwähnt, anerkennt die Beklagte, dass die Anteile an O._____ (4.53%), Vietnam Fund (17.73%) und S._____ (5.20%) als Aktien zu werten sind. Die Anteile an L._____ von 10.60% und an T._____ von 14.19% sind mangels substantiierter Bestreitung der Beklagten ebenfalls zur Aktienquote zu rechnen (vgl. Erw. 3.4.1.1.a). Weiter sind auch die Edelmetallanlagen von 15.14% hinzuzuzählen, da diese den Aktien und nicht den Alternativen Anlagen zuzurechnen sind (vgl. Erw. 3.4.1.1.c). Schliesslich sind auch die N._____ Aktien von 12.74% und die P._____ Ltd. Aktien von 2.10% in der Aktienquote zu berücksichtigen, da diese als Beteiligungspapiere und nicht als Immobilienfonds zu werten sind.

Dies führt zu einer Aktienquote von **127.11%** (44.88% + 4.53% + 17.73% + 5.20% + 10.60% + 14.19% + 15.14% + 12.74% + 2.10%) des Gesamtdepotwertes.

d) Zwischenfazit

Die Quote der Beteiligungspapiere per 31. Dezember 2009 betrug **127.11%**.

3.4.1.7. Risikoexposition per 31. Dezember 2010

a) Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin schildert sodann, per 31. Dezember 2010 habe der Anteil ausländischer Aktien, nunmehr der Rubrik "Spezialwerte" zugeordnet, gemäss dem seitens der Beklagten neu gestalteten Rechenschaftsbericht ("Wertentwicklung/Bewertung") 30.13% betragen. Dazu komme jedoch der prozentuale Anteil in (nunmehr sog.) "Energie/Rohstoffwerte" (Aktien) von nunmehr 26.10% sowie die prozentualen Anteile an Aktien der Beteiligungsgesellschaften (nunmehr der

Rubrik "Emerging Markets" zugeordnet) O._____ Ltd. (4.1%), M._____ Ltd. (7.58%), S._____ II Ltd. (3.38%), T._____ (10.38%) und L._____ (7.87%). Auch die Aktienengagements N._____ Ltd. (9.37%) und P._____ Ltd. (1.41%) seien zur Aktienquote dazuzuzählen, was einen prozentualen Anteil in Aktien und ähnliche Anlagen von insgesamt 100.32% per 31. Dezember 2010 ergebe. Das heisse, dass per diesem Datum ein nach wie vor (durch Devisentermin-Kontrakte fremdfinanziertes) sehr hohes Aktienrisiko vorgelegen habe, welches nach wie vor in keiner Weise einer ausgewogenen Anlagestrategie (mit konservativer Ausrichtung) entsprochen habe (act. 1 S. 25 f. Rz. 96 f.; act. 19 S. 45 f. Rz. 198).

b) Vorbringen der Beklagten

Bezüglich der Ausführungen der Beklagten kann auf vorstehende Erwägung 3.4.1.2.b verwiesen werden.

c) Würdigung

Nach der Wertentwicklung vom 31. Dezember 2010 (act. 3/39) machen die Spezialwerte 30.13% des Gesamtwertes des Depots aus. Darin sind die Aktien Arrowhead von 4.23% enthalten, da es sich dabei nicht um ein separat zu wertendes Sonderinvestment handelt (vgl. Erw. 3.4.1.1.b). Weiter machen die Energie-/Rohstoffwerte 26.10% des Gesamtwertes des Depots aus. Wie erwähnt, anerkennt die Beklagte, dass die Anteile an O._____ (4.10%), Vietnam Fund (7.58%) und S._____ (3.38%) als Aktien zu werten sind. Die Anteile an L._____ von 7.87% und an T._____ von 10.38% sind mangels substantiierter Bestreitung der Beklagten ebenfalls zur Aktienquote zu rechnen (vgl. Erw. 3.4.1.1.a). Die Edelmetallanlagen wurden offenbar in dieser neu gestalteten Wertentwicklung nicht mehr separat aufgeführt (act. 3/39). Schliesslich sind auch die N._____ Aktien von 9.37% und die P._____ Ltd. Aktien von 1.41% in der Aktienquote zu berücksichtigen, da diese als Beteiligungspapiere und nicht als Immobilienfonds zu werten sind. Dies führt zu einer Aktienquote von **100.32%** (30.13% + 26.10% + 4.10% + 7.58% + 3.38% + 7.87% + 10.38% + 9.37% + 1.41%) des Gesamtdepotwertes.

d) Zwischenfazit

Die Quote der Beteiligungspapiere per 31. Dezember 2010 betrug **100.32%**.

3.4.1.8. Risikoexposition per 30. Juni 2011

a) Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin erörtert weiter, per 30. Juni 2011 habe der Anteil ausländischer Aktien (Rubrik "Spezialwerte") gemäss dem Rechenschaftsbericht der Beklagten ("Wertentwicklung/Bewertung") 37.11% betragen. Dazuzuzählen seien auch hier der prozentuale Anteil in "Energie-/Rohstoffwerte" (Aktien) von nunmehr 36.83%, sowie die prozentualen Anteile an Aktien der Beteiligungsgesellschaften (nunmehr der Rubrik "Emerging Markets" zugeordnet) O._____ Ltd. (2.7%), M._____ Ltd. (6.43%), S._____ Ltd. (4.37%), T._____ (10.85%) und L._____ (6.09%). Auch die Aktienengagements N._____ Ltd. (7.26%) und P._____ Ltd. (1.14%) seien zur Aktienquote dazuzuzählen, was einen prozentualen Anteil in Aktien und ähnliche Anlagen von insgesamt 112.78% per 30. Juni 2011 ergebe. Das bedeute, dass auch per 30. Juni 2011 ein (immer noch durch Terminkontrakte fremdfinanziertes) enorm hohes Aktienrisiko vorgelegen habe, und dies erneut entgegen der vereinbarten ausgewogenen Anlagestrategie (mit konservativer Ausrichtung) (act. 1 S. 26 Rz. 98 f.; act. 19 S. 45 f. Rz. 198).

b) Vorbringen der Beklagten

Bezüglich der Ausführungen der Beklagten kann auf vorstehende Erwägung 3.4.1.2.b verwiesen werden.

c) Würdigung

Nach der Wertentwicklung vom 30. Juni 2011 (act. 3/40) machen die Spezialwerte 37.11% des Gesamtwertes des Depots aus. Darin sind die Aktien Arrowhead von 2.29% enthalten, da es sich dabei nicht um ein separat zu wertendes Sonderinvestment handelt (vgl. Erw. 3.4.1.1.b). Weiter machen die Energie-/Rohstoffwerte 36.83% des Gesamtwertes des Depots aus. Wie erwähnt, anerkennt die Beklagte, dass die Anteile an O._____ (2.7%), Vietnam Fund (6.43%) und S._____ (4.37%) als Aktien zu werten sind. Die Anteile an L._____ von

6.09% und an T._____ von 10.85% sind mangels substantiierter Bestreitung der Beklagten ebenfalls zur Aktienquote zu rechnen (vgl. Erw. 3.4.1.1.a). Die Edelmetallanlagen wurden offenbar in dieser neu gestalteten Wertentwicklung nicht mehr separat aufgeführt (act. 3/40). Schliesslich sind auch die N._____ Aktien von 7.26% und die P._____ Ltd. Aktien von 1.14% in der Aktienquote zu berücksichtigen, da diese als Beteiligungspapiere und nicht als Immobilienfonds zu werten sind. Dies führt zu einer Aktienquote von **112.78%** (37.11% + 36.83% + 2.7% + 6.43% + 4.37% + 6.09% + 10.85% + 7.26 + 1.14%) des Gesamtdepotwertes.

d) Zwischenfazit

Die Quote der Beteiligungspapiere per 30. Juni 2011 betrug **112.78%**.

3.4.1.9. Risikoexposition per 31. August 2011

a) Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin bringt schliesslich zum Ausdruck, dass angesichts der vorstehenden Zahlen per 30. Juni 2011 und der damit einher gegangenen prozentualen (Risiko-)Verteilung im Depot der Klägerin auf dringendes Anraten des Rechtsanwaltes, sowie nach Ergebnislosigkeit eines persönlichen Gesprächs zwischen H._____ und dem Rechtsanwalt am 3. August 2011 einerseits, und einer letzten vorprozessualen Korrespondenz mitsamt Vergleichsofferte vom 11. August 2011 andererseits, der VV-Vertrag (Nr. 3) seitens der Klägerin mit Einschreiben vom 31. August 2011 widerrufen worden sei. An jenem Datum habe sich hinsichtlich der prozentualen Verteilung des Vermögens der Klägerin in die verschiedenen Anlageklassen folgendes, abschliessendes, der vereinbarten (ausgewogenen) Strategie (mit konservativer Ausrichtung) nunmehr geradezu diametral entgegengesetztes Bild gezeigt: Der (nach wie vor fremdfinanzierte Anteil an Aktien und ähnlichen Anlagen habe 103.56% betragen, wogegen lediglich marginale 5.3% in Obligationen und ähnliche Anlagen investiert gewesen seien (act. 1 S.26 Rz. 100 ff.; act. 19 S. 45 f. Rz. 198).

Als erstes Zwischenfazit lasse sich festhalten, dass die Beklagte während der gesamten Zeitperiode vom 30. Juni 2007 bis zur Auflösung des VV-Vertrages Nr. 3 per 1. September 2011 das Depot der Klägerin einer äusserst hohen Risikoexpo-

sition (betreffend Risiken in Aktien und ähnliche Anlagen) ausgesetzt habe, welches klar ausserhalb der im VV-Vertrag Nr. 2 bzw. Nr. 3 (i.V.m. VV-Vertrag Nr. 1) mitsamt Beiblatt vereinbarten, ausgewogenen Anlagestrategie (mit konservativer Ausrichtung) gelegen habe (act. 1 S. 27 Rz. 104).

b) Vorbringen der Beklagten

Bezüglich der Ausführungen der Beklagten kann auf vorstehende Erwägung 3.4.1.2.b verwiesen werden.

c) Würdigung

Nach dem Vermögensverzeichnis per 31. August 2011 (act. 3/41) betrug die Aktienquote **103.56%**. Hierin wurden die Anteile an O._____ (2.06%), Vietnam Fund (6.07%), S._____ (3.90%), L._____ 6.04% und T._____ 10.85% sowie N._____ 6.77% und P._____ Ltd. 0.91% bereits eingerechnet. Darin sind auch die Aktien Arrowhead von 2.29% enthalten, da es sich dabei nicht um ein separat zu wertendes Sonderinvestment handelt (vgl. Erw. 3.4.1.1.b). Die Edelmetallanlagen sind nicht separat aufgeführt (act. 3/41).

d) Zwischenfazit

Die Quote der Beteiligungspapiere per 31. August 2011 betrug **103.56%**.

3.4.1.10. Fazit zur Aktienquote

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Aktienquote des klägerischen Depots angesichts der vereinbarten ausgewogenen Anlagestrategie spätestens ab Dezember 2007 deutlich zu hoch war.

3.4.2. Klumpenrisiken

3.4.2.1. Allgemeines

Die Klägerin führt aus, die Beklagte habe nicht nur die Risiken vertrags- und weisungswidrig alloziert, indem sie in übermässigem Umfang in Aktien und ähnliche Anlagen investiert habe. Vielmehr seien darüber hinaus erhebliche Klumpenrisiken gebildet worden (act. 1 S. 27 Rz. 106).

Die Beklagte bestreitet nicht, dass bei Vermögensanlagen als Regel die Vermeidung von Klumpenrisiken gilt (act. 13 S. 26 Rz. 55).

Das Risiko betreffend die Börsenentwicklung ist durch Wahl anerkannter Anlagestrategien zu minimieren, insbesondere ist für eine genügende Risikoverteilung bzw. Diversifikation (nach Titeln, Anlagearten, Branchen, Währungen etc.) zu sorgen und sind damit Klumpenrisiken zu vermeiden (GROSS, a.a.O., S. 163). Die Parteien sind sich denn auch einig, dass Klumpenrisiken bei Vermögensanlagen grundsätzlich zu vermeiden sind.

Anders verhält es sich einzig, wenn der Kunde sein Einverständnis erteilt hat zu einer Konzentration seiner Vermögenswerte auf einige wenige bzw. einzelne Titel. Ohne spezifische Vereinbarung gilt indes das Diversifikationsgebot (SCHALLER, a.a.O., N 310). Somit ist durchaus denkbar, dass der Kunde bewusst ein bestimmtes Klumpenrisiko eingehen will, dies in Erwartung einer entsprechend erhöhten Rendite. Wichtig ist, dass der Anleger sich dessen bewusst ist, d.h. vom Vermögensverwalter entsprechend aufgeklärt wurde, falls sich eine solche Aufklärung entsprechend dem Erfahrungsstand des Kunden als notwendig erweist (GUTZWILLER, a.a.O., S. 127). Eine Verletzung der Aufklärungspflicht ist vom Kunden zu beweisen (GUTZWILLER, a.a.O., S. 133 ff.; ZR 105 [2006] Nr. 3 S. 8 ff., S. 13).

Bei Investitionen von über 30% in eine Anlageklasse (Aktien, Obligationen, Geldmarkt etc.; bei Rohstoffen und Immobilien ev. bereits bei 15% bis 20%), über 20% in einen Markt (Land) oder in eine Währung (mit Ausnahme der Referenzwährung), über 10% in eine Branche und über 5% in einen Einzeltitel besteht (zumindest) ein Verdacht einer nicht hinreichenden Diversifikation, welcher indessen durch entsprechende vertragliche Abreden oder einen ökonomisch tragfähigen Grund (z.B. zu kleine Vermögensmasse für eine ausreichende Diversifikation) entkräftet werden kann (SCHALLER, a.a.O., N 315).

Hat der Vermögensverwalter in Ausführung des Verwaltungsauftrags pflichtwidrig gehandelt, ist eine Genehmigung durch den Anleger erforderlich (GUTZWILLER, a.a.O., S. 228). Die rechtswirksame Genehmigung setzt genaue Kenntnis des zu

genehmigenden Sachverhalts voraus, es muss sich somit um eine informierte Genehmigung handeln. Der Kunde muss wissen, dass und inwiefern vom Vertrag abgewichen bzw. eine Sorgfaltsregel, insbesondere die "allgemein anerkannten Verhaltensregeln", verletzt wurden. Dies setzt voraus, dass die Bank ihrer Informationspflicht genügt hat. Das Mass der Information wiederum ist von der Sach- und Fachkunde des Anlegers und der Art des in Frage stehenden Anlagegeschäfts abhängig (GUTZWILLER, a.a.O., S. 232; SCHALLER, a.a.O., N 450; BGE 124 III 155 E.3.a S. 162; Urteil des Bundesgerichts 4A_140/2011 vom 27. Juni 2011 E.3.1). Die Beklagte trägt für die zu ihrer Entlastung vorgebrachten Behauptung der Information die Beweislast (Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3. Dezember 2004; GUTZWILLER, a.a.O., S. 235; SCHALLER, a.a.O., N 450).

Eine stillschweigende Genehmigung ist nur dann anzunehmen, wenn die Abweichung vom Vertrag für den Kunden ohne weiteres erkennbar ist. Wenn es um die Gliederung des Portefeuilles bezüglich Kategorien von Wertschriften, nach Währungen oder geographischer Herkunft geht, so wird eine separate zusammenfassende Aufstellung, wie sie von den Banken heute mit den periodischen Kontoauszügen regelmässig versandt wird, im Allgemeinen genügen. Bei Fehlen einer solchen Aufstellung wird man jedoch dem Kunden nicht zumuten dürfen, die Vertragsverletzung anhand eigener "Berechnungen" festzustellen, es sei denn, sie seien so eklatant, dass über die unmittelbare Erkennbarkeit für den betreffenden Kunden kein Zweifel bestehen kann. Der Vermögensverwalter ist verpflichtet, den Kunden auf Klumpenrisiken, die ausser in Extremfällen für den mit durchschnittlichem Wissen ausgestatteten Kunden nicht ohne weiteres erkennbar sind, aufmerksam zu machen. Eine rechtswirksam erfolgte Genehmigung sollte nicht leichthin angenommen werden (GUTZWILLER, a.a.O., S. 234 f.; SCHALLER, a.a.O., N 450 f.).

3.4.2.2. Vietnam und Emerging Markets

a) Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin bringt vor, die Beklagte habe durch die Investitionen in Vietnam-Anlagen ihre vertraglichen Pflichten sowohl durch den Aufbau eines Klumpenrisikos Vietnam als auch durch Verletzung der strategischen Bandbreite für

Emerging Markets verletzt (act. 19 S. 63 Rz. 275). In ihrem Depot hätten sich in Nachachtung des Verbots von Klumpenrisiken bzw. des Diversifikationsgebots zu viele Anlagen mit Bezug zum Schwellenland Vietnam befunden. Die Vietnam-Titel umfassten L._____, M._____, O._____, N._____ Ltd. und P._____ Ltd. (act. 1 S. 28 S. 112). Die konkrete prozentuale (Risiko-)Exposition in die erwähnten Vietnam-Anlagen habe insgesamt 25.95% per 30. Juni 2007, 27.28% per 31. Dezember 2007, 21.85% per 30. Juni 2008, 27.92% per 31. Dezember 2008, 27.15% per 30. Juni 2009, 42.4% per 31. Dezember 2009, 26.39% per 31. Dezember 2010, 20.53% per 30. Juni 2011 und 18.83% per 31. August 2011 betragen. Die Summen seien anhand des prozentualen Anteils der aufgelisteten Titel per jeweiligem Halbjahres-Stichtag unter Zugrundelegung der Zahlen und Angaben in den jeweiligen Depotübersichten bzw. Vermögensverzeichnissen errechnet worden. Der jeweilige prozentuale Anteil an L._____ sei stets entsprechend der Vietnam-Gewichtung von 49.9% je hälftig (50%) berücksichtigt und alsdann abgerundet worden (act. 1 S. 28 f. Rz. 113). Diese Aufstellung belege, dass stets rund ein Viertel, per 31. Dezember 2009 gar fast die Hälfte (42.4%) des klägerischen Vermögens in Anlagen und Finanzinstrumente mit Bezug zu einem einzigen Schwellenland (Vietnam) investiert gewesen sei. Die Abnahme der prozentualen Anteile gegen das Ende der Vermögensverwaltung durch die Beklagte sei nicht etwa auf eine Risikoreduktion durch Veräusserung dieser Vietnam-Anlagen zurückzuführen, sondern beruhe einzig auf dem Umstand, dass die entsprechenden Titel stark an Wert eingebüsst hätten, was sich an der stets gleichbleibenden Titelzahl ersehen lasse (act. 1 S. 29 f. Rz. 114). Das Klumpenrisiko noch weiter verschärft habe der Umstand, dass die grösste Position im Portefeuille der L._____ die Beteiligung an der N._____ Ltd. darstellte, welche sich ihrerseits bereits als Einzeltitel im Depot der Klägerin befunden habe (act. 1 S. 30 Rz. 115).

Nähme man alleine das Beiblatt Asset Allocation zum Massstab, hätte die Beklagte höchstens 25% des klägerischen Vermögens in Emerging Markets investieren dürfen (act. 19 S. 63 Rz. 277). Während der Zeitperiode 30. Juni 2007 bis 31. August 2010 sei die Emerging Markets Bandbreite verletzt worden und zwar überaus deutlich, nämlich mit 39.44% per 30. Juni 2007 (Gesamtquote Anlagefonds = 31.49% + 7.95% N._____); 42.95% per 31. Dezember 2007 (Ge-

samtquote Anlagefonds = 35.16% + 7.79% N.____); 38.29% per 30. Juni 2008 (Gesamtquote Anlagefonds = 30.26% + 8.03% N.____); 51.66% per 31. Dezember 2008 (Gesamtquote Anlagefonds = 43.58% + 8.08% N.____); 43.99% per 30. Juni 2009 (Gesamtquote Anlagefonds = 35.72% + 8.27% N.____); 67.08% per 31. Dezember 2009 (Gesamtquote Anlagefonds = 54.34% + 12.74% N.____); 44.08% per 31. Dezember 2010 (Emerging Markets "Ant. %" insgesamt = 34.71% + 9.37% N.____); 38.83% per 30. Juni 2011 (Emerging Markets "Ant. %" insgesamt = 31.57% + 7.26% N.____); 36.6% per 31. August 2011 (Total Aktien & ähnl. Cayman = 30.53% + 6.07% M.____) (act. 19 S. 64 Rz. 279). Dazu komme, dass selbst eine maximale Ausnutzung der Bandbreite für Emerging Markets während längerer Zeit unzulässig gewesen wäre, da solches höchstens sporadisch geschehen dürfe. Mit anderen Worten sei es nicht die Meinung der Parteien gewesen, die Quote stets bzw. auch nur für längere Zeit am oberen Limit zu halten. Denn die Beklagte sei zur Verfolgung einer substanzerhaltenden (ausgewogenen) Anlagestrategie mit konservativer Ausrichtung verpflichtet gewesen. Dem hätte eine andauernde bzw. länger dauernde Exposition von (auch "nur") 25% in Emerging Markets entgegengestanden (act. 19 S. 65 Rz. 280).

Ein weiteres Klumpenrisiko habe die Beteiligung an der S.____ Ltd. dargestellt, welche sich einerseits als Einzeltitel im klägerischen Depot befunden habe, andererseits als grösste Position im Portefeuille der T.____ vertreten gewesen sei (act. 1 S. 36 f. Rz. 133).

Die Darstellung der Beklagten, man habe die Konzentration in Vietnam-Anlagen in regelmässiger Absprache mit E.____ aufgebaut bzw. dies sei regelmässig besprochen und mit dessen Wissen und Einverständnis sukzessive auf- und ausgebaut worden, werde bestritten (act. 19 S. 62 Rz. 271). Weder im VV-Vertrag Nr. 2/3 noch auf dem Beiblatt Asset Allocation (noch sonst wo) sei verbindlich festgehalten worden, es sei ausschliesslich in Vietnam-Anlagen zu investieren (act. 19 S. 63 Rz. 272). Vielmehr habe das Beiblatt Asset Allocation eine strategische Bandbreite für Emerging Markets (Plural) vorgesehen. Nur schon von daher hätte auch der Beklagten klar sein müssen, dass die vertragliche Vereinbarung nicht dahingehend gelautet habe, den gemäss strategischer Bandbreite er-

laubten Teil des klägerischen Vermögens in (fast) einen einzigen Emerging Market (Vietnam) zu investieren (act. 19 S. 63 Rz. 273 f.).

Eine nachträgliche Genehmigung der Beklagten [recte: wohl der Klägerin] komme nicht in Frage. Einerseits hätten der Klägerin bzw. E._____ die erforderlichen spezifischen Sach- und Fachkenntnisse gefehlt (was die Beklagte gewusst habe), um die mit einer solchen Konzentration auf einen einzigen Emerging Market (Vietnam) einher gegangenen Risiken zu erkennen. Andererseits habe die Beklagte gerade nicht dazu beigetragen, dass sich die Klägerin dieser Risiken bewusst geworden wäre, im Gegenteil sei die Klägerin von der Beklagten nie adäquat und hinreichend über die depotinhärenten Risiken aufgeklärt worden. Das gelte auch mit Bezug auf Vietnam. Verschärfend komme noch hinzu, dass die Klägerin hier vielmehr "Opfer" einer diesbezüglichen Werbekampagne der Beklagten geworden sei (act. 19 S. 66 Rz. 281). Daher könne keine Rede davon sein, dass diese Konzentration selbst für einen Laien augenfällig gewesen sei. Auch habe eine eigentliche Diskussion, die eine solche Bezeichnung auch verdient hätte, nämlich vor allem über die Risiken der Vietnam-Anlagen nie stattgefunden, vielmehr sei die Gesprächsausrichtung selbst auf Nachfragen von E._____ hin sehr einseitig und auf makroökonomische Tatbestände beschränkt gewesen. Eine rechtsgenügende Absprache betreffend eine derart hohe Konzentration in Vietnam habe daher nicht vorgelegen und auch nicht vorliegen können (act. 19 S. 66 Rz. 282).

Es treffe zwar zu, dass von Mitte 2005 bis Mitte 2007 Gewinne erzielt worden seien. Jedoch seien der Klägerin und E._____ stets verborgen geblieben, welche Risiken mit einer je länger desto mehr auf Aktien fokussierten und spätestens ab 30. Juni 2007 nicht mehr den vertraglichen Vorgaben entsprechenden Anlagestrategie einhergegangen seien. Nicht nur habe die Beklagte die Klägerin bzw. E._____ nicht über die inhärenten Risiken aufgeklärt, sondern habe er sie diesbezüglich wiederholt und mehrfach in die Irre geführt, was sich ohne Weiteres durch zahlreiche Zitate aus E-Mails und Schreiben der Beklagten nachweisen lasse (act. 19 S. 66 f. Rz. 283). Auch anlässlich der mündlichen Besprechungen habe die Beklagte die Risiken der investierten Anlagen nie erläutert, sondern immer nur deren Vorzüge und Chancen angepriesen und die Klägerin im Glauben gelassen,

das Depot sei "sicher". Die Klägerin bzw. E._____ seien also seitens der Beklagten bewusst und gewollt im Glauben gelassen worden, dass die erzielten (Positiv- und Negativ-)Renditen stets mit einer risiko- und anlegergerechten, mithin vertragskonformen (substanzerhaltenden) ausgewogenen Anlagestrategie erzielt worden seien (act. 19 S. 67 f. Rz. 284).

b) Vorbringen der Beklagten

Die Beklagte stimmt zu, dass eine starke Konzentration in vietnamesische Anlagen stattgefunden habe (act. 27 S. 41 Rz. 90). Dass es sich um Anlagen in Vietnam gehandelt habe, sei schon aus den Namen der Titel klar erkennbar (act. 27 S. 43 Rz. 94).

Richtig sei auch, dass die Anlagekategorie Emerging Markets mehrheitlich durch vietnamesische Anlagewerte ausgeschöpft gewesen sei. Dass die Grenzwerte der vertraglichen Asset Allocation zeitweise erheblich überschritten worden seien, sei einerseits der günstigen Kursentwicklung dieser Papiere zu verdanken, andererseits auf die Wertentwicklung des Gesamtdepots zurückzuführen. Deshalb werde bei Anlagerestriktionen für Fonds regelmässig auf den Wert beim Erwerb abgestellt. So habe der Einstandswert der Emerging Markets Anlagen z.B. per 30. Juni 2007 CHF 1'017'061.67, der Kurswert dagegen CHF 1'441'793.29 oder 41.76% mehr (nicht realisierter Gewinn) betragen. Dies relativiere die Überschreitung der Gewichtung laut Anhang zum Vertrag um 25.96% (act. 27 S. 42 Rz. 91). An der Zusammensetzung der Anlagen habe sich vom 30. Juni 2007 bis 31. August 2011 praktisch nichts geändert. Und auch bezüglich der Aktienstückzahl der einzelnen Positionen habe es kaum Änderungen gegeben. Dass es trotz minimalen Positionsverschiebungen doch erhebliche Schwankungen in der Gewichtung der Positionen ergeben habe, belege, dass dies fast ausschliesslich auf Kursschwankungen im Depot zurückzuführen sei (act. 27 S. 42 Rz. 92).

Weiter wendet die Beklagte ein, die starke Konzentration in vietnamesische Anlagen sei von der Beklagten empfohlen und in regelmässiger Absprache mit E._____ aufgebaut und mit ihm ausführlich besprochen worden sowie aus den Depotübersichten, die die Klägerin unbestrittenermassen erhalten habe, ohne

Weiteres ersichtlich und damit genehmigt gewesen (act. 13 S. 26 f. Rz. 56; act. 27 S. 41 f. Rz. 90). Die Konzentration sei selbst für einen Laien, was E._____ mit Sicherheit nicht sei, augenfällig (act. 13 S. 29 Rz. 59). Dadurch, dass es so geringe Positionsverschiebungen gegeben habe, sei es für E._____ sehr einfach gewesen, die Gewichtung der einzelnen Positionen wie auch der Emerging Markets als Ganzes zu verfolgen. Somit sei es völlig unglaublich, dass anlässlich der stundenlangen Besprechung der halbjährlichen Rechenschaftsberichte dies nicht besprochen worden sein soll und E._____ diese Übergewichtung nicht genehmigt habe, sondern diese erst nach vier Jahren bemerkt haben wolle (act. 27 S. 42 f. Rz. 93). Es sei schlichtweg unwahr, dass nicht auch auf die Risiken der Vietnam-Anlagen hingewiesen worden sei. Selbstverständlich habe sich auch E._____ in den zahlreichen Gesprächen nach den Risiken erkundigt. Mit Bestimmtheit habe die Beklagte nie behauptet, die empfohlenen Anlagen seien "sicher" (act. 27 S. 43 Rz. 96).

Zusätzlich zu seinen Kommentaren im Rahmen der halbjährlichen Rechenschaftsberichte habe H._____ im Anschluss an seine regelmässigen Asien-Reisen ausführliche Berichte verfasst und den Kunden zukommen lassen sowie ferner diese auch zu Vorträgen von Fondsmanagern zu Vietnam eingeladen. Das Vietnam-Engagement sei denn auch hauptverantwortlich gewesen für die weit überdurchschnittliche Performance des Depots "L" vom 1. Juli 2005 bis 30. Juni 2007 (act. 13 S. 27 Rz. 57). Daraus ergebe sich, dass sich E._____ voll bewusst gewesen sei, dass hier für ihn Anlagen getätigt worden seien, die ausserhalb des Üblichen gelegen hätten, die jedoch auch besondere Chancen geboten hätten und von H._____ mit grossem Aufwand recherchiert worden seien. Deshalb liege keine Verletzung der Sorgfaltspflicht vor. Es sei durchaus denkbar, dass der Kunde bewusst ein bestimmtes Klumpenrisiko eingehen wolle, dies in Erwartung einer entsprechend erhöhten Rendite. Wichtig sei, dass der Anleger sich dessen bewusst, d.h. vom Vermögensverwalter entsprechend aufgeklärt worden sei, falls sich eine solche Aufklärung entsprechend dem Erfahrungsstand des Kunden als notwendig erweise (act. 13 S. 28 Rz. 58). Die Beklagte habe auch nie behauptet, die Positiv- und Negativrenditen seien mit einer ausgewogenen im Sinne von konservativer Anlagestrategie erzielt worden (act. 27 S. 44 Rz. 98).

c) Würdigung

Nach Ansicht der Klägerin sind die Titel L._____, M._____, O._____, N._____, P._____ Ltd. zu den Vietnam-Anlagen zu zählen. Die Beklagte bestreitet dies nicht und erklärt, dass es sich um Anlagen in Vietnam gehandelt habe, sei schon aus den Namen der Titel klar erkennbar. Sodann stimmt die Beklagte der Klägerin auch zu, dass eine starke Konzentration in vietnamesische Anlagen stattgefunden habe. Auch die von der Klägerin vorgenommene Gewichtung, welche zu Werten zwischen knapp 20% und rund 40% führen, wird von der Beklagten nicht beanstandet. Entgegen der Klägerin ergibt sich durch die Investition von L._____ in N._____-Titel keine zusätzliche Verschärfung des Klumpenrisikos, da auch die L._____ Investment Anteile bereits bei den Vietnam-Anlagen berücksichtigt wurden (act. 3/26; act. 3/41). Allenfalls könnte dadurch ein Klumpenrisiko betreffend eines Einzeltitels entstehen, dies wurde von der Klägerin jedoch so nicht geltend gemacht.

Die konkrete prozentuale (Risiko-)Exposition der Vietnam-Anlagen beträgt nach der unbestrittenen Berechnung der Klägerin unter jeweils rund hälftiger Berücksichtigung des prozentualen Anteils an L._____ insgesamt 25.95% per 30. Juni 2007 (act. 3/22), 27.28% per 31. Dezember 2007 (act. 3/34), 21.85% per 30. Juni 2008 (act. 3/35), 27.92% per 31. Dezember 2008 (act. 3/36), 27.15% per 30. Juni 2009 (act. 3/37), 42.4% per 31. Dezember 2009 (act. 3/38), 26.39% per 31. Dezember 2010 (act. 3/39), 20.53% per 30. Juni 2011 (act. 3/40) und 18.83% per 31. August 2011 (act. 3/41). Im Allgemeinen (vgl. Erw. 3.4.2.1.) besteht bei Investitionen über 20% in einen Markt (Land) der Verdacht der ungenügenden Diversifikation, mithin eines Klumpenrisikos. Dieser Grenzwert wird vorliegend fast immer und zum Teil deutlich überschritten. Die Beklagte hat somit das Diversifikationsgebot und damit ihre Sorgfaltspflichten verletzt.

Im Anhang zum Verwaltungs-Auftrag (Ziffer 3) (act. 3/21) wurde eine Bandbreite von 10% bis 25% für Emerging Markets festgehalten. Nach den an sich unbestrittenen Berechnungen der Klägerin wurde diese Bandbreite durchgehend überschritten und betrug 39.44% per 30. Juni 2007 (act. 3/22), 42.95% per 31. Dezember 2007 (act. 3/34), 38.29% per 30. Juni 2008 (act. 3/35), 51.66% per

31. Dezember 2008 (act. 3/36), 43.99% per 30. Juni 2009 (act. 3/37), 67.08% per 31. Dezember 2009 (act. 3/38), 44.08% per 31. Dezember 2010 (act. 3/39), 38.83% per 30. Juni 2011 (act. 3/40), 36.6% per 31. August 2011 (act. 3/41).

Nach der Klägerin sind sämtliche unter Anlagefonds aufgeführten Anlagen, mithin S._____ Ltd., L._____, T._____ Investmens, M._____, O._____ und P._____, zu den Emerging Markets zu rechnen. Hinzu kommen gemäss der Klägerin die N._____-Titel. Unter den Ausführungen zur Aktienquote bestritt die Beklagte, dass die N._____ und die P._____ Titel zu den Beteiligungspapieren zu zählen sind und rechnete sie den Immobilienfonds zu. Doch auch ohne Berücksichtigung der N._____ und der P._____ Titel ergibt sich eine durchgehende Überschreitung der Bandbreite für Emerging Markets von 31.49% per 30. Juni 2007 (act. 3/22), 33.05% per 31. Dezember 2007 (act. 3/34), 28.69% per 30. Juni 2008 (act. 3/35), 41.94% per 31. Dezember 2008 (act. 3/36), 34.14% per 30. Juni 2009 (act. 3/37), 52.24% per 31. Dezember 2009 (act. 3/38), 32.76% per 31. Dezember 2010 (act. 3/39), 30.43% per 30. Juni 2011 (act. 3/40), 28.92% per 31. August 2011 (act. 3/41).

Die Beklagte stellt denn auch nicht in Abrede, dass die Grenzwerte der vertraglichen Asset Allocation zeitweise erheblich überschritten wurden, doch sei dies einerseits der günstigen Kursentwicklung dieser Papiere zu verdanken, andererseits auf die Wertentwicklung des Gesamtdepots zurückzuführen, weshalb bei Anlagerestriktionen für Fonds regelmässig auf den Wert beim Erwerb abgestellt werde. Dem fügt sie ein einzelnes Berechnungsbeispiel an. Allein damit sind die Ausführungen und Berechnungen der Klägerin jedoch nicht rechtsgenügend bestritten. Im Übrigen geht die Beklagte andernorts (vgl. beispielsweise act. 13 S. 20 Rz. 42 und 44 sowie act. 27 S. 20 Rz. 28 im Vergleich zu act. 3/22, act. 3/34 und act. 3/35) zur Berechnung des Prozentanteils der Depotwerte im Zusammenhang mit der Asset Allocation auch vom Prozentanteil bezüglich Kurswert und nicht bezüglich Einstandswert aus. Entsprechend hat die Beklagte die im Anhang zum Verwaltungs-Auftrag (Ziffer 3) (act. 3/21) vereinbarte Bandbreite für Emerging Markets wiederholt deutlich überschritten und damit ihre Sorgfaltspflichten verletzt. Dass hierfür nach der Beklagten Kursschwankungen und nicht Positionsver-

änderungen ursächlich sein sollen, ändert daran nichts. Kursveränderungen sind bei der Vermögensverwaltung miteinzubeziehen und erfordern allenfalls eine Reaktion des Vermögensverwalters. Dies insbesondere, wenn es um lange anhaltende starke Schwankungen geht, welche wie hier zu einer deutlichen Überschreitung der in der Asset Allocation vereinbarten Bandbreite über einen langen Zeitraum führen.

Die Frage, ob eine maximale Ausnutzung der Bandbreite für Emerging Markets während längerer Zeit zulässig gewesen wäre oder ob solches höchstens sporadisch geschehen dürfe, kann hier offen gelassen werden, da die Bandbreite vorliegend über den gesamten relevanten Zeitraum deutlich überschritten und damit offensichtlich verletzt wurde.

Sodann macht die Klägerin geltend, ein letztes zu erwähnendes Klumpenrisiko habe die Beteiligung an der S._____ Ltd. dargestellt. Sie legt jedoch nicht dar, inwiefern bezüglich dieser Anteile ein Klumpenrisiko bestanden haben soll, sodass darauf nicht näher eingegangen werden kann.

Die Beklagte wendet ein, das Vietnam-Engagement sei in regelmässiger Absprache mit E._____ aufgebaut und mit ihm anlässlich der Besprechung der halbjährlichen Rechenschaftsberichte ausführlich besprochen worden, wobei auch auf die Risiken hingewiesen worden sei. Die Beklagte habe jedoch nie behauptet, die empfohlenen Anlagen seien "sicher". Die Konzentration sei selbst für einen Laien, was E._____ mit Sicherheit nicht sei, augenfällig. Somit sei diese Übergewichtung von E._____ genehmigt worden.

Die Klägerin bestreitet, dass die Konzentration in Vietnam-Anlagen in regelmässiger Absprache mit E._____ aufgebaut bzw. dies regelmässig besprochen und mit dessen Wissen und Einverständnis sukzessive auf- und ausgebaut worden sei. Eine nachträgliche Genehmigung komme nicht in Frage. Ihr bzw. E._____ hätten die Sach- und Fachkenntnisse gefehlt, um die mit einer solchen Konzentration auf einen einzigen Emerging Market (Vietnam) einher gegangenen Risiken zu erkennen. Die Beklagte habe anlässlich der mündlichen Besprechungen nie die Risiken der investierten Anlagen erläutert, sondern immer nur deren Vorzüge und Chan-

cen angepriesen und die Klägerin im Glauben gelassen, das Depot sei "sicher". Für die zur Genehmigung notwendige Information ist die Beklagte beweispflichtig.

Aus den von der Beklagten zum Beweis einer regelmässigen Absprache mit E._____ betreffend das Vietnam-Engagement offerierten Artikel, "Vietnam – A juvenile Tiger" aus der Independent Strategy vom 12. Januar 2005 (act. 14/22) und "Vietnam ist eine reizvolle Portfoliobeimischung" aus der Finanz und Wirtschaft vom 18. August 2004 (act. 14/23) lässt sich diesbezüglich nichts beweisen. Bei dem von der Beklagten erwähnten Reisebericht 2009/2010 vom 2. März 2010 (act. 3/58) handelt es sich um einen allgemeinen Bericht über das Potential und die Entwicklung asiatischer Staaten. Dies klärt nicht über eine konkrete Konzentration im Depot der Klägerin auf. Ebenso wenig geschieht dies durch das Schreiben "Vietnam Fonds mit grossem Discount zum NAV" vom 24. Juni 2010 (act. 3/56). Die gute Performance des klägerischen Depots von Mitte 2005 bis Mitte 2007 ist unbestritten; doch trägt dies nichts zur Klärung der Frage der aufgeklärten Genehmigung durch die Klägerin bei.

Weiter offeriert die Beklagte zum Beweis die Parteibefragung/Beweisaussage von H._____, dem mandatsführenden Verwaltungsrat der Beklagten. Die Klägerin offeriert die Einvernahme von E._____, dem alleinigen wirtschaftlich Berechtigten der Klägerin, als Zeuge zum Beweis.

Anlässlich der Parteibefragung vom 7. August 2015 beharrten H._____ und E._____ auf ihren bereits in den Rechtsschriften dargelegten gegenteiligen Standpunkten (vgl. act. 78 S. 6; act. 80 S. 4 f.; act. 81 S. 3 f.). Aus den Aussagen von E._____ geht zwar hervor, dass Vietnam und vietnamesische Produkte verschiedentlich thematisiert wurden. Er stellt sich indes auf den Standpunkt, dass er nie über eine Konzentration und damit einhergehende Risiken aufgeklärt worden sei. Gestützt auf die gegenteiligen Aussagen und unter Berücksichtigung der Interessen von H._____ und E._____ am Ausgang des vorliegenden Verfahrens kann nicht mit dem erforderlichen Regelbeweismass (vgl. Erw. 3.4.1.1.b.cc) eine Aufklärung von E._____ über die Konzentration in vietnamesische Anlagen angenommen werden. Wie gesehen, vermögen auch die von der Beklagten offerierten Urkunden eine Aufklärung der Klägerin über die Risiken eines konzentrierten Vi-

etnam-Engagements nicht zu beweisen. Eine informierte Genehmigung durch die Klägerin bzw. E._____ war damit nicht möglich. Der Beklagten war somit nur ein Engagement in Vietnam Anlagen im Rahmen der vereinbarten Anlagestrategie und der Bandbreite für Emerging Markets erlaubt. Für die Eingehung eines Klumpenrisikos oder die Verletzung der Bandbreiten fehlte ihr jedoch eine informierte Genehmigung der Klägerin. Entsprechend verletzte die Beklagte ihre Sorgfaltspflichten.

Die Klägerin behauptet weiter, die Beklagte habe sie nicht nur über die inhärenten Risiken nicht aufgeklärt, sondern habe sie diesbezüglich wiederholt und mehrfach in die Irre geführt. Sie verweist dazu auf verschiedene Korrespondenzen. Falsche oder irreführende Informationen sind letztlich keine Informationen. Wie gesehen, ist eine rechtsgenügende Information der Klägerin durch die Beklagte nicht bewiesen. Daher kann offengelassen werden, ob sie von der Beklagten in die Irre geführt wurde, zumal die Klägerin daraus auch nicht mehr ableitet als die fehlende Genehmigung.

Eine stillschweigende Genehmigung kann nur dann angenommen werden, wenn die Abweichung vom Vertrag für den Kunden ohne weiteres erkennbar ist. Entgegen der Ansicht der Beklagten ergibt sich weder das Total für die Vietnam-Anlagen noch dasjenige für die Emerging Markets ohne weiteres aus den Depotübersichten (act. 3/22; act. 3/34-41). Die (unbestrittenen) Berechnungen der Klägerin zeigen, dass das Total aus verschiedenen Positionen errechnet werden muss. Beim Fehlen einer Aufstellung der Wertschriften nach geographischer Herkunft ist dem Kunden jedoch nicht zuzumuten eine Vertragsverletzung anhand eigener Berechnungen festzustellen. Insbesondere bei Klumpenrisiken ist der Vermögensverwalter verpflichtet, den mit durchschnittlichem Wissen ausgestatteten Kunden aufzuklären. Wie sich noch zeigen wird (vgl. Erw. 3.5.2.), ist E._____ kein sach- und fachkundiger Anleger, sondern allenfalls ein interessierter Laie. Eine stillschweigende Genehmigung konnte somit vorliegend nicht ergehen.

d) Zwischenfazit

Nach dem Gesagten verletzte die Beklagte ihre Sorgfaltspflicht, indem sie die Anlagen im Depot der Klägerin zu stark auf den Markt in Vietnam konzentrierte. Sie missachtete dadurch das Diversifikationsgebot und ging ein Klumpenrisiko ein. Weiter überschritt die Beklagte während Jahren die gemäss Asset Allocation im Anhang zum Verwaltungs-Auftrag (Ziffer 3) (act. 3/21) vereinbarte Bandbreite von 10% bis 25% für Emerging Markets deutlich. Womit sie ebenfalls ihre Sorgfaltspflicht verletzte.

Der Beklagten gelang es nicht, zu beweisen, dass sie die Klägerin über die Risiken einer starken Konzentration in Vietnam Anlagen aufgeklärt hat. Mangels Information konnte die Klägerin das Vorgehen der Beklagten nicht rechtsgültig genehmigen.

3.4.2.3. Spezialwerte

a) Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin führt weiter aus, das sich in ihrem Depot befindliche Vermögen sei in erneuter Missachtung des Verbots von Klumpenrisiken bzw. des Diversifikationsgebots zu stark in Spezialwerte investiert worden. Zu den Spezialwerten zählten die Titel Arrowhead Research Corp., Hydrotec Ges. F. Wassertechnik, Acacia Research Corp. Technologies, Acacia Research Corp. Combimatrix und Local.com Corp. (act. 1 S. 30 f. Rz. 118; act. 19 S. 68 f. Rz. 290). Hinzu kämen Kiwibox.com, Cereplast, LBI International N.V., Synergy Pharmaceuticals und Sanguis Biotech Intl. (act. 19 S. 69 Rz. 290). Dazu seien (vorübergehend) Investitionen in die Spezialwerte Magnitude Information System (per 31. Dezember 2008-2009) und Matech Corp. (per 30. Juni 2009) gekommen (act. 19 S. 69 Rz. 291). Arrowhead Research sei nicht ausserhalb der normalen Asset-Allocation gelaufen, sondern sei ein Bestandteil davon gewesen (act. 19 S. 68 Rz. 288).

Die konkrete prozentuale (Risiko-)Exposition in die genannten Spezialwerte habe per 30. Juni 2007 13.47% Arrowhead, 3.51% Hydrotec, 6.65% (= Summe) Acacia und 5.21% Local.com betragen; per 31. Dezember 2007 10.49% Arrowhead, 4.68% Hydrotec, 2.99% Acacia und 3.75% Local.com; per 30. Juni 2008 8.91%

Arrowhead, 5.68% Hydrotec, 1.77% Acacia und 3.43% Local.com; per 31. Dezember 2008 7.92% Arrowhead, 10.53% Hydrotec, 3.07% Acacia und 3.79% Local.com; per 30. Juni 2009 2.66% Arrowhead, 6.22% Hydrotec, 5.70% Acacia und 5.77% Local.com; per 31. Dezember 2009 4.24% Arrowhead, 4.70% Hydrotec, 8.74% Acacia und 9.11% Local.com; per 31. Dezember 2010 4.23% Arrowhead, 4.54% Hydrotec, 4.90% Acacia und 3.98% Local.com; per 30. Juni 2011 2.29 % Arrowhead, 6.01% Hydrotec, 6.85% Acacia und 2.03% Local.com; per 31. August 2011 2.46% Arrowhead, 5.88% Hydrotec, 7.86% Acacia und 1.56% Local.com (act. 1 S. 31 Rz. 119).

Die konkrete prozentuale Exposition in die vorstehend aufgelisteten Spezialwerte habe per 30. Juni 2007 39.64%, per 31. Dezember 2007 32.43%, per 30. Juni 2008 28.82%, per 31. Dezember 2008 45.06%, per 30. Juni 2009 66.14%, per 31. Dezember 2009 44.88%, per 31. Dezember 2010 30.13%, per 30. Juni 2011 37.11% und per 31. August 2011 34.26% betragen (act. 19 S. 69 ff. Rz. 292).

Zu ergänzen sei die vorstehende Liste nun insoweit, als es sich auch bei den "Junior-"Minenunternehmen, in welche die Beklagte das Vermögen der Klägerin in teilweise erheblichem Ausmass investiert habe, um nichts anderes als weitere Small Caps gehandelt habe, sodass diese ebenfalls zur Spezialwerte-Quote gemäss vorstehender Aufstellung zu addieren seien (act. 19 S. 71 f. Rz. 293).

Die Aufstellung belege, dass angesichts hoher prozentualer Anteile ein erhebliches Klumpenrisiko in Spezialwerten, einerseits insgesamt und andererseits auf Einzeltitelebene, bestanden habe (act. 1 S. 32 Rz. 120). Würde man allein das Beiblatt Asset Allocation zum Massstab nehmen, hätte die Beklagte höchstens 35% des klägerischen Vermögens in Spezialwerte investieren dürfen (act. 19 S. 68 Rz. 289). Statt also der erwähnten 35%-Limite betreffend Spezialwerte nachzuleben, habe die Beklagte das Vermögen der Klägerin in einem derartigen Umfang in Spezialwerte investiert, dass in der Zeitperiode 30. Juni 2007 bis 31. August 2011 die prozentuale Quote der Spezialwerte insgesamt beinahe durchwegs über der 35%-Limite gelegen habe, teilweise sogar überaus deutlich (etwa per 30. Juni 2009 mit 66.14% Spezialwerte i.e.S.) (act. 19 S. 72 Rz. 294). Nebst der Bildung von Klumpenrisiken in Einzeltitel der Kategorie Spezialwerte,

welches für sich allein bereits ausreiche, um eine Sorgfaltspflichtverletzung (und damit eine Haftung) der Beklagten zu bejahen, sei somit ab dem 30. Juni 2007 bis zum 31. August 2011 auch die Spezialwerte-Bandbreite (teilweise überaus deutlich) verletzt worden (act. 19 S. 72 Rz. 295). Dazu komme auch hier, dass selbst eine maximale Ausnutzung dieser Bandbreite für Spezialwerte während längerer Zeit unzulässig gewesen wäre, da solches höchstens sporadisch geschehen dürfe. Mit anderen Worten sei es nicht die Meinung der Parteien gewesen, die Quote stets bzw. auch nur für längere Zeit am oberen Limit zu halten, denn die Beklagte sei zur Verfolgung einer substanzerhaltenden (ausgewogenen) Anlagestrategie (mit konservativer Ausrichtung) verpflichtet gewesen. Dem hätte eine andauernde bzw. länger dauernde Exposition von (auch "nur") 35% in Beteiligungspapiere von Spezialwerten entgegengestanden (act. 19 S. 72 f. Rz. 296).

Eine nachträgliche Genehmigung der Beklagten komme nicht in Frage. Der Klägerin bzw. E._____ hätten die erforderlichen spezifischen Sach- und Fachkenntnisse gefehlt, um die mit einer solchen Konzentration auf Spezialwerte insgesamt sowie auf einzelne Small Caps im Speziellen einher gegangenen (Konzentrations-/Klumpen-)Risiken zu erkennen. Eine diesbezügliche (korrekte) Aufklärung seitens der Beklagten sei nie erfolgt (act. 19 S. 73 Rz. 297).

b) Vorbringen der Beklagten

Die Beklagte erwidert, bei Ausklammerung der ausserhalb der normalen Asset-Allocation laufenden Arrowhead Research liege das Engagement in Spezialwerten am Gesamtdepot im Bereich der im Anhang zum Verwaltungs-Auftrag (Ziffer 3) festgehaltenen strategischen Asset Allocation und es bestehe auch kein signifikantes Klumpenrisiko bei Einzeltiteln (act. 13 S. 29 Rz. 60). Arrowhead könne nicht in die Asset Allocation einbezogen werden (act. 27 S. 44 Rz. 99).

Minenwerte seien in erster Linie mit dem Goldpreis korreliert und nicht mit Biotech- oder Technologiewerten und hätten deshalb nichts in den Spezialwerten zu suchen. Hinzu komme, dass die Bezeichnung "Junior-" Minenunternehmen zu Abgrenzungsproblemen führe und deshalb zwischen Emerging Producers und Producers zu unterscheiden sei. Es sei nicht nachvollziehbar, woher die Klägerin

die Behauptung betreffend maximale Ausnutzung der Bandbreite ableite, eine Bandbreite sei eine Bandbreite (act. 27 S. 45 Rz. 99). Auch im Bereich Spezialwerte hätten praktisch keine Umschichtungen stattgefunden. Die Veränderungen im Depotanteil seien also vornehmlich auf Veränderungen des Titelpurses und des Gesamtwertes des Depots zurückzuführen (act. 27 S. 44 Rz. 99). Die Position Matech per 30. Juni 2009 sei im Anschluss an die Besprechung vom 20. Januar 2009 mit E._____ zu USD 0.30 erworben worden. Bewerte man die Position Matech per 30. Juni 2009 zum Einstandskurs von USD 0.30 statt zur überhöhten Börsennotiz von USD 2.25, so mache diese Position 6.8% statt 34.0% des Depotwertes aus und der Depotanteil der Spezialwerte betrage dann noch 36.3% (act. 27 S. 44 f. Rz. 99).

Das Engagement in Spezialwerten sei vorgängig mit E._____ diskutiert und abgesprochen worden. Die Konzentration sei selbst für einen Laien, was E._____ mit Sicherheit nicht sei, augenfällig und sei an den regelmässigen Besprechungen der Anlagepolitik und des Depots diskutiert und entsprechende Fragen beantwortet worden (act. 13 S. 29 Rz. 59). In regelmässigen Abständen seien sowohl die Anlagestrategie, die Asset Allocation und die einzelnen Positionen besprochen worden. Positionsgrössen von über 30%, wie es sie an gewissen Stichdaten bei Arrowhead und Matech gegeben habe, müssten einem interessierten Anleger in die Augen gesprungen sein und zu entsprechenden Fragen geführt haben. Mit anderen Worten sei E._____ informiert gewesen und habe diese Positionen genehmigt (act. 27 S. 45 Rz. 99).

c) Würdigung

Nach der Klägerin sind die Titel Arrowhead Research Corp., Hydrotec Ges. F. Wassertechnik, Acacia Research Corp. Technologies, Acacia Research Corp. Combimatrix und Local.com Corp., Kiwibox.com, Cereplast, LBI International N.V., Synergy Pharmaceuticals, Sangui Biotech Ind., Magnitude Information System und Matech Corp. zu den Spezialwerten zu rechnen. Die Beklagte bestreitet lediglich den Einbezug der Arrowhead Aktien, welche ein Sonderinvestment darstellen. Betreffend die Frage, ob Arrowhead ein Sonderinvestment darstellte oder

nicht, kann auf die Erwägung 3.4.1.1.b.cc. verwiesen werden. Es ergab sich dort, dass die Arrowhead Aktien kein Sonderinvestment darstellten.

Im Allgemeinen (vgl. Erw. 3.4.2.1.) besteht bei Investitionen von über 5% in einen Einzeltitel (zumindest) ein Verdacht einer nicht hinreichenden Diversifikation. Die Klägerin macht nur für Titel Arrowhead, Hydratec, Arcacia und Local.com ein Klumpenrisiko geltend (act. 1 S. 31 Rz. 119 i.V.m. act. 19 S. 69 f. Rz. 291 f. und S. 72 Rz. 295). Der Anteil an Arrowhead-Titeln liegt ab 30. Juni 2007 bis 31. Dezember 2008 deutlich über 5%. Die Hydratec-Titel liegen per 30. Juni 2008, 30. Juni 2009, 30. Juni 2011 und 31. August 2011 leicht, per 31. Dezember 2008 deutlich über 5% (act. 3/22; act. 3/34-42). Weshalb sie die Arcacia-Titel per 30. Juni 2007 zusammenzählt, begründet die Klägerin nicht. Die Arcacia Technologies-Titel übersteigen die 5% per 30. Juni 2009, 31. Dezember 2009, 30. Juni 2011 und 31. August 2011 (act. 3/22; act. 3/34-42). Die Local.com-Titel stehen per 30. Juni 2007, 30. Juni 2009 und 31. Dezember 2009 über den 5% (act. 3/22; act. 3/34-42). Die Matech-Titel bildeten mit einem Anteil von 33.96% am Gesamtdepotwert per 30. Juni 2009 ein Klumpenrisiko (act. 3/37). Die Magnitude-Titel liegen per 31. Dezember 2008 mit 6.06% ebenfalls über dem Wert von 5% (act. 3/36-38). Demnach können Klumpenrisiken in Einzeltitel bejaht werden.

Im Anhang zum Verwaltungs-Auftrag (Ziffer 3) (act. 3/21) wurde eine Bandbreite von 10% bis 35% für Spezialwerte festgehalten. Aus den Berechnungen der Klägerin ergeben sich folgende Quoten für den Anteil an Spezialwerten: 39.64% per 30. Juni 2007, 32.43% per 31. Dezember 2007, 28.82% per 30. Juni 2008, 45.06% per 31. Dezember 2008, 66.14% per 30. Juni 2009, 44.88% per 31. Dezember 2009, 30.13% per 31. Dezember 2010, 37.11% per 30. Juni 2011 und 34.26% per 31. August 2011 (act. 3/22; act. 3/34-41). Abgesehen von der Einrechnung der Arrowhead Aktien bestreitet die Beklagte die Aufstellung und Berechnung der Klägerin nicht. Es ergibt sich daraus per 31. Dezember 2008, 30. Juni 2009 und 31. Dezember 2009 eine deutliche Überschreitung der vereinbarten Bandbreite und damit eine Verletzung der beklaglichen Sorgfaltspflicht.

Die Beklagte stellt auch hier nicht in Abrede, dass die Grenzwerte der vertraglichen Asset Allocation überschritten wurden, doch sei dies einerseits der günsti-

gen Kursentwicklung dieser Papiere zu verdanken, andererseits auf die Wertentwicklung des Gesamtdepots zurückzuführen. Dem fügt sie bezüglich der Position Matech eine Berechnung zum Einstandswert an. Allein damit sind die Ausführungen und Berechnungen der Klägerin jedoch nicht rechtsgenügend bestritten. Im Übrigen geht die Beklagte andernorts (vgl. z.B. act. 13 S. 20 Rz. 42 und 44 sowie act. 27 S. 20 Rz. 28 im Vergleich zu act. 3/22, act. 3/34 und act. 3/35) zur Berechnung des Prozentanteils der Depotwerte im Zusammenhang mit der Asset Allocation auch vom Prozentanteil bezüglich Kurswert und nicht bezüglich Einstandswert aus.

Die Klägerin will weiter auch die "Junior-"Minen-Titel zu den Spezialwerten gerechnet haben. Andernorts macht sie jedoch geltend, die (Junior-)Minen Titel seien als Energie-/Rohstoffwerte zu zählen (vgl. z.B. act. 19 S. 43 Rz. 183, S. 47 Rz. 200 und S. 73 f. Rz. 298 ff.). Junior-Minen-Titel können nicht gleichzeitig Spezialwerte und Energie-/Rohstoffwerte sein. Da die Klägerin mehrfach geltend macht, sie seien zu Letzteren zu zählen, sind sie bei den Spezialwerten nicht zu berücksichtigen.

Die Klägerin macht weiter geltend, dass selbst eine maximale Ausnutzung dieser Bandbreite für Spezialwerte während längerer Zeit unzulässig gewesen wäre, da solches höchstens sporadisch geschehen dürfe. Mit anderen Worten sei es nicht die Meinung der Parteien gewesen, die Quote stets bzw. auch nur für längere Zeit am oberen Limit zu halten, dem hätte die vereinbarte Anlagestrategie, das Risikoprofil von E._____ und die Weisungen der Klägerin entgegengestanden. Die Beklagte äussert sich dazu nicht weiter. Vorliegend wurde bereits erstellt, dass bezüglich einzelner Titel der Spezialwerte von der Beklagten ein Klumpenrisiko eingegangen und zudem die vereinbarte Bandbreite der vereinbarten Asset Allocation verletzt wurde, sodass eine Sorgfaltspflichtverletzung zu bejahen ist. Die Frage, ob zudem die Bandbreite über eine zu lange Zeit maximal ausgenutzt wurde, ist demnach nicht mehr entscheidend und kann daher offen gelassen werden.

Die Beklagte wendet ein, das Engagement in Spezialwerte (wie Arrowhead) sei vorgängig mit E._____ diskutiert und abgesprochen sowie an den regelmässi-

gen Besprechungen der Anlagepolitik und des Depots diskutiert und entsprechende Fragen beantwortet worden. Die Klägerin bestreitet eine diesbezügliche (korrekte) Aufklärung seitens der Beklagten und eine nachträgliche Genehmigung. Beweismittel offeriert die für das Vorliegen einer informierten Genehmigung beweispflichtige Beklagte an dieser Stelle nicht. Mangels eines entsprechenden Beweises ist deshalb davon auszugehen, dass keine Information erfolgte. Somit konnte die Klägerin das sorgfaltspflichtwidrige Vorgehen der Beklagten nicht genehmigen.

Die Klägerin bestreitet spezifische Sach- und Fachkenntnisse ihrerseits oder seitens von E._____. Wie sich in der nachstehenden Erwägung 3.5.2. zeigen wird, ist E._____ kein sach- und fachkundiger Anleger, sondern allenfalls ein interessierter Laie. Es mag der Beklagten zuzustimmen sein, dass einem interessierten Anleger Positionsgrössen von über 30%, wie es sie an gewissen Stichdaten bei Arrowhead und Matech gegeben habe, in die Augen springen müssen. Auch ergibt sich aus dem Depotauszug vom 30. Juni 2009 (act. 3/37) klar, dass die Position Matech 33.96% des Gesamtdepotwertes umfasste. Die Arrowhead Titel erreichten hingegen in der vorliegend relevanten Zeitperiode vom 30. Juni 2007 bis 31. August 2011 nicht 30% des Gesamtdepotwertes. Das Klumpenrisiko bezüglich der Anlagekategorie Spezialwerte und das Überschreiten der entsprechenden Bandbreite ergibt sich jedoch aus den beklagtischen Depotauszügen nicht ohne Weiteres, wie die Aufstellung und Berechnung der Klägerin zeigt, sodass diesbezüglich nicht von einer stillschweigenden Genehmigung ausgegangen werden kann und ein sorgfaltspflichtwidriges Handeln der Beklagten vorliegt.

d) Zwischenfazit

Nach dem Gesagten verletzte die Beklagte ihre Sorgfaltspflicht, indem sie die Anlagen im Depot der Klägerin zu stark auf Spezialwerte konzentrierte. Sie missachtete dadurch das Diversifikationsgebot und ging ein Klumpenrisiko ein. Sie ging auch bezüglich verschiedener Einzeltitel ein Klumpenrisiko ein. Weiter überschritt die Beklagte zeitweise die gemäss Asset Allocation im Anhang zum Verwaltungs-Auftrag (Ziffer 3) (act. 3/21) vereinbarte Bandbreite von 10% bis 35% für Spezialwerte deutlich, womit sie ebenfalls ihre Sorgfaltspflicht verletzte.

Die Beklagte hat die Klägerin über die Risiken einer starken Konzentration in Spezialwerte nicht aufgeklärt. Mangels Information konnte die Klägerin das Vorgehen der Beklagten nicht rechtsgültig genehmigen. Aufgrund der fehlenden Sach- und Fachkenntnisse der Klägerin bzw. E._____ kann auch keine stillschweigende Genehmigung angenommen werden.

3.4.2.4. Rohstoffe

a) Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin macht alsdann geltend, durch übermäßige Investitionen in Rohstoff- (insbesondere Gold-) und Minenanlagen sei ein weiteres Klumpenrisiko aufgebaut worden, bestehend aus den Titeln Com. Royal Oak Mines Inc., Pacific North West Capital Corp., Jaguar Mining Inc., Hecla Mining, Kinross Gold Corp., European Goldfields Ltd., Avoca Resources, Andina Minerals Inc., Guyana Goldfields Inc., InterOil Corp., Silvercorp Metals Inc., Alacer Gold Corp., Coeur d'Alene Mines Corp., Harmony Gold Mining Co Ltd. (act. 1 S. 32 Rz. 122). Dazu komme, dass zwei der aufgelisteten Titel, nämlich Alacer Gold Corp. und European Goldfields Ltd., bereits massgeblicher Teil des Portefeuilles der Beteiligungsgesellschaft T._____ gewesen seien, deren Aktien bekanntlich ihrerseits wiederum im Depot der Klägerin gelegen hätten, was das Klumpenrisiko insoweit noch mehr erhöht habe (act. 1 S. 33 Rz. 123). Zusätzlich habe die Beklagte ausserdem einzelne strukturierte Produkte in das Depot der Klägerin gelegt, deren Basiswert (Underlying) ebenfalls einen Bezug zu Rohstoffen bzw. Minen aufgewiesen habe, was das Klumpenrisiko in Rohstoff- und Minenanlagen noch weiter erhöht habe, nämlich Goldman Sachs Gold Excess 100% Protected (Goldmann Sachs Gold), Commodity Booster SG, und Platin-Note BoA-ML-2014 (bzw. Capital Protected Note Merrill Lynch (etc.) on Platinum) (act. 1 S. 33 Rz. 124). Das (Klumpen-)Risiko sei zwischenzeitlich noch zusätzlich durch die Investition in Hebelprodukte erhöht worden, welche sich ebenfalls auf Basiswerte mit Rohstoff-Charakter stützten, nämlich SG Hebelprodukt auf Gold und Option S&P GSCI Natural Gas I (act. 1 S. 33 Rz. 125).

Die prozentualen (Risiko-)Expositionen der vorstehend aufgelisteten Rohstoff-/Minenaktien und -produkte (d.h. Basiswert mit Rohstoff-/Minenbezug) insgesamt,

deren Summe sich anhand der prozentualen Anteile der einzelnen Anlagen per jeweiligen Halbjahres-Stichtag, unter Zugrundelegung der zugehörigen Depotübersichten bzw. Vermögensverzeichnisse errechnen, betrage 23.02% per 30. Juni 2007 (18.93% Edelmetalle + 4.09% Goldman Sachs Gold), 36.28% per 31. Dezember 2007 (18.63% Edelmetalle + 9.91% Goldman Sachs Gold + 7.74% Commodity Booster SG), 57.02% per 30. Juni 2008 (29.03% Edelmetalle + 13.15% Goldman Sachs Gold + 10.80% Commodity Booster SG + 4.04% SG Hebelprodukt auf Gold), 6.94% per 31. Dezember 2008 (6.94% Edelmetalle), 7.78% per 30. Juni 2009 (4.99% Edelmetalle + 2.79% Option S&P GSCI Natural Gas I), 15.14% per 31. Dezember 2009 (15.14% Edelmetalle), 31.46% per 31. Dezember 2010 (26.10% Energie-/Rohstoffwerte + 5.36% Platin-Note BoA-ML-2014), 42.39% per 30. Juni 2011 (36.83 % Energie-/Rohstoffwerte + 5.56% Platin-Note BoA-ML-2014) und 44.07% per 31. August 2011 (25.61% Aktien & ähnl. Anlagen Kanada + 4.75% Harmony Gold Mining Co Ltd. + 4.53% Hecla Mining + 3.88% Coeur d'Alene Mines Corp. + 5.30% Capital Protected Note Merrill Lynch (etc.) on Platinum) (act. 1 S. 33 f. Rz. 126).

Diese Aufstellung belege, dass erstens angesichts zumeist hoher zweistelliger Prozentwerte ein enormes Klumpenrisiko in Rohstoff-/Minenaktien und -produkte bestanden habe, zweitens durch die zusätzlich stark Kanada-orientierte Investitionspolitik der Beklagten ein weiteres Klumpenrisiko betreffend das Land Kanada geschaffen worden sei und drittens belege der starke Rückgang des prozentualen Anteils im 2. Halbjahr 2008 von 57.02% auf 6.94% den (u.a.) durch dieses Klumpenrisiko verursachten Wertzerfall in dieser Halbjahres-Periode. Dies habe die Beklagte jedoch nicht daran gehindert, ab dem 30. Juni 2009 erneut ein entsprechendes Klumpenrisiko aufzubauen: von 7.78% per 30. Juni 2009 bis auf 44.07% per 31. August 2011, sodass per Datum des Widerrufs des VV-Vertrages wiederum fast die Hälfte des klägerischen Vermögens in Rohstoff-/Minenanlagen investiert gewesen sei (act. 1 S. 34 f. Rz. 127 f.).

Die Beklagte habe sich auch betreffend Rohstoff-/Minenpapiere nicht an die vertraglichen Vorgaben gehalten. Nähme man allein das Beiblatt Asset Allocation zum Massstab, hätte die Beklagte höchstens 25% des klägerischen Vermögens in

Energie-/Rohstoffwerte investieren dürfen (act. 19 S. 73 Rz. 298 f.). Stattdessen hätten die Investitionen in die aufgeführten Anlagen und Finanzinstrumente mit Rohstoff-/Minenbezug zwischen dem 30. Juni 2007 und dem 31. August 2011 zu einer Exposition in Rohstoff- und insbesondere Minenaktien geführt, die grösstenteils stets über der 25%-Limite gelegen habe, teilweise sogar sehr deutlich, etwa 57.02% per 30. Juni 2008 oder 44.07% per 31. August 2011 (act. 19 S. 74 Rz. 300). Nebst der Bildung eines entsprechenden Klumpenrisikos Rohstoff-/Minenaktien und -produkte, welches für sich allein bereits ausreiche, um eine Sorgfaltspflichtverletzung der Beklagten zu bejahen, seien somit während der gesamten massgeblichen Zeitperiode 30. Juni 2007 bis 31. August 2011 auch die im Beiblatt Asset Allocation vorgesehene Bandbreite für Energie-/Rohstoffwerte verletzt worden. Lediglich per 31. Dezember 2008 bis 31. Dezember 2009 sei das Risiko in Schranken geblieben, jedoch anschliessend, unbeirrt von den Verwerfungen in der 2. Jahreshälfte 2008, wieder aufgebaut worden (act. 19 S. 74 Rz. 301).

Dazu komme, dass eine maximale Ausnutzung der Bandbreite für Energie-/Rohstoffwerte während längerer Zeit unzulässig gewesen sei, da solches höchstens sporadisch geschehen dürfe. Mit anderen Worten sei es nicht die Meinung der Parteien gewesen, die Quote stets bzw. auch nur für längere Zeit am oberen Limit zu halten, denn die Beklagte sei zur Verfolgung einer substanzerhaltenden (ausgewogenen) Anlagestrategie mit konservativer Ausrichtung verpflichtet gewesen. Dem hätte eine andauernde bzw. länger dauernde Exposition von (auch "nur") 25% in Energie-/Rohstoffwerte entgegengestanden (act. 19 S. 74 f. Rz. 302).

Eine nachträgliche Genehmigung der Beklagten komme auch hier nicht in Frage. Einerseits hätten der Klägerin bzw. E._____ die erforderlichen spezifischen Sach- und Fachkenntnisse gefehlt, um die mit einer solchen Konzentration auf Minenaktien einher gegangenen Risiken zu erkennen. Andererseits habe die Beklagte gerade nicht dazu beigetragen, dass sich die Klägerin dieser Risiken bewusst geworden wäre, im Gegenteil sei die Klägerin von der Beklagten nie adäquat und hinreichend über die depotinhärenten Risiken aufgeklärt worden. Das gelte auch und gerade mit Bezug auf Minenaktien. Denn diese seien der Klä-

gerin als Portfolio Insurance verkauft worden, was Minenaktien aber gemäss anerkannter ökonomischer Anschauung nachgerade nicht seien (act. 19 S. 75 Rz. 304 f.).

b) Vorbringen der Beklagten

Die Beklagte verweist auf ihre Ausführungen über die Besonderheiten dieser Anlagen, die ein diesbezügliches Schwergewicht rechtfertigten (act. 13 S. 29 Rz. 61). Die Klägerin ordne die Goldminenpapiere der Klasse Energie- und Rohstoffwerte zu. Rohstoffwerte würden allgemein als Alternative Investments bezeichnet. Die Beklagte unterscheide zwischen Rohstoffen, welche konjunkturabhängig seien und demzufolge mit Industriewerten korrelierten (Energie- und Basis- oder Industriemetalle aber auch z.B. Palladium) und andererseits Edelmetallen (insbesondere Gold), welche als "safe haven" betrachtet würden und eine geringe Korrelation zu den wichtigen Aktienindizes aufwiesen. Die Goldminenwerte seien entsprechend im alten Portfoliomanagementsystem unter Edelmetalle gebucht und der Klasse Alternative Strategien zugerechnet worden (strategische Allokation 10-40%), andere Rohstoffwerte seien den Energie- und Rohstoffwerten (strategische Allokation 10-25%) zugerechnet worden. Die Klägerin behaupte, dass per 30. August 2008 57.02% des Depots in Rohstoff- und Minenwerten angelegt gewesen seien. In der Klasse Edelmetalle (via Goldminenwerte und ein Produkt auf Gold) seien es per 30. Juni 2008 aber lediglich 29.03% gewesen. Selbst wenn man kapitalgarantierte Produkte mit Gold- bzw. Rohstoffbezug hinzuzählen würde (was sachlich falsch sei), komme man auf 52.98%. Mit anderen Worten konstruiere die Klägerin Überschreitungen, indem sie nach eigenem Gutdünken neue Klassenabgrenzungen bilde (act. 27 S. 45 f. Rz. 100).

Die monierte Konzentration auf Kanada entspreche nicht den Tatsachen. Es sei bekannt, dass Toronto die Hauptbörse von Rohstofftiteln ganz allgemein und Goldminenwerten im Besonderen sei. Um einen besseren Zugang zum Kapitalmarkt zu haben, werde deshalb für viele Projekte eine Gesellschaft mit Sitz und Listing in Kanada gewählt, auch wenn das Projekt oder die Tätigkeit des Unternehmens in einem ganz anderen Teil der Welt sei, d.h. es handle sich um reine Sitzgesellschaften (act. 13 S. 29 Rz. 62).

Das Engagement in Goldminenwerte (als "Portfolio-Insurance") sei vorgängig mit E._____ diskutiert und abgesprochen worden. Die Konzentration sei selbst für einen Laien, was E._____ mit Sicherheit nicht sei, augenfällig und sei an den regelmässigen Besprechungen der Anlagepolitik und des Depots diskutiert und entsprechende Fragen beantwortet worden (act. 13 S. 29 Rz. 59).

c) Würdigung

Im Anhang zum Verwaltungs-Auftrag (Ziffer 3) (act. 3/21) wurde eine Bandbreite von 10% bis 25% für Energie-/Rohstoffwerte festgehalten. Selbst wenn nach der Beklagten ein Schwergewicht gerechtfertigt wäre, hat sie sich an die in der Asset Allocation vereinbarten Bandbreiten zu halten, ausser es wäre eine abweichende Vereinbarung erfolgt, welche sie zu behaupten und zu beweisen hätte.

Die Klägerin will die Edelmetallwerte zu den Energie-/Rohstoffwerten zählen, nach der Beklagten sind sie zu den Alternativen Strategien zu rechnen. Betreffend diese Frage kann auf die Erwägung 3.4.1.1. verwiesen werden. Es ergab sich dort, dass die Edelmetallwerte zu den Energie-/Rohstoffwerten und nicht zu den Alternativen Strategien zu rechnen sind.

Die Klägerin macht geltend, Alacer Gold Corp. und European Goldfields Ltd. Titel seien bereits massgeblicher Teil des Portefeuilles der Beteiligungsgesellschaft T._____ gewesen, deren Aktien ebenfalls im klägerischen Depot gelegen hätten, was das Klumpenrisiko noch mehr erhöht habe. Doch unterlässt es die Klägerin anzugeben, welche Anteile der T._____ auf Alacer Gold Corp. und European Goldfields Ltd. Titel fallen. Sie führt auch nicht aus, inwiefern sich der Prozentsatz der Energie-/Rohstoffwerte im Vergleich zum Depotwert erhöht. Zudem hat die Klägerin T._____ Investments selbst vollumfänglich den Emerging Markets zugerechnet. Eine Anlage kann nicht doppelt berücksichtigt werden. Eine Aufteilung hat die Klägerin wie gesagt nicht vorgenommen. Folglich kann auf dieses Vorbringen nicht weiter eingegangen werden.

Die Klägerin bezeichnet selbst Goldman Sachs Gold, Commodity Booster SG, und Platin-Note BoA-ML-2014 bzw. Capital Protected Note Merrill Lynch (etc.) on Platinum als strukturierte Produkte. Nur weil der Basiswert (Underlying)

(allenfalls) einen Bezug zu Rohstoffen bzw. Minen aufweist, verändert dies die Art des Produktes nicht. Die erwähnten strukturierten Produkte werden somit nicht zu Beteiligungspapieren (Aktien). Die Klägerin hat denn auch bezüglich der Aktienquote nicht geltend gemacht, die erwähnten strukturierten Produkte seien dazuzuzählen (vgl. Erw. 3.4.1.1.). Auch in den Depotübersichten wurden diese Produkte den Wandelanleihen bzw. strukturierten Produkten bzw. Obligationen und ähnliche Anlagen zugerechnet (act. 3/22; act. 3/34+35; act. 3/39+40). Die Klägerin scheint hier in der Tat eine Überschreitung der Gewichtung konstruieren zu wollen. Dasselbe gilt für die Hebelprodukte. Wobei hier anzumerken ist, dass die 4.04% SG Hebelprodukt auf Gold in der Depotübersicht vom 30. Juni 2008 (act. 3/35) bereits den Edelmetallen zugerechnet ist und somit selbstverständlich nicht ein zweites Mal gewertet werden darf.

Da die Edelmetallwerte den Energie-/Rohstoffwerten zuzuordnen sind (vgl. Erw. 3.4.1.1. und insbesondere act. 64 S. 5 f., S. 12 f.), betragen die Prozentanteile am Gesamtdepotwert per 30. Juni 2007 18.93% (act. 3/22), per 31. Dezember 2007 18.63% (act. 3/34), per 30. Juni 2008 29.03% (act. 3/35), per 31. Dezember 2008 6.94% (act. 3/36), per 30. Juni 2009 4.99% (act. 3/37), per 31. Dezember 2009 15.14% (act. 3/38), per 31. Dezember 2010 26.10% (act. 3/39), per 30. Juni 2011 36.83% (act. 3/40), und per 31. August 2011 38.77% (25.61% "Aktien & ähnl. Anlagen Kanada" + 4.75% "Harmony Gold Mining Co Ltd." + 4.53% "Hecla Mining" + 3.88% "Coeur d'Alene Mines Corp.") (act. 3/41).

Somit wurde die vertraglich vereinbarte Bandbreite für Energie-/Rohstoffwerte per 30. Juni 2008, 31. Dezember 2010, 30. Juni 2011 und 31. August 2011 überschritten und es liegt entsprechend eine Sorgfaltspflichtverletzung der Beklagten vor. Per 31. Dezember 2008 und 30. Juni 2009 wurden die Bandbreiten unterschritten, doch wird dies von der Klägerin nicht als Vertragsverletzung geltend gemacht.

Die Klägerin macht weiter geltend, dass eine maximale Ausnutzung dieser Bandbreite für Energie-/Rohstoffwerte während längerer Zeit unzulässig gewesen wäre, da solches höchstens sporadisch geschehen dürfe. Mit anderen Worten sei es nicht die Meinung der Parteien gewesen, die Quote stets bzw. auch nur für

längere Zeit am oberen Limit zu halten, dem hätte die vereinbarte Anlagestrategie, das Risikoprofil von E._____ und die Weisungen der Klägerin entgegengestanden. Die Beklagte äussert sich dazu nicht weiter. Vorliegend wurde bereits erstellt, dass bezüglich der Energie-/Rohstoffwerte die vereinbarte Bandbreite der vereinbarten Asset Allocation von der Beklagten verletzt wurde, sodass eine Sorgfaltspflichtverletzung zu bejahen ist. Die Frage, ob zudem auch die Bandbreite über eine zu lange Zeit maximal ausgenutzt wurde, ist demnach nicht mehr zu entscheiden und kann daher offen gelassen werden.

Die Klägerin bringt zudem vor, durch die zusätzlich stark Kanada-orientierte Investitionspolitik der Beklagten sei ein weiteres Klumpenrisiko betreffend das Land Kanada geschaffen worden. Sie legt indes nicht dar, welche der erwähnten Rohstoff-/Minentitel ein solches Klumpenrisiko bildeten, weshalb darauf nicht weiter eingegangen werden kann.

Die Beklagte führt aus, das Engagement in Goldminenwerte (als "Portfolio-Insurance") sei vorgängig mit E._____ diskutiert und abgesprochen worden. Die Klägerin bestreitet eine adäquate und hinreichende Aufklärung seitens der Beklagten und eine nachträgliche Genehmigung. Die Minenaktien seien der Klägerin als Portfolio Insurance verkauft worden, was sie aber nicht seien. Beweismittel offeriert die für das Vorliegen einer informierten Genehmigung beweispflichtige Beklagte an dieser Stelle nicht. Mangels eines entsprechenden Beweises ist deshalb davon auszugehen, dass keine Information erfolgte. Somit konnte die Klägerin das sorgfaltspflichtwidrige Vorgehen der Beklagten nicht genehmigen.

Nach der Beklagten sei die Konzentration selbst für einen Laien, was E._____ mit Sicherheit nicht sei, augenfällig gewesen. Die Klägerin bestreitet spezifische Sach- und Fachkenntnisse ihrerseits oder seitens von E._____. Wie sich aus nachstehender Erwägung 3.5.2. zeigen wird, ist E._____ kein sach- und fachkundiger Anleger, sondern allenfalls ein interessierter Laie. Das Klumpenrisiko bezüglich Rohstoffe-/Minentitel ergibt sich nicht ohne Weiteres aus den beklaglichen Depotauszügen, wie die Aufstellung und Berechnung der Klägerin zeigt, sodass diesbezüglich nicht von einer stillschweigenden Genehmigung ausgegangen werden kann und ein sorgfaltspflichtwidriges Handeln der Beklagten vorliegt.

d) Zwischenfazit

Nach dem Gesagten verletzte die Beklagte ihre Sorgfaltspflicht, indem sie die Anlagen im Depot der Klägerin zu stark auf Rohstoffe konzentrierte und dabei zeitweise die gemäss Asset Allocation im Anhang zum Verwaltungs-Auftrag (Ziffer 3) (act. 3/21) vereinbarte Bandbreite von 10% bis 25% für Rohstoffe überschritt.

Die Beklagte hat die Klägerin über die Risiken einer starken Konzentration in Rohstoffe nicht aufgeklärt. Mangels Information konnte die Klägerin das Vorgehen der Beklagten nicht rechtsgültig genehmigen. Aufgrund der fehlenden Sach- und Fachkenntnisse der Klägerin bzw. E._____ kann auch keine stillschweigende Genehmigung angenommen werden.

3.4.2.5. Währungen und Liquidität

a) Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin bringt vor, im VV-Vertrag Nr. 2 vom 16. April 2004 sowie im VV-Vertrag Nr. 3 vom 9. November 2004 sei als Referenzwährung Schweizer Franken vereinbart worden (act. 19 S. 75 Rz. 306 f.). Im Rahmen einer ausgewogenen Anlagestrategie müsse der Anteil an der Referenzwährung praxisgemäss stets mindestens 50% betragen. Vorliegend sei dies jedoch nicht der Fall gewesen. Entsprechend bleibe der Beklagten kein Raum für eine (substantiierte) Bestreitung. Vielmehr wolle die Beklagte mehrere Rechtfertigungsgründe ins Feld führen (Währungsmanagement, Absicherung, wirtschaftliche Betrachtungsweise, Absprache mit E._____'), welche jedoch sämtliche nicht verfangen (act. 1 S. 36 Rz. 131; act. 19 S. 76 Rz. 308).

Im Depot der Klägerin sei der zulässige Fremdwährungsanteil von 50% während der gesamten Zeitperiode allein durch die Investitionen in US Dollar erheblich überschritten worden. Die nachstehend aufgeführten, prozentualen Anteile in Fremdwährungen stellten daher eine Vertragsverletzung dar (act. 1 S. 36 Rz. 132). Durch übermässige Investitionen in Fremdwährungen, insbesondere (aber nicht nur) in den US Dollar sei ein weiteres Klumpenrisiko aufgebaut worden. Die konkrete prozentuale (positive) Exposition in Fremdwährungen per jeweiligem Halbjahres-Stichtag (aufgeteilt nach Fremdwährung, jeweils summiert) be-

trage: per 30. Juni 2007: 78.31% USD, 8.96% EUR, 8.83% kanadische Dollar, 6.27% Schwedische Kronen; per 31. Dezember 2007: 101.33% USD, 11.32% EUR, 1.94% kanadische Dollar, 3.73% Schwedische Kronen; per 30. Juni 2008: 105.52% USD, 16.68% EUR, 1.84% kanadische Dollar, 3.31% Schwedische Kronen; per 31. Dezember 2008: 79.88% USD, 18.9% EUR, 1.05% kanadische Dollar, 3.83% Schwedische Kronen; per 30. Juni 2009: 104.01% USD, 10.05% EUR, 0.95% kanadische Dollar, 2.92% Schwedische Kronen; per 31. Dezember 2009: 109.6% USD, 10.35% EUR, 2.78% kanadische Dollar, 4.37% Schwedische Kronen; per 31. Dezember 2010: 78.91% USD, 10.96% EUR, 11.28% kanadische Dollar, 3.41% australische Dollar; per 30. Juni 2011: 64.6 % USD, 11.5% EUR, 19.8% kanadische Dollar; per 31. August 2011: 63.1% USD, 10.7% EUR, 22.1% kanadische Dollar, 4.1% südafrikanische Rand (ZAR) (act. 1 S. 35 f. Rz. 130).

Die Argumentation der Beklagten, eine Titelauswahl nach dem Gesichtspunkt einer ausgewogenen Währungsverteilung mache bei der Anlage in Realwerten und insbesondere Unterbewertungssituationen wenig Sinn, füge sich nahtlos in das Bild der beklagten Vermögensverwaltung per und ab 30. Juni 2007 ein, nämlich die Verfolgung einer komplett von den vertraglichen Vorgaben und dem bestehenden Risikoprofil über E._____ losgelösten, stark aktienbasierten und damit völlig unausgewogenen Konzentrationsstrategie. Die Beklagte sei jedoch auch an dieser Stelle daran zu erinnern, dass eine solche Strategie gerade nie vereinbart worden sei. Also hätte bereits aus diesem Grund das Währungsmanagement gänzlich anders aussehen sollen, nämlich eine von allem Anfang an diversifizierte und ausgewogene Investition sowohl in Nominal- als auch Realwerte, wovon zumindest 50% in der Referenzwährung CHF (act. 19 S. 79 Rz. 319). Gerade weil der USD die Bewertungswährung der von der Beklagten angeführten Anlagen gewesen sei, hätte die Beklagte der hierdurch entstandenen Exposition in USD ein besonderes Augenmerk zukommen lassen sollen (act. 19 S. 79 Rz. 320).

Eine USD-Absicherung mittels Kreditgeschäften/Terminkontrakten sei bereits gemessen an den vertraglichen Vorgaben nicht zulässig gewesen, siehe doch das Beiblatt Asset Allocation für Liquidität eine strategische Bandbreite von 0-20% vor (act. 19 S. 76 Rz. 309). Zwar habe zwischen der Depotbank (damals noch Bank

G._____) und der Klägerin offenbar ein Kreditrahmenvertrag datiert vom 2. Dezember 2006 bestanden. Seitens der Klägerin sei der Vertrag jedoch vom mandatsführenden Verwaltungsrat der Beklagten, H.____ unterzeichnet worden (act. 19 S. 76 Rz. 310). Die Beklagte habe sich also eigenhändig und eigenständig einen Kreditrahmen zu Lasten der Klägerin verschafft. E.____ habe hiervon (zum damaligen Zeitpunkt) weder Kenntnis erhalten noch hierzu seine Zustimmung erteilt (act. 19 S. 76 Rz. 311).

Noch schwerer wiege jedoch, dass die Beklagte durch den Aufbau erheblicher Soll-Positionen und den Abschluss von Termingeschäften die für die Liquidität zur Verfügung stehende Bandbreite erneut durchbrochen, mithin verletzt habe, diesmal "gegen unten", und sich damit eine weitere Pflicht-/Weisungsverletzung habe zuschulden kommen lassen. Dies ergebe sich aus folgenden, stets in erheblichem Ausmass im Minus liegenden prozentualen Quoten betreffend Liquidität sowie betreffend Devisenterminkontrakte im Depot der Klägerin in der massgeblichen Zeitperiode 30. Juni 2007 bis 31. August 2011: per 30. Juni 2007 -10.17% Liquide Mittel sowie -25.79% Summe Devisenkontrakte, per 31. Dezember 2007 -27.60% Liquide Mittel sowie -25.90% US Dollar Devisenkontrakte, per 30. Juni 2008 -39.86% Liquide Mittel sowie -23.24% US Dollar Devisenkontrakte, per 31. Dezember 2008 -12.29% Liquide Mittel sowie -86.32% US Dollar Devisenkontrakte, per 30. Juni 2009 -19.36% Liquide Mittel sowie -59.59% US Dollar Devisenkontrakte, per 31. Dezember 2009 -26.27% Liquide Mittel sowie -76.97% US Dollar Devisenkontrakte, per 31. Dezember 2010 -7.56% Liquidität sowie -60.97% (= -45.06% Devisentermin USD (Anfang Monat 10.02.2011) zzgl. -15.91% Devisentermin USD (Mitte Monat 16.03.2011)), per 30. Juni 2011 -20.50% Liquidität sowie -66.13 (= -48.43% Devisentermin USD (Anfang Monat 10.08.2011) zzgl. -17.70% Devisentermin USD (Mitte Monat 16.09.2011)), per 31. August 2011 -15.83% (= -11.36% Liquidität zzgl. -4.47% G/V aus pend. Terminkontrakten) (act. 19 S. 44 Rz. 190 und S. 76 ff. Rz. 312).

Auch in diesem Punkt zeige sich, dass die Beklagte ab dem 30. Juni 2007 schlicht ihre eigene Strategie verfolgt habe, ohne Rücksicht auf die vertraglichen Absprachen mitsamt dem (konservativen) Risikoprofil über E.____. Hätte nämlich die

Beklagte das ihr zur Verwaltung anvertraute Vermögen der Klägerin pflichtgemäss, d.h. ausgewogen (auch) in CHF-Anlagen und Finanzinstrumente investiert, statt in risikoerhöhte Fremdwährungsanlagen, wäre eine entsprechende Absicherung gegen ebensolche Fremdwährungsrisiken überhaupt nicht notwendig gewesen, jedenfalls nicht in diesem Ausmass (act. 19 S. 79 Rz. 318). Somit sei auch unter dem Titel übermässig hohes Fremdwährungsengagement zu konstatieren, dass die Beklagte ihren Pflichten aus den VV-Verträgen Nr. 2 und 3 nicht nachgekommen sei, sondern auch insoweit diese beiden Verträge verletzt habe (act. 19 S. 80 Rz. 322; act. 1 S. 37 Rz. 134 f.).

Schliesslich werde auch diesbezüglich bestritten, dass das hohe Fremdwährungs-/USD-Engagement in Absprache mit der Klägerin bzw. E._____ erfolgt sei, zumal die Klägerin bzw. E._____ auch hier die Risiken mitsamt der Kosten einer solchen kreditfinanzierten "Absicherungs"-Strategie mangels hinreichender und korrekter Aufklärung der Beklagten nicht habe erkennen können (act. 19 S. 79 f. Rz. 321).

b) Vorbringen der Beklagten

Die Beklagte führt aus, es sei falsch, anzunehmen, dass ein Klumpenrisiko US-Dollar bestanden habe. Bei der Berechnung des Fremdwährungsengagements müsse die wirtschaftliche Betrachtungsweise angewandt werden: Nicht die Bewertungswährung bzw. die Währung, in welcher ein Titel gehandelt werde, sei entscheidend, sondern das Tätigkeitsgebiet. So würden z.B. die meisten in Asien anlegenden Fonds in USD bewertet, wirtschaftlich betrachtet lege man aber in entsprechenden Landeswährungen an (act. 27 S. 47 Rz. 104). Die Anlagen des T._____ lägen z.B. nicht im USD-Raum, sondern in Europa, der USD sei lediglich Bewertungswährung. Zu einem guten Teil gelte dies auch für L._____ sowie die Vietnam Fonds. Die Vietnam Fonds würden z.B. in Vietnam und damit in vietnamesischen Dong (VND) anlegen. Weil diese Fonds aber im Ausland aufgelegt und an der Börse von London und teilweise Frankfurt gehandelt würden, werde der Net Asset Value (NAV) in USD berechnet, d.h. die VND-Anlagen würden zum Tageskurs in USD umgerechnet. Die Vietnam Fonds seien wirtschaftlich betrachtet keine USD-Anlagen (act. 13 S. 30 Rz. 62)

Bei der Anlage in Nominalwerten mache es Sinn, eine Währungsdiversifikation zu verfolgen. Bei der Anlage in Realwerten und insbesondere bei Unterbewertungssituationen mache es wenig Sinn, die Titelauswahl nach dem Gesichtspunkt einer ausgewogenen Währungsverteilung vorzunehmen. Dem Währungsrisiko (massgebliche Abweichung der Anlage- von der Referenzwährung) sei vielmehr durch ein entsprechendes Währungsmanagement Rechnung zu tragen. Dies habe die Beklagte im vorliegenden Fall auch getan und das USD-Risiko dadurch stark reduziert, dass das USD-Engagement in USD kreditfinanziert und/oder durch eine Hedging-Strategie (USD-Verkäufe gegen die Referenzwährung CHF) abgesichert worden sei (act. 13 S. 30 Rz. 62).

Die älteste Kreditbestätigung der Bank (seinerzeit C._____) datiere vom 4. Oktober 1994, d.h. während praktisch der ganzen Dauer des Mandates sei Kredit in Anspruch genommen worden. Wer vor 18 Jahren die Kreditvereinbarung unterzeichnet habe, lasse sich nicht mehr nachvollziehen. Die Ermächtigung dazu sei Bestandteil der Verwaltungsvollmacht, weshalb die Beklagte in späteren Jahren Änderungen der Kreditvereinbarungen bestätigt habe. Die über so viele Jahre andauernde Kreditbenutzung sei E._____, einem interessierten Anleger, bekannt gewesen (act. 27 S. 46 Rz. 101 f.). Die weitere Erhöhung des Kredits auf CHF 2'000'000 sei durch die Beklagte bestätigt worden. Diese Erhöhung habe darin begründet gelegen, dass die Beklagte Anlagen in USD bewusst unter Inanspruchnahme eines USD-Kredit getätigt habe, um auf diese Weise eine Erhöhung des Währungsrisikos zu vermeiden, denn dadurch, dass einer Anlage ein Kredit in der gleichen Währung gegenübersteht, werde das Währungsrisiko auf die Bank ausgelagert. Dieses Vorgehen/Strategie sei mit E._____ verschiedentlich im Zusammenhang mit dem USD-Risiko besprochen worden (act. 27 S. 47 Rz. 102). Ein grosser Teil der Kreditbenutzung habe zur Vermeidung von Fremdwährungsrisiken ("währungskongruente Finanzierung") gedient. Betrachte man die langfristige Entwicklung des USD gegen die Referenzwährung CHF, so seien Währungsabsicherungen ein absolutes Muss gewesen (act. 27 S. 47 Rz. 103). Dass es im 4. Quartal zu einer Unterdeckung – nicht eine von der Beklagten angeführte Überschreitung der Kreditlimite – gekommen sei, sei darauf zurückzuführen, dass die CS aufgrund der stark erhöhten Volatilität an den Börsen nach dem Zusam-

menbruch von Lehman Brothers die Belehnungswerte stark reduziert oder ganz gestrichen habe (act. 27 S. 47 Rz. 105). Die Entwicklung des USD und das USD-Engagement sowie die Absicherung desselben sei ein Dauerthema in den Rechenschaftsberichten wie auch der anschliessenden Besprechung derselben gewesen (act. 13 S. 29 f. Rz. 62). Selbst ein nicht interessierter Anleger werde bei Durchsicht der jedem Rechenschaftsbericht beigelegten Depotübersicht sofort erkennen, dass eine Kreditverpflichtung bestanden habe. Die Kreditbestätigungen seien zudem dem Kunden zugestellt worden (act. 27 S. 47 Rz. 103).

Aus dem Gesagten werde ersichtlich, dass die Beklagte hinsichtlich des Engagements in Fremdwährungen kein pflichtwidriges mit dem Kunden nicht abgesprochenes Klumpenrisiko eingegangen sei (act. 13 S. 32 Rz. 63).

c) Würdigung

Als Referenzwährung wird in der Regel diejenige Währung gewählt, in welcher der Anleger "denkt" oder seinen Lebensunterhalt zu bestreiten hat. Auf diese Währung wird die Anlagestrategie ausgerichtet, und die Performance des Depots wird in aller Regel in der Referenzwährung ausgewiesen. Ausserdem wird zumeist festgehalten, dass der überwiegende Teil des verwalteten Vermögens in der Referenzwährung investiert sein soll. Die Bestimmung einer Referenzwährung bedeutet aber nicht, dass ausschliesslich in dieser Währung angelegt werden soll (SCHALLER, a.a.O., N. 62; GUTZWILLER, a.a.O., S. 115 f.). Bei Investitionen von über 20% in eine Währung (mit Ausnahme der Referenzwährung) besteht zumindest ein Verdacht einer nicht hinreichenden Diversifikation, welcher indessen durch entsprechende vertragliche Abreden oder einen ökonomisch tragfähigen Grund (z.B. zu kleine Vermögensmasse für eine ausreichende Diversifikation) entkräftet werden kann (SCHALLER, a.a.O., N 315). Ziel einer Diversifikation ist die Erhöhung von Chancen und/oder ein Abbau von Risiken. In Bezug auf eine Währung soll eine Diversifikation das Währungsrisiko minimieren, also die aus Devisenkursänderungen resultierende Gefahr von Verlusten. In Bezug auf dieses Risiko ist die Währung der Anlage und nicht das Tätigkeitsfeld des betreffenden Unternehmens massgebend.

Bei der Kreditfinanzierung von Anlagen (Lombardkredite) hat der Vermögensverwalter den Kunden über die erhöhten Risiken (Kreditkosten, höheres Kurs-/Währungsrisiko aufgrund Hebelwirkung, Nachschusspflicht des Kunden bei Unterschreitung der Belehnungsmarge) aufzuklären (GROSS, a.a.O., S. 163).

Die Referenzwährung der streitgegenständlichen Vermögensverwaltungsbeziehung ist Schweizer Franken (act. 3/6). Nach der Klägerin muss der Anteil an der Referenzwährung im Rahmen einer ausgewogenen Anlagestrategie mindestens 50% betragen. Die Beklagte bestreitet dies nicht, weshalb davon auszugehen ist.

Diese Limite wurde nach der ebenfalls unbestritten gebliebenen Aufstellung der Klägerin für USD mehrfach deutlich und für Kanadische Dollar einmal geringfügig überschritten, denn per 30. Juni 2007 beinhaltete das klägerische Depot 78.31% USD (act. 3/22), per 31. Dezember 2007 101.33% USD (act. 3/34), per 30. Juni 2008 105.52% USD (act. 3/35), per 31. Dezember 2008 79.88% USD (act. 3/36), per 30. Juni 2009 104.01% USD (act. 3/37), per 31. Dezember 2009 109.6% USD (act. 3/38), per 31. Dezember 2010 78.91% USD (act. 3/39), per 30. Juni 2011 64.6 % USD (act. 3/40) und per 31. August 2011 63.1% USD sowie 22.1% kanadische Dollar (act. 3/41).

Die Beklagte wendet jedoch ein, es sei falsch, anzunehmen, dass ein Klumpenrisiko US-Dollar bestanden habe. Nicht die Bewertungswährung sei entscheidend, sondern das Tätigkeitsgebiet. So würden z.B. die meisten in Asien anlegenden Fonds in USD bewertet, wirtschaftlich betrachtet lege man aber in entsprechenden Landeswährungen an. Wie gesehen, ist aber die Währung der Anlage und nicht das Tätigkeitsfeld des betreffenden Unternehmens massgebend.

Die Beklagte wendet weiter ein, bei der Anlage in Nominalwerten mache es Sinn, eine Währungsdiversifikation zu verfolgen, bei der Anlage in Realwerten und insbesondere bei Unterbewertungssituationen jedoch nicht. Dem Währungsrisiko sei vielmehr durch ein entsprechendes Währungsmanagement Rechnung zu tragen, was die Beklagte getan habe. Die Klägerin wiederum hält fest, die von der Beklagten verfolgte Strategie sei nie vereinbart worden und offeriert ein Gutachten, wie vorliegend das Währungsmanagement hätte aussehen sollen.

Vorliegend kann nicht davon ausgegangen werden, dass die Parteien eine "Realwertstrategie" oder eine "unternehmerische" Anlagestrategie vereinbarten (vgl. Erw. 3.3.4.). Dem Einwand der Beklagten kann damit nicht gefolgt werden. Entsprechend hätte das klägerische Depot auch bezüglich der Währungen diversifiziert und Klumpenrisiken in einzelnen Währungen vermieden werden sollen. Die Beklagte kam dem nicht nach und hat somit ihre Sorgfaltspflichten verletzt.

Im Anhang zum Verwaltungsauftrag (Ziffer 3) (act. 3/21) vereinbarten die Parteien betreffend Liquidität eine strategische Asset Allocation von 0 bis 20%.

Die Klägerin macht geltend, diese Bandbreite sei wiederholt verletzt worden, denn das Depot habe per 30. Juni 2007 -10.17% Liquide Mittel sowie -25.79% Summe Devisenkontrakte (act. 3/22), per 31. Dezember 2007 -27.60% Liquide Mittel sowie -25.90% US Dollar Devisenkontrakte (act. 3/34), per 30. Juni 2008 -39.86% Liquide Mittel sowie -23.24% US Dollar Devisenkontrakte (act. 3/35), per 31. Dezember 2008 -12.29% Liquide Mittel sowie -86.32% US Dollar Devisenkontrakte (act. 3/36), per 30. Juni 2009 -19.36% Liquide Mittel sowie -59.59% US Dollar Devisenkontrakte (act. 3/37), per 31. Dezember 2009 -26.27% Liquide Mittel sowie -76.97% US Dollar Devisenkontrakte (act. 3/38), per 31. Dezember 2010 -7.56% Liquidität sowie -60.97% (= -45.06% Devisentermin USD (Anfang Monat 10.02.2011) zzgl. -15.91% Devisentermin USD (Mitte Monat 16.03.2011)) (act. 3/39), per 30. Juni 2011 -20.50% Liquidität sowie -66.13 (= -48.43% Devisentermin USD (Anfang Monat 10.08.2011) zzgl. -17.70% Devisentermin USD (Mitte Monat 16.09.2011) (act. 3/40) und per 31. August 2011 -15.83% (= -11.36% Liquidität zzgl. -4.47% G/V aus pend. Terminkontrakten) enthalten (act. 341).

Die im Verwaltungsvertrag vom 5. November 2004 (act. 3/6) festgehaltene Berechtigung der Beklagten, einen allfälligen von der Bank der Klägerin eingeräumten (Lombard-) Kredit in Anspruch zu nehmen (vgl. act. 20/7; act. 28/17), ändert nichts an der vereinbarten Bandbreite für Liquidität von 0 bis 20% und gibt der Beklagten insbesondere nicht ohne Weiteres die Erlaubnis diese Bandbreite nach unten zu überschreiten. Die Beklagte wendet indes ein, die über so viele Jahre andauernde Kreditbenutzung sei E._____, einem interessierten Anleger, bekannt

und somit offensichtlich genehmigt gewesen. In der Tat ist bereits im Depotauszug per 30. Juni 2007 (act. 3/22) eine Liquidität von -10.17% des Gesamtdepotwertes klar erkennbar. Der negative Wert der Liquiden Mittel zieht sich durch sämtliche folgenden Depotauszüge (act. 3/34-41) und ist, da es sich um eine einzelne Position handelt, auch klar erkennbar, selbst für einen Laien. Es kann daher davon ausgegangen werden, dass dies auch für E._____ ohne weiteres erkennbar war. Da er dagegen offenbar nie Einwände erhob, muss der über Jahre stets negative Wert für Liquide Mittel als genehmigt gelten.

Die Beklagte wendet weiter ein, die Strategie, Anlagen in USD bewusst unter Inanspruchnahme eines USD-Kredits zu tätigen, um auf diese Weise eine Erhöhung des Währungsrisikos zu vermeiden, sei mit E._____ besprochen worden und ein Dauerthema in den Rechenschaftsberichten wie auch der anschliessenden Besprechung derselben gewesen. Die Klägerin bestreitet eine entsprechende Absprache und fügt an, die Klägerin bzw. E._____ habe die Risiken einer kreditfinanzierten "Absicherungs"-Strategie mangels hinreichender und korrekter Aufklärung der Beklagten nicht erkennen können. Die Beklagte offeriert zum Beweis Notizen einer Besprechung vom 9. August 2006 (act. 14/7), einen Rechenschaftsbericht vom 13. Juli 2006 (act. 14/15), einen Rechenschaftsbericht vom 25. Januar 2007 (act. 14/16), einen Rechenschaftsbericht vom 16. Juli 2007 (act. 14/17) und die Parteibefragung/Beweisaussage von H._____.

Bei den "Notizen Besprechung vom 9. August 2006" (act. 14/7 S. 3) handelt es sich um zwei weisse Blätter, die mit Notizen und Skizzen versehen sind. Die Blätter weisen jedoch weder Datum noch einen Hinweis auf eine Besprechung mit E._____ auf. Es könnte sich um irgendwelche Notizen handeln. Sie sind daher für die Behauptung der Beklagten ohne Beweiskraft. Im Rechenschaftsbericht vom 13. Juli 2006 (act. 14/15 S. 3) ist erwähnt, dass echte USD-Bestände teilweise abgesichert worden seien. Im Rechenschaftsbericht vom 25. Januar 2007 (act. 14/16 S. 3) wurde ausgeführt, "*Unser Bestreben war und ist es immer noch, Währungsrisiken soweit als möglich zu vermeiden, sei dies durch Hedge-/Swap-Geschäfte, sei dies dadurch, dass man z.B. die USD schuldig bleibe.*". Der Rechenschaftsbericht vom 16. Juli 2007 (act. 14/17 S. 3) hält fest, "*Wir lagern des-*

halb das Währungsrisiko soweit tunlich auf die Bank aus indem wir USD-Sollsaldi nicht abdecken.". Hieraus ergibt sich, dass der USD und entsprechende Währungsrisiken in den Rechenschaftsberichten durchaus thematisiert wurden.

Anlässlich der Parteibefragung vom 7. August 2015 verwies H._____ in Bezug auf die Aufklärung der Klägerin lediglich auf den Anhang zum Verwaltungsauftrag vom 9. November 2004, in welchem unter dem Titel Liquidität ein Ist-Zustand von -15% festgehalten wird. Daraus geht aber nicht hervor, dass die Strategie, Anlagen in USD bewusst unter Inanspruchnahme eines USD-Kredits zu tätigen, um auf diese Weise eine Erhöhung des Währungsrisikos zu vermeiden, mit E._____ besprochen worden sei. E._____ führte im Rahmen seiner Parteibefragung aus, es sei thematisiert worden, dass USD abgesichert werden müssten, aber nicht wie.

Diese Aussagen sind nicht geeignet, um mit dem erforderlichen Beweismass (vgl. Erw. 3.4.1.1.b.cc) den Beweis zu erbringen, dass die Strategie, Anlagen in USD bewusst unter Inanspruchnahme eines USD-Kredits zu tätigen, um auf diese Weise eine Erhöhung des Währungsrisikos zu vermeiden, mit E._____ besprochen wurde. Es bleibt somit bei den zum Beweis offerierten Urkunden. Diese halten zwar beklagtische Methoden zur Vermeidung von Währungsrisiken fest, nämlich USD schuldig bleiben bzw. USD-Sollsaldi bei den Banken nicht abdecken, sie klären den Leser jedoch nicht über die aus diesem Vorgehen fliessenden Risiken auf. Eine informierte Genehmigung durch die Klägerin bzw. E._____ war damit nicht möglich. Entsprechend verletzte die Beklagte ihre Sorgfaltspflichten.

d) Zwischenfazit

Ein Klumpenrisiko bezüglich USD ist zu bejahen. Das klägerische Depot hätte auch bezüglich der Währungen diversifiziert und Klumpenrisiken in einzelnen Währungen vermieden werden sollen, da nicht davon ausgegangen werden kann, dass die Parteien eine "Realwertstrategie" oder eine "unternehmerische" Anlagestrategie vereinbarten. Die Beklagte kam dem nicht nach und hat somit ihre Sorgfaltspflichten verletzt.

Der negative Wert der Liquiden Mittel zieht sich durch sämtliche folgenden Depotauszüge (act. 3/34-41) und ist, da es sich um eine einzelne Position handelt, auch klar erkennbar, selbst für einen Laien. Es kann daher davon ausgegangen werden, dass dies auch für E._____ ohne weiteres erkennbar war. Da er dagegen offenbar nie Einwände erhob, muss der über Jahre stets negative Wert für Liquide Mittel als genehmigt gelten.

Der Beklagten misslingt sodann der Beweis der Aufklärung der Klägerin bzw. von E._____ darüber, dass Anlagen in USD bewusst unter Inanspruchnahme eines USD-Kredits getätigt wurden, um auf diese Weise eine Erhöhung des Währungsrisikos zu vermeiden. Eine Genehmigung durch die Klägerin ist daher abzulehnen.

3.4.2.6. Fazit zu den Klumpenrisiken

Aus den vorstehenden Erwägungen ergibt sich ein Klumpenrisiko bezüglich Vietnam. Zudem wurde die Bandbreite für Emerging Markets wiederholt deutlich überschritten. Der Beklagten gelang es nicht, zu beweisen, dass sie die Klägerin über die Risiken einer starken Konzentration in Vietnam Anlagen aufgeklärt hat. Mangels Information konnte die Klägerin das Vorgehen der Beklagten nicht rechtsgültig genehmigen.

Es ergibt sich weiter, dass bezüglich verschiedener Einzeltitel im Depot der Klägerin ein Klumpenrisiko bestand. Sodann wurde die Bandbreite für Spezialwerte deutlich überschritten. Die Beklagte hat die Klägerin über die Risiken einer starken Konzentration in Spezialwerte nicht aufgeklärt. Mangels Information konnte die Klägerin das Vorgehen der Beklagten nicht rechtsgültig genehmigen. Aufgrund der fehlenden Sach- und Fachkenntnisse der Klägerin bzw. von E._____ kann auch keine stillschweigende Genehmigung angenommen werden.

Weiter ergab sich, dass die Bandbreite für Energie-/Rohstoffwerte überschritten wurde. Die Beklagte hat die Klägerin über die Risiken einer starken Konzentration in Rohstoffwerte nicht aufgeklärt. Mangels Information konnte die Klägerin das Vorgehen der Beklagten nicht rechtsgültig genehmigen. Aufgrund der fehlenden

Sach- und Fachkenntnisse der Klägerin bzw. von E._____ kann auch keine stillschweigende Genehmigung angenommen werden.

Schliesslich ergab sich ein Klumpenrisiko betreffend Währungen. Der Beklagten misslang der Beweis der Aufklärung der Klägerin bzw. von E._____, sodass eine Genehmigung abzulehnen ist.

3.4.3. Weisung betreffend Umschichtung in kapitalgarantierte Produkte

a) Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin bringt vor, erstmals im Verlauf der Gespräche, welche zur Erneuerung bzw. Ersetzung des VV-Vertrages Nr. 1 vorerst durch den VV-Vertrag Nr. 2 und ausserdem später durch den VV-Vertrag Nr. 3 geführt hätten, sei eine konkretisierende bzw. die Verwaltung der Beklagten rechtlich einschränkende Weisung erfolgt. Bereits in diesem Rahmen sowie auch mehrfach später habe der wirtschaftlich Berechtigte der Klägerin, E._____, klar betont, er wolle das Risiko im Depot reduzieren, indem das Depot sukzessive in kapitalgarantierte Produkte umgeschichtet werden solle. Die Klägerin bzw. ihre Rechtsvorgängerin F._____ Familienstiftung habe sich nicht bloss für kapitalgeschützte Produkte interessiert gezeigt (so aber die Beklagte), sondern eine entsprechende Umschichtung des Depots in aller Deutlichkeit verlangt (act. 1 S. 18 Rz. 65 und S. 37 Rz. 136; act. 19 S. 40 Rz. 176 und S. 80 f. Rz. 327). Die Beklagte habe denn auch bereits früher (im Jahr 2006) diese Weisung sowie die mehrfache Erteilung der Weisung bestätigt. Mit E-Mail vom 24. April 2010 habe E._____ nochmals ausdrücklich auf diese Weisung Bezug genommen und ausserdem nachgefragt, weshalb nicht längstens die erforderliche Umschichtung stattgefunden habe. Die Frage sei seitens der Beklagten unbeantwortet geblieben (act. 1 S. 38 Rz. 137 ff.; act. 19 S. 40 Rz. 176). Die Beklagte habe diese Anordnung der Klägerin denn auch als verbindliche Weisung verstanden, habe sie doch zwischenzeitlich einige Positionen in strukturierten Produkten aufgebaut, wenn auch nur temporär, in quantitativ nicht ausreichendem Ausmass sowie lediglich unter Erhöhung der Exposition in Rohstoff- und Minenanlagen. Nunmehr nachträglich diesen durch die entsprechende Weisung klar zum Ausdruck gebrachten Willen der Klägerin bzw. ihrer Rechtsvorgängerin

als zu diskutierendes Anliegen zu disqualifizieren, gehe nicht an (act. 19 S. 81 Rz. 328).

Eine hinreichend bestimmte und klare Abmahnung der Beklagten (was vorab die Qualifikation der Weisung als unzweckmässig voraussetzen würde) an die Adresse der Klägerin sei nie erfolgt. Und selbst wenn die Weisung als unzweckmässig zu qualifizieren und sodann seitens der Beklagten eine rechtsgenügende Abmahnung erfolgt wäre (was beides bestritten werde), hätte die Beklagte der Weisung nachleben oder das Mandat niederlegen müssen. Denn die Klägerin bzw. E._____ habe stets und immer wieder darauf beharrt, dass eine entsprechende sukzessive Umschichtung in kapitalgarantierte Produkte und Anlagen klar gewollt sei und nunmehr auch erwartet werde (act. 19 S. 81 f. Rz. 330).

Eine Diskussion über kapitalgeschützte Produkte habe eigentlich nicht stattgefunden, sondern die Beklagte habe E._____ diese Kategorie von strukturierten Produkten ausreden bzw. schlecht machen wollen, indem sie Kapitalschutzprodukte wegen des Emittentenrisikos als besonders riskant hingestellt habe (act. 19 S. 39 f. Rz. .174, S. 84 Rz. 339, S. 86 Rz. 347 und S. 87 Rz. 352). Statt der klaren und mehrfach wiederholten Weisung der Klägerin nachzukommen, sei sie von der Beklagten irreführend informiert worden, indem sie im Glauben gelassen worden sei, das Depot sei entsprechend abgesichert. Dies sei jedoch offensichtlich nicht der Fall gewesen (act. 1 S. 40 Rz. 140).

Es treffe zu, dass eine Investition in kapitalgeschützte strukturierte Produkte auch an mündlichen Besprechungen zwischen den Parteien thematisiert worden sei. Gerade die Besprechungsnotiz der Beklagten [vom 9. August 2006] zeige jedoch, auf welcher unzutreffende und irreführende Weise die Beklagte versucht habe, der Aufforderung der Klägerin, sukzessive in kapitalgarantierte Produkte und Anlagen umzuschichten, nicht nachkommen zu müssen (act. 19 S. 82 f. Rz. 332). Nachdem die Beklagte auf S. 1 dieser Gesprächsnotiz (wohl) ihre Auffassung betreffend sinkende Zinsen (obere Hälfte), Konstruktion und Rückzahlungsmodus eines kapitalgeschützten Produkts (Mitte) sowie (wohl) betreffend Banken als unsichere Emittenten darzustellen und damit kapitalgarantierte Produkte (wohl wegen der Bond-Komponente) schlecht zu machen versucht habe, habe sie auf der Rücksei-

te (bzw. S. 2) dieser Gesprächsnotiz Werbung gemacht einerseits (a) für Emerging Markets, deren künftige Entwicklung gemäss Meinung der Beklagten nur in eine Richtung gehen könne, nämlich "nach oben" (was sich unterdessen als falsch erwiesen habe), andererseits (b) für die Anlageklassen Aktien und Edelmetall-Anlagen, indem beide dem Anlageziel "Sicherheit" zugeordnet worden seien (act. 19 S. 83 Rz. 333). Von einer ordentlichen, sorgfältigen und gewissenhaften Aufklärung seitens der Beklagten könne somit keine Rede sein (act. 19 S. 83 Rz. 334).

Von besprechen bzw. besprochen und Diskussionen zu reden sei irreführend, weil damit der falsche Eindruck erweckt werde, es habe ein gleichgewichtetes, symmetrisches Gespräch zwischen der Beklagten (H._____) und E._____ stattgefunden. Dem sei aber keineswegs so gewesen. Vielmehr habe es sich (immer bezogen auf die hier relevante Zeitperiode 30. Juni 2007 bis 31. August 2011) stets so verhalten, dass die Beklagte sehr ausführlich und weitschweifig über diverse makroökonomische Entwicklungen referiert habe (act. 19 S. 85 Rz. 344). In der Tat hätten daher die Meetings teilweise stundenlang gedauert. E._____ sei also mit unzähligen Details überladen worden. Es sei für ihn unmöglich gewesen, hieraus die für sich und sein Depot bzw. das Depot der Klägerin relevanten Informationen insbesondere bezüglich Risikoallokation und Risikoexposition herauszufiltern. An eine Diskussion auf Augenhöhe sei daher nicht zu denken gewesen. Angesichts dieser verwirrenden Gemengelage an Informationen und der damit einhergehenden Des- bzw. Überinformationspolitik der Beklagten habe E._____ die Sitzungen überdies nicht besser bzw. hinreichend aufgeklärt, sondern vielmehr verwirrt, verlassen. Hinzu komme, dass E._____, als ein selbstkritischer, d.h. sich selbst und seine Auffassungen auch hinterfragender Mensch, der Meinung gewesen sei, es liege wohl an ihm persönlich, dass er den Ausführungen der Beklagten nicht hinreichend folgen könne (act. 19 S. 85 Rz. 345). Dies treffe angesichts der fehlenden Sach- und Fachkunde in Börsen und Finanzmärkten sowie entsprechender Anlagen und Finanzinstrumenten durchaus auch zu (act. 19 S. 85 f. Rz. 346).

Die Beklagte spreche davon, es sei ihr gelungen, E._____ zu überzeugen bzw. wenn dies nicht gelungen wäre, hätte sie das Mandat niedergelegt. In der Tat sei der Überredungs- und Überzeugungsdruck auf die Klägerin bzw. E._____ sehr hoch gewesen: entweder man (Klient) "macht mit" bei der von der Beklagten für richtig befundenen Strategie, oder man soll sich einen anderen Vermögensverwalter suchen. Die Anlagestrategie müsse jedoch dem Kunden, und nicht der Kunde der Strategie angepasst werden (act. 19 S. 86 f. Rz. 348 f.). Es treffe indes nicht zu, dass sich E._____ bzw. die Klägerin oder ihre Rechtsvorgängerin F._____ Stiftung stets davon habe überzeugen lassen, von einer stärkeren Gewichtung solcher Produkte abzusehen oder dass kapitalgarantierte Anlagen (Obligationen, Bonds, kapitalgeschützte strukturierte Produkte) nichts für sie seien (act. 19 S. 40 Rz. 176 und S. 81 Rz. 329).

Eine konkrete Anlagepolitik der Beklagten sei der Klägerin bzw. E._____ nicht bekannt gewesen, insbesondere nicht im Voraus. Ausserdem liesse sich selbst dann (noch) nicht von einer hinreichenden Genehmigung seitens der Klägerin sprechen, da ihr die mit der mit Bezug auf das klägerische Depot per und ab 30. Juni 2007 eingegangenen Risiken nicht (korrekt) erläutert worden waren. Auch habe eine wie auch immer geartete Anlagepolitik der Beklagten keine Entsprechung im Vertrag selbst gefunden (act. 19 S. 87 Rz. 350).

b) Vorbringen der Beklagten

Die Beklagte macht geltend, zunächst habe es sich im vorliegenden Fall hinsichtlich der Anlage in kapitalgeschützte Produkte nicht um Weisungen im Rechtssinn gehandelt, sondern lediglich um Anregungen (act. 13 S. 17 Rz. 35 und S. 32 Rz. 65; act. 27 S. 31 Rz. 56 und S. 53 Rz. 107). Es treffe zu, dass E._____ gegenüber der Beklagten sich an der Anlage in kapitalgeschützte Produkte interessiert gezeigt habe. Keinesfalls verhalte es sich jedoch so, dass von E._____ eine Weisung erteilt worden sei, solche Produkte zu erwerben, welche die Beklagte in guten Treuen als verbindlich hätte erachten müssen. Es habe sich lediglich um ein zu diskutierendes Anliegen gehandelt. Dazu wäre zudem eine Änderung des Anhangs zum Verwaltungs-Auftrag (Ziffer 3) notwendig gewesen, welche für diese Art von Instrumenten (Wandel-/Options-Anleihen u.ä. strukturier-

te Produkte) eine strategische Asset-Allocation von 0-30% vorsehe (act. 13 S. 33 Rz. 67). E._____ behaupte, er habe schon anlässlich des geänderten Verwaltungsvertrages (die Verträge wurden 2004 geändert) verlangt, in kapitalgeschützte Produkte "umzusteigen". Zu diesem Zeitpunkt (2004) sei von solchen Produkten nie die Rede gewesen und es sei für diese Anlageklasse ausdrücklich eine strategische Allokation von 0-30% festgelegt worden. Das E-Mail vom 16. April 2010 stelle eine nachträgliche, ungläubwürdige Behauptung auf (act. 27 S. 48 f. Rz. 108 f.). Dieses E-Mail beziehe sich auf einen Zeitpunkt, lange nachdem durch die globale Finanzkrise der eingeklagte Wertverlust bereits eingetreten sei. Zu diesem Zeitpunkt hätte eine sukzessive Umschichtung in kapitalgarantierte Produkte auch nichts mehr genützt (act. 13 S. 17 Rz. 36).

Im Anhang zum Verwaltungs-Auftrag (Ziffer 3) seien unter "strategische Allocation" für strukturierte Produkte, auf Wunsch von E._____, 0-30%, zunächst aber (taktische Allocation 2004) 10% vorgesehen gewesen. Der Depotanteil sei in der Folge erhöht worden und habe Ende Juni 2008 31.22% erreicht. Eine höhere Gewichtung habe die Beklagte als nicht verantwortbar erachtet (act. 13 S. 35 Rz. 71). Nach dem Konkurs von Lehman Brothers habe die Beklagte im Depot A._____ die von Finanzinstituten ausgegebenen kapitalgeschützten Produkte folgerichtig vollständig abgebaut (act. 13 S. 35 Rz. 71). Erst im Jahre 2010 habe die Beklagte wieder eine 5.4%-Position in einem kapitalgeschützten Produkt aufgebaut (act. 13 S. 36 Rz. 73).

Würde man die Meinungsäusserungen der Klägerin als Weisungen im Sinne von Art. 397 OR betrachten, so wären sie nach wohlbegründeter Ansicht der Beklagten unzweckmässig (act. 13 S. 32 Rz. 66). Aus diesem Grund sei die Beklagte zur Abmahnung verpflichtet gewesen. Konkret habe sich diese Abmahnung im vorliegenden Fall dadurch geäussert, dass die Beklagte mit der Klägerin eingehend über die kapitalgeschützten Produkte diskutiert und auf die Nachteile aufmerksam gemacht habe, die eintreten könnten, wenn die Anregungen befolgt würden. So habe die Beklagte die Klägerin überzeugen können, dass diese Produkte entgegen der Bezeichnung keine risikofreie Patentanlage seien und deshalb höchstens sehr begrenzt und unter genauer Abschätzung des Emittentenrisikos eingesetzt

werden dürften (act. 13 S. 17 Rz. 35 und S. 32 Rz. 65 f.). Nach längerer Diskussion habe sich E._____ stets davon überzeugen lassen, von einer stärkeren Gewichtung solcher Produkte abzusehen (act. 13 S. 33 Rz. 67).

Wäre es H._____ nicht gelungen, E._____ jeweils davon zu überzeugen, dass die von ihm ins Spiel gebrachte höhere Allokation in derartigen Produkten ein zu grosses Engagement im Finanzbereich und damit ein zu grosses Risiko schaffe, hätte die Beklagte das Mandat niedergelegt. Dass dies keine leere Behauptung sei, habe sich im Juli/August 2011 gezeigt. Aufgrund der Übertragung des Depots der I._____ Stiftung von der K._____ an G._____ zugunsten der F._____ Familienstiftung habe die Beklagte am 12. Februar 2011 an E._____ den Entwurf zu einem neuen Vermögensverwaltungsvertrag basierend auf jenem mit der I._____ Stiftung gesandt. Der Rechtsberater der Klägerin habe am 13. Juli 2011 den von ihm überarbeiteten Vertragsentwurf zurückgesandt, wobei diese Überarbeitung nun folgende Depotstruktur vorgesehen habe: 25-45% Geldmarkt, 50-65% Obligationen (nur Investment-Grade) und 5-15% Aktien. Hierauf habe die Beklagte gleichentags geantwortet: *"Ich bedaure, Ihnen mitteilen zu müssen, dass der uns zugesandte Vorschlag für den Verwaltungs-Auftrag von Y so weit von unserer Geschäftspolitik und Anlagephilosophie entfernt ist, dass er für uns keine Gesprächsgrundlage bildet."* Diese Haltung habe die Beklagte am 3. August 2011 bei einer Besprechung mit dem Rechtsvertreter der Klägerin bekräftigt (act. 13 S. 36 f. Rz. 75).

Die Klägerin behaupte, es sei auf E._____ ein Überredungs- und Überzeugungsdruck ausgeübt worden. Die Behauptung sei in dieser Form falsch. Selbstverständlich sei die Beklagte von ihrer Anlagestrategie überzeugt gewesen und habe auch ihre Kunden davon zu überzeugen versucht. Dies sei nichts als natürlich. Die Behauptung, es sei dabei Druck ausgeübt worden, gehe jedoch fehl. Sowenig der Kunde der Strategie angepasst werden solle, so wenig könne dieser erwarten, dass der Verwalter eine Strategie verfolgen solle, die er als falsch erachte oder mit der er sich nicht identifizieren könne. Für eine konventionelle, auf Nominalwerte ausgerichtete Anlagepolitik sei die Beklagte schlichtweg die falsche Adresse

gewesen. E._____ habe sich jedoch stets von den Überlegungen der Beklagten überzeugen lassen (act. 27 S. 51 f. Rz. 117).

Die Beklagte habe die Klägerin nicht, wie diese behauptete, im Glauben gelassen, das Depot sei entsprechend abgesichert. Eine solche pauschale und diffuse Behauptung habe die Beklagte nie aufgestellt. Tatsächlich habe die Beklagte in der ersten Juli-Hälfte 2007 für das Depot "L" drei kapitalgarantierte Produkte erworben (act. 13 S. 37 Rz. 78). Die von der Klägerin zitierte Aussage in der E-Mail vom 19. August 2008 sei zutreffend. Tatsächlich hätten sich zu diesem Zeitpunkt drei kapitalgeschützte Produkte im Depot befunden (act. 13 S. 38 Rz. 80). Wie die Lektüre des Zitates aus der E-Mail vom 19. August 2008 zeige, habe die Beklagte nie behauptet, dass die beiden indirekten Immobilienanlagen, nämlich FIR Fonds Immobilien Romand sowie N._____, kapitalgarantiert seien, sondern dass diese ein ähnliches Risikoprofil wie kapitalgarantierte Produkte aufwiesen. Dass die Anlageklasse Immobilien ein ähnliches wenn nicht ein besseres Risikoprofil als Schuldpapiere von Finanzinstituten aufwiesen, habe die globale Finanzkrise 2008 und der Zusammenbruch von Lehman Brothers gezeigt (act. 13 S. 38 Rz. 80). Hecla Mining sei einer der ältesten Silber- und Gold-Produzenten der USA. Kinross Gold sei der fünftgrösste Goldproduzent weltweit (act. 13 S. 38 f. Rz. 81). Schliesslich halte die Beklagte an der Aussage fest, dass Edelmetalle i.w.S. (d.h. Produzenten, welche namhafte Vorkommen besitzen) eine "Portfolio-Insurance" darstellten (act. 13 S. 38 Rz. 81).

Die Behauptung, es habe keine gewissenhafte und sorgfältige Aufklärung stattgefunden, werde energisch bestritten. Die Problematik von kapitalgeschützten Produkten insbesondere das Emittenten-Risiko habe die Beklagte mit E._____ in stundenlangen Diskussionen besprochen. Wenn nun behauptet werde, E._____ sei mit unzähligen Details überladen worden, so sei darauf hinzuweisen, dass E._____ als interessierter Anleger diese Details eben habe wissen wollen. Wenn die Klägerin zum Vorwurf mache, es habe keine Diskussion auf Augenhöhe stattgefunden, so werde dies auch keineswegs bestritten. Schliesslich besitze der Vermögensverwalter naturgemäss auf dem fraglichen Gebiet einen Wissensvorsprung, weshalb man sich ja an ihn wende. Die Frage sei, ob der Vermögensver-

walter mit diesem Wissensvorsprung verantwortungsvoll umgehe und sich die Zeit nehme, um den Kunden hinsichtlich der Chancen und Risiken pflichtgemäss aufzuklären. Dies habe im vorliegenden Fall in hohem Masse zugetroffen. Jedenfalls habe E._____ die teilweise langen Besprechungen stets befriedigt verlassen. Wenn in der Folge Fragen aufgetaucht seien, so habe er sich stets zu jeder Tag- und Nachtzeit per E-Mail an die Beklagte wenden können, was er, wie die lebhafteste Korrespondenz zeige, denn auch ausgiebig getan habe, wie die von der Klägerin vorgelegten zahlreichen E-Mails belegten (act. 13 S. 36 Rz. 74; act. 27 S. 49 Rz. 112 und S. 50 f. Rz. 115 f.).

E._____ sei die besondere Anlagephilosophie der Beklagten bekannt gewesen und sie habe dem Vertrag bzw. dem Anhang hierzu entsprochen. Im Übrigen sei sie ihm während der ganzen Vertragsdauer laufend erläutert worden. Entgegen der Annahme der Klägerin habe ihr die Beklagte die unternehmerische Anlagephilosophie nicht aufgezwungen, sondern ihr diese eingehend erläutert (act. 13 S. 37 Rz. 76; act. 27 S. 52 Rz. 118).

c) Würdigung

Eine Weisung ist eine einseitige, empfangsbedürftige Willenserklärung, mit welcher der Auftraggeber während der Auftragsausführung gegenüber dem Beauftragten die Art und Weise der Vertragserfüllung konkretisiert oder modifiziert (BURG, in: ZOBL / GIOVANOLI / WEBER, Kundenschutz bei externer Vermögensverwaltung – Geltendes Recht, Schwachstellen und Handlungsbedarf, 2013, N 121; GUTZWILLER, a.a.O., S. 211; BERTSCHINGER, a.a.O., S. 114). Von Weisungen zu unterscheiden sind Anregungen und Ratschläge des Auftraggebers an den Beauftragten. Ihnen fehlt der ausdrücklich kundgemachte Wille des Auftraggebers zur Verbindlichkeit. Im Zweifel dürfen unverbindliche Anregungen anzunehmen sein (GUTZWILLER, a.a.O., S. 212). Unberechtigtes Abweichen von Weisungen stellt mangelnde Sorgfalt und damit eine Vertragsverletzung dar (SCHALLER, a.a.O., N 291; GUTZWILLER, a.a.O., S. 223). Nach Art. 8 ZGB ist das Vorliegen einer Wei-

sung von derjenigen Partei zu beweisen, die sich darauf beruft (BGE 128 III 271 E.2.a.aa, S. 273).

Die Klägerin macht geltend, im Verlauf der Gespräche, welche zur Erneuerung bzw. Ersetzung des VV-Vertrages Nr. 1 durch den VV-Vertrag Nr. 2 und später durch den VV-Vertrag Nr. 3 geführt hätten, habe der wirtschaftlich Berechtigte der Klägerin, E._____, klar betont, er wolle das Risiko im Depot reduzieren, indem das Depot sukzessive in kapitalgarantierte Produkte umgeschichtet werden solle. Zum Beweis dieser Behauptung offeriert sie E-Mail-Korrespondenz zwischen den Parteien.

Die Beklagte ist der Ansicht, es habe sich nicht um Weisungen im Rechtssinne gehandelt, sondern lediglich um Anregungen. Es entspreche nicht der Wahrheit, dass die Klägerin Weisung erteilt habe, massiv in kapitalgeschützte Produkte zu investieren und widerspreche zudem der vereinbarten strategischen Asset Allocation. Sie offeriert H.____ zur Parteibefragung/Beweisaussage.

Am 1. November 2006 schrieb H.____ an E.____ um 22:34 Uhr, Betreff: Gold linked USD Note 2010, (act. 3/45): " ... *Weil diese Gold linked Note ausgezeichnet in Ihr Depot passen und auch dem von Ihnen immer wieder geäusserten Wunsch nach kapitalgarantierten Produkten* entsprechen würde, ...*". E.____ schreibt H.____ in der E-Mail vom 16. April 2010, 01:31:29 Uhr, Betreff: Re: Depot "L" (act. 3/15): " ... *Dieses Depot sollte meine Sicherheit sein und mein Einkommen bis zum Ableben garantieren, deshalb hatte ich anlässlich des geänderten Verwaltungsvertrages auch verlangt, sukzessiv in kapitalgarantierte Produkte umzusteigen und nicht in Spezialwerte. Dieses Umsteigen in kapitalgarantierte Produkte habe ich Ihnen auch nach dem Ergebnis vom Juni 2007 nochmals nahegelegt. Dies scheint mir nicht der Fall zu sein?*". Sodann hält E.____ in der E-Mail vom 24. April 2010, 16:32:59 Uhr, Betreff: Re: Depot "L", (act. 3/46) an H.____ fest: " *Ausser Frage steht, dass ich Sie gebeten habe, sukzessive in kapitalgarantierte Produkte umzuschichten, gestern sagten Sie mir, dass man bei steigenden Märkten verkaufen müsse ... Meine Frage ist deshalb, wieso haben Sie, als das Depot im Steigflug war nicht verkauft und in kapitalgarantierte Produkte investiert?*".

Aus dieser Korrespondenz geht hervor, dass die Klägerin – aus Sicht der Beklagten – den *Wunsch* nach kapitalgarantierten Produkten geäussert hat. Die Klägerin selbst hat *verlangt, nahe gelegt* bzw. *gebeten*, in kapitalgarantierte Produkte zu investieren. Diese Wortwahl spricht mehrheitlich für ein blosses Anliegen und nicht für eine, mit einer gewissen Bestimmtheit ausgesprochenen Weisung. Im Übrigen handelt es sich klägerischerseits um E-Mails aus dem Jahre 2010. Selbst wenn diese auf die Zeit des geänderten Verwaltungsvertrages und das Jahr 2007 Bezug nehmen, sind sie für eine Weisung, welche im Jahre 2004 ausgesprochen worden sein soll, nicht beweiskräftig. Die von der Klägerin offerierten Urkunden vermögen daher den Beweis des Bestandes einer Weisung, wonach das Depot sukzessive in kapitalgarantierte Produkte umgeschichtet werden sollte, nicht zu erbringen. Auf die beklagtischerseits offerierte Befragung von H._____ kann daher verzichtet werden.

Demnach kann nicht davon ausgegangen werden, dass seitens der Klägerin eine Weisung an die Beklagte bestand, das Depot sukzessive in kapitalgarantierte Produkte umzuschichten. Folglich erübrigt es sich, auf die weiteren Ausführungen der Parteien zu diesem Thema, wie der Frage der Zweckmässigkeit einer solchen Weisung, insbesondere wegen Kosten- und Emittentenrisiken, sowie der Aufklärung der Klägerin in verschiedener Hinsicht, näher einzugehen.

d) Fazit zu Nichtbefolgen der Weisung

Es bestand keine Weisung der Klägerin, das Depot sukzessive in kapitalgarantierte Produkte umzuschichten. Demnach kann der Beklagten diesbezüglich keine Sorgfaltspflichtverletzung vorgeworfen werden.

3.4.4. Interessenskonflikte

a) Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin bringt vor, die Beklagte bzw. deren mandatsführender Verwaltungsrat, H._____, habe in vielfacher Hinsicht die eigenen (monetären) Interessen denjenigen der Klägerin vorangestellt, mithin die Klägerin klar benachteiligt und damit die auftragsrechtliche Treuepflicht verletzt (act. 1 S. 42 Rz. 150 und S. 47 Rz. 167; act. 19 S. 97 Rz. 405).

H._____ sei auf dem Fact Sheet des Anlagefonds L._____ als Mitglied des Aufsichtsrats vermerkt, "alias Mr. ..." (act. 1 S. 42 Rz. 153). Er sei jedoch nicht bloss Direktor, sondern auch Anteilseigner (shareholder) des L._____, was den Interessenkonflikt noch erheblich verschärfe, partizipierte H._____ doch damit direkt am Wert/Ergebnis des Fonds und habe damit ein direktes monetäres Interesse an der Platzierung der Aktien (u.a.) bei der Klägerin bzw. in deren Depot (act. 1 S. 42 Rz. 154 und S. 94 Rz. 386). Ebenfalls als Direktor und Anteilseigner sei H._____ im Annual Report der M._____ Ltd. vom September 2009 vermerkt (act. 1 S. 43 Rz. 155). Alsdann werde H._____ als Mitglied des Beratungsausschusses (Advisory Panel) der N._____ Ltd. geführt (act. 1 S. 43 Rz. 156). Bei der O._____ Ltd. sitze H._____ im Beraterstab (Advisory Council) (act. 1 S. 43 Rz. 157). Schliesslich bestünden nachweislich Interessenverflechtungen betreffend die Beteiligungsgesellschaft P._____ Limited (P._____), da ein Teil des Fonds-Managements, Q._____ und R._____, in Aufsichtsgremien Einsitz genommen hätten, in denen auch H._____ gesessen habe, z.B. bei der vorstehend erwähnten N._____ Ltd. (act. 1 S. 43 f. Rz. 158). H._____ sei auch auf der Website der S._____ Ltd. als Director aufgeführt. Weiter sei er auch hier Anteilseigner an der Gesellschaft gewesen (act. 1 S. 44 Rz. 159). Schliesslich sei H._____ Mitglied im Aufsichtsrat der T._____ sowie Anteilseigner (shareholder) gewesen (act. 1 S. 44 Rz. 160).

Der Klägerin sei nicht bekannt, ob die von der Beklagten gemachten Ausführungen betreffend vorgängiges "Testen" und (erst) anschliessendes "Investieren" zuträfen oder nicht. Sie müsse dies daher einstweilen (mit Nichtwissen) bestreiten. Auch kenne die Klägerin das private Engagement des mandatsführenden Verwaltungsrates der Beklagten, H._____, nicht umfassend, sondern nur insoweit, als hierzu (nach zeitintensiver Recherche) teilweise hätten Informationen erhältlich gemacht werden können (act. 19 S. 90 Rz. 364). Unbestritten sei jedoch nunmehr, dass H._____ ein erhebliches privates Engagement aufgewiesen habe, und zwar (gemäss eigener Darstellung in der Klageantwort) bei praktisch allen Spezialwerten, welche er für Kunden kaufe. Dies habe eine steigende kundenseitige Nachfrage nach Titeln, welche H._____ auch privat besessen habe, zur Konsequenz gehabt, was unmittelbar zu einer Wertsteigerung seines eigenen (privaten)

Portfolios geführt habe. Zudem habe die "künstlich", d.h. mittels Platzierungen durch H._____ als mandatsführender Verwaltungsrat der Beklagten, geschaffene Nachfrage teilweise zu einer Erhöhung der Depotwerte geführt, in welchen bestimmte Titel bereits platziert gewesen seien, sodass die Beklagte ihrerseits über das Erfolgshonorar (Performance-Fee) ebenfalls hiervon einen monetären Vorteil erzielt habe. Sowohl H._____ als auch die Beklagte hätten also erhebliche monetäre Anreize gehabt, möglichst viele Titel in den Depots der Kunden zu platzieren und auch dort zu behalten, um eine entsprechende Nachfrage mit wertsteigernder Wirkung zu generieren bzw. aufrecht zu erhalten (act. 19 S. 90 Rz. 365).

Es treffe zu, dass ein Handel von Aktien von ("closed-end") Immobiliengesellschaften keinen Einfluss auf das Fondsvermögen habe. Jedoch habe ein solcher Handel einen Einfluss auf den Kursverlauf der entsprechenden Aktien und damit unmittelbare Auswirkungen auf die von H._____ privat gehaltenen Positionen. Der Interessenkonflikt sei somit nicht konstruiert, wie die Beklagte meine, sondern tatsächlich vorhanden, so auch in Verbindung mit dem Erfolgshonorar, welches die Beklagte zugute gehabt habe. Denn damit seien Anreize gesetzt worden, einerseits die Nachfrage nach entsprechenden Titeln zur Erreichung eines positiven Kursverlaufs hoch zu halten, andererseits mit dem zur Verwaltung anvertrauten Vermögen übermässig hohe Risiken einzugehen, in der Hoffnung auf Erzielung einer hohen Rendite, welche hinwiederum ein entsprechendes Erfolgshonorar zugunsten der Beklagten (und zulasten der Klägerin) zur Folge gehabt habe. Von parallel laufenden Interessen zwischen der Beklagten und der Klägerin könne somit keine Rede sein (act. 19 S. 97 Rz. 402 f.).

Als E._____ mit E-Mail vom 5. Mai 2010 H._____ mit seiner früher gemachten Aussage konfrontiert habe, Mitte 2007 hätten mit Bezug auf Vietnam-Anlagen "Marktübertreibungen gegen oben" stattgefunden und nachgefragt habe, weshalb er (H._____) denn nicht diese Gelegenheit genutzt hätte zum Verkauf der von "Marktübertreibungen gegen oben" betroffenen Vietnam-Anlagen, schliesslich hätte die Beklagte ja ihre Kommission bzw. Gewinnbeteiligung gleichwohl kassiert, habe H._____ mit E-Mail vom 9. Mai 2010 geantwortet, dass durch das Erfolgshonorar das Interesse von E._____ und dasjenige der Beklagten identisch

sei. Dabei sei angesichts der vorstehend aufgeführten Interessenbindungen gerade das Gegenteil der Fall gewesen (act. 1 S. 46 Rz. 164 f.).

Die Beklagte widerspreche sich, indem sie einerseits (zutreffend) attestiere, ebenfalls monetäre Interessen wahrgenommen zu haben, andererseits vortrage, die Tatsache einer Einsitznahme von H._____ in den Leitungs-, Aufsichts- und/oder Beratungsgremien zahlreicher vietnamesischer (und weiterer Emerging Markets) Investment-Vehikel (nicht erwähnt werde an dieser Stelle, dass sich H._____ auch an mehreren dieser Vehikel beteiligt habe) hätte nicht seinen eigenen monetären Interessen gedient. Die Argumentation, die Verfolgung eigener Interessen habe letztlich im Interesse des Kunden gelegen, stelle eine klassische Rechtfertigung bei Interessenkonflikten dar. Sie sei jedoch ebenso verkehrt wie falsch (act. 19 S. 89 Rz. 360 f.).

Die Klägerin bzw. E._____ sei von der Beklagten bzw. H._____ nie über die zahlreichen Engagements und entsprechende Interessenverflechtungen und -kollisionen von H._____ in Kenntnis gesetzt worden, weder schriftlich noch mündlich, sei es mit Bezug auf die Leitungs- oder Aufsichtsgremien, in welchen H._____ Einsitz genommen habe, sei es mit Bezug auf die (Aktien-) Beteiligungen an den entsprechenden Gesellschaften. Sämtliche Interessenverflechtungen von H._____ seien während der gesamten Mandatsdauer nicht bekannt gewesen. Erst durch die aufwändigen Recherchen des klägerischen Rechtsanwalts seien die Interessenverflechtungen ans Tageslicht gekommen (act. 1 S. 42 Rz. 151; act. 19 S. 93 Rz. 382, S. 94 Rz. 389 und act. 19 S. 95 Rz. 392 f.). Eine entsprechende Aufklärung habe somit gefehlt (act. 19 S. 91 Rz. 373).

Stattdessen habe die Beklagte versucht, die reellen Beweggründe (Interessenkonflikte) durch irreführende und/oder falsche Informationen gegenüber der Klägerin zu verschleiern. So sei etwa mit Schreiben vom 24. Juni 2010 die negative Kursentwicklung der Vietnam-Anlagen im Zuge einer längeren Erklärung (und in anlegerunfreundlich kleingedruckter Schrift) begründet worden – kein Wort hingegen von der wesentlichen Tatsache, dass H._____ Mitglied des Direktoriums der N._____ Ltd. (gewesen) sei. Eine weitere, angesichts des fehlenden Aufklärungs- und stattdessen übermässigen Werbecharakters ebenso unhaltbare Rechtferti-

gung der Beteiligung N._____ Ltd. sei bereits im Schreiben vom 31. Januar 2009 erfolgt. Ebenfalls keine Hinweise auf die Interessenkollisionen betreffend N._____ fänden sich im Schreiben vom 16. Juli 2007 und im äusserst ausführlichen und weitschweifigen Reisebericht 2009/2010 vom 10. März 2010. Statt dessen beinhaltete dieser Reisebericht zahlreiche werbe-ähnliche Slogans (act. 1 S. 45 f. Rz. 161 ff.).

Die Präsentation über N._____ habe die Klägerin bzw. E._____ weder gesehen noch (persönlich) übergeben oder sonst wie zugestellt erhalten, weder am von der Beklagten erwähnten Datum (3. Februar 2006) noch vorher oder danach (act. 19 S. 91 Rz. 375, S. 94 Rz. 388 und S. 95 Rz. 395). Zudem betreffe dieses "Paper" lediglich, wie sich aus der Fusszeile ergebe, die (sich – soweit ersichtlich – nicht im Depot der Klägerin befindene) U._____ und die (im Depot vorhandene) N._____. Zu den zahlreichen anderen (weiteren) Spezialwerten und Vietnam-Vehikeln, in denen H._____ ebenfalls engagiert gewesen sei, sei es mittels Einsitznahme in Entscheidungs-, Aufsichts-/Beratungsgremien und/oder mittels Investition in die entsprechenden Titel, werde nichts gesagt (act. 19 S. 92 Rz. 376). Was die andere Präsentation betreffe, so beziehe sich diese zwar auf ein Investmentvehikel (O._____), dessen Aktien auch im Depot der Klägerin zu finden gewesen seien. Jedoch sei auch hier mit aller Deutlichkeit festzuhalten, dass diese Beilage weder mit der Klägerin noch mit E._____ jemals besprochen und/oder einer dieser beiden Personen ausgehändigt worden sei, insbesondere nicht, wie die Beklagte fälschlicherweise behaupte, an einer Besprechung am 9. August 2006 (act. 19 S. 92 Rz. 377 und S. 96 Rz. 396). Das Fact Sheet über L._____ habe die Klägerin bzw. E._____ nicht von der Beklagten erhalten, sondern nachträglich (mittels Recherchen des klägerischen Rechtsanwaltes) erhältlich gemacht. Eine Offenlegung seitens der Beklagten sei auch in diesem Punkt nicht erfolgt (act. 19 S. 93 Rz. 384).

Weiter sei darauf hinzuweisen, dass den Kunden/Anleger (hier die Klägerin bzw. E._____) weder eine Obliegenheit noch eine Pflicht treffe, von sich aus eigene (zeitaufwändige) Nachforschungen über allfällige Interessenbindungen seines Vermögensverwalters anzustellen. Vielmehr könne und dürfe der Kunde darauf

vertrauen, dass ihn sein Vermögensverwalter hierüber ungefragt, pro-aktiv, umfassend und richtig in Kenntnis setze. Dies sei vorliegend während der gesamten Mandatsdauer nie geschehen (act. 19 S. 92 Rz. 378).

b) Vorbringen der Beklagten

Die Beklagte hält dem entgegen, dass der Beauftragte die Interessen des Auftraggebers mit bestem Wissen und Gewissen zu wahren habe, sei unbestritten. Niemand behaupte jedoch, dass nicht auch der Beauftragte durchaus monetäre Interessen wahrnehmen dürfe. Dass die Beklagte ihre eigenen monetären Interessen jenen der Klägerin vorangestellt habe, behaupte die Klägerin anhand verschiedener Produkte, unterliege dabei jedoch einem grundlegenden Irrtum: Die von der Klägerin zum Beginn ihrer These angeführte Tatsache, dass H._____ in einigen Gremien der im Portefeuille vertretenen Produkte Einsitz genommen habe, habe nicht seinen eigenen monetären Interessen gedient, sondern letztlich jenen der Klägerin (act. 13 S. 39 Rz. 82).

H._____ sei von Kunden (so auch von E._____) immer wieder darauf angesprochen worden, ob denn z.B. die Vietnam-Fonds seriös seien. Weil Vertrauen gut, Kontrolle bekanntlich besser sei, habe er Anlagen in Emerging Market Fonds (L._____, T._____, S._____) sowie in Vietnam-Fonds wenn immer möglich davon abhängig gemacht, dass er laufenden Einblick in die Tätigkeit dieser Fonds gehabt habe und dass die Wertschriften nicht bei einer lokalen, sondern bei einer internationalen Depotstelle aufbewahrt und deren Bücher durch eine anerkannte Revisionsgesellschaft geprüft worden seien (act. 13 S. 40 Rz. 83). Es beruhige die Kunden, dass die Beklagte den Aufwand nicht scheue, sich vor Ort die Unternehmen, in welche die Fonds angelegt hätten, zu besichtigen und die Fondsmanager zu kontrollieren. Von einer Verletzung der Treuepflicht könne also keine Rede sein (act. 13 S. 40 Rz. 85). Da Vietnam von europäischen Banken in deren Research noch kaum abgedeckt werde, könne man nur durch eigenen Research vor Ort einen vertieften Einblick gewinnen. Aus diesem Grund besuche H._____ Vietnam im Schnitt dreimal pro Jahr. Dies habe ihm von der V._____ den Übernamen "Mr. ..." eingetragen und er werde auch immer wieder von Banken und anderen Vermögensverwaltern bezüglich Vietnam konsultiert und von Finanzma-

gazines und -zeitungen gebeten, Berichte zu Vietnam zu verfassen (act. 13 S. 40 f. Rz. 85). Weil die Beklagte in Spezialfonds (welche in Emerging Markets wie z.B. Vietnam tätig seien) investiere und deren Manager hierzulande unbekannt seien, werde sie von Kunden regelmässig über deren Qualität und die Manager befragt. Auch E._____ habe diese Frage gestellt. Aufgrund seiner Sonderkenntnisse sei H._____ in der Lage gewesen, diese Fragen zu beantworten. Wie bereits dargelegt, habe die Beklagte einen aktiven und unternehmerischen Anlagestil verfolgt. Dies beinhalte auch, dass die Tätigkeit des Managers möglichst "real time" verfolgt und wenn nötig auch Einfluss genommen werde. Dies sei am effizientesten dann möglich, wenn die Beklagte in Gremien der betreffenden Gesellschaften Einsitz nehme (act. 13 S. 42 f. Rz. 90 und S. 43 Rz. 91).

H._____ habe häufig mit eigenen Mitteln neue Investmentideen während einigen Monaten, teilweise sogar Jahren, getestet, bevor er Kundengelder zu investieren begonnen habe. Daraus folge, dass er ganz bewusst bei praktisch allen Spezialwerten, welche er für Kunden gekauft habe, auch privat engagiert sei. Für ihn habe der Grundsatz gegolten: Wenn ein Titel für ihn nicht gut genug sei, dann sei er es für einen Kunden erst recht nicht. Hierin liege also ein Schutz für den Kunden und nicht eine unzulässige Bevorzugung eigener monetärer Interessen (act. 13 S. 40 Rz. 84). Die Tatsache, dass die Beklagte sich teilweise in Firmen engagiert habe, die sie auch ihren Kunden empfohlen habe, zeige, dass sie aufgrund persönlicher Kenntnisse an diese Unternehmen geglaubt habe. Wenn der Wert dieser Anlagen aufgrund einer richtigen Einschätzung gestiegen sei und sowohl sie als auch ihre Kunden davon profitiert hätten, sei dies keineswegs ein unzulässiger monetärer Vorteil. Das Eigeninteresse habe jenem der Kunden entsprochen, d.h. es habe Interessensübereinstimmung bestanden und nicht ein Interessenskonflikt. Hierin habe sich die der Klägerin durchaus bekannte unternehmerische Anlagepolitik widerspiegelt. Die Beklagte habe keineswegs die Interessen ihrer Kunden gegenüber eigenen Interessen hintan gestellt (act. 27 S. 56 Rz. 126). Die Beklagte bestreite keineswegs, monetäre Interessen wahrgenommen zu haben. Schliesslich sei sie ein gewinnorientiertes Unternehmen wie jedes andere auch. Dass ein Vermögensverwalter in den gleichen Titeln wie sein Kunde investiert sei, beweise, dass er zu 100% von diesen Titeln überzeugt sei. Ein Interessenskonflikt

bestehe deshalb nicht, vor allem wenn es sich um langfristige Investments handle (act. 27 S. 54 Rz. 123). Das Engagement in Vietnam habe der Beklagten besondere Kenntnisse über dieses Land verschafft, die auch den Kunden zugute gekommen seien. Sie habe solide und persönliche Kenntnisse der Fonds und Unternehmen gehabt, in die investiert worden sei (act. 27 S. 55 Rz. 124). Die unbestrittenen persönlichen Engagements von H._____ hätten sich nicht zum Schaden der Klägerin ausgewirkt (act. 27 S. 63 Rz. 149).

Da H._____ in der Gesellschaft L._____ persönlich engagiert gewesen sei, habe er sie besonders gut gekannt und habe sie auch Dritten empfehlen können. Die Beklagte habe übrigens für diese Anlagen keine Vertriebsentschädigungen oder Ähnliches bezogen wie dies bei Banken hinsichtlich eigener Fonds der Fall sei. Die Beklagte habe nie direkt d.h. in Form von Kommissionen davon profitiert, dass sie diese Anlagen ihren Kunden empfohlen habe (act. 13 S. 41 f. Rz. 88). Es sei allgemein bekannt, dass die Banken, dort wo sie ein Verwaltungsmandat besäßen, ganz überwiegend in eigenen Produkten (Anlagefonds, strukturierte Produkte) anlegten, wenn sie über eine entsprechende "Produktenpalette" verfügten. Sie täten dies, aus – wie es die Klägerin nenne – monetären Interessen, da sie mit diesen Produkten schlichtweg mehr verdienten als mit der Anlage in Fremdprodukten, selbst wenn sie natürlich behaupten würden, ihre Produkte seien für das betreffende Depot die geeignetsten. Dies werde seit vielen Jahren praktiziert und sei kaum je beanstandet worden. Im vorliegenden Fall sei teilweise in Produkte investiert worden, für die sich die Beklagte tatsächlich persönlich und auch finanziell engagiert habe. Ein monetäres Interesse wie es im Fall der Anlage der Banken in Eigenprodukten zweifellos bestehe, habe die Klägerin hinsichtlich der Beklagten nie nachgewiesen und könne es auch nicht nachweisen, weil es nichts nachzuweisen gebe (act. 27 S. 59 Rz. 138).

Dass H._____ dem Advisory Panel z.B. von N._____ angehört habe, habe ihn nie gehindert, Verkäufe und Käufe an der Börse zu tätigen. Da es sich um "closed-end" Produkte gehandelt habe, habe dies ohnehin keinen Einfluss auf das Fondsvermögen gehabt. Die Klägerin konstruiere einen Interessenskonflikt, wo keiner sei. Über das (durchaus übliche) Erfolgshonorar habe die Beklagte ein klares

wirtschaftliches Interesse an einer positiven Wertentwicklung der Kundenportfolios gehabt. Das liege in der Natur des Erfolgshonorars. Die Interessen zwischen Vermögensverwalter und Kunde liefen also parallel (act. 13 S. 44 Rz. 95). Dass das Engagement der Beklagten für Rechnung der Klägerin in Vietnam Fonds einen Einfluss auf den Kursverlauf der entsprechenden Anlage genommen habe oder überhaupt habe nehmen können, werde energisch bestritten. Hierzu seien die Engagements im Verhältnis zum Gesamtvolumen des fraglichen Kapitals viel zu gering gewesen (act. 27 S. 62 f. Rz. 148).

Die Kunden (so auch E._____) seien über die Tatsache, dass H._____ in den Aufsichts- und Beiräten etc. der von ihm empfohlenen Produkte vertreten war, informiert gewesen. Die Behauptung, H._____ habe seine Bindungen zu Vietnam und den von ihm empfohlenen Fonds und Gesellschaften nicht offen gelegt, sei falsch, um nicht zu sagen böswillig (act. 13 S. 42 f. Rz. 90). E._____ habe genau gewusst, dass H._____ ebenfalls in den Vietnam Fonds investiert gewesen sei und diese als Mitglied des Aufsichts- oder Beirates sehr eng habe verfolgen können. Bei der Besprechung neuer Engagements (z.B. N._____ am 3. Februar 2006 und O._____ am 9. August 2006) seien denn auch Kernfragen von E._____ gewesen, ob diese Fonds seriös seien und ob H._____ auch darin investiere (act. 27 S. 54 Rz. 123). Über das persönliche Engagement von H._____ in den betreffenden Anlagen habe er die Klägerin gehörig aufgeklärt (act. 13 S. 44 Rz. 96).

Dies gehe auch aus den der Klägerin übergebenen Präsentationen hervor (act. 13 S. 40 Rz. 85). Die Ausführungen der Klägerin zeigten, dass H._____ seine Tätigkeit für den L._____ offengelegt habe (act. 13 S. 41 Rz. 87). Das gleiche gelte für den M._____ Ltd. (act. 13 S. 42 Rz. 89). Auch im Fall N._____ und O._____ seien die persönlichen Verbindungen offen gelegt worden (act. 13 S. 42 Rz. 89; act. 27 S. 60 Rz. 139). Aufgrund der bekannten Affinität von E._____ für Immobilienanlagen, sei anlässlich der Besprechung des Rechenschaftsberichtes per 31. Dezember 2005 am 3. Februar 2006 das geplante Investment in N._____ ausführlich besprochen worden. Die Dokumentation inkl. Zusammensetzung des Board, Revisoren, Listing in London etc. habe H._____ E._____ als entsprechende Präsentation

übergeben (act. 13 S. 43 Rz. 91). Aus Seite 34 der Präsentation gehe hervor, dass H._____ als Mitglied des Advisory Board vorgeschlagen gewesen sei. Dies gehe zudem aus der Biografie auf der Website der Beklagten sowie der Website der fraglichen Fonds hervor, sei also allgemein zugänglich. Auch bei O._____ sei der spezielle "Schweizer Set-up" (W._____ als Custodian, Prof. Dr. AA._____ im Aufsichtsrat, AB._____ als Chairman der Management-Gesellschaft, AC._____ als Managing Director, AD._____, ein gebürtiger Vietnameser mit Schweizerpass und HSG-Abschluss als Director, und H._____ als Mitglied des Advisory Council) mit E._____ am 9. August 2006 besprochen worden (act. 13 S. 42 Rz. 89 und S. 43 Rz. 92; act. 27 S. 60 f. Rz. 142). Immerhin sei richtig zu stellen, dass H._____ nicht im Direktorium von N._____ Einsitz genommen habe, sondern im Advisory Panel. H._____ sei auch nicht mit Q._____ und AE._____ als Mitglied des Aufsichtsrates (Board of Directors) von U._____ Fonds tätig gewesen (act. 13 S. 41 Rz. 86 und S. 43 Rz. 93). Dass H._____ auf der Website der S._____ Ltd. als Director aufgeführt werde, zeige einmal mehr, dass dieses Engagement öffentlich und auch E._____ bekannt gewesen sei, zumal auf der Website der Beklagten auf solche Verbindungen ausdrücklich hingewiesen worden sei und diese Kontrollfunktion auf entsprechende Fragen von E._____ von der Beklagten als Argument für die Seriosität angeführt worden sei (act. 13 S. 42 Rz. 89). Auch dass H._____ Aufsichtsrat und Anteilhaber des Schwesterfonds T._____ gewesen sei, sei gegenüber E._____ nie verschwiegen worden und sei diesem (wie im Fall von L._____) bekannt gewesen (act. 13 S. 42 Rz. 89).

Fact Sheets (und auch die Jahresberichte) über L._____ seien auf der Website frei zugänglich. Die Beklagte habe der Klägerin jeweils anlässlich der Erstanlage die Anlagepolitik erläutert, auf die Website hingewiesen und dabei auch darauf hingewiesen, dass H._____ dem Aufsichtsrat angehöre und damit vollen Einblick in die Anlagetätigkeit habe (act. 27 S. 58 Rz. 135). Die von der Klägerin erwähnten und alle anderen Fact Sheets seien zu nichts anderem als zur Aufklärung und Information der Investoren verfasst und selbstverständlich auch entsprechend verwendet worden (act. 27 S. 58 Rz. 135). Das persönliche Engagement hinsichtlich der fraglichen Anlagen habe H._____ nie bestritten, ganz im Gegenteil: Er habe zum Zwecke der Aufklärung und Vertrauensbildung gegenüber der Klägerin

(wie auch gegenüber den anderen Kunden) ausdrücklich darauf hingewiesen. Dieses Engagement bestehe übrigens seit 2005 und sei in jedem Jahresbericht ausdrücklich erwähnt (act. 27 S. 59 Rz. 136). Die erwähnten Präsentationen betreffend Anlagen in Vietnam seien für die Kunden bestimmt gewesen, hätten als Gesprächsgrundlage gedient und seien der Klägerin anschliessend überlassen worden (act. 27 S. 57 Rz. 131). In ihnen seien allfällige Funktionen von H. _____ stets ausdrücklich erwähnt worden, wie dies in derartigen Dokumenten üblich sei. Die Beklagte habe keinen Grund gehabt, irgend etwas zu verbergen. Insofern sei die diesbezügliche Information durchaus ungefragt, pro-aktiv, umfassend und richtig gewesen (act. 27 S. 57 Rz. 131).

c) Rechtliches

Die Treuepflicht gehört neben der Sorgfaltspflicht zu den grundlegenden Merkmalen des Auftrages (Art. 398 Abs. 2 OR). Aus ihr folgt die Interessenwahrungspflicht. Der Beauftragte ist zur umfassenden Interessenwahrung verpflichtet. Er hat die Interessen des Auftraggebers seinen eigenen vorzuziehen. Aus der Interessenwahrungspflicht folgt das Verbot der Benachteiligung des Kunden (ZOBL, in: FORSTMOSER / TERCIER / ZÄCH, Innominatverträge, Festgabe zum 60. Geburtstag von Walter R. Schlupe, 1988, S. 327 f.). Verletzt der Beauftragte diese Pflichten, so liegt eine Vertragsverletzung vor, die eine Schadenersatzpflicht auslösen kann (ZOBL, a.a.O., S. 332).

Aus der Kasuistik ergeben sich folgende mögliche Interessenskonflikte zwischen Bank und Vermögensverwaltungskunden: Um das Aktivgeschäft günstig finanzieren zu können, legt die Bank dem Kunden schwergewichtig eigene Kassenobligationen ins Depot; um den Kommissionsertrag zu erhöhen, werden ohne jede wirtschaftliche Notwendigkeit übermässig viele Börsentransaktionen durchgeführt; um im Rahmen einer schlecht gelaufenen Emission fest übernommene Titel dennoch platzieren zu können, werden diese zu einem grossen Teil den Vermögensverwaltungsdepots einverleibt; die Bank legt dem Kunden Aktien bzw. Obligationen ins Depot, welche aufgrund einer besonderen Kurspflege, die den eigenen Effektenbeständen der Bank dient, einen überhöhten Wert aufweisen, der nicht dem effektiven Marktwert entspricht; die Bank übernimmt aus einem Depot im Steigen be-

griffene Effekten, um diese ihrem Nostrobestand einverleiben zu können; die Bank hat Kenntnis von einem künftigen Kurszerfall eines bestimmten Titels und baut ihren diesbezüglichen Nostrobestand ab, indem sie die entsprechenden Titel ihren Kunden zuweist (ZOBL, a.a.O., S. 328 f.; vgl. auch GUTZWILLER, a.a.O., S. 168).

Aus der Interessenswahrungspflicht darf nicht der Schluss gezogen werden, die Bank dürfe an der einzelnen Transaktion keine eigenen Interessen haben. Vielmehr muss davon ausgegangen werden, dass die Bank als kaufmännisches Unternehmen an der Durchführung von Vermögensverwaltungsaufträgen ein erhebliches wirtschaftliches Interesse hat. Während das Interesse des Kunden je nach Anlegerziel mehr auf Zinsertrag oder Wertzuwachs gerichtet ist, besteht das Hauptinteresse der Bank in der Einnahme von Kommissionen, Courtagen und Depotgebühren. Dazu gesellen sich sekundäre Interessen wie Erhöhung des Platzierungspotentials, Hoffnung auf Anschlussgeschäfte u.a.m. Der ausschlaggebende Grund für die Durchführung von einzelnen Anlagen darf aber niemals in der Erzielung von Kommissionen und Courtagen allein bestehen, vielmehr muss das Kundeninteresse die entsprechende Disposition gebieten. Geschäfte, die lediglich darauf abzielen, der Bank einen Vorteil auf Kosten des Kunden zu verschaffen, sind somit unzulässig. Wesentlich ist, dass der Kunde durch die entsprechenden Transaktionen nicht benachteiligt wird (ZOBL, a.a.O., S. 332 f.).

Verträgt sich die getätigte Anlage mit den Kundeninteressen, indem sie dem vom Kunden festgelegten Anlegerziel entspricht und dieser somit nicht benachteiligt wird, so spielt es keine Rolle, wenn für den Anlageentscheid noch andere Interessen der Bank ausschlaggebend waren (ZOBL, a.a.O., S. 333; GUTZWILLER, a.a.O., S. 171). Stellt man somit fest, dass die Interessen der Bank einen auffallend großen Stellenwert aufweisen, hat man in einem zweiten Schritt zu prüfen, ob der Kunde dadurch benachteiligt wird. Trifft letzteres zu, so ist der Interessenkonflikt zu Lasten der Bank zu entscheiden. Sind die Interessen des Kunden aber gleichwohl gewahrt, indem dieser nicht benachteiligt ist, so erweist sich der Interessenkonflikt als unerheblich. In Fällen, wo eine aus Sicht des Kunden unzulässige Interessenkollision vorliegt, kann gleichzeitig eine Verletzung der auftragsrechtli-

chen Sorgfaltspflichten der Bank gegeben sein (ZOBL, a.a.O., S. 335; GUTZWILLER, a.a.O., S. 171).

Der Vermögensverwalter hat auf bestehende oder sich im Laufe der Geschäftsbesorgung ergebende Interessenkonflikte hinzuweisen, da diese die Zielerreichung potentiell gefährden (BURG, in: ZOBL / GIOVANOLI / WEBER, a.a.O., N 248; SCHALLER, a.a.O., N 157). Eine Verletzung der Aufklärungspflicht ist vom Kunden zu beweisen (GUTZWILLER, a.a.O., S. 133 ff.; ZR 105 [2006] Nr. 3 S. 8 ff., S. 13).

d) Würdigung

Vorliegend ist unbestritten, dass sich H._____, Verwaltungsrat der Beklagten und Betreuer der klägerischen Vermögensverwaltungsmandates, verschiedentlich persönlich in Anlagen in Emerging Markets, insbesondere Vietnam, engagiert hat, sei es als Mitglied im Direktorium, Aufsichtsrat oder Beratungsausschuss und/oder auch als Anteilseigner. Dies ergibt sich auch aus den Akten (act. 3/25+26; act. 3/49-55).

Uneinig sind sich die Parteien hingegen über die Interessenlage. Während die Klägerin der Ansicht ist, die Beklagte bzw. H._____ habe eigene (monetäre) Interessen denjenigen der Klägerin vorangestellt und die Klägerin benachteiligt, meint die Beklagte, es habe Interessenübereinstimmung bestanden, sie habe sowohl eigene monetäre Interessen wahrgenommen als auch diejenigen der Kunden. Sie verweist insbesondere auf N._____ und legt dar, dass es sich dabei um closed-end Produkte gehandelt habe, weshalb Käufe und Verkäufe an der Börse keinen Einfluss auf das Fondsvermögen gehabt hätten. Die Klägerin hält entgegen, der Handel habe jedoch Einfluss auf den Kursverlauf der entsprechenden Aktien und damit unmittelbar Auswirkungen auf die von H._____ privat gehaltenen Positionen.

Wie nachfolgende Erwägungen zeigen, kann die Frage nach dem Vorliegen effektiver Interessenkonflikte letztlich offen gelassen werden.

Die Klägerin wurde ihrer Ansicht nach von der Beklagten bzw. H._____ nie über dessen Engagements und Interessensverflechtungen aufgeklärt. Stattdessen ha-

be die Beklagte durch irreführende Informationen ihre reellen Beweggründe zu verschleiern versucht und die Klägerin mit werbeähnlichen Unterlagen eingelullt. Die Beklagte wehrt sich gegen diesen Vorwurf. Ihre Kunden seien informiert gewesen, dass H._____ in Aufsichts- und Beiräten etc. der von ihm empfohlenen Produkte vertreten sei.

Die Klägerin offeriert zum Beweis verschiedene Urkunden, in welchen keine Hinweise auf Interessenskollisionen, sondern lediglich werbeähnliche Aussagen zu finden seien. Das Schreiben der Beklagten an die Klägerin vom 16. Juli 2007 (act. 3/27, Seite 3 untere Hälfte) hält fest: "*Unser Favorit ist N._____, hat diese doch einige äusserst interessante Investitionen getätigt und sich insbesondere eine riesige Baulandreserve zugelegt*". Ein Hinweis auf eine Interessenskollision ist in dieser Aussage nicht enthalten. Im Reisebericht 2009/2010 vom 10. März 2010 (act. 3/58, Seite 3 und Seite 4) macht die Beklagte verschiedene Aussagen zu Vietnam. Informationen bezüglich möglicher Interessenkonflikte fehlen. Insbesondere in den von der Klägerin herausgestrichenen Bemerkungen (Seite 3, zweitletzter Absatz: "*... was einen Kaufsunami auslösen dürfte*"; Seite 3 unten/Seite 4 oben: "*Und ich erwarte, dass sich der P._____-Index in den nächsten 2 Jahren verdoppelt! Geduld bringt also Rosen!*"; Seite 4, letzter Absatz: "*Der im Jahre 2006 aufgelegte N._____ (N._____) ... konnte dank guter Beziehungen und seiner Finanzkraft ... eine fast einmalige Baulandreserve von rund 55 Mio. m² zu sensationell günstigen Preisen aufbauen.*"; Seite 4, letzter Absatz: "*Deshalb bietet der N._____ m.E. ein sensationell günstiges Chance/Risiko-Verhältnis und sollte in keinem Portfolio fehlen!*"). Auch das Schreiben vom 31. Januar 2009 (act. 3/57 Seite 4), wonach die Rahmenbedingungen und Aussichten für Immobilienanlagen "exzellent" seien, die Nachfrage das Angebot "bei weitem" übersteige, es sich um eine "Korrektur von spekulativen Übertreibungen" handle und man ausserdem "äusserst bullish" betreffend die Aktien der N._____ sei, informierte die Klägerin nicht über allfällige Interessenskollisionen der Beklagten. Dasselbe gilt für das Schreiben vom 24. Juni 2010 (act. 3/56).

Die Beklagte verweist auf drei Auszüge aus Präsentationen, welche der Klägerin übergeben worden seien. Der Auszug betreffend N._____ und U._____

(act. 14/34) weist darauf hin, das H._____ dem Advisory Board angehört. Gemäss dem Präsentationsauszug AF._____ Fund und U._____ (act. 14/35) ist H._____ Mitglied des Board of Directors. Zudem gehört H._____ dem Advisory Council der O._____ an, wie dem entsprechenden Auszug aus der Präsentation (act. 14/36) zu entnehmen ist.

Die Klägerin bestreitet, diese Präsentationen erhalten zu haben. Weitere Beweismittel zum Thema Aufklärung über Interessenskonflikte offeriert sie jedoch nicht, insbesondere keine Zeugenbefragung von E._____.

Der klägerischen Bestreitung hält die Beklagte entgegen, die erwähnten Präsentationen betreffend die Anlagen in Vietnam seien für die Kunden bestimmt gewesen, hätten als Gesprächsgrundlage gedient und seien der Klägerin anschliessend überlassen worden. Fact Sheets (und auch die Jahresberichte) über L._____ seien auf der Website frei zugänglich. Die Beklagte habe der Klägerin jeweils anlässlich der Erstanlage die Anlagepolitik erläutert, auf die Website hingewiesen und dabei auch darauf hingewiesen, dass H._____ dem Aufsichtsrat angehöre und damit vollen Einblick in die Anlagetätigkeit habe. Das persönliche Engagement hinsichtlich der fraglichen Anlagen habe H._____ nie bestritten, ganz im Gegenteil: Er habe zum Zwecke der Aufklärung und Vertrauensbildung gegenüber der Klägerin (wie auch gegenüber den anderen Kunden) ausdrücklich darauf hingewiesen. Dieses Engagement bestehe übrigens seit 2005 und sei in jedem Jahresbericht ausdrücklich erwähnt. Auch im Fall N._____ und O._____ seien die persönlichen Verbindungen offen gelegt worden. Zum Beweis offeriert sie H._____ zur Parteibefragung/Beweisaussage. Auf diese Befragung kann indes in antizipierter Beweiswürdigung verzichtet werden, da ohne Weiteres davon ausgegangen werden kann, dass H._____ die bisherigen beklagischen Behauptungen bestätigen wird.

Die Klägerin stützt sich somit zum Beweis der fehlenden Aufklärung über die Interessenkonflikte lediglich auf drei wenig aussagekräftige Urkunden. Die Dokumente der Beklagten erwecken erhebliche Zweifel an einer fehlenden Aufklärung über die Interessenkonflikte, zumal davon ausgegangen werden kann, dass H._____ bei einer Parteibefragung deren Übergabe ohne Weiteres bestätigt. Bei einer Ge-

samtwürdigung der vorliegenden Beweislage gelingt daher der Klägerin der Beweis der fehlenden Information über die Interessenskonflikte nicht. Es ist demnach davon auszugehen, dass die Beklagte sie entsprechend informiert hat.

Die Klägerin macht verschiedentlich geltend, die Dokumente der Beklagten enthielten irreführende, falsche und werbeähnliche Aussagen. Sie bezeichnet zwar einzelne solche Aussagen konkret, führt aber nicht weiter aus, weshalb diese zum damaligen Zeitpunkt irreführend oder falsch gewesen seien, weshalb darauf nicht weiter eingegangen werden kann.

d) Fazit zu den Interessenkonflikten

Die Frage nach Interessenkonflikten kann vorliegend offengelassen werden, da davon auszugehen ist, dass die Beklagte die Klägerin über die persönlichen Engagements von H._____ informiert hat, mithin die Klägerin über mögliche Interessenkonflikte Bescheid wusste.

3.4.5. Illiquide Anlagen

a) Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin führt aus, für die Frage der Liquidität/Handelbarkeit komme es auf die Tagesvolumina an. Dies scheine auch die Beklagte nicht zu bestreiten, nehme sie sich doch im Schreiben vom 4. Oktober 2011 sowie in der Aufstellung der benötigten Handelstage zur Liquidation der Position explizit den durchschnittlichen Tagesumsatz zum Massstab (act. 19 S. 99 f. Rz. 413). Die erforderliche Marktliquidität fehle bei zahlreichen Anlagen, welche die Beklagte in das Depot der Klägerin integriert habe. Diese Titel verfügten über derart tiefe Tagesvolumina, dass eine Veräußerung der jeweiligen Positionen (durch den jetzigen neuen Vermögensverwalter des Depots der Klägerin) nur unter Inkaufnahme hoher Verluste möglich sei. Der neue Vermögensverwalter der Klägerin habe für die Liquidation der nachstehend aufgeführten Positionen mehrere Tage und Wochen benötigt (act. 1 S. 47 f. Rz. 172).

Problembeladene Positionen in solche "Small Caps" mit geringer (Tages-) Liquidität seien LBI International, Hydrotec Ges. f. Wassertechnik, S._____ Ltd.,

Andina Minerals, Arrowhead Research, Local.com Corp, CombiMatrix Corp, Synergy Pharmaceuticals, Kiwibox.com Inc., Cereplast Inc. (act. 1 S. 48 Rz. 174). Alsdann hätten sich zwischenzeitlich auch noch die Investitionen in Pacific North West und N._____ Ltd. als illiquid erwiesen (act. 19 S. 100 f. Rz. 418).

Während somit der Massstab für die Frage, ob Handelbarkeit/Liquidität vorliege oder nicht, zwischen den Parteien nicht bestritten sei, komme es entgegen der Darstellung der Beklagten nicht darauf an, ob die Gesamtposition im Depot der Klägerin kleiner sei (bzw. gewesen sei) als der durchschnittliche Tagesumsatz. Auch sei nicht relevant, ob bei strukturierten Produkten die Emittentin rechtlich gesehen verpflichtet wäre, die ausgegebenen Produkte täglich zurückzukaufen bzw. ob Fondsanteile zur Rücknahme angemeldet werden können (act. 19 S. 100 Rz. 414). Relevant sei vielmehr, ob ein ausreichend liquider Markt mit möglichst geringen Geld-/Brief-Spannen ("Spreads") bestehe. Denn wenn dies nicht der Fall sei, müsse der Anleger bei einem Verkauf mit erheblichen Verlusten rechnen. Als branchenweit anerkannt gelte, dass ein Titel bzw. der Markt für einen solchen Titel dann als liquide gelte, wenn ein durchschnittlicher Tagesumsatz von 1'000'000 Stk./Titel erreicht werde (act. 19 S. 100 Rz. 415). Selbst wenn man also die beklagte Darstellung zum Massstab nähme, wäre solches (Liquidität) lediglich bei Kiwibox.com der Fall gewesen, und auch nur in der Spanne "12 Monate" (act. 19 S. 100 Rz. 416). Eine Aufstellung, welche der jetzige Vermögensverwalter der Klägerin erstellt habe, weise durchschnittliche Tagesvolumina ("Av. Volume") auf den aufgelisteten Spezialwerten von marginalen 3'807 Stk. (CombiMatrix) bis immer noch viel zu geringen 756'641 Stk. (Kiwibox.com) aus (act. 19 S. 100 Rz. 417).

Ausserdem sei der guten Ordnung halber festzuhalten, dass die Klägerin (bzw. E._____) seitens der Beklagten während der Mandatsdauer nie über die fehlende Liquidität der vorstehend erwähnten Titel aufgeklärt worden sei (act. 19 S. 101 Rz. 419).

Mit den Investitionen in die vorstehend aufgelisteten illiquiden Titel habe die Beklagte die sich aus der Sorgfaltspflicht ergebende Pflicht zur Investition in leicht handelbare Anlagen und Finanzinstrumente verletzt sowie über diesen Umstand

die Klägerin nicht aufgeklärt (act. 1 S. 48 Rz. 175; act. 19 S. 101 Rz. 420). Hierdurch habe die Beklagte einen zusätzlichen Schaden zulasten der Klägerin verursacht, welchen Letztere zu einer entsprechenden (zusätzlichen) Ersatzforderung (= Rechtsbegehren Ziff. 5) berechtige (act. 1 S. 48 Rz. 173; act. 19 S. 101 Rz. 420).

b) Vorbringen der Beklagten

Die Beklagte bringt vor, in einem Schreiben vom 4. Oktober 2011 des Rechtsvertreters der Klägerin habe die Beklagte bereits ausgeführt: *"Zunächst ist festzuhalten, dass bei einer auf langfristige (5 Jahre) Kapitalgewinne ausgerichteten Anlagepolitik eine tägliche Liquidierbarkeit des ganzen Portfolios nicht anzustreben ist. Wie beiliegende Aufstellung zeigt, waren jedoch zehn der dreizehn von Ihnen als "illiquid" bezeichneten Positionen kleiner als ein durchschnittlicher Tagesumsatz der letzten zwölf Monate und neun davon auch kleiner als der durchschnittliche Tagesumsatz vom 1. bis 16. September 2011. Bei zwei weiteren von Ihnen als "illiquid" bezeichneten Positionen handelt es sich um kapitalgarantierte Produkte, welche vom Emittenten bei "orderly market conditions" börsentäglich zurückgekauft werden müssen. Die letzten beiden Positionen (Discover Funds) sind offene Fonds, welche dem Fonds zum Rückkauf zum NAV angemeldet werden können."* Die Aufstellung in der Anlage sei selbstredend (act. 13 S. 45 f. Rz. 100). Der Vorwurf der Illiquidität der getätigten Anlagen erweise sich somit als klar widerlegt (act. 27 S. 64 Rz. 153).

Die Klägerin behaupte, Liquidität sei nur bei einem durchschnittlichen Tagesumsatz von einer Million Titel vorhanden. Eine solche Faustregel sei unsinnig, seien doch 1 Mio. Aktien von einem Penny-Stock mit einem Kurs von z.B. 2 Cents gerade einmal USD 20'000, 1 Mio. Aktien z.B. von Apple hingegen ca. USD 675'000'000. Liquidität sei immer relativ. Wenn jemand 10 Mio. Aktien eines Unternehmens mit einem durchschnittlichen Tagesumsatz von 1 Mio. Aktien besitze, habe er eine illiquide Position. Besitze er hingegen 10'000 Aktien einer Gesellschaft mit einem durchschnittlichen Tagesumsatz von "nur" 100'000 Aktien, so dürfte er kein Problem haben, diese Position innert einem Tag zu liquidieren. Die von der Beklagten erstellte Übersicht über die benötigten Handelstage zur Liqui-

dation des Depots bezogen auf den durchschnittlichen Umsatz in den 12 Monaten sowie 12 Wochen vor Erstellung im September 2011 gebe ein zuverlässiges Bild über die Liquidierbarkeit des Depots. Die Liste Investments (Kurse und Anzahl der Investments gemäss Vermögensverzeichnis per 31.08.2011 der G._____ AG) sei nicht nachvollziehbar und damit auch nicht kommentierbar, fehle doch die Angabe, auf welchen Zeitraum sich der dort angegebene durchschnittliche Umsatz ("Av. Volume") beziehe (act. 27 S. 65 Rz. 154).

Selbst wenn man den ausserbörslichen Blockhandel nicht berücksichtige, habe die Position N._____ im Depot nur ca. 1/3 eines durchschnittlichen Tagesumsatzes über die letzten 12 Monate betragen, habe also innert eines Tages problemlos liquidiert werden können. Bei Pacific North West sei der durchschnittliche Tagesumsatz ebenfalls grösser als die Position im Depot L gewesen, wie der angefügte Bloomberg-Ausdruck zeige. Falls die Liquidation dieser Position – wie die Klägerin behaupte – fünfzig Tage in Anspruch genommen habe, dann habe dies nichts mit der Liquidität, sondern mit dem ungeschickten Setzen der Verkaufslimiten zu tun (act. 27 S. 65 Rz. 154).

Da keine Illiquidität bestanden habe, habe die Beklagte auch nicht darüber speziell aufklären müssen (act. 27 S. 66 Rz. 154).

c) Rechtliches

Nach Ziffer 10 der Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge, welche als "aufsichtsrechtlicher Mindeststandard" als Landesregeln zum objektiven, allgemein verbindlichen Recht gehören (vgl. GUTZWILLER, a.a.O., S. 145 f.), beschränkt sich die Vermögensanlage auf leicht handelbare Anlageinstrumente. Kriterium für "leichte Handelbarkeit" ist die Kotierung an einer Börse oder das Bestehen eines repräsentativen Marktes, es sei denn, es handle sich um in Anlegerkreisen anerkannte, stark verbreitete, jedoch beschränkt marktfähige Produkte, Over-the-Counter-Produkte von anerkannter Bonität mit marktkonformen Kursen oder Instrumente der Kollektivanlage mit angemessener Kündbarkeit. Das Erfordernis der "leichten Handelbarkeit" bezieht sich auf sämtliche Anlagen in Wertpapieren (GUTZWILLER, a.a.O., S. 147). Die erforderliche Marktliquidität fehlt etwa dann,

wenn einzelne Titel im Depot des Anlegers über derart tiefe Tagesvolumina verfügen, dass eine Veräusserung der jeweiligen Positionen wegen des dadurch verursachten Angebotsüberhangs nur unter Inkaufnahme von (hohen) Verlusten möglich ist (SCHALLER, a.a.O., N 442).

Die Pflicht zur Investition in entsprechend fungible Anlagen und Finanzinstrumente ist Teilgehalt der Sorgfaltspflicht im Sinne von Art. 398 Abs. 2 OR. Investitionen in Titel, bei denen ein nicht ausreichender (liquider) Handel stattfindet, sodass ein Verkauf (der gesamten Position) nicht oder nur zu schlechten Kursen möglich ist, verletzen die Sorgfaltspflicht und führen damit bei Kursverlusten zu einer Haftung (SCHALLER, a.a.O., N 441).

Eine Verletzung der Sorgfaltspflicht ist vom Kunden zu beweisen (GUTZWILLER, a.a.O., S. 133 ff.; ZR 105 [2006] Nr. 3 S. 8 ff., S. 13).

d) Würdigung

Die Parteien sind sich offenbar einig, dass die Beurteilung der leichten Handelbarkeit von den Tagesvolumina abhängt, gehen doch beide in ihren Ausführungen davon aus. Fraglich ist indes, ob nach der Klägerin als branchenweit anerkannt gilt, dass ein Titel bzw. der Markt für einen solchen Titel dann als liquide gilt, wenn ein durchschnittlicher Tagesumsatz von 1'000'000 Stk./Titel erreicht werde. Die Beklagte bestreitet dies. Die Klägerin offeriert ein Gutachten zur Frage, ab welchem durchschnittlichen Tagesumsatz ein Titel bzw. der Markt für einen solchen Titel als liquide zu betrachten ist.

Prof. Dr. D._____ äusserte sich in seinem Gutachten vom 19. Dezember 2014 (act. 64) zu dieser Frage wie folgt:

Der Tagesumsatz könne durchaus ein Indikator zur Bestimmung der Liquidität sein, wobei weitere Faktoren relevant seien. Eine der wichtigsten Fragen sei, ob ein effizienter Markt mit Nachfrager und Anbieter bestehe. Dies sei z.B. bei einem Fund oder Hedge Fund oft der Fall. Eine weitere Frage sei, ob eine Anlage offiziell täglich gehandelt oder z.B. nur monatliche oder gar halbjährliche Kaufs- und Verkaufsmöglichkeiten bestünden. Es stelle sich die weitere Frage, ob die Anlage

an einer Börse gehandelt oder ausserbörslich gehandelt werde. Zur Bestimmung, ob ein Titel liquide sei oder nicht, reiche eine alleinige Betrachtung der gehandelten Stückzahlen nicht. Der durchschnittliche Tagesumsatz sei relativ zu der Anzahl im Depot gehaltenen Stückzahlen zu betrachten. Würden sich Schwierigkeiten ergeben, die Anlagen im Depot innert einer angemessenen Frist zu veräussern, sei der Titel als nicht liquide zu betrachten.

Die Schlussfolgerungen des Gutachters, wonach eine alleinige Betrachtung der gehandelten Stückzahlen zur Bestimmung der Liquidität nicht ausreiche, erscheint plausibel. Der Klägerin kann somit nicht beigeplichtet werden, wenn sie behauptet, ein Titel sei nur dann als liquide zu erachten, wenn ein durchschnittlicher Tagesumsatz von 1 Mio. Stück pro Titel erreicht werde. Der Tagesumsatz ist vielmehr, wie der Gutachter nachvollziehbar ausführt, relativ zur Anzahl im Depot gehaltenen Stückzahlen zu betrachten. Für die Beurteilung der Liquidität sind sodann weitere Faktoren relevant.

Entgegen den Ausführungen der Klägerin kann für die Titel Local.com Corp und Cereplast Inc. nicht von fehlender leichter Handelbarkeit ausgegangen werden, sind diese Positionen doch auch nach der klägerischen Liste (act. 3/63) kleiner als das "Av. Volume" und wurden sie offenbar nicht mit Verlust verkauft, zumal sie nicht in der entsprechenden Aufstellung der Klägerin (act. 20/15) figurieren.

Die Klägerin gibt weiter für die Titel LBI International, Andina Minerals und Synergy Pharmaceuticals selbst an, dass diese Positionen kleiner waren als das "Av. Volume" (act. 3/63), was gegen eine fehlende leichte Handelbarkeit spricht. Die Verluste beim Verkauf (vgl. act. 20/15) sind demnach auf andere Ursachen zurückzuführen.

Im Gegensatz zur Darstellung der Beklagten (act. 14/39) ist die Position Arrowhead Research nach der klägerischen Aufstellung grösser als das "Av. Volume" (act. 3/63). Die beweispflichtige Klägerin erklärt diesen Widerspruch nicht, weshalb ihre Behauptung der fehlenden leichten Handelbarkeit nicht bewiesen ist.

Die Position N._____ Ltd. umfasst nach der Aufstellung der Klägerin (act. 20/15) 750'000 Stück, nach dem Vermögensverzeichnis per 31. August 2011 (act. 3/41), welches auch Grundlage für die klägerische Aufstellung sein soll (vgl. Vermerk Kurse und Anzahl der Investments gemäss Vermögensverzeichnis per 31. August 2011 der G._____ AG) lediglich 200'000. Auch die Beklagte geht von 200'000 aus (act. 14/39). Die Klägerin erklärt diese Differenz nicht. Da sich beide Parteien im vorliegenden Prozess mehrfach auf das Vermögensverzeichnis (act. 3/41) stützen, ist von dessen Zahlen auszugehen. Entgegen der Klägerin ist somit die Position von 200'000 kleiner als das Volumen von 553'523 gemäss Systemauszug (act. 28/29). Entsprechend kann hier nicht von fehlender leichter Handelbarkeit ausgegangen werden.

Die Positionen Hydrotec Ges. f. Wassertechnik, S._____ Ltd., CombiMatrix Corp und Kiwibox.com Inc. sind sowohl nach der Darstellung der Klägerin (act. 3/63) als auch nach derjenigen der Beklagten grösser als das gehandelte Volumen (act. 14/38+39), weshalb ohne Weiteres von fehlender leichter Handelbarkeit ausgegangen werden kann. Entgegen den Ausführungen der Beklagten ist weiter die Position Pacific North West von 272'000 Titeln (act. 20/15; act. 3/41) grösser als das Volumen von 204'533 (act. 28/29), weshalb von fehlender leichter Handelbarkeit auszugehen ist. Bei diesen Titeln hält auch Prof. Dr. D._____ in seinem Gutachten fest, dass der Depotwert über dem durchschnittlichen Tagesumsatz liege, was darauf hin deute, dass die entsprechenden Anlagen nicht bzw. nur schwierig innerhalb einer akzeptablen Frist und zu akzeptablem Preisen veräussert werden könnten (act. 64 S. 9).

Die Klägerin macht weiter geltend, sie bzw. E._____ seien nie über die fehlende leichte Handelbarkeit der erwähnten Titel aufgeklärt worden. Die Beklagte vertritt die Ansicht, da keine Illiquidität bestanden habe, habe sie nicht aufklären müssen. Sie bestreitet damit nicht, dass sie die Klägerin bzw. E._____ nicht über die Problematik der fehlenden leichten Handelbarkeit aufgeklärt hat, obwohl sich selbst aus ihrer Darstellung ergibt, dass die Positionen einiger Titel im Depot der Klägerin höher waren als der Durchschnittsumsatz. Es ist somit davon auszugehen,

dass die Klägerin bzw. E._____ nie über die fehlende leichte Handelbarkeit einiger Titel in ihrem Depot aufgeklärt wurde.

d) Fazit zu den illiquiden Anlagen

Nach dem Gesagten hat die Beklagte das Depot der Klägerin teilweise in nicht leicht handelbare Titel angelegt und damit ihre Sorgfaltspflicht verletzt. Zudem hat die Beklagte die Klägerin bzw. E._____ nicht über die fehlende leichte Handelbarkeit einiger Titel in ihrem Depot aufgeklärt.

3.4.6. Fazit zu den gerügten Sorgfaltspflichtverletzungen

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Aktienquote des klägerischen Depots angesichts der vereinbarten ausgewogenen Anlagestrategie spätestens ab Dezember 2007 deutlich zu hoch war. Weiter ging die Beklagte ein Klumpenrisiko bezüglich Vietnam ein und verletzte die im Anhang zum Verwaltungsauftrag (Ziffer 3) (act. 3/21) abgemachte Bandbreite für Emerging Markets. Zudem bestand bezüglich verschiedener Einzeltitel im Depot der Klägerin ein Klumpenrisiko. Sodann wurde die Bandbreite für Spezialwerte überschritten. Auch diesbezüglich informierte die Beklagte die Klägerin nicht genügend, sodass nicht von einer Genehmigung ausgegangen werden kann. Weiter ergab sich, dass die Bandbreite für Energie-/Rohstoffwerte überschritten wurde. Sodann ergab sich ein Klumpenrisiko betreffend Währungen. Schliesslich tätigte die Beklagte teilweise illiquide Anlagen. Damit hat die Beklagte die aus dem Vermögensverwaltungsvertrag fließenden Sorgfaltspflichten verletzt.

Eine Weisung der Klägerin, vermehrt in kapitalgeschützte Produkte zu investieren, konnte hingegen nicht nachgewiesen werden.

3.5. Aufklärung und Genehmigung

3.5.1. Allgemeines

Die Beklagte vertritt den Standpunkt, dass die Klägerin über die Anlagepolitik der Beklagten zu jedem Zeitpunkt orientiert war und die von ihr getroffenen Dispositionen genehmigt hat (act. 13 S. 61 Rz. 138).

Die Klägerin macht geltend, E._____ habe nie und in keiner Weise die durch die Beklagte tatsächlich verfolgte pflicht- und weisungswidrige Anlagestrategie genehmigt (act. 1 S. 51 Rz. 183).

Mit der Genehmigung billigt der Auftraggeber ein Verhalten des Beauftragten nachträglich, das nicht vertragsgemäss war oder Sorgfaltspflichten verletzte (GUTZWILLER, a.a.O., S. 230). Die rechtswirksame Genehmigung setzt genaue Kenntnis des zu genehmigenden Sachverhalts voraus, es muss sich somit um eine informierte Genehmigung handeln. Der Kunde muss wissen, dass und inwiefern vom Vertrag abgewichen bzw. eine Sorgfaltsregel, insbesondere die allgemein anerkannten Verhaltensregeln, verletzt wurden. Dies setzt voraus, dass die Bank ihrer Informationspflicht genügt hat. Das Mass der Information wiederum ist von der Sach- und Fachkunde des Anlegers und der Art des in Frage stehenden Anlagegeschäfts abhängig (GUTZWILLER, a.a.O., S. 232; SCHALLER, a.a.O., N 450; BGE 124 III 155, E.3.a, S. 162; Urteil des Bundesgerichts 4A_140/2011 vom 27. Juni 2011, E.3.1). Der Beklagte trägt für die zu seiner Entlastung vorgebrachte Behauptung der Information die Beweislast (Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3. Dezember 2004; GUTZWILLER, a.a.O., S. 235; SCHALLER, a.a.O., N 450).

Demnach ist im Folgenden vorab zu prüfen, ob der wirtschaftlich Berechtigte der Klägerin, E._____, welcher unbestritten die einzige Ansprechperson der Beklagten bzw. des mandatsführenden Verwaltungsrats H._____ war (act. 1 S. 51 Rz. 186; act. 13 S. 48 Rz. 102), Laie oder erfahrener Anleger war. Anschliessend ist zu prüfen, ob die Klägerin bzw. E._____ genügend aufgeklärt wurde und die Anlagen der Beklagten genehmigt hat.

3.5.2. Sach- und Fachkunde

a) Vorbingen der Klägerin

Die Klägerin bringt vor, der wirtschaftlich Berechtigte der Klägerin, E._____, sei ausgebildeter Rechenmaschinen-Mechaniker. Nach Abschluss der Hotelfachschule sei E._____ Verkaufsleiter Schweiz der AG._____ Hotelgruppe geworden und dort für die Akquisition von Kunden zuständig gewesen. Nach einem Wechsel

des Arbeitgebers sei er bei der AH._____ AG für Immobilienverkäufe zuständig gewesen, bevor er sich als Immobilienvermittler selbstständig gemacht habe. Seit Januar 1998 befinde sich E._____ in Frührente (act. 1 S. 63 Rz. 234). Seit seiner vorzeitigen Pensionierung sei E._____ auf Reisen. Momentan halte er sich häufig in Thailand auf. In die Schweiz komme er hin und wieder, um seine Eltern sowie Bekannte zu treffen. Ergebe sich bei diesen Kontakten ein Immobiliengeschäft, so versuche er, dieses wahrzunehmen. Insoweit sei er auch heute noch seiner früheren Tätigkeit als selbstständiger Immobilienvermittler verbunden. Mit Börsen- und Anlagegeschäften beschäftige er sich indessen nicht und habe sich nie beschäftigt. Sein Vermögen lasse er nach wie vor von dritter Seite, d.h. von externen Vermögensverwaltern betreuen (act. 19 S. 119 Rz. 503).

Damals habe es sich bei der Hotelfachschule noch um eine Fachschule für Gastronomie (zur Erlangung des Wirtepatents) mit den Bereichen Küche, Service und Buchhaltung gehandelt. Eine Management-Ausbildung habe dies jedoch nicht beinhaltet; die Schule habe seither ihr Leitbild stark geändert und biete heute (im Gegensatz zu damals/früher) auch eine Management-Ausbildung an. Eine kaufmännische Ausbildung habe E._____ somit nie erhalten. Vielmehr habe er sich die für die Immobilien- und WIR-Geld-Vermittlung erforderlichen Kenntnisse teilweise autodidaktisch, teilweise (und grösstenteils) durch seine praktische Tätigkeit als Immobilienvermittler angeeignet (act. 19 S. 121 f. Rz. 514). Es sei klarzustellen, dass E._____ Liegenschaften nicht eigentlich gehandelt, sondern vielmehr vermittelt habe. Diejenigen Liegenschaften, welche er selbst besessen habe, habe er vor seiner Abmeldung per Ende 1997 verkauft (act. 19 S. 118 Rz. 499). E._____ sei kein "im Bereich der Vermögensanlage erfahrener Kaufmann" (so aber die Beklagte). Vielmehr verfüge er angesichts seiner Ausbildung und seines Werdegangs lediglich (aber immerhin) über ausgewiesene Sach- und Fachkunde im Bereich Rechenmaschinen-Mechanik und Immobilienvermittlung (act. 19 S. 118 Rz. 498).

Es treffe zu, dass E._____ WIR-Geld vermittelt habe (act. 19 S. 119 Rz. 504). Er habe denjenigen Teilnehmern, welche zu viel WIR hatten, solches abgekauft, und zwar mit einem Einschlag (teilweise bis zu 50%) und das WIR-Geld mit einem

Gewinn weiter verkauft an solche, die WIR-Geld benötigten (act. 19 S. 119 f. Rz. 505). Es werde bestritten, dass E._____ sich hierdurch die erforderliche Sach- und Fachkunde zur Erkennung der unzutreffenden Risikoauffassung und -aufklärung der Beklagten sowie der depotinhärenten Risiken, welche die Beklagte im Zeitraum 30. Juni 2007 bis 31. August 2011 gebildet habe, angeeignet hätte. Denn die Vermittlung von WIR-Geld habe mit den vorliegend relevanten, äusserst komplexen ökonomischen Fragestellungen nichts zu tun (act. 19 S. 119 Rz. 504 und S. 120 Rz. 507). Die auf die Vermittlung von WIR-Geld beschränkte Tätigkeit von E._____ habe komplett ausserhalb des hier relevanten Marktes von Börsenanlagen und Finanzinstrumenten stattgefunden. Insbesondere habe WIR-Geld nichts zu tun mit den vorliegend zur Diskussion stehenden, komplexen Anlagen und Finanzinstrumenten, welche die Beklagte in das Depot der Klägerin integriert habe, sowie mit den damit eingegangen (Klumpen-)Risiken, Korrelationen, Diversifikationsüberlegungen etc. Vielmehr habe es sich bei der WIR-Vermittlung um ein gänzlich simples Geschäft gehandelt, bei welchem eine Ware etwas günstiger eingekauft und mit einem Gewinn weiterverkauft werde, sei es nun Getreide, Kaffee, Boote oder eben WIR-Geld (act. 19 S. 120 Rz. 506 und S. 122 Rz. 515). Die vorliegende Beschreibung der WIR-Geld-Vermittlung zeige vielmehr (und zusätzlich noch) etwas ganz anderes auf: E._____ habe durch den beschriebenen Ankauf von WIR-Geld mit Einschlag und den Weiterverkauf mit Gewinn seinerzeit eine Marktlücke entdeckt, die es ihm erlaubt habe, weitgehend risikolose Gewinne zu erwirtschaften. Die auf Börsen und Finanzmärkte bezogene Erfahrung, dass Gewinne nur unter Eingebung ebensolcher Risiken erzielt werden können, sei E._____ somit gerade verwehrt geblieben. Dieser Umstand untermauere die Tatsache, dass E._____ die für das (sichere) Erkennen der verschiedenen Pflicht- und Weisungsverletzungen der Beklagten erforderlichen Fach- und Sachkunde in Börsenanlagen und Finanzinstrumenten nicht besessen habe (act. 19 S. 120 f. Rz. 508 f.).

Zutreffend sei hingegen, dass E._____ durch seine Tätigkeit als Vermittler von Immobilien und WIR-Geld ein gewisses Vermögen habe erwirtschaften können. Nicht statthaft sei jedoch, von der erfolgreichen Erwirtschaftung eines Vermögens auf Fachkunde im Bereich Börsen und Märkte zu schliessen (act. 19 S. 118 f.).

Rz. 500). Der vorliegende Fall ähne stark demjenigen im Entscheid des Handelsgerichts des Kantons Zürich, wo es ebenfalls um einen Anleger gegangen sei (dort sogar mit kaufmännischer Ausbildung), der sich zwar (genau wie hier) als "interessierter Laie in Anlagefragen" entpuppt habe, jedoch "keine fachspezifische Ausbildung oder Tätigkeit, etwa Ökonomiestudium oder Tätigkeit in einem Finanzinstitut" aufgewiesen habe. Die dort vom Handelsgericht gezogene Schlussfolgerung erscheine daher auch hier angebracht: "Er kann deshalb auch nicht als erfahrener Anleger bezeichnet werden" (act. 1 S. 63 f. Rz. 235).

E._____ habe gegenüber der Beklagten mehrfach schriftlich klargestellt, dass er selbst nicht über die erforderlichen Fachkenntnisse in Börsenanlagen und Märkten verfüge (act. 1 S. 62 Rz. 228). E._____ habe ausserdem auch in den persönlichen Besprechungen, welche immer nach demselben Muster abgelaufen seien, nämlich eine mündliche "Eindeckung" des wirtschaftlich Berechtigten der Klägerin durch unzählige Details über Märkte, Produkte, Investitionsmöglichkeiten etc. seitens der Beklagten (H._____), auch mündlich stets aufs Neue betont, dass er davon nichts verstehe und dass H._____ wissen müsse, was richtig sei, da er der Fachmann sei (act. 1 S. 62 Rz. 229).

b) Vorbringen der Beklagten

Die Beklagte führt aus, die Tätigkeit als Verkaufsleiter Schweiz der AG._____ Hotelgruppe zeige, dass E._____ an der Hotelfachschule eine Managementausbildung genossen habe. Seine anschliessende Beschäftigung im Immobiliensektor und seine langjährige Tätigkeit als selbstständiger Immobilienvermittler zeigten, dass er über solide kaufmännische Kenntnisse verfügen müsse. Und dass er sich mit 43 Jahren mit einem stattlichen Vermögen in "Pension" habe begeben können, beweise, dass er auch überdurchschnittlich erfolgreich gewesen sei (act. 13 S. 58 f. Rz. 133).

Fest stehe jedenfalls, dass E._____ mit dem Handel, der Vermittlung und Finanzierungen von Liegenschaften, sowie dem An- und Verkauf von WIR-Geld ein Vermögen gemacht habe. Er habe somit ganz allgemein im Finanzbereich solide Kenntnisse besessen. Zugestanden habe die Klägerin auch, dass E._____ ein in-

interessierter Anleger gewesen sei, der auch einschlägige Berichte in der Finanzpresse zur Kenntnis genommen habe. Sein lebhaftes Interesse in Fragen der Vermögensanlage zeige sich auch in der umfangreichen Korrespondenz zwischen den Parteien. Kaufmännische Erfahrung im Finanzbereich gepaart mit regem Interesse in Anlagefragen hätten somit E._____ in die Lage gesetzt, die von der Beklagten verfolgte Anlagepolitik auch in ihren Risiken zu verstehen und kritisch zu hinterfragen und aus den umfassenden Informationen über die allgemeine Wirtschaftslage und die Entwicklung seines Depots das für ihn Wesentliche zu verstehen. Natürlich habe E._____ nicht die Kenntnisse eines professionellen Vermögensverwalters besessen, weshalb er sich ja auch an die Beklagte gewandt habe. Aber er habe, was Kenntnisse und Interesse betreffe, alle Voraussetzungen besessen, den vereinbarten Vertragstext (inklusive Anhang) zu verstehen, die Besonderheiten der Vereinbarung in Abweichung konventioneller Anlagestrategien zur Kenntnis zu nehmen, Chancen und Risiken, vor allem auch im Hinblick auf die Konzentrationen auf bestimmte Anlageklassen richtig abzuschätzen und über all dies mit der Beklagten sachgerecht zu diskutieren (act. 13 S. 57 f. Rz. 130; act. 27 S. 77 f. Rz. 183).

Im Übrigen erfordern Geschäfte innerhalb des WIR-Systems, die sich nicht auf die Beschaffung von Finanzierungen für den eigenen Betrieb beschränken, grosses finanzielles Geschick, wenn man damit ein Vermögen verdienen wolle (act. 27 S. 78 f. Rz. 186). Inwieweit E._____ seine Ausbildung im AI._____ für seine spätere Karriere im Finanzbereich genützt habe, könne nicht beurteilt werden. Immerhin gebe es bekanntlich Menschen, die mit relativ bescheidenem Schulsack dank Fleiss, Ausdauer, Intelligenz und Wissbegierde erheblichen wirtschaftlichen Erfolg hätten. So auch E._____. Wer im Finanzbereich ein Vermögen erworben habe, interessiere sich in aller Regel auch intensiv für dessen Anlage. Dieses rege Interesse habe die Klägerin denn auch nie bestritten (act. 27 S. 80 Rz. 189). Dass der Kunde einer Bank oder eines Vermögensverwalters, um als erfahrener Anleger zu gelten, eine fachspezifische Ausbildung oder Tätigkeit, etwa Ökonomiestudium oder Tätigkeit bei einem Finanzinstitut aufweisen müsse, sei so allgemein wohl doch etwas hoch gegriffen. Es gebe zahlreiche Personen, die sich aufgrund ihrer intensiven Beschäftigung mit der Materie hervorragend, bspw. in

der Literatur auskennen würden, ohne an der Universität studiert oder bei einem Verlag oder einer Buchhandlung gearbeitet zu haben. Letztlich komme es darauf an, wie intensiv die betreffende Person sich mit der Materie auseinander gesetzt habe und ob er seinem beruflichen Werdegang und seinen intellektuellen Fähigkeiten nach hierzu fähig sei und verstehe, um was es gehe. Diese Voraussetzungen seien bei E._____ erfüllt gewesen (act. 13 S. 59 Rz. 134). Der von der Klägerin zitierte Auszug aus dem bezeichneten Handelsgerichtsentscheid sei nicht einschlägig: hier habe es sich offenbar um einen jungen Mann gehandelt, der durch eine Innovation im Informationsbereich in kurzer Zeit ein Millionenvermögen gemacht habe. Hierzu brauche man gewiss kein Finanzspezialist zu sein. E._____ habe sein Vermögen im Finanzbereich und auch nicht in kurzer Zeit gemacht, sondern habe sich über einen längeren Zeitraum hinweg, nämlich mindestens während der Vertragsdauer von 18 Jahren und sicher schon zuvor, lebhaft für Fragen der Vermögensanlage interessiert (act. 27 S. 78 Rz. 184).

c) Rechtliches

Unter dem Begriff Aufklärungspflicht wird gemeinhin die Pflicht verstanden, den anderen unaufgefordert über entscheidungserhebliche Umstände zu informieren. Der Kunde ist hinsichtlich der Risiken der beabsichtigten Investitionen aufzuklären (TRAUTMANN / VON DER CRONE, a.a.O., S. 153; Urteil des Bundesgerichts 4A_140/2011 vom 27. Juni 2011, E.3.1). Der Massstab der Aufklärungspflichten richtet sich einerseits nach dem Erfahrungsstand des Kunden, wobei sich die Bank durch Befragung einlässlich über den Wissensstand des Kunden zu informieren hat (ROTH, a.a.O., S. 34; GUTZWILLER, a.a.O., S. 103; SCHALLER, a.a.O., N 126). Andererseits wird die Aufklärungspflicht durch die Art des in Frage stehenden Anlagegeschäfts bestimmt (BGE 124 III 155, E.3.a, S. 162; Urteil des Bundesgerichts 4A_140/2011 vom 27. Juni 2011, E.3.1; TRAUTMANN / VON DER CRONE, a.a.O., S. 153 f.).

Die Aufklärungspflicht ist demnach bei sach- bzw. fachkundigen Anlegern eingeschränkt. Für einen Privatanleger bedarf es hierzu einer über den allgemeinen Wissensstand hinausgehenden Sach- oder Fachkunde mit spezifischem Bezug auf Börsen, Märkte, Anlagen und Finanzinstrumente. Anlegerspezifische Sach-

und Fachkunde indizieren können die Ausbildung (Banklehre, Hoch- oder Fachhochschulabschluss mit wirtschaftsrechtlichem Bezug), der Beruf (Bankmitarbeiter, Mitarbeiter bei unabhängigem Vermögensverwalter, Unternehmer/Kaufmann mit Sachwissen und Erfahrung mit Bezug auf Börsen und (Finanz-)Märkte), Nebentätigkeiten (privater Börsenhandel), Affinität (Personen mit Affinität zu Börsen und Märkten und/oder bestimmten Anlagen und Produkten) oder die Korrespondenz (Verwendung von Fachbegriffen) (SCHALLER, a.a.O., N 131 und 133 f.).

Das Bundesgericht bejahte die Sachkunde einer Anlegerin, die studierte Volks- und Betriebswirtin war und eines Anlegers, der das Amt eines Aufsichtsrats einer Vermögensverwaltungsgesellschaft mit Sitz in Lichtenstein ausgeübt hatte (Urteil des Bundesgerichts 4A_140/2011 vom 27. Juni 2011, E.3.2). Ebenfalls wurde die Sachkunde bejaht bei einem Anleger, der zwar kein Finanz-Spezialist war, aber ein beträchtliches Vermögen mit Finanzgeschäften erwirtschaftet hatte (Urteil des Bundesgerichts 4A_90/2011 vom 22. Juni 2011, E.2.3). Auch ein Anleger der international tätiger Unternehmer und Inhaber mehrerer Unternehmen war, die Schiffe und Transportkapazitäten vermitteln, kann als sachkundiger Anleger betrachtet werden (Urteil des Handelsgerichts des Kantons Zürich HG090121 vom 19. Mai 2011, Erw. III.6.3.1; Urteil des Bundesgerichts 4A_436/2011 vom 2. April 2012, E.5.1.2). Ist die Anlegerin durch einen Betriebswirt mit Universitätsabschluss vertreten, der während 17 Jahren eine Unternehmensberatung geführt und dabei namhafte Unternehmen – u.a. auch bezüglich des Anlagegeschäftes – beraten hat, kann ebenfalls Sachkunde angenommen werden (Urteil des Bundesgerichts 4C.151/2011 vom 23. Oktober 2001, E.3.b). Auch ein börsenerfahrener Kaufmann verfügt über Sachkunde (Urteil des Bundesgerichts 4C.250/1989 vom 1. Juni 1990, publ. in: SZW 1991, S. 274 f.).

Dahingegen lässt sich aus der blossen Tatsache, dass die Anlegerinnen weitere Vermögensverwaltungsverträge (mit der Portfeuille-Struktur "ausgewogen") abgeschlossen hatten, nicht schliessen, sie seien erfahren in Anlagefragen (ZR 105 [2006] Nr. 4 S. 17 ff., S. 21). Und nur weil sich ein Anleger als Informatiker ein Millionenvermögen erwirtschaftet hat, ist er noch lange kein Finanzspezialist, sondern ist von einem geschäftsunerfahrenen Kunden auszugehen (Urteil des Han-

delsgerichts des Kantons Zürich HG990214 vom 22. November 2001, Erw.IV.B.3.1.3.a.bb). Auch ein Anleger mit kaufmännischer Ausbildung, Geschäftsführer in der Büromaschinenbranche, mit eigenem Annoncenbüro, Privater, interessierter Laie in Anlagefragen, aber ohne fachspezifische Ausbildung oder Tätigkeit, wie Ökonomiestudium oder Tätigkeit in einem Finanzinstitut, kann nicht als erfahrener Anleger bezeichnet werden (ZR 91/92 [1992/1993] Nr. 84 S. 300 ff., S. 302 f.).

d) Würdigung

Der wirtschaftlich Berechtigte der Klägerin, E._____, verfügt über keine kaufmännische Ausbildung, aber allenfalls solide kaufmännische Kenntnisse. Er erwarb sich sein "gewisses" Vermögen durch die Vermittlung von Immobilien und WIR-Geld. Vor dem Hintergrund der dargestellten Kasuistik, kann selbst bei einer kaufmännischen Ausbildung nicht auf Sachkunde geschlossen werden. Auch die Erwirtschaftung eines Vermögens lässt nicht ohne Weiteres darauf schliessen. Sodann kann aus der Vermittlung von WIR-Geld nicht auf solide Kenntnisse allgemein im Finanzbereich und noch weniger im Bereich Börsen und Märkte geschlossen werden. Das WIR-Verrechnungssystem beinhaltet bargeldlosen Zahlungsverkehr unter den WIR-Teilnehmern. Es ist ein eigenes System ohne Zugang zu konventionellen Börsen und Märkten. Wer sich mit WIR-Geld auskennt, muss sich somit noch lange nicht mit Börsenhandel und Anlagefragen auseinandersetzen. E._____ war aber unbestritten ein interessierter Laie in Anlagefragen. Blosses Interesse setzt aber noch keine fundierten Kenntnisse voraus.

3.5.3. Information

Die Klägerin nimmt den möglichen Einwand der Beklagten der informierten Genehmigung vorweg und wirft ihr vor, sie habe die Klägerin bzw. E._____ mit übermässigen, verwirrenden, stark beschönigenden, vielfach irreführenden oder gar unzutreffenden Informationen bedient, die zahlreichen Fragen und Reklamationen der Klägerin ausweichend oder unzutreffend beantwortet und zudem sei es schwierig gewesen, Gesprächstermine zu erhalten (act. 1 S. 51 Rz. 183; ferner act. 1 S. 51 ff. Rz. 184 ff., act. 19 S. 101 ff. Rz. 422 ff.).

Die Beklagte bestreitet die Vorwürfe, die sie als pauschal bezeichnet, geht im Einzelnen darauf ein (act. 13 S. 47 ff. Rz. 102 ff.; act. 27 S. 66 Rz. 156 ff.) und hält schliesslich fest, sie vertrete den Standpunkt, dass die Klägerin über die Anlagepolitik der Beklagten zu jedem Zeitpunkt orientiert gewesen sei und die von ihr getroffenen Dispositionen genehmigt habe (act. 13 S. 61 Rz. 138). Die Klägerin sei regelmässig schriftlich und mündlich über die Anlagepolitik, den Stand des Depots und die involvierten Risiken aufgeklärt worden und sei somit zu jedem Zeitpunkt darüber informiert gewesen (act. 27 S. 66 Rz. 156). Die Beklagte gesteht zu, dass sie "eigene Investmentideen" verfolgt habe, doch sei die Klägerin hierüber stets orientiert gewesen und habe ihnen zugestimmt (act. 27 S. 67 Rz. 158). Sie hält weiter fest, sie habe den Beweis erbracht, dass die Klägerin zu jedem Zeitpunkt durch schriftliche Berichte, den Schriftverkehr (unzählige E-Mails) und ausführliche mündliche Besprechungen umfassend informiert worden sei (act. 27 S. 67 Rz. 159).

Das Argument der informierten Genehmigung wird von der Beklagten als entlastender Einwand vorgebracht. Sie hat demnach die genügende Information der Klägerin und die Genehmigung zuerst zu behaupten und dann zu beweisen. Ihr obliegt damit der Hauptbeweis. Der Klägerin steht es frei, den Gegenbeweis anzutreten, dass keine oder eine übermässige, verwirrende, stark beschönigende, vielfach irreführende oder gar unzutreffende Information erfolgt sei. Der Gegenbeweis wird jedoch nur relevant, wenn der Hauptbeweis angetreten wird und nicht scheitert.

Die Beklagte behauptet zwar pauschal, sie habe die Klägerin bzw. E._____ durch schriftliche Berichte, unzählige E-Mails und ausführliche mündliche Besprechungen immer über alles informiert, konkrete diesbezügliche Angaben sind ihren Ausführungen jedoch nicht zu entnehmen und Beweise für diese Behauptungen offeriert sie keine. Sie bestreitet ausführlich die (Gegen-)Behauptungen der Klägerin, dass keine Information erfolgt sei, macht Ausführungen, um diese zu entkräften und nennt diesbezüglich auch einzelne Beweismittel. Doch an (substanzierten) eigenen Ausführungen wann, wie und wo die Klägerin bzw. E._____ über die verfolgte Anlagestrategie, einzelne Engagements oder besondere Risiken etc. auf-

geklärt wurde, fehlt es. Ebenso fehlen jegliche Beweisofferten hierzu wie Gesprächsprotokolle, E-Mails, schriftliche Berichte oder Zeugen. Mangels rechtsgenügender Behauptungen und entsprechender Beweisofferten gelingt es der beweisbelasteten Beklagten nicht, die korrekte, rechtsgenügende Information der Klägerin zu beweisen. Demzufolge muss davon ausgegangen werden, dass keine korrekte, rechtsgenügende Information erfolgte. Damit war keine Genehmigung der sorgfaltspflichtwidrigen Anlagegeschäfte der Beklagten durch die Klägerin möglich.

3.6. Schaden

3.6.1. Parteistandpunkte

a) Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin führt aus, für die Schadensberechnung sei die Zeitperiode vom 30. Juni 2007 bis 1. September 2011 relevant. Der Schaden könne nicht bereits ab Mandatsbeginn berechnet werden, wenn ein Vermögensverwalter zu Beginn des Mandates seinen vertraglichen Pflichten nachkomme, sondern frühestens ab Eintritt der 1. Pflichtverletzung (act. 19 S. 124 Rz. 523). Die Beklagte habe nicht während der gesamten Vertragsdauer eine einheitliche Anlagepolitik betrieben, wie sie behaupte, vielmehr sei das Risiko im Depot der Klägerin erst per und ab 30. Juni 2007 gleichsam exponentiell erhöht und (erst) dadurch der in selber Zeitperiode entstandene und vorliegend eingeklagte Schaden im Depot der Klägerin verursacht worden (act. 19 S. 129 Rz. 548). Edelmetall- und Minenaktien und -produkte hätten sich von ursprünglich 7.73% per 31. Dezember 2004 und 6.62% per 31. Dezember 2005 zuerst auf 23.02% per 30. Juni 2007 erhöht und seien anschliessend bis auf über die Hälfte des Depotwertes angestiegen, nämlich 57.02% per 30. Juni 2008 (act. 19 S. 130 Rz. 550). Nach einem Einbruch zufolge starker Werteinbusse auf 6.94% habe die Beklagte erneut ein Klumpenrisiko auf 44.07% per 31. August 2011 aufgebaut (act. 19 S. 132 Rz. 556). Die Emerging Markets seien von ursprünglich 17.42% per 31. Dezember 2004 und 20.46% per 31. Dezember 2005 zuerst auf 39.44% per 30. Juni 2007 und anschliessend bis auf 67.08% per 31. Dezember 2002 angestiegen (act. 1 S. 130 Rz. 551). Die Vi-

etnam Anlagen seien von ursprünglich 7.25% per 31. Dezember 2004 und 12.51% per 31. Dezember 2005 zuerst auf 25.95% per 30. Juni 2007 und anschliessend bis auf 42.4% per 31. Dezember 2009 angestiegen (act. 19 S. 131 Rz. 552). Die Spezialwerte seien schliesslich von 39.64% per 30. Juni 2007 bis auf 66.14% per 30. Juni 2009 angestiegen (act. 19 S. 131 Rz. 553).

Im Rahmen der vorliegenden Vermögensverwaltung durch die Beklagte seien in halbjährlichem Rhythmus Rechenschaftsberichte mitsamt Performance-Ausweisen und einer Honorarabrechnung erfolgt, so insbesondere auch per 30. Juni 2007 (act. 1 S. 75 Rz. 263 f.). Gemäss herrschender Lehre sowie der Rechtsprechung des angerufenen Handelsgerichts des Kantons Zürich würden Gewinnperioden durch das Erstellen solcher Rechenschaftsberichte (auch "Summary of Performance" genannt) gegenüber dem Kunden als abgeschlossen gekennzeichnet. Es handle sich hierbei um eine Saldoziehung (act. 1 S. 75 Rz. 265).

Es gehe somit nicht an, (allfällige) Gewinne aus Vorperioden, d.h. vor dem massgeblichen Zeitpunkt 30. Juni 2007, an den hernach entstandenen Schaden anzurechnen (act. 19 S. 128 Rz. 541).

Es gelte als zulässige Vorgehensweise, für die Berechnung eines im Portfeuille des Anlegers entstandenen Schadens, verursacht durch pflicht-/weisungs-widrige Vermögensverwaltung, als Referenzwert die Performance eines Strategiefonds beizuziehen (act. 1 S. 72 f. Rz. 251). Angesichts der konkreten Umstände des vorliegenden Falls anerbiete sich der Vergleich mit dem "UBS (Lux) Strategy Fund Balanced (CHF) P-acc", welcher bezeichnungsgemäss eine ausgewogene Anlagestrategie abbilde, da einerseits das klägerische Portfeuille ebenso gemäss einer solch ausgewogenen Anlagestrategie hätte verwaltet werden sollen, andererseits als Referenzwährung gleichermassen Schweizer Franken (CHF) vorgesehen gewesen sei (act. 1 S. 73 Rz. 252; act. 19 S. 125 Rz. 528). Zudem verkörpere dieser Fonds mit einem Aktienanteil von 33-55% eine ebensolche substanzerhaltende (ausgewogene) Anlagestrategie (mit konservativer Ausrichtung) (act. 19 S. 125 f. Rz. 529). Es handle sich dabei nicht um einen unverhältnismässig günstigen Strategiefonds, wie die Beklagte vorwerfe, sondern schlicht

um denjenigen, welcher angesichts seiner strategischen Ausrichtung am besten zur vereinbarten Anlagestrategie passe (act. 19 S. 127 Rz. 535).

Ausserdem wäre die Klägerin gar berechtigt, ihr Depot mit einem Strategiefonds zu vergleichen, welcher über eine defensivere (konservativere) Anlagestrategie verfüge, sei doch als Anlagestrategie eine ausgewogene Strategie mit konservativer Ausrichtung vereinbart worden, was sich aus dem explizit vorgesehenen und entsprechend zu gewichtenden Anlageziel der Substanzerhaltung, dem konservativen Risikoprofil von E._____ und der im April 2004 erteilten Weisung, sukzessive in kapitalgarantierte Produkte umzusteigen, ergebe. Der "UBS (Lux) Strategy Fund – Yield (CHF) P-acc" weise mit einer Aktienquote von 10-33% eine entsprechende Ausrichtung auf. Der Schaden wäre unter Zugrundelegung dieses Referenzwerts nochmals höher (act. 1 S. 73 Rz. 253; act. 19 S. 126 Rz. 530 ff.).

Einen Vergleich mit dem von der Beklagten erwähnten Referenzwert "BCV Fonds Strategique" sei abzulehnen, da dieser angesichts der erhöhten Risikoausrichtung des Fonds (= "Balanced (50%-66% equities)") nicht den vertraglichen Vorgaben im vorliegenden Fall entspreche und daher unzutreffend sei (act. 19 S. 138 Rz. 579). Was den Fonds "DWS (CH) – Balance Global" betreffe, so gelte es auch mit Bezug auf die Risikoausrichtung dieses Fonds darauf hinzuweisen, dass diese nicht den vorliegend einschlägigen vertraglichen Vorgaben entspreche, sondern ein erhöhtes Risikoprofil aufweise (bis zu 66% Aktien). Sodann sei der Fonds nicht thesaurierend, sondern schüttele die Erträge aus. Daher erweise sich auch dieser Fonds als für einen Performance-Vergleich mit dem klägerischen Depot ungeeignet (act. 19 S. 138 f. Rz. 580 ff.).

Für den Zeitraum 31. Dezember 2004 bis 1. September 2011 ergäbe sich gemessen am für vorliegenden Fall einschlägigen Referenzwert UBS (Lux) Strategy Fund – Balanced (CHF) P-acc eine Performance-Differenz von (-)20.17% zuungunsten des klägerischen Depots (act. 19 S. 139 Rz. 584). Die (um Mittelzu- und Abflüsse bereinigte) Vermögensveränderung (Verlust) in dieser Zeitperiode betrage CHF (-)547'131.–, was einer (Negativ-)Rendite von (-)22.01% entspreche (act. 19 S. 139 Rz. 585). Demgegenüber betrage die Rendite des Referenzwertes (-)1.84% (act. 19 S. 139 Rz. 586). Das Depot der Klägerin habe somit um

(-)20.17% schlechter abgeschnitten als der Referenzwert. Es resultiere ein Schaden von CHF 501'391.74 (act. 19 S. 139 Rz. 587).

Die Klägerin macht einen zusätzlichen Schaden wegen Investitionen in illiquide Anlagen geltend. Sie habe einen Anspruch, vermögensmässig so gestellt zu werden, als ob die Beklagte lediglich in ausreichend liquide Anlagen investiert hätte (Erfüllungsinteresse). Der Schaden (je Titel) bestehe gemäss der Aufstellung – Verkäufe small caps, Vietnam Investments, vom 16. Mai 2012 aus der jeweiligen Differenz zwischen dem Kurs des Titels bei Vertragsauflösung per 31. August 2011 und dem jeweiligen Verkaufskurs desselben Titels per tatsächlichem Verkaufstag, multipliziert mit der jeweiligen Anzahl verkaufter Titel pro Stichtag (act. 19 S. 147 Rz. 615 ff.). Insgesamt sei der Klägerin somit aus den seitens der Beklagten in ihr Depot gelegten illiquiden Anlagen ein zusätzlicher Schaden in Höhe von CHF 182'325.93 entstanden (= Summe sämtlicher wegen Illiquidität erlittener Verluste aus den [Teil-]Verkäufen der Beteiligungen LBI International, Hydrotec Ges. f. Wassertechnik, S._____, Andina Minerals, Pacific North West, Arrowhead Research, CombiMatrix Corp, Synergy Pharmaceuticals, Kiwibox.com, N._____) (act. 19 S. 148 Rz. 620).

b) Vorbringen der Beklagten

Die Beklagte bringt vor, der Schaden sei über die gesamte Dauer des Vertrages, d.h. vom Vertragsschluss im November 2004 bis zur Auflösung des Vertrages im Jahr 2011 zu berechnen. Es gehe nicht an, einen Zeitpunkt zum Ausgangspunkt zu nehmen, zu dem der Wert des Depots infolge ausserordentlicher Gewinne insbesondere mit dem Vietnam-Engagement am höchsten gewesen sei und von dort den Verlust zu berechnen. Um dies begründen zu können, müsste die Klägerin beweisen, dass um den 30. Juni 2007 eine entscheidende Wende in der Anlagepolitik der Beklagten eingetreten sei (act. 13 S. 61 Rz. 139 und S. 63 Rz. 141; act. 27 S. 83 Rz. 198 f. und S. 84 Rz. 204). Die Klägerin gehe von "abgeschlossenen Phasen" der Vermögensverwaltung aus, die sie so ansetze, dass für sie eine möglichst günstige Schadensberechnung herauschaue. Sie nehme ein Datum zum Ausgangspunkt, zu dem angeblich die Anlagepolitik geändert haben soll. Es sei jedoch über die ganze Vertragsdauer hin eine einheitliche Anla-

gepolitik betrieben worden. Wenn eine Pflichtverletzung begangen worden wäre, so hätte sie sich über die ganze Vertragsdauer erstreckt (act. 13 S. 63 f. Rz. 141; act. 27 S. 83 f. Rz. 200 f.). Hierin liege die fundamentale Falschannahme der Klägerin, die offenbar die Periode, da hohe Gewinne erzielt worden seien, als abgeschlossen betrachte und von dort aus rechne. Dies führe zu einer völligen Verzerrung des Bildes. Wollte man von abgeschlossenen Perioden sprechen, so könne man z.B. nach jedem Halbjahresbericht der Beklagten von einer abgeschlossenen Periode sprechen. Dies führe zu offensichtlich unsinnigen Ergebnissen (act. 13 S. 65 Rz. 144). Der zitierte Entscheid gehe von dem jeweils per Jahresende berechneten "Summary of Performance" aus und wolle verhindern, dass ein Gewinn des Vorjahres mit einem Verlust des laufenden Jahres verrechnet werde (act. 13 S. 63 f. Rz. 141). Es könne nicht sein, dass die Klägerin während der Phase, als die, wie sie zu Unrecht behaupte, irrtümlich verfolgte "Realwertstrategie" ihr ausserordentliche Gewinne beschert habe, davon den Nutzen habe, während in der Phase, als diese ausserordentliche Verluste gebracht habe, die Beklagte allein dafür verantwortlich sei. Gehe man jedoch vom richtigen Zeitpunkt aus und berechne den über die ganze Vertragszeitdauer eingetretenen Schaden, so löse sich das ganze, von der Klägerin mit grossem Aufwand zelebrierte Problem der Vorteilsanrechnung in Luft auf (act. 13 S. 64 Rz. 143). Der Stichtag 30. Juni 2007 lasse sich weder mit dem Beginn einer vertragswidrigen Verwaltung (diese werde ja selbst in der Klageschrift als "schleichend" bezeichnet) noch mit einer "abgeschlossenen Periode" begründen (act. 13 S. 65 f. Rz. 144).

Dass ein Strategiefonds zum Vergleich herangezogen werde, könne durchaus sinnvoll sein. Die Frage sei einfach, auf welchen Strategiefonds Bezug genommen werde. Da zwischen den Parteien keine ausgewogene Anlagestrategie mit konservativer Ausrichtung vereinbart worden sei, sei der gewählte Referenzfonds von vorneherein ungeeignet (act. 13 S. 62 Rz. 140). Der von der Klägerin als Referenzwert vorgeschlagene UBS (Lux) Strategy Fund – Balanced (CHF) P-acc mit einem Aktienanteil von 33-50% entspreche der Anlagezielsetzung (Substanzerhaltung und Kapitalgewinn) nicht. Betrachte man die im Anhang festgelegte taktische Asset Allocation, dann sei dieser UBS-Fonds meilenweit von der vertraglich vereinbarten Anlagestrategie und taktischen Asset Allocation entfernt

(act. 27 S. 86 Rz. 207). Sein Aktienanteil betrage nur 33 - 50%, wogegen die vertraglich vereinbarte taktische Allokation gemäss Anhang einen Realwertanteil von 100% vorsehe (act. 27 S. 91 f. Rz. 212 f.).

Die Klägerin habe auch noch einen für sie unverhältnismässig günstigen Vergleichsfonds ausgewählt (act. 13 S. 62 Rz. 141). Sie ziehe [bezogen auf den Zeitraum 30. Juni 2007 bis 31. August 2011] den Fonds mit der besten Performance (UBS (Lux.) Strategy Fund – Balanced (CHF) P-acc) unter den thesaurierenden Strategiefonds mit einem Aktienanteil von maximal 50% heran. Weitere thesaurierende Strategiefonds mit einem Aktienanteil von maximal 50% wiesen [bezogen auf den Zeitraum 30. Juni 2007 bis 31. August 2011] Performances von -24.62% (CS Portfolio Fd. (Lux.) Balanced (CHF) B), -25.17% (JB Strategy Balanced (CHF) B (Lux.)) oder -24.00% (Vontobel Defensive Balanced Portfolio (CHF) B) auf (act. 13 S. 62 f. Rz. 141). Die Klägerin habe keinen einzigen Grund angeführt, weshalb der UBS-Fonds der bessere bzw. passendere Referenzwert wäre als die Fonds mit gleicher Ausrichtung von Credit Suisse, Julius Bär oder Vontobel (act. 27 S. 87 Rz. 207). Auch die beiden Strategiefonds von Banque Cantonale Vaudoise (BCV Fonds Strategique - Ekipondéré) und des aus dem Hause der Deutschen Bank stammenden DWS (CH) – Balance Global seien mit 50-66% Aktienanteil nur beschränkt vergleichbar (act. 27 S. 91 Rz. 212).

Auf dem Markt gebe es zahlreiche Strategiefonds mit der Qualifikation "ausgewogen". Da sie nicht alle gleich zusammen gesetzt seien, ergäben Berechnungen aufgrund dieser Fonds notwendigerweise Abweichungen. Swiss Fund Data kenne zwei Kategorien von "balanced" Fonds. Solche mit einem Aktienanteil von 33-50% und solche mit einem Aktienanteil von 50-66%. Bei der Kategorie "Growth" betrage der Aktienanteil 66-90% (act. 27 S. 85 Rz. 206). Bei der Credit Suisse beinhalte die Asset-Allokation für "Balanced" 64% Realwerte und für "Capital Gain" 84% Realwerte (act. 27 S. 85 f. Rz. 206). Dem Anlageziel "Substanzerhaltung und Kapitalgewinn" gemäss Ziffer 3 des VV-Vertrages Nr. 3 und auch der gemäss Anhang dazu vereinbarten taktischen Asset Allocation entspreche "Growth" laut Definition Swiss Fund Data bzw. "Capital Gain" gemäss Definition der Credit Suisse am ehesten (act. 27 S. 86 Rz. 206).

Stünden Strategiefonds mit 66-90% Aktien- oder Realwertanteil über diese Zeitspanne zur Verfügung (um einen tatsächlich fairen Vergleich mit der gemäss Anhang vereinbarten Asset Allocation vornehmen zu können), so würden diese mit Sicherheit eine noch höhere Volatilität aufweisen (act. 27 S. 91 Rz. 212).

Betrachte man die Entwicklung des Depots "L" vom 31. Dezember 2004 (per 5. November 2004 sei keine Bewertung vorgenommen worden) bis 1. September 2011, so ergebe sich ein Verlust von CHF 435'039 oder -19.71%. Dieser vergleiche sich mit einem Verlust von durchschnittlich (-)13.93% der laut Swiss Fund Data einzigen zwei ausgewogenen, thesaurierenden Strategiefonds in CHF von bekannten Schweizer Anbietern, die vor dem 31. Dezember 2004 aufgelegt worden seien (BCV Fonds Stratégique – Epipondéré und DWS (CH) – Balance Global). Die Performance-Differenz betrage also noch (-)5.78%, was, bezogen auf den Ausgangswert von CHF 2'121'668.–, CHF 122'632.– entspreche (act. 13 S. 64 f. Rz. 143 und S. 91 Rz. 212 f.).

Die Performance-Berechnungen der Bank seien falsch. Zwar habe sich gezeigt, dass die Bank die monatlichen Bezüge von CHF 18'000.– entgegen der Vermutung der Beklagten richtig erfasst habe. Doch habe sie bei LgZ-Geschäften den Kurs am Einlieferungstag und nicht den effektiv bezahlten Kaufpreis als performanceneutralen Mittelfluss erfasst. Die Differenz von ca. CHF 90'000.– (entspreche zufälligerweise etwa fünf monatlichen Bezügen von CHF 18'000.–) sei darauf zurückzuführen, dass die Bank die Einlieferung von 20'000 Aktien Synergy Pharma gegen Zahlung von USD 83'000.– fälschlicherweise einerseits als Titelinlieferung Ende Juni mit Wert CHF 178'720.– und andererseits die Zahlung Anfang Juli zu CHF 88'167.– verbucht habe (Differenz CHF 90'533.–). Die Bank habe somit den Kurs am Einlieferungstag und nicht den effektiv bezahlten Kaufpreis als performanceneutralen Mittelfluss erfasst (act. 27 S. 73 Rz. 174 und S. 87 Rz. 208).

Zum Schaden betreffend illiquide Anlagen hält die Beklagte fest, betrachte man die Aufstellung über die tatsächlich getätigten Verkäufe, so falle auf, dass die Verkäufe erst ein bis zwei Wochen nach Vertragsauflösung begonnen hätten und dass diese zum Teil in grossen Abständen getätigt worden seien und sich deshalb

teilweise bis Mitte November 2011 hingezogen hätten. Es sei verständlich, dass der neue Vermögensverwalter eine gewisse Zeit benötigt habe, um sich mit den Anlagen vertraut zu machen und dass er dann nicht einfach einen Bestens-Auftrag zum Verkauf der Anlagen erteilt, sondern mit Limiten den Verkaufserlös zu optimieren versucht habe. Bei einem nachgebenden Markt könne dies allerdings ins Auge gehen. Der wahre Grund für den bei der Liquidation des Portfolios eingetretenen Verlust sei auf eine allgemein rückläufige Börsentendenz zurückzuführen. Dafür könne jedoch die Beklagte nicht haftbar gemacht werden (act. 27 S. 94 Rz. 217).

3.6.2. Rechtliches

Nach dem allgemeinen Schadensbegriff, wie er in der Praxis des Bundesgerichts verwendet wird, ist der Schaden eine unfreiwillige Vermögensverminderung, die in einer Verminderung der Aktiven, einer Vermehrung der Passiven oder im entgangenen Gewinn bestehen kann. Er entspricht der Differenz zwischen dem gegenwärtigen Vermögensstand und dem Stand, den das Vermögen ohne das schädigende Ereignis hätte. Zu beachten ist indessen, dass der so definierte allgemeine Schadensbegriff im Einzelfall konkretisiert werden muss, damit er brauchbare Kriterien für die Schadensberechnung liefern kann. So wird für den Bereich der Vermögensverwaltung in der Lehre zutreffend die Meinung vertreten, dass zum einen nicht das Gesamtvermögen der geschädigten Person massgebend ist, sondern das im Rahmen des Vermögensverwaltungsvertrages übergebene Vermögen, und dass zum andern zwischen den Fällen zu differenzieren ist, wo im Prozess von der geschädigten Person dem Vermögensverwalter eine Schädigung allgemein durch Verfolgung einer pflichtwidrigen Anlagestrategie (sorgfaltswidrige Verwaltung des gesamten Portefeuille) oder durch pflichtwidrige Einzelanlagen (sorgfaltswidriges Verhalten im Zusammenhang mit einzelnen Posten des Portefeuille) vorgeworfen wird. Im ersten Fall ist auf das gesamte zur Verwaltung übergebene Vermögen abzustellen, im zweiten Fall dagegen bloss auf den Teil des Vermögens, der für die sorgfaltswidrigen Anlagen eingesetzt wurde (Urteil des Bundesgerichts 4C.158/2006 vom 10. November 2006, E.4.3).

Beim Vermögensverwaltungsmandat ist im Falle einer Schädigung durch Schlechtleistung im Sinne von Art. 97 Abs. 1 OR grundsätzlich das Erfüllungsinteresse zu ersetzen. Grundlage der Schadensberechnung bildet deshalb der Vergleich zwischen dem tatsächlichen Vermögensstand des Auftraggebers und jenem, der vorliegen würde, falls der sorgfaltswidrig angelegte Teil des Vermögens vertragskonform verwendet worden wäre (Urteil des Bundesgerichts 4C.158/2006 vom 10. November 2006, E.4.4.2).

3.6.3. Würdigung

Die Parteien gehen bei ihren Ausführungen zum Schaden stillschweigend vom gesamten von der Beklagten für die Klägerin verwalteten Vermögen und damit einer pflichtwidrigen Verwaltung des gesamten Portefeuilles und nicht von einer pflichtwidrigen Einzelanlage aus.

Die Parteien gehen weiter richtigerweise davon aus, dass das Erfüllungsinteresse zu ersetzen ist.

Während die Klägerin für die Schadensberechnung nur von der nach ihr relevanten Zeitperiode vom 30. Juni 2007 bis 1. September 2011 ausgehen will, ist die Beklagte der Meinung, dass die gesamte Vertragsdauer (5. November 2004 bis 1. September 2011) einbezogen werden muss. Die Parteien sind sich also über den zeitlichen Endpunkt (1. September 2011) einig, vertreten aber verschiedene Meinungen zum relevanten Anfangszeitpunkt.

Das Bundesgericht stellte im Entscheid 4C.18/2004 vom 3. Dezember 2004 bei der Schadensberechnung auf eine Zeitspanne von Ende Dezember 1999 bis zur Vertragsauflösung im August 2001 ab, da die Vorinstanz zum Schluss gekommen war, dass ab Ende 1999 nicht mehr von einem konservativen Anlageverhalten der Klägerin gesprochen werden könne und dieser zeitliche Rahmen von den Parteien nicht beanstandet wurde. Es stellt sich somit in vorliegendem Fall die Frage, ob die Pflichtverletzungen der Beklagten ab einem bestimmten Zeitpunkt begannen, sodass auf diesen abgestellt werden könnte.

Die Klägerin macht geltend, die Beklagte habe nicht während der gesamten Vertragsdauer eine einheitliche Anlagepolitik betrieben, vielmehr sei das Risiko im Depot der Klägerin erst per und ab 30. Juni 2007 gleichsam exponentiell erhöht und (erst) dadurch der in selber Zeitperiode entstandene und vorliegend eingeklagte Schaden im Depot der Klägerin verursacht worden.

Die Beklagte hält dem entgegen, es habe kein Strategiewechsel stattgefunden wie die Klägerin glauben machen wolle, weil sich der Depotwert am 30. Juni 2007 auf dem Höchststand befunden habe. Die Beklagte habe von 2004 bis 2011 eine "Realwertstrategie" gemäss Anhang zum VV-Vertrag Nr. 3 verfolgt und damit die Gewinne und Verluste vor und nach dem 30. Juni 2007 erzielt.

In diesem Zusammenhang sind diverse Bemerkungen der Klägerin zum massgeblichen Zeitpunkt festzuhalten: So führt die Klägerin aus, der Wechsel von einer vorab pflichtgemässen zu einer pflichtwidrigen Verwaltung der klägerischen Vermögens sei nicht abrupt erfolgt, sondern *fliessend* (act. 1 S. 9 Rz. 25); die Risikohöherung sei *schleichend* gewesen (act. 1 S. 76 Rz. 266). Sie bringt weiter vor, das klägerische Depot sei *insbesondere* ab 30. Juni 2007 einer übermässigen Risikoexposition ausgesetzt worden (act. 1 S. 19 Rz. 67), *bereits per 30. Juni 2007* seien die von der Beklagten mit dem klägerischen Vermögen eingegangenen Risiken *zu hoch* gewesen (act. 1 S. 19 Rz. 69) und sie spricht von tatsächlich eingegangenen Aktien- und Klumpenrisiken und hieraus resultierenden Kursschwankungen *während der gesamten Laufzeit des Vertrages, insbesondere* in der vorliegend relevanten Zeitspanne vom 30. Juni 2007 bis 31. August 2011 (act. 1 S. 71 Rz. 245). Damit hält die Klägerin mehrfach fest, dass sich die Anlagestrategie der Beklagten allmählich von einer pflichtgemässen zu einer pflichtwidrigen wandelte. Der Wandel soll dann am 30. Juni 2007 exponentiell geworden sein. Aus der zahlenmässigen Darstellung der Klägerin könnte zwar geschlossen werden, dass die Gesamtdepotwerte für Edelmetall- und Minenprodukte, für Emerging Markets Titel, Vietnam Anlagen und Spezialwerte per 30. Juni 2007 im Vergleich zum 31. Dezember 2004 und zum 31. Dezember 2005 stark anstiegen, doch fällt auf, dass die Klägerin das Jahr 2006 völlig ausser Acht lässt. Es fehlen jegliche Zahlen und Belege für dieses Jahr. Es wäre somit gut möglich, dass der

grosse Anstieg bereits im Jahr 2006 stattgefunden hat. Somit ist es nicht möglich eine erste Pflichtverletzung festzusetzen, die Klägerin tut es denn auch nicht, und es besteht kein Anlass von den wiederholten Ausführungen der Klägerin abzuweichen, wonach sich der Wechsel von einer pflichtgemässen zu einer pflichtwidrigen Vermögensverwaltung der Beklagten allmählich ergab. Dem steht auch die Aussage der Beklagten nicht entgegen, dass kein Strategiewechsel stattgefunden habe. Mag sich auch die Strategie der Beklagten ihrer Ansicht nach im Gesamten nicht geändert haben, so hat sie doch in diversen Anlagekategorien durch Eingehen von Klumpenrisiken und Verletzung der in der Asset Allocation vereinbarten Bandbreiten pflichtwidrig gehandelt.

Da nach dem Gesagten anders als im erwähnten Bundesgerichtsentscheid kein Stichtag für den Beginn der beklagischen Sorgfaltspflichtverletzungen genannt werden kann, rechtfertigt es sich, für die Schadensberechnung von der gesamten Vertragsdauer auszugehen.

Die Klägerin bringt weiter vor, sie habe halbjährlich Performance-Ausweise erhalten, so auch per 30. Juni 2007, wodurch die entsprechende Periode abgeschlossen worden sei.

Die Beklagte erwidert, wolle man von abgeschlossenen Perioden sprechen, so könne man nach jedem Halbjahresbericht der Beklagten von einer abgeschlossenen Periode sprechen. Dies führe zu offensichtlich unsinnigen Ergebnissen, da die Klägerin die Periode, in welcher hohe Gewinne erzielt worden seien, als abgeschlossen betrachte und von dort aus rechne.

Das Handelsgericht des Kantons Zürich hielt in einem älteren Entscheid fest, mit der Zustellung eines "Summary of Performance" werde die entsprechende Periode abgeschlossen. Damit lege der Vermögensverwalter Rechenschaft ab und es werde zum Ausdruck gebracht, dass eine bestimmte Tätigkeitsperiode beendet sei (ZR 91 [1992] Nr. 84 S. 300 ff., E.4.f., S. 304). Dem "Summary of Performance" kommt damit eine bindende Wirkung analog der Saldoziehung zu (ROSAT, Der Anlageschaden, Schadensberechnung beim Vermögensverwaltungsvertrag, 2009, S. 121). Zu beachten ist jedoch, dass es in diesem Entscheid um ein Ver-

mögensverwaltungsmandat ging, welches im Jahr 1985 begann, 1986 mit pflichtwidrigen Anlagen einen Gewinn erzielte, 1987 hingegen ein Verlust brachte. Fraglich war die Anrechnung dieses Gewinns. Im vorliegenden Fall begann das Mandat im Jahre 2004 und endete 2011. Die Klägerin erhielt jedes Halbjahr einen Performance-Ausweis. Sie könnte sich demnach den für sie günstigsten Halbjahresabschluss aussuchen, sofern – wie vorliegend – der Beginn der Pflichtverletzungen nicht klar ermittelbar ist, was nicht angeht. Im Übrigen geht es im streitgegenständlichen Mandat nicht um einzelne nicht pflichtgemässe Anlagen, sondern um eine gesamthaft sorgfaltswidrige Vermögensverwaltung. Es lässt sich somit nicht sagen, welche Gewinne mit sorgfältigen und welche mit pflichtwidrigen Anlagen erwirtschaftet wurden. Auch dies rechtfertigt eine Gesamtbetrachtung.

In vorliegendem Fall erscheint es daher insgesamt sachgerechter die gesamte Vertragsdauer in die Schadensberechnung miteinzubeziehen. Damit erübrigen sich Ausführungen zur Vorteilsanrechnung.

Der Anfangszeitpunkt entspricht an sich dem Datum des Vertragsschlusses zwischen den Parteien vom 5. November 2004 (act. 3/6). Entgegen der Klägerin (act. 19 S. 136 f. Rz. 570 ff.) kann der Zeitraum vor dem 5. November 2004 im vorliegenden Verfahren nicht berücksichtigt werden, da der Vertrag zwischen den Parteien erst per diesem Datum geschlossen und allfällige Ansprüche der F._____ Familienstiftung soweit ersichtlich nicht an die Klägerin übertragen wurden (vgl. hierzu die Ausführungen hinten in Erw. 4.4.1.). Da per diesem Datum kein Performanceausweis vorliegt, ist der Einfachheit halber vom 31. Dezember 2004 auszugehen. Für die Schadensberechnung ist somit die Zeitperiode vom 31. Dezember 2004 bis 1. September 2011 massgebend.

Die Klägerin möchte zur Schadensberechnung als Referenzwert die Performance eines Strategiefonds beziehen und wählt dazu den UBS Strategy Balanced (CHF) P-acc, da dieser eine ausgewogene Anlagestrategie abbilde und die Referenzwährung CHF sei.

Die Beklagte erachtet es grundsätzlich als sinnvoll einen Strategiefonds zum Vergleich heranzuziehen, nur sei der von der Klägerin gewählte ungeeignet, weil zwi-

schen den Parteien keine ausgewogene Anlagestrategie mit konservativer Ausrichtung vereinbart worden sei. Die Klägerin habe zudem einen für sie unverhältnismässig günstigen Vergleichsfonds ausgewählt.

Anlagefonds können als Referenzwerte bei der Schadensberechnung verwendet werden, wobei sich Strategiefonds besonders eignen. Um einen möglichst repräsentativen Referenzwert zu erhalten, rechtfertigt es sich, den Durchschnittswert mehrerer passender Anlagefonds zu ermitteln (ROSAT, a.a.O., S. 102; SCHALLER, a.a.O., N 475; GUTZWILLER, a.a.O., S. 257).

Da die Parteien diesbezüglich einig gehen, spricht nichts dagegen, zur Berechnung des Schadens einen Strategiefonds zum Vergleich heranzuziehen. Entgegen der Ansicht der Klägerin wäre der Vergleich mit einem konservativen Strategiefonds (UBS (Lux.) Strategy Fund – Yield (CHF) P-acc) jedoch nicht angemessen, da vorliegend nicht von der Vereinbarung einer konservativen Anlagestrategie ausgegangen werden kann (vgl. Erw. 3.3.4.). Der Beklagten ist entgegenzuhalten, dass Strategiefonds der Kategorien "growth" oder "capital gain" ebenfalls nicht der vereinbarten Anlagestrategie entsprechen. Es muss sich um ausgewogene Strategiefonds handeln, welche auch dem Anlageziel Substanzerhaltung Rechnung tragen, nicht nur dem Kapitalgewinn (vgl. Erw. 3.3.4.). Weiter ist der taktischen Asset Allocation (wohl gemäss Anhang zum Verwaltungs-Auftrag (Ziffer 3), act. 3/21) kein Realwertanteil von 100% zu entnehmen. Im Übrigen wäre die strategische, nicht die taktische Allokation massgeblich. Ein Vergleichsfonds mit einem Aktienanteil von 66-90% wäre daher nicht sachgerecht.

Der von der Klägerin gewählte Fonds UBS (Lux.) Strategy Fund – Balanced (CHF) P-acc (act. 3/125; act. 20/29) verfolgt eine ausgewogene Anlagestrategie mit einem Aktienanteil von 33-50%. Der Fonds BCV Fonds Strategique – Equipondéré (act. 20/37) verfolgt ebenfalls eine ausgewogene Anlagestrategie, jedoch mit einem Aktienanteil von 50-66%. Die Beklagte erwähnt drei weitere Fonds (CS Portfolio Fd. (Lux.) Balanced (CHF) B, JB Strategy Balanced (CHF) B (Lux.) und Vontobel Defensive Balanced Portfolio (CHF) B), welche als Vergleichsgrössen in Frage kämen, da auch sie einer ausgewogenen Anlagestrategie entsprechen. Es mangelt jedoch an Angaben zu den Performannewerten für den als relevant er-

kannten Zeitraum 31. Dezember 2004 bis 1. September 2011, weshalb diese Fonds nicht berücksichtigt werden können. Es lässt sich daher auch nicht beurteilen, ob der UBS (Lux.) Strategy Fund – Balanced (CHF) P-acc für den massgeblichen Zeitraum besonders günstig ist. Der Fonds DWS (CH) – Balance Global (act. 20/39+40) kann mangels Thesaurierung nicht als Vergleichswert herangezogen werden.

Es bleibt somit bei den beiden möglichen Vergleichsfonds UBS (Lux.) Strategy Fund – Balanced (CHF) P-acc und BCV Fonds Strategique – Eqipondéré. Beide verfolgen eine ausgewogene Anlagestrategie, wobei die Anteile an Aktien unterschiedlich gewichtet werden (33-50% bzw. 50-66%). Da der Aktienanteil bei einer ausgewogenen Anlagestrategie nach der Theorie bei etwa 50% liegen soll (vgl. Erw. 3.3.4.), erscheint es als sachgerecht, von einem Durchschnittswert dieser beiden Fonds auszugehen. Der UBS (Lux.) Strategy Fund – Balanced (CHF) P-acc weist für den als massgeblich erkannten Zeitraum vom 31. Dezember 2004 bis 1. September 2011 eine Performance von (-)1.84% auf (act. 20/41), der BCV Fonds Strategique – Eqipondéré eine solche von (-)2.01% (act. 14/56). Der Durchschnittswert beträgt (-)1.925%.

Die Klägerin stützt sich für ihre Schadensberechnung auf den Performance Ausweis der G._____ für den Zeitraum 31. Dezember 2004 bis 31. August 2011 (act. 20/35), welcher eine Performance von (-)22.01% ausweist. Die Beklagte stützt sich auf ihre Wertentwicklung für den Bewertungszeitraum 31. Dezember 2004 bis 1. September 2011 (act. 14/55) und geht von einer Performance von (-)19.71% aus.

Die Beklagte beanstandet die Performance Ausweise der G._____ verschiedentlich, zieht jedoch einen Teil der Vorwürfe wieder zurück. Ihr Vorwurf, die Bank habe bezüglich der Einlieferung von 20'000 Aktien Synergy Pharma den Kurs am Einlieferungstag und nicht den effektiv bezahlten Kaufpreis als performanceneutralen Mittelfluss erfasst, was zu einer Differenz von rund CHF 90'000.– führe, lässt sich anhand des Performance Ausweises der G._____ für den Zeitraum 31. Dezember 2004 bis 31. August 2011 (act. 20/35) nicht nachvollziehen. Der Vorwurf betreffend die Arrowhead Titel betrifft das laufende Jahr 2004

(act. 27 S. 89 f. Rz. 212), weshalb sie für den Zeitraum ab 31. Dezember 2004 nicht relevant sind. Weitere Ausführungen macht die Beklagte nicht; auch nicht zur restlichen Differenz zwischen dem von der G._____ ausgewiesenen Verlust und demjenigen der Beklagten von insgesamt rund CHF 112'000.-. Die Differenz ist somit nicht erklärbar. Mangels nachvollziehbarer Beanstandungen der Beklagten besteht jedoch kein Anlass, an der Richtigkeit des Performance Ausweises der G._____ für den Zeitraum 31. Dezember 2004 bis 31. August 2011 (act. 20/35) zu zweifeln. Dementsprechend kann auf die dort ausgewiesene Performance von (-)22.01% abgestellt werden.

Der Verlust der Klägerin betrug gemäss dem Performance Ausweis der G._____ für den Zeitraum 31. Dezember 2004 bis 31. August 2011 (act. 20/35) bei einer Rendite von (-)22.01% CHF (-)547'131.-. Bei einer Rendite von (-)1.925% hätte der Verlust CHF (-)47'852.20 betragen. Der Verlust wäre somit um CHF 499'278.80 (CHF (-)547'131.- - CHF (-)47'852.20) geringer ausgefallen. Der Schaden der Klägerin beträgt demnach **CHF 499'278.80**.

Die Klägerin macht einen zusätzlichen Schaden wegen Investitionen in illiquide Anlagen geltend. Die Beklagte hält dieser Forderung entgegen, der wahre Grund für den bei der Liquidation des Portfolios eingetretenen Verlust sei auf eine rückläufige Börsentendenz zurückzuführen, wofür sie nicht haftbar gemacht werden könne.

Verkauft der Anleger die pflichtwidrigen Anlagen unmittelbar nach der Auflösung des Vermögensverwaltungsvertrages mit dem Ziel, den vertragswidrigen Zustand zu beenden, ist die Wertentwicklung bis zum Verkauf bei der Schadensberechnung noch zu berücksichtigen (ROSAT, a.a.O., S. 80).

Die Beklagte bestreitet nicht, dass bei der Liquidation des klägerischen Portfolios ein Verlust eintrat, sie sieht dafür lediglich einen anderen Grund. Illiquide Anlagen sind grundsätzlich schwer zu verkaufen. Eine allfällige rückläufige Börsentendenz könnte dies zusätzlich erschweren. Der Verlust könnte daher teilweise auf die rückläufige Börsentendenz zurückzuführen sein, sicher aber nicht in vollem Umfang. Die Beklagte führt indes nicht aus, inwiefern die Kurse der betroffenen Titel

rückläufig waren und welcher Verlustanteil auf der rückläufigen Börsentendenz beruht, sodass dies nicht beurteilt werden kann. Daher ist davon auszugehen, dass der gesamte Verlust auf die fehlende leichte Handelbarkeit zurückzuführen ist.

Nach den vorstehenden Erwägungen (vgl. Erw. 3.4.5.) handelt es sich bei den Positionen Hydrotec Ges. f. Wassertechnik, S._____ Ltd., CombiMatrix Corp, Kiwibox.com Inc. und Pacific North West um illiquide Anlagen. Gemäss der Aufstellung – Verkäufe small caps, Vietnam Investments vom 16. Mai 2012 (act. 20/15), erlitt die Klägerin betreffend Hydrotec Ges. f. Wassertechnik einen Verlust von CHF 29'533.24, bezüglich S._____ Ltd. CHF 34'011.04, hinsichtlich CombiMatrix Corp CHF 2'053.47, betreffend Kiwibox.com Inc. CHF 34'365.11 und bezüglich Pacific North West CHF 12'016.56. Der Schaden der Klägerin im Zusammenhang mit illiquiden Anlagen beträgt demnach **CHF 111'979.42**.

Die Klägerin verlangt auf ihren Schadenersatzforderungen einen Schadenszins von 5%. Der Zeitpunkt für die Berechnung des Schadens sei der Tag des Erhalts des Widerrufsschreibens seitens der Beklagten, d.h. der 1. September 2011. An diesem Datum habe sich der Klägerin erstmals in ganzer Härte präsentiert, was nach der pflicht- und weisungswidrigen Verwaltung ihres Vermögens übrig geblieben sei und damit sei die erlittene Vermögensverminderung in ihrer Gesamtheit erstmals richtig greifbar geworden, womit sich spätestens per dann der eingetretene Vermögensverlust im Umfang des ersatzfähigen Schadens zulasten der Klägerin finanziell ausgewirkt habe. Daher verlange die Klägerin 5% Schadenszins ab dem 1. September 2011 (act. 1 S. 79 f Rz. 286 ff.). Für den Schadensbetrag betreffend die illiquiden Anlagen werde ein Schadenszins von 5% ab 14. November 2011 verlangt, dem Valutatag, an welchem die letzten Restanzen illiquider Anlagen hätten veräussert werden können (act. 19 S. 151 Rz. 635).

Die Beklagte meint, da kein der Klägerin anrechenbarer Schaden entstanden sei, seien auch keine Schadenszinsen fällig (act. 13 S. 67 Rz. 148).

Nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung ist neben dem Schadenersatz ein Schadenszins ab dem Zeitpunkt, in dem das schädigende Ereignis sich finanziell

ausgewirkt hat, bis zum Tag der Zahlung geschuldet, wobei im Gegensatz zum Verzugszins weder eine Mahnung des Gläubigers noch ein Verzug des Schuldners vorausgesetzt ist. Der Zinssatz beträgt in Analogie zu Art. 73 OR 5% (BGE 122 III 53 E.4.a. und b. S. 54).

Das Begehren der Klägerin ist damit nicht zu beanstanden und ihr auf dem Betrag von CHF 499'278.80 ein Zins von 5% seit dem 1. September 2011 und auf dem Betrag von CHF 111'979.42 ein Zins von 5% seit dem 14. November 2011 zuzusprechen.

Der Klägerin entstand demzufolge ein **Schaden von CHF 499'278.80 zuzüglich Zins von 5% seit dem 1. September 2011** und von **CHF 111'979.42 zuzüglich Zins von 5% seit dem 14. November 2011**.

3.7. Kausalzusammenhang

3.7.1. Parteistandpunkte

a) Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin führt aus, der Beklagten werde vorgeworfen, das Depot der Klägerin nicht pflichtgemäss bzw. nicht weisungskonform verwaltet zu haben. Es gehe somit um eine Unterlassung, sodass sich die Frage der hypothetischen Kausalität stelle, d.h. ob bei rechtmässigem Handeln (sorgfältige, weisungs- und pflichtgemässe Vermögensverwaltung) der eingetretene Schaden nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge und der allgemeinen Lebenserfahrung hätte vermieden werden können. Der Vergleich zwischen der Performance des nicht pflicht- und weisungskonform verwalteten Depots der Klägerin und der Performance eines Musterportfolios (UBS Strategiefonds "balanced"), welches von der Zusammensetzung und der Risikoallokation her einem pflichtgemäss verwalteten Portfolio entspreche, zeige in hinreichender Deutlichkeit auf, dass wenn das klägerische Depot pflichtgemäss und entsprechend ihren Weisungen verwaltet worden wäre, der Klägerin der mit dieser Klage geltend gemachte Schaden gerade nicht entstanden wäre. Die Hypothese, dass der vorliegend eingeklagte Schaden bei pflicht- und weisungsgemässer Verwaltung des klägerischen Vermögens durch die Beklagte nicht entstanden wäre, sei somit nicht nur bloss überwiegend wahr-

scheinlich, sondern annähernd sicher (act. 1 S. 77 f. Rz. 273 ff.; act. 19 S. 148 Rz. 622).

Hätte die Beklagte zudem nicht einen erheblichen Teil des klägerischen Vermögens in die aufgeführten illiquiden Anlagen investiert, sondern (so die Hypothese) in (ausreichend) liquide Titel, wären die im Depot der Klägerin eingetretenen Verluste nicht entstanden. Denn eine insoweit pflichtkonforme Vermögensverwaltung der Beklagten hätte es der Klägerin nach Auflösung des Mandates per 1. September 2011 ermöglicht, sich umgehend von den entsprechend (hypothetisch) liquiden Anlagen zu trennen, was die Klägerin auch getan hätte (act. 19 S. 149 f. Rz. 629).

b) Vorbringen der Beklagten

Die Beklagte vertritt im Hauptstandpunkt die Ansicht, dass sie keine Vertrags- oder Sorgfaltspflichtverletzung begangen habe, sodass sich die Frage der Kausalität nicht stelle (act. 19 S. 67 Rz. 147; act. 27 S. 95 f. Rz. 218).

Im Eventualstandpunkt meint die Beklagte, dass selbst bei der Verfolgung einer ausgewogenen Anlagestrategie, wie sie die Klägerin als pflichtgemäss betrachte, während des massgeblichen Zeitraums ein vergleichbarer Verlust entstanden wäre. Dies lasse sich anhand eines adäquaten Vergleichsmassstabs (Strategiefonds) nachweisen. Der Verlust sei somit nicht davon abhängig, ob eine ausgewogene oder die von der Beklagten tatsächlich verfolgte Anlagestrategie angewendet worden sei. Die Strategie sei somit für den eingetretenen Verlust nicht kausal (act. 27 S. 96 Rz. 219).

3.7.2. Rechtliches

Zwischen der pflichtwidrigen Handlung und dem eingetretenen Schaden muss ein natürlicher und adäquater Kausalzusammenhang bestehen. Die natürliche Kausalität ist gegeben, wenn ein Handeln Ursache im Sinn einer *conditio sine qua non* für den Eintritt des Schadens ist (Urteil des Bundesgerichts 4C.68/2007 vom 13. Juni 2008 E.8.1). Ein Ereignis hat sodann als adäquate Ursache eines Erfolges zu gelten, wenn es nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge und nach der

allgemeinen Lebenserfahrung an sich geeignet ist, einen Erfolg von der Art des eingetretenen herbeizuführen, der Eintritt des Erfolges also durch das Ereignis allgemein als begünstigt erscheint (Urteil des Bundesgerichts 4C.18/2004 vom 3. Dezember 2004 E.3.1).

Soweit Unterlassungen in Frage stehen, erfolgt die Annahme eines natürlichen Kausalzusammenhangs zwischen einer Unterlassung und einem Schaden durch Zuzug einer Hypothese (hypothetischer Kausalzusammenhang): Das tatsächliche Ergebnis wird mit dem hypothetischen Resultat verglichen, das vorliegen würde, wenn die erwünschte Handlung statt der Unterlassung erfolgt wäre (SCHWENZER, a.a.O., N 19.01; GAUCH / SCHLUEP / SCHMID / EMMENEGGER, Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil, Band II, 9. Aufl. 2008, N 2947).

Der adäquate Kausalzusammenhang kann ebenfalls zwischen einem Schaden und einer Unterlassung bestehen. Hier stellt das Gericht – wie für die natürliche Kausalität – die Hypothese auf, dass die (in Wirklichkeit unterlassene) pflichtgemässe Handlung tatsächlich vorgenommen worden wäre. Wenn dann nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge der Schaden *nicht* entstanden wäre, so ist die Adäquanz der Unterlassung zu bejahen. Anders formuliert, ist der adäquate Kausalzusammenhang dann gegeben, wenn die erwartete Handlung nicht hinzugedacht werden kann, ohne dass der Erfolg höchstwahrscheinlich entfällt. In der Regel ist es nicht mehr notwendig, die Adäquanz einer Unterlassung zu untersuchen, wenn die natürliche Kausalität bereits bejaht worden ist, denn beide Prüfungen basieren auf derselben Hypothese des "gewöhnlichen Laufs der Dinge" (SCHWENZER, a.a.O., N 19.03).

Der Klägerin obliegt die Behauptungs- und Beweislast bezüglich des hypothetischen Kausalzusammenhangs zwischen der von ihr dargestellten Unterlassung der Beklagten und dem geltend gemachten Schaden (Art. 8 ZGB). Nach ständiger bundesgerichtlicher Rechtsprechung braucht der Geschädigte den natürlichen bzw. hypothetischen Kausalzusammenhang nicht mit wissenschaftlicher Genauigkeit nachzuweisen. Es muss vielmehr genügen, wenn das Gericht in Fällen, wo der Natur der Sache nach ein direkter Beweis nicht geführt werden kann, die Überzeugung gewinnt, dass die überwiegende Wahrscheinlichkeit für einen

bestimmten Kausalverlauf spricht. Die Adäquanz zwischen einem fraglichen Ereignis und dem Schaden kann somit nur verneint werden, wenn die Mitwirkung dieses Ereignisses nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge und der Erfahrung des Lebens höchst unwahrscheinlich ist (BGE 128 III 271 E.2.b.aa S. 276; BGE 107 II 269 E.1.b. S. 273; Urteil des Bundesgerichts 5C.125/2003 vom 31. Oktober 2003 E. 4.3).

3.7.3. Würdigung

Wie der Vergleich zwischen der Performance des pflichtwidrig verwalteten klägerischen Depots und derjenigen von pflichtgemäss verwalteten vergleichbaren Strategiefonds in vorstehender Erwägung zeigt, wäre der Schaden der Klägerin bei sorgfältiger und pflichtgemässer Verwaltung nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge und der allgemeinen Lebenserfahrung mit zumindest überwiegender Wahrscheinlichkeit geringer gewesen. Entgegen der Beklagten besteht kein Anlass zur Annahme, dass bei Verfolgung einer ausgewogenen Strategie, wie es bei den vergleichbaren Strategiefonds der Fall war, ein ebenso grosser Verlust eingetreten wäre. Da entsprechende Hinweise fehlen, ist dies unwahrscheinlich. Die Unterlassungen der Beklagten waren somit für den Verlust im klägerischen Depot durchaus kausal.

Hätte weiter die Beklagte nicht in verschiedene nicht leicht handelbare Anlagen investiert, welche die Klägerin nach Beendigung des Mandates nicht zeitnah verkaufen konnte, wäre nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge und der allgemeinen Lebenserfahrung mit zumindest überwiegender Wahrscheinlichkeit auch der Schaden betreffend die illiquiden Anlagen nicht entstanden. Auch diese Unterlassung war demnach für den klägerischen Verlust kausal.

Die sorgfaltspflichtwidrige Vermögensverwaltung der Beklagten war somit für den der Klägerin entstandenen Schaden kausal.

3.8. Haftungsausschluss für leichte Fahrlässigkeit und Verschulden

3.8.1. Parteistandpunkte

a) Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin bringt vor, die Beklagte habe sich in Ziffer 6 des VV-Vertrages Nr. 3 zu einer Vermögensverwaltung nach bestem Wissen und Gewissen bzw. zu derselben Sorgfalt, die sie in ihren eigenen Angelegenheiten anzuwenden pflegt, verpflichtet. Diese als *diligentia quam in suis* bezeichnete Sorgfalt entspreche im Bereich der Vermögensverwaltung der ohnehin gesetzlich in Art. 398 Abs. 2 OR normierten Sorgfalts- und Treuepflicht. Eine Reduktion der geschuldeten Sorgfalt gehe damit nicht einher (act. 1 S. 10 f. Rz. 32 f.). Replicando äusserte die Klägerin, die Ausführungen der Beklagten zur *diligentia quam in suis* wichen von der herrschenden Lehre ab; *diligentia quam in suis* genüge nicht (act. 19 S. 10 Rz. 40).

Die Klägerin führt weiter aus, ein haftungsbegründendes Verschulden der Beklagten sei vorliegend trotz der Ziffer 6 des VV-Vertrages Nr. 3, in welcher sich die Beklagte von einer Haftung für leichte Fahrlässigkeit habe freizeichnen wollen, zu bejahen, da die Beklagte nicht bloss für rechtswidrige Absicht eine Haftung anerkannt habe, sondern auch für blosse Absicht, wozu auch die Eventualabsicht bzw. der Eventualvorsatz zähle. Seitens der Beklagten sei durch die aufgezeigten Pflicht- und Weisungsverletzungen das Risiko im Depot der Klägerin derart überhöht und gesteigert worden, dass solches ohne gleichzeitige Inkaufnahme eines erheblichen Schadens bei anderer als der erhofften Kursentwicklung nicht erklärbar erscheine (act. 1 S. 78 f. Rz. 279 ff.; act. 19 S. 150 f. Rz. 633).

Im Eventualstandpunkt werde auf Grobfahrlässigkeit plädiert. Der Disclaimer zeichne die Beklagte auch hiervon nicht frei. Die in Verletzung des VV-Vertrages Nr. 3 mitsamt der dort vereinbarten Anlagestrategie klar übermässige Aktienrisikoexposition des der Beklagten zur Verwaltung übergebenen Vermögens der Klägerin sowie die damit, teilweise unter Ausnutzung vorbestehender Interessenskonflikte, eingegangenen Klumpenrisiken, die übermässige Investition in nicht leicht handelbare Anlagen und die Nichtbeachtung von Weisungen der Klägerin verstiesse je für sich sowie insgesamt gegen die elementarsten Sorgfalts-

regeln, welche für den Beruf eines Vermögensverwalters Geltung beanspruchten (act. 1 S. 79 Rz. 283 f.; act. 19 S. 150 f. Rz. 633).

b) Vorbringen der Beklagten

Die Beklagte erklärt, es sei korrekt, dass sie sich im VV-Vertrag Nr. 3 (wie schon in den früheren VV-Verträgen) verpflichtet habe, alle Verwaltungshandlungen nach bestem Wissen und Gewissen, d.h. mit derselben Sorgfalt, die sie in ihren eigenen Angelegenheiten anzuwenden pflege, auszuüben (act. 13 S. 7 Rz. 8). Die Beklagte habe im vorliegenden Fall die gleiche Sorgfalt wie in eigenen Angelegenheiten angewandt. Dies zeige sich schon in der von der Klägerin unbestrittenen Tatsache, dass die Beklagte für das eigene Portefeuille vielfach in die gleichen Werte investiert habe, wie für dasjenige der Klägerin. Die Haftungsbeschränkung sei somit wirksam (act. 13 S. 67 Rz. 148; act. 27 S. 12 f. Rz. 12 und S. 97 Rz. 222). Nach herrschender Lehre bedeute die *diligentia quam in suis*, dass Fahrlässigkeit milder beurteilt werden solle. Aus dem Wortlaut von Ziffer 6 des Vertrages gehe jedenfalls klar hervor, dass die Beklagte für die Einhaltung der Anlagerichtlinien gemäss Ziffer 3 inklusive Anhang (Asset-Allocation) sowie für grobe Fahrlässigkeit haften soll. Daraus könne geschlossen werden, dass bei Einhaltung der Anlagerichtlinien die Haftung für leichte Fahrlässigkeit ausgeschlossen sei. Eine solche Haftungsbeschränkung sei nach der Gerichtspraxis zulässig, es sei denn, es handle sich beim Haftpflichtigen um ein obrigkeitliches konzessioniertes Gewerbe, d.h. hier eine Bank (act. 13 S. 8 Rz. 9). Immerhin gelte der vertragliche Ausschluss der Haftung für leichte Fahrlässigkeit (act. 13 S. 8 Rz. 9).

Die Beklagte vertritt im Hauptstandpunkt die Auffassung, dass sie vertragsgemäss und sorgfältig gehandelt habe, sodass sich die Frage des Verschuldens nicht stelle (act. 13 S. 67 Rz. 148; act. 27 S. 96 Rz. 220).

Im Eventualstandpunkt vertrete die Beklagte die Auffassung, dass kein Schaden entstanden sei, für den die Beklagte verantwortlich gemacht werden könne, denn hätte sie das Vermögen der Klägerin so angelegt, wie diese es als vertragsgemäss und sorgfältig bezeichne, nämlich nach dem Grundsatz ausgewogen, hätten

sich in etwa die gleichen Verluste ergeben. Mangels eines Schadens stelle sich auch hier die Frage des Verschuldens nicht (act. 27 S. 96 Rz. 220).

Die Beklagte vertrete im Eventualstandpunkt weiter, dass die Klägerin ein schweres Selbstverschulden treffe. Sie sei zu jedem Zeitpunkt der Vertragsdauer über die von der Beklagten getroffenen Massnahmen, d.h. die Anlagen, die für das Depot vorgenommen worden seien, orientiert gewesen und habe diese gebilligt. Anhand der Umstände müsse das Verschulden als schwerwiegend bezeichnet werden, was zu einer erheblichen Reduktion des Schadenersatzes von mindestens 50% führen müsse (act. 27 S. 97 Rz. 221).

3.8.2. Rechtliches

Die Bezugnahme auf die Sorgfalt wie in eigenen Angelegenheiten (*diligentia quam in suis*) beinhaltet keine Haftungsbeschränkung. Es kann davon ausgegangen werden, dass Banken wie auch die übrigen professionellen Vermögensverwalter bei ihren eigenen Angelegenheiten höchste Sorgfalt walten lassen. Somit ist die Bank (oder der professionelle Vermögensverwalter) an einem hohen Sorgfaltsmassstab zu messen (ROTH, a.a.O., S. 6 f.; ZIMMERMANN, Die Haftung der Bank aus Verwaltungsauftrag, SJZ 81 [1985] S. 137 ff, S. 143; GUTZWILLER, a.a.O., 2008, S. 272; SCHALLER, a.a.O., 2013, N 239).

Ob im Rahmen der Auswahl üblicher Anlagen die ausgesprochene Wegbedingung der Haftung für leichte Fahrlässigkeit möglich ist, ist in der Lehre umstritten. Indes gehört die Sorgfalt beim Auftrag begriffsnotwendig zum Vertragstypus; denn durch die Annahme eines Auftrages verpflichtet sich der Beauftragte, die ihm übertragenen Geschäfte oder Dienste vertragsgemäss zu besorgen (Art. 394 Abs. 1 OR); er haftet dem Auftraggeber für getreue und sorgfältige Ausführung des ihm übertragenen Geschäftes (Art. 398 Abs. 2 OR). Die Sorgfalt gehört demnach begriffstypisch zur Auftrags Erfüllung. Der Beauftragte kann den Auftrag nur sorgfältig oder eben gar nicht erfüllen. Es fragt sich denn auch, wer sich einen leicht fahrlässigen und teuer bezahlten Spezialisten wünscht. Der Kunde könnte sich überlegen, ob er nicht leicht fahrlässig sein Vermögen selbst verwalten könnte (BGE 124 III 155 E.3.b S. 165; ROTH, a.a.O., S. 6 f.; GUTZWILLER, a.a.O.,

S. 267 ff., mit weiteren Hinweisen; SCHALLER, a.a.O., 2013, N 278). Im Lichte dessen ist die Zulässigkeit der Freizeichnung von leichter Fahrlässigkeit im Auftragsrecht abzulehnen.

Der Beauftragte hat darzutun, dass ihn kein Verschulden trifft, er trägt mithin das Beweisrisiko hinsichtlich der mangelnden Vorwerfbarkeit seines Fehlverhaltens (WEBER, Basler Kommentar Obligationenrecht I, 4. Aufl. 2007, N 32 zu Art. 398 OR). Soweit keine Sorgfaltspflichtverletzung vorliegt, fehlt es auch an einem Verschulden. Soweit eine solche bejaht werden kann, wird durch diese auch das Verschulden indiziert, da fehlende Sorgfalt den Schuldvorwurf der Fahrlässigkeit begründet (vgl. SCHWENZER, a.a.O., N 22.21; GAUCH / SCHLUEP / SCHMID / EM-MENEGGER, a.a.O., N 2997 und N 2999).

Nach Art. 44 Abs. 1 OR stellt das Selbstverschulden (Mitverschulden) des Geschädigten einen Reduktionsgrund dar. Wer selbst zur Schadensentstehung beigetragen hat, soll den Schädiger nicht auf vollen Schadenersatz in Anspruch nehmen können (SCHWENZER, a.a.O., N 16.04).

3.8.3. Würdigung

Gemäss Ziffer 6 des VV-Vertrages Nr. 3 (act. 3/6) übt die Beklagte "*alle Verwaltungshandlungen nach bestem Gewissen, d.h. mit derselben Sorgfalt aus, die sie in ihren eigenen Angelegenheiten anzuwenden pflegt. Sie haftet nur für die Missachtung der in Ziffer 3 hiervor festgelegten zusätzlichen Richtlinien sowie für grobfahrlässiges Handeln.*".

Nach dem vorstehend Gesagten ist im Verweis auf die *diligentia quam in suis* in Ziffer 6 des VV-Vertrages Nr. 3 (act. 3/6) kein vertraglicher Ausschluss der Haftung für leichte Fahrlässigkeit zu sehen. Ein solcher ist denn auch im Auftragsrecht nicht zulässig. Folglich haftet die Beklagte der Klägerin für die Missachtung der in Ziffer 3 des VV-Vertrages Nr. 3 festgelegten Asset-Allocation sowie für Fahrlässigkeit jeder Stufe.

Der Beklagten ist eine Verletzung ihrer Sorgfaltspflichten vorzuwerfen (vgl. Erw.3.4.). Das Ausserachtlassen der erforderlichen Sorgfalt begründet zumindest Fahrlässigkeit, mithin ein Verschulden der Beklagten.

Da bereits leichte Fahrlässigkeit für die Begründung eines Verschuldens genügt, kann offen gelassen werden, ob der Beklagten grobe Fahrlässigkeit oder gar Eventualvorsatz vorzuwerfen ist.

Der beklagtische Vorwurf betreffend Selbstverschulden läuft ins Leere. Wie vorstehend erwogen, ist der wirtschaftlich Berechtigte der Klägerin, E._____, nicht sach- und fachkundig (vgl. Erw. 3.5.2.). Er hätte demnach von der Beklagten über ihre sorgfaltswidrigen Tätigkeiten aufgeklärt werden müssen, um diese genehmigen zu können. Wie dargelegt (vgl. Erw. 3.5.3.), fehlen genügend konkrete Vorbringen der beweispflichtigen Beklagten zum Thema Aufklärung der Klägerin und entsprechende Beweisofferten, sodass angenommen werden muss, dass keine rechtsgenügende Aufklärung erfolgte. Dementsprechend ist auch eine Genehmigung nicht möglich. Mangels entsprechenden Wissens konnte E._____ der Beklagten auch nicht entgegentreten. Ihm kann somit kein Selbstverschulden vorgeworfen werden.

4. Retrozessionen

4.1. Unbestrittener Sachverhalt

Die Parteien vereinbarten in Ziffer 8 des VV-Vertrages Nr. 3 vom 5. November 2004: "Die Auftraggeberin entrichtet der B._____ für die Vermögensverwaltung halbjährlich ein Honorar, welches in beiliegendem Anhang, welcher einen integrierenden Bestandteil dieses Verwaltungs-Auftrags bildet, festgelegt ist. Sie ermächtigt die B._____, das Honorar sowie allfällige Auslagen direkt ihrem Guthaben bei der Bank zu belasten." (act. 3/6).

Im Anhang zu Ziffer 8 des VV-Vertrages Nr. 3 vom 5. November 2004 ist das "Verwaltungshonorar der B._____" geregelt. Nach Ziffer 1 betreffend Umfang, Ziffer 2 betreffend Berechnung und Ziffer 3 betreffend Fälligkeit ist festgehalten: "*PS. Die der B._____ von Banken oder anderen Geschäftspartnern im Zusam-*

menhang mit der Vermögensverwaltung für einzelne oder mehrere Kunden ausgerichteten Kommissionen etc. stehen ausschliesslich der B._____ zu." (act. 3/131).

4.2. Parteistandpunkte

4.2.1. Vorbringen der Klägerin

Die Klägerin bringt vor, weder sie noch ihre Rechtsvorgängerin, die F._____ Familienstiftung, habe auf die Herausgabe von Retrozessionen im weitesten Sinne, umfassend Retrozessionen im engeren Sinne, Bestandespflegekommissionen, Finder's Fees, Kick-Backs, Vertriebsentschädigungen o.ä., irgendwann oder irgendwie (rechtswirksam) verzichtet (act. 1 S. 8 Rz. 290 f.).

Der VV-Vertrag Nr. 1 vom 8. Dezember 1993 beinhalte überhaupt keine Verzichtsklausel. Selbiges gelte für das zugehörige Beiblatt "Verwaltungshonorar der B._____" als Anhang zu Ziff. 7 dieses VV-Vertrages Nr. 1 (Beiblatt Nr. 1); auch dort sei keine Verzichtsklausel vorhanden. Somit seien bereits sämtliche, unter diesem (früheren) Vertrag von der Beklagten vereinnahmten und bis anhin weder an die Rechtsvorgängerin der Klägerin (F._____ Familienstiftung) noch an die Klägerin selbst vergüteten Retrozessionen ohne weiteres an die Klägerin abzuliefern. Hierunter fielen einerseits sämtliche seitens der (vormaligen) Depotbank C._____ in der Zeitperiode 30. Juni 2001 bis und mit dem 2. Quartal 2004 entrichteten Retrozessionen in Höhe von insgesamt CHF 14'354.55. Diese Summe errechne sich aus sämtlichen Beträgen, welche auf der Aufstellung der C._____ in den jeweiligen Zeilen "F._____ Familienstiftung" einerseits, in Verbindung mit den Spalten "Retro-Zahlung" und "Courtage" andererseits aufgeführt seien (act. 1 S. 9 Rz. 23 f. und S. 81 Rz. 293).

Wie sich dieser Darstellung zweifelsohne entnehmen lasse, werde indessen keine Auskunft erteilt über seitens der Beklagten vereinnahmte Retrozessionen im weitesten Sinne, welche ihr von der C._____ aufgrund deren Geschäftsbeziehung mit der Rechtsvorgängerin der Klägerin, der F._____ Familienstiftung, in der Zeitperiode vor 30. Juni 2001, d.h. ab Beginn der Laufzeit des VV-Vertrages Nr. 1 ab 8. Dezember 1993 bis zum 30. Juni 2001 ausbezahlt worden seien. Die Klägerin

habe aber ein Recht auf eine Auskunft hierüber sowie auf anschliessende Herausgabe der in dieser Zeitperiode vereinnahmten Retrozessionen. Weder sei der Auskunfts- noch der Ablieferungsanspruch bereits verjährt; die Verjährungsfrist von 10 Jahren beginne erst mit Beendigung des VV-Mandates zu laufen. Dieses Recht habe die Klägerin gegenüber der Beklagten bereits in einem entsprechenden (Ein-)Schreiben vom 10. Oktober 2011 geltend gemacht. Das Schreiben sei indessen unbeantwortet geblieben. Daher sei die Beklagte zu entsprechender Auskunftserteilung über sowie Ablieferung der vereinnahmten Retrozessionen im Sinne der Rechtsbegehren Ziff. 4. a) und 4. b) zu verpflichten, eventualiter (d.h. bei nicht erfolgter und/oder nicht hinreichend erfolgter Auskunftserteilung seitens der Beklagten) zu einer nach richterlichem Ermessen festzusetzenden Summe Geldes für die besagte Zeitperiode 8. Dezember 1993 bis 30. Juni 2001 (act. 1 S. 81 f. Rz. 294 f.). Die Beklagte schulde sämtliche geltend gemachten Retrozessionen (vgl. Rechtsbegehren Ziff. 2-4b) sowie teilweise ergänzend noch Auskunft (vgl. Rechtsbegehren Ziff. 4a), sei doch der Übergang bzw. die Übertragung des gesamten streitgegenständlichen Depots von der früheren F._____ Stiftung auf die heutige Klägerin unbestritten geblieben. Die Ausführungen der Beklagten liefen daher ins Leere (act. 19 S. 153 Rz. 647).

Zusätzlich seien alsdann diejenigen Retrozessionen im weitesten Sinne an die Klägerin abzuliefern, welche unter der Geltung der VV-Verträge Nr. 2 vom 16. April 2004 und Nr. 3 vom 5. November 2004 von der Beklagten vereinnahmt worden seien. Die in den zu den VV-Verträgen Nr. 2 und Nr. 3 zugehörigen Beiblätter (nachstehend Beiblatt Nr. 2 bzw. Nr. 3) im Gegensatz zum vorstehenden Beiblatt Nr. 1 enthaltene post scriptum-Bemerkung halte den Anforderungen an einen rechtswirksamen Verzicht auf die Herausgabe von Retrozessionen aus mehreren Gründen nicht stand. Die Klausel sei unklar formuliert: es werde überhaupt nicht klar, was mit "Kommissionen etc." gemeint sei, d.h. ob überhaupt und wenn ja, welche Arten von Retrozessionen hiervon umfasst sein sollten. Die Klägerin bestreite vorsorglich, dass die mit vorliegender Klage verlangten Retrozessionen darunter fallen würden. Die Platzierung einer Klausel, mit welcher der Vermögensverwalter beabsichtige, den Kunden auf sämtliche Retrozessionen verzichten zu lassen, am Ende eines Beiblatts zu einem Vertrag sei unter AGB-

Gesichtspunkten ungewöhnlich und damit ungültig. Ein Anleger müsse sich – auch angesichts der Tragweite einer solchen Verzichtserklärung, wäre sie denn gültig – nicht eine Klausel entgegen halten lassen, welche sich weder im eigentlichen Vertragstext noch im (Haupt-)Text des angehängten Beiblatts befinde, sondern erst an deren Ende, zumal noch "verniedlicht" mit einem "PS:". Mit diesem Kürzel würden Beiläufigkeiten, Nebensächlichkeiten eingeleitet, nicht jedoch eine derart gravierende Verzichtserklärung. Die gegenteilige Auffassung würde dementsprechend dem Grundsatz von Treu und Glauben zuwiderlaufen. Die Klägerin sei weiter von Seiten der Beklagten zu keinem Zeitpunkt und in keiner Weise über die ungefähre Höhe künftig zu erwartender Retrozessionen aufgeklärt worden. Vielmehr habe die Beklagte die Retrozessionen bzw. die damit einhergehenden Mechanismen und Parameter überhaupt nie thematisiert (act. 1 S. 82 f. Rz. 297 ff.). Weder habe die Klägerin Bescheid über die Eckwerte der bestehenden Retrozessionsvereinbarungen mit Dritten noch über die Grössenordnung der zu erwartenden Rückvergütungen gewusst. Insbesondere sei ihr auch keine Prozentbandbreite indiziert worden (act. 1 S. 83 Rz. 304).

Die Klägerin bestreitet, jemals von der Beklagten über die Details, insbesondere über die ungefähre Höhe der zu erwartenden Retrozessionen in Kenntnis gesetzt worden zu sein. Die gegenteilige Behauptung der Beklagten, sie habe der Klägerin bzw. E._____ auf Nachfrage hin Schätzwerte angegeben, sei nachgeschoben und qualifiziere sich daher als blosser Schutzbehauptung. Auch bestreite die Klägerin, dass die Beklagte ihr die auf der Rückseite von Klageantwort-Beilage 6 (act. 14/6) handschriftlich notierten Prozentbandbreiten jemals von der Beklagten erklärt bzw. sie diese überhaupt zu Gesicht bekommen habe. Konkret habe es sich folgendermassen verhalten: Die Beklagte habe in den (teilweise in der Tat stundenlangen) Gesprächen weitschweifig über makroökonomische Entwicklungen doziert und so versucht, die Klägerin bzw. E._____ von ihrer Risikoauffassung betreffend Investitionen in einzelne Spezialwerte, Vietnam und Rohstoff-/Minenaktien zu überzeugen. Es sei daher weder Raum noch Zeit für Erläuterungen zur Thematik von Retrozessionen im weitesten Sinne geblieben. Das Thema Retrozessionen sei von der Beklagten zu keinem Zeitpunkt angeschnitten worden, d.h. weder vor noch nach dem besagten 16. April 2004 (Vertragsschluss

VV-Vertrag Nr. 2) bzw. dem 5. November 2004 (Vertragsschluss VV-Vertrag Nr. 3). Insbesondere sei keine Aufklärung über die Hintergründe von Retrozessionen etc., Rückvergütungssätzen sowie über die ungefähre Bandbreite der künftig zu erwartenden Retrozessionen etc. erfolgt (act. 19 S. 151 f. Rz. 636 ff.).

Vorläufig (Klageänderung bzw. Klageerweiterung einstweilen vorbehalten) verlange die Klägerin die Herausgabe der seitens G._____ entrichteten Retrozessionen: Aus der Aufstellung der G._____ ergäben sich Retrozessionszahlungen an die Beklagte in Höhe von CHF 65'937.90; CHF 60'901.65 gemäss Aufstellung Retrozahlungen G._____ betreffend A._____ Holding sowie CHF 5'036.25 gemäss Aufstellung Retrozahlungen der G._____ betreffend F._____ Familienstiftung (act. 1 S. 83 f. Rz. 306 f.).

Diese Retrozessionszahlungen von der Depotbank G._____ an die Beklagte seien der Klägerin mangels rechtswirksamer Verzichtserklärung vollumfänglich zu erstatten. Die Beklagte sei somit zu verpflichten, der Klägerin gestützt auf Art. 400 Abs. 1 OR vereinnahmte Retrozessionen in Höhe von CHF 14'354.55 (gemäss Rechtsbegehren Ziff. 2) und CHF 65'937.90 (gemäss Rechtsbegehren Ziff. 3) zu bezahlen; dazu kämen die noch festzulegenden Retrozessionen gemäss Rechtsbegehren Ziff. 4. b) im Nachgang zu einer Auskunftserteilung bzw. Rechenschaftsablage gemäss Rechtsbegehren Ziff. 4. a). Ausserdem verlange die Klägerin auf sämtlichen Retrozessions-Erträgen gestützt auf Art. 400 Abs. 2 OR einen Zins zu 5%, einstweilen entgegenkommenderweise berechnet ab Datum der Einreichung der vorliegenden Klageschrift (1. November 2011). Klageänderung in einem späteren Zeitpunkt des Verfahrens werde (auch) in diesem Punkt ausdrücklich vorbehalten (act. 1 S. 84 Rz. 308 ff.).

4.2.2. Vorbringen der Beklagten

Die Beklagte entgegnet, Klägerin sei die A._____ Holding AG. Grundlage des vorliegenden Rechtsstreits sei der Verwaltungsauftrag vom 5. November 2004 zwischen der B._____ Vermögensverwaltungsgesellschaft Zürich AG und der A._____ Holding AG. Beauftragter nach Art. 400 Abs. 1 OR und "schuldig auf Verlangen jederzeit über die Geschäftsführung Rechenschaft abzulegen und alles

was ihm infolge derselben aus irgend einem Grund zugekommen ist, zu erstatten", sei die B._____. Auftraggeberin sei nach dem genannten Vertrag die A.____ Holding AG. Anspruch, wenn überhaupt, habe die Klägerin nur auf Retrozessionen, die seit dem 5. November 2004 angefallen seien. Es bestehe kein Anhaltspunkt über allfällige Vereinbarungen zwischen der F.____ Familien-Stiftung einerseits und der A.____ Holding AG andererseits, dass diese Forderungen aus Art. 400 Abs. 1 OR gegenüber der Beklagten abgetreten worden seien (act. 13 S. 68 Rz. 150).

Die Beklagte habe den bundesgerichtlichen Anforderungen soweit möglich Genüge getan. Anlässlich der Besprechung des neuen VV-Vertrages Nr. 2 am 16. April 2004 sei der neue Passus im Anhang 1 zur Sprache gekommen. H.____ habe E.____ erklärt, dass anhand der Börsenabrechnungen sowie Belastungen der Administrationspauschale die Retrozessionen nicht berechnet werden könnten, weil die fremden Kommissionen und Depotgebühren nicht bekannt seien und dass die Bank G.____ zudem die Retrozessionen nicht nach Kunden spezifiziert ausweise (bis Ende 2009). Um einen riesigen Berechnungsaufwand zu vermeiden, würde er einen Verzicht auf die Retrozessionen vorschlagen, was es ihm im Gegenzug ermögliche, an den im Branchenvergleich tiefen Fixgebühren festzuhalten. Auf Nachfrage von E.____ sei dieser darüber informiert worden, dass typischerweise 50% der eigenen Kommissionen sowie 25% der eigenen Depotgebühren von der Bank an die Beklagte bezahlt würden, da diese der Bank verschiedene Aufgaben und Arbeiten abnehme. Aufgrund der langfristigen und strategischen Anlagepolitik und damit geringen Umschlagshäufigkeit habe H.____ den Betrag auf 0.3 – 0.5% des Depotwertes geschätzt. Wie sich nun im Nachhinein herausgestellt habe, sei diese Schätzung sogar zu hoch gewesen, hätten die Rückvergütungen tatsächlich doch nur etwa 0.25% des Depotwertes betragen (act. 13 S. 67 f. Rz. 149; act. 27 S. 97 f.).

Die Beklagte habe dem Rechtsvertreter von E.____ Aufstellungen über die für das Depot "L" vereinnahmten Retrozessionen mit Schreiben vom 30. August 2011 geliefert. Wie vorstehend dargelegt, seien Hintergrund, Rückvergütungssätze sowie voraussichtliche Höhe (da diese von der Depotgrösse und der schwankenden

Depotumschlagshäufigkeit abhängt, könne kein CHF-Betrag, sondern nur ein prozentualer Anteil des Depotwertes als Bandbreite geschätzt werden) E._____ am 16. April 2004 erläutert worden. Entgegen der Behauptung habe dieser somit rechtswirksam auf die Herausgabe der Retrozessionen verzichtet (act. 13 S. 68 f. Rz. 150 f.).

4.3. Rechtliches

In der Bankenbranche wird unter Retrozessionen der Vorgang bezeichnet, dass eine Bank gestützt auf eine entsprechende Vereinbarung einem Dritten (insbesondere einem Vermittler im Vermögensverwaltungs- und Kapitalanlagegeschäft) einen Anteil einer vereinnahmten Kommission weitergibt (BGE 132 III 460 E.4. S. 463, m.w.H.).

4.3.1. Rechenschaftsablage und Herausgabepflicht des Beauftragten

Gemäss Art. 400 Abs. 1 OR ist der Beauftragte schuldig, auf Verlangen jederzeit über seine Geschäftsführung Rechenschaft abzulegen und alles, was ihm infolge derselben aus irgendeinem Grund zugekommen ist, zu erstatten. Die Ablieferungspflicht betrifft nicht nur diejenigen Vermögenswerte, die der Beauftragte direkt vom Auftraggeber zur Erfüllung des Auftrags erhält, sondern auch indirekte Vorteile, die dem Beauftragten infolge der Auftragsausführung von Dritten zu kommen. Der Beauftragte soll durch den Auftrag – abgesehen von einem allfälligen Honorar – weder gewinnen noch verlieren; er muss daher alle Vermögenswerte herausgeben, welche in einem inneren Zusammenhang zur Auftragsausführung stehen; behalten darf er nur, was er lediglich bei Gelegenheit der Auftragsausführung, ohne inneren Zusammenhang mit dem ihm erteilten Auftrag, von Dritten erhält. Retrozessionen werden dem Beauftragten ausgerichtet, weil er im Rahmen des Auftrags bestimmte Verwaltungshandlungen vornimmt oder veranlasst; sie fallen im Zusammenhang mit der Verwaltung des Vermögens an und unterliegen der Herausgabepflicht nach Art. 400 Abs. 1 OR (BGE 132 III 460 E.4.1 S. 464, m.w.H.).

4.3.2. Verzicht auf Ablieferung

Art. 400 OR enthält kein ausdrückliches Verzichtsverbot und es sind auch keine Gründe erkennbar, welche gegen die dispositive Natur der Ablieferungspflicht sprechen. Die Gültigkeit einer Vereinbarung, wonach der Auftraggeber auf die Ablieferung bestimmter, auch künftig anfallender Werte verzichtet, ist daher zu bejahen. Immerhin ergeben sich Schranken aus der eigentlichen Fremdnützigkeit des Auftrags, welche durch eine entsprechende Vereinbarung nicht aufgehoben werden kann. Der Auftraggeber muss über zu erwartende Retrozessionen vollständig und wahrheitsgetreu informiert sein, und sein Wille, auf deren Ablieferung zu verzichten, muss aus der Vereinbarung entsprechend klar hervorgehen (BGE 132 III 460 E.4.2 S. 465 f. m.w.H.). Die sich aus den Schranken der Fremdnützigkeit des Auftrags ergebenden Schranken sind gewahrt, sofern der Auftraggeber den Umfang sowie die Berechnungsgrundlagen der Retrozessionen kennt, die es ihm erlauben, die Kostenstruktur des Vermögensverwaltungsmandats zu erfassen sowie die damit verbundenen Interessenkonflikte des Vermögensverwalters zu erkennen, und er im Wissen darum dem konkreten Entschädigungsmodell zustimmt. Damit ein Vorausverzicht auf die Ablieferung gültig ist, muss der Auftraggeber die Parameter kennen, die zur Berechnung des Gesamtbetrages der Retrozessionen notwendig sind und einen Vergleich mit dem vereinbarten Vermögensverwaltungshonorar erlauben. Eine genauere Bezifferung ist bei einem vorgängigen Verzicht nicht möglich, da sich der Gesamtbetrag des verwalteten Vermögens laufend verändert und die genaue Anzahl bzw. der Umfang der durchzuführenden Transaktionen im Zeitpunkt des Verzichts unbekannt ist. Damit der Kunde den Umfang der zu erwartenden Retrozessionen erfassen und dem vereinbarten Honorar gegenüberstellen kann, muss er zumindest die Eckwerte der bestehenden Retrozessionsvereinbarungen mit Dritten sowie die Grössenordnung der zu erwartenden Rückvergütungen kennen. Letzterem Erfordernis wird beim Vorausverzicht genüge getan, wenn die Höhe der erwarteten Rückvergütung in einer Prozentbandbreite des verwalteten Vermögens angegeben wird (BGE 137 III 393 E.2.4. S. 398 f., m.w.H.).

4.3.3. Aufklärung des Auftraggebers

Eine Pflicht, den Kunden im Hinblick auf eine Verzichtserklärung unaufgefordert über den Umstand der zufließenden Retrozessionen zu informieren, der für diesen angesichts der damit verbundenen Gefahr von Interessenskonflikten zweifellos von Bedeutung ist, folgt bei der Ausführung des Auftrags aus der Treuepflicht des Beauftragten, ergibt sich jedoch bereits vor Abschluss des Vertrages aus dessen vorvertraglicher Aufklärungspflicht. Inwieweit eine aktive Aufklärung erforderlich ist, damit die Kenntnis des Auftraggebers hinsichtlich der Retrozessionen für einen Verzicht ausreicht, ist im Einzelfall zu bestimmen, wobei auch der Geschäftserfahrung des Auftraggebers Rechnung zu tragen ist. Während ein gänzlich unerfahrener und unwissender Kunde vom Vermögensverwalter über sämtliche erwähnten Punkte aufzuklären und auf die entsprechenden Zusammenhänge im Einzelnen aufmerksam zu machen ist, aus denen sich angesichts des Empfangs von Leistungen Dritter Interessenkonflikte ergeben können, reicht beim erfahrenen und in finanziellen Angelegenheiten sachkundigen Vermögensverwalter ein Hinweis auf die technischen Eckwerte der bestehenden Retrozessionsvereinbarungen mit Dritten sowie auf das zu erwartende Transaktionsvolumen bzw. die Angabe der erwarteten Rückvergütungen als Prozentbandbreite des verwalteten Vermögens aus. Die Aufklärung muss dabei weder im einen noch im anderen Fall in einer besonderen Form erfolgen. Hat der Auftraggeber hingegen – etwa aufgrund einer vorbestehenden Geschäftsbeziehung oder infolge Information durch Dritte – im Zeitpunkt des Vertragsschlusses bereits Kenntnis der massgebenden Berechnungsgrundlagen, besteht kein Informationsbedarf und der erklärte Verzicht ist auch ohne besondere Aufklärung durch den Vermögensverwalter gültig. Ein bloss allgemeiner Hinweis, wonach der Vermögensverwalter möglicherweise Rückvergütungen von Dritten erhält, lässt den Auftraggeber die Tragweite des Verzichts nicht erkennen und ist daher nicht ausreichend (BGE 137 III 393 E.2.5. S. 400 f. m.w.H.).

4.3.4. Beweislast

Der Beauftragte, der dem Herausgabeanspruch des Kunden dessen Verzicht auf die Ablieferung zugeflossener Rückvergütungen entgegenhalten will, hat

nach Art. 8 ZGB zu beweisen, dass die Voraussetzung der hinreichenden Information beim Auftraggeber vorlag (BGE 137 III 393 E.2.5. S. 401).

4.3.5. Teilnichtigkeit des Vermögensverwaltungsvertrages

Ohne rechtswirksamen Verzicht, ist der abgeschlossene Vertrag teilnichtig (Art. 20 Abs. 2 OR); er gilt, jedoch ohne den Herausgabeverzicht. Damit hat der Auftraggeber Anspruch auf Herausgabe der Retrozessionen, die dem Vermögensverwalter im Zusammenhang mit der vereinbarten Vermögensverwaltung zugeflossen sind (vgl. BGE 137 III 393 E.5. S. 402).

4.4. Würdigung

4.4.1. Retrozessionen vom 30. Juni 2001 bis und mit dem 2. Quartal 2004

Die Klägerin verlangt von der Beklagten die Bezahlung von in der Zeitperiode vom 30. Juni 2001 bis und mit dem 2. Quartal 2004 von der Depotbank C._____ entrichteten Retrozessionen in der Höhe von CHF 14'354.55 (Rechtsbegehren Ziffer 2). Zur Begründung verweist sie auf den VV-Vertrag Nr. 1 vom 8. Dezember 1993, welcher keine Verzichtsklausel beinhaltet.

Der VV-Vertrag Nr. 1 vom 8. Dezember 1993 (act. 3/9) wurde zwischen der F._____ Familienstiftung und der Beklagten abgeschlossen. Nach der Darstellung der Klägerin handelt es sich bei der F._____ Familienstiftung um die Rechtsvorgängerin der Klägerin (act. 1 S. 8 Rz. 20); aufgrund von Problemen formeller Art sei das gesamte von der Beklagten verwaltete streitgegenständliche Depot von der F._____ Stiftung auf die neu gegründete Klägerin übertragen und in der Folge ein neuer VV-Vertrag (Nr. 3) abgeschlossen worden (act. 1 S. 10 Rz. 27; act. 19 S. 154 Rz. 647). Die Beklagte macht geltend, es bestünde kein Anhaltspunkt über allfällige Vereinbarungen zwischen der F._____ Familienstiftung und der Klägerin, wonach Forderungen aus Art. 400 Abs. 1 OR gegenüber der Beklagten abgetreten worden seien (act. 13 S. 68 Rz. 150). Entgegen der Klägerin (act. 19 S. 33 Rz. 145) vermag die Aussage der Beklagten, die VV-Verträge Nr. 2 und Nr. 3 unterschieden sich nur in der Bezeichnung der Parteien, nichts daran zu ändern (act. 13 S. 16 Rz. 31), da sie sich damit lediglich auf den Inhalt der Verträge bezog (act. 27 S. 26 Rz. 43).

Die Klägerin legt in keiner Weise dar, in welcher Form die geltend gemachte Rechtsnachfolge von statten ging und wie allfällige Ansprüche auf Entrichtung von Retrozessionen der F._____ Familienstiftung auf sie übergegangen sein sollen. Es lässt sich somit weder ermitteln, welches Recht im gegebenen internationalen Verhältnis auf diese Frage(n) anwendbar ist, noch ist es möglich zu beurteilen, ob allfällige Ansprüche auf Entrichtung von Retrozessionen tatsächlich auf die Klägerin übergegangen sind. Sofern schweizerisches Recht anwendbar wäre, könnte eine Übernahme eines Vermögens nach Art. 181 OR erfolgt sein. Nach Art. 181 Abs. 1 OR können Veräusserer und Erwerber mittels Übernahmevertrag vereinbaren, dass ein Vermögen oder ein Geschäft mit Aktiven und Passiven vom einen auf den anderen übergehen soll. Die Aktiven müssen dabei in der Regel nach dem Prinzip der Singularsukzession übertragen werden. Die Bedeutung von Art. 181 OR wird durch das Fusionsgesetz (FusG) relativiert. Gemäss Art. 181 Abs. 4 OR richtet sich die Vermögens- und Geschäftsübernahme von eingetragenen Handelsgesellschaften, Genossenschaften, Vereinen, Stiftungen und Einzelunternehmen nach den Art. 69 ff. FusG. Ein zentraler Unterschied zwischen der Vermögens- und Geschäftsübernahme nach Art. 181 OR und der Vermögensübertragung nach Art. 69 ff. FusG besteht darin, dass Art. 73 Abs. 2 FusG nicht mehr nur die Passiven, sondern auch die Aktiven von Gesetzes wegen – und zwar nach dem Prinzip der Universalsukzession – auf den Erwerber übergehen lässt. Die Aktiven müssen somit nicht – wie nach Art. 181 OR – nach dem Prinzip der Singularsukzession übertragen werden (HUGUENIN ET AL., Obligationenrecht Allgemeiner und Besonderer Teil, 2012, N 1459). Demnach ist sowohl möglich, dass das Depot mittels Universalsukzession auf die Klägerin übertragen wurde, als auch, dass die einzelnen Vermögenswerte durch Singularsukzession übertragen werden mussten. So oder anders hätte die Klägerin den Rechtsübergang darzutun gehabt, damit ihre bestrittene Berechtigung an der Geltendmachung allfälliger Ansprüche auf Entrichtung von Retrozessionen hätte beurteilt werden können. Mangels entsprechender Ausführungen ist die klägerische Berechtigung nicht dargetan. Folglich kann die Klägerin diesen Anspruch nicht geltend machen. Dementsprechend ist das Rechtsbegehren Ziffer 2 abzuweisen.

4.4.2. Retrozessionen vom 1. Juli 2004 bis 31. August 2011

Weiter verlangt die Klägerin diejenigen Retrozessionen (im weitesten Sinne) seien an sie abzuliefern, welche unter der Geltung der VV-Verträge Nr. 2 vom 16. April 2004 (CHF 5'036.25) und Nr. 3 vom 5. November 2004 (CHF 60'901.65) von der Beklagten vereinnahmt worden seien (Rechtsbegehren Ziffer 3).

Bezüglich des VV-Vertrages Nr. 2 vom 16. April 2004, dessen Vertragsparteien die F._____ Familienstiftung und die Beklagte sind, gilt das oben ausgeführte (vgl. Erw. 4.4.1). Demzufolge ist das klägerische Rechtsbegehren Ziffer 3 im entsprechenden Umfang von CHF 5'036.25 ebenso abzuweisen.

Der VV-Vertrag Nr. 3 vom 5. November 2004 wurde zwischen der Klägerin und der Beklagten abgeschlossen (act. 3/6). In Ziffer 8 dieses Vertrages wird betreffend das Honorar der Beklagten auf einen Vertragsanhang verwiesen. Dieser enthält am Ende eine PS-Klausel, gemäss welcher die der Beklagten von Banken oder anderen Geschäftspartnern im Zusammenhang mit der Vermögensverwaltung für einzelne oder mehrerer Kunden ausgerichteten Kommissionen etc. ausschliesslich der Beklagten zustehen.

Die Klägerin ist der Ansicht, diese Klausel sei unklar formuliert, es werde nicht klar, was mit "Kommissionen etc." gemeint sei, weiter sei die Klausel unter AGB-Gesichtspunkten ungewöhnlich und damit ungültig und zudem sei die Klägerin seitens der Beklagten zu keinem Zeitpunkt und in keiner Weise über die ungefähre Höhe künftig zu erwartender Retrozessionen aufgeklärt worden; vielmehr habe die Beklagte die Retrozessionen bzw. die damit einhergehenden Mechanismen und Parameter überhaupt nie thematisiert (act. 1 S. 82 f. Rz. 297 ff.). Die Beklagte entgegnet, anlässlich der Besprechung des neuen VV-Vertrages Nr. 2 am 16. April 2004 habe H._____ E._____ Hintergrund, Rückvergütungssätze sowie voraussichtliche Höhe der Retrozessionen erläutert (act. 13 S. 67 f. Rz. 149 und S. 69 Rz. 151; act. 27 S. 97 f.). Die Klägerin bestreitet dieses Gespräch (act. 19 S. 151 Rz. 636).

Die Beklagte, welche als Beauftragte dem Herausgabeanspruch der Klägerin deren Verzicht auf die Ablieferung zugeflossener Rückvergütungen entgegen-

halten will, hat nach Art. 8 ZGB zu beweisen, dass die Voraussetzung der hinreichenden Information bei der Klägerin vorlag.

Die Beklagte offeriert zum Beweis des Gesprächs vom 16. April 2004, welches sie in den Randziffern 149 und 151 ihrer Klageantwortschrift sowie auf den Seiten 97 folgende ihrer Duplik erwähnt, keine Beweise. Der Vorschlag für "Anhang zum Verwaltungs-Auftrag (Ziffer 3)" mit Handnotizen, welchen sie in der Randziffer 150 erwähnt, in der sie Ausführungen zu den Vertragsparteien und zur Abtretung macht, enthält zwar auf der Rückseite handschriftliche Notizen zu den 25% eigene Depotgebühren und 50% eigene Courtagen, doch ist dieses Dokument nicht datiert (act. 14/6). Damit ist ein Gespräch zwischen den Parteien am 16. April 2004 nicht bewiesen. Im Übrigen hätte ein Gespräch vom 16. April 2004 wohl anlässlich des Abschlusses des VV-Vertrages Nr. 2 an diesem Datum stattgefunden. Dessen Vertragsparteien sind die F._____ Familienstiftung und die Beklagte. Die Klägerin war an diesem Vertrag nicht beteiligt. Sie wurde auch erst am tt. Oktober 2004 im panamaischen Handelsregister eingetragen (act. 3/3, "Fecha de Registro tt-10-2004"). Es ist somit unwahrscheinlich, dass die Klägerin bereits im April 2004 an einem Gespräch mit der Beklagten teilgenommen hat. Eine anderweitige Aufklärung wurde nicht behauptet. Demzufolge gelingt es der Beklagten nicht, ein Gespräch am 16. April 2004, anlässlich welchem die Klägerin rechtsgenügend über die Retrozessionen aufgeklärt worden sei, zu beweisen. Die Fragen der Ungültigkeit und der Ungewöhnlichkeit der vorliegenden Klausel können demnach offen bleiben. Da nicht von vollständiger und wahrheitsgetreuer Information über die zu erwartenden Retrozessionen ausgegangen werden kann, konnte ein Verzicht der Klägerin auf Entrichtung derselben nicht rechtsgültig erfolgen.

Ohne rechtswirksamen Verzicht ist der VV-Vertrag Nr. 3 vom 5. November 2004 (act. 3/6) nach Art. 20 Abs. 2 OR teilnichtig. Er gilt, jedoch ohne den Herausgabeverzicht. Damit hat die Klägerin Anspruch auf Herausgabe der Retrozessionen, die der Beklagten im Zusammenhang mit der vereinbarten Vermögensverwaltung im Zeitraum vom 5. November 2004 bis zur Beendigung per 1. September 2011 zugeflossen sind. Dementsprechend ist die Beklagte zu verpflichten, der Klägerin die ihr zugeflossenen Retrozessionen aus dem VV-Vertrag Nr. 3 vom

5. November 2004 im Betrag von CHF 60'901.65 gemäss Aufstellung Retrozahlungen G._____ betreffend A._____ Holding (act. 3/13) zu bezahlen.

4.4.3. Retrozessionen vom 8. Dezember 1993 bis 30. Juni 2001

Schliesslich verlangt die Klägerin Auskunft über seitens der Beklagten vereinnahmte Retrozessionen im weitesten Sinne, welche dieser von der C._____ aufgrund deren Geschäftsbeziehung mit der Rechtsvorgängerin der Klägerin, der F._____ Familienstiftung, ab Beginn der Laufzeit des VV-Vertrages Nr. 1 am 8. Dezember 1993 bis zum 30. Juni 2001 ausbezahlt wurden sowie die Ablieferung derselben, eventualiter einer nach richterlichem Ermessen festzusetzenden Summe.

Wie in vorstehender Erwägung 4.4.1 ausgeführt, legt die Klägerin ihre Berechtigung an der Geltendmachung allfälliger Ansprüche der F._____ Familienstiftung auf Entrichtung von Retrozessionen oder Auskunft diesbezüglich in keiner Weise dar, weshalb diese nicht beurteilt werden können. Mangels entsprechender Ausführungen ist die klägerische Berechtigung nicht dargetan. Dementsprechend sind die Rechtsbegehren Ziffer 4 a) und b) der Klägerin ebenfalls abzuweisen.

4.4.4. Verjährung

Die Beklagte macht die teilweise Verjährung der klägerischen Forderung geltend (act. 43 S. 18).

Nach Art. 142 OR darf das Gericht die Verjährung nicht von Amtes wegen berücksichtigen. Der Schuldner muss sie also im Prozess durch Erhebung einer Einrede geltend machen (BGE 80 III 41 E.2 S. 52). Die Verjährungseinrede muss im Rahmen der zivilprozessualen Eventualmaxime während des Schriftenwechsels vor erster Instanz erhoben werden, ansonsten sie vom Gericht wegen Verspätung unberücksichtigt bleiben darf (DÄPPEN, in: HONSELL / VOGT / WIEGAND, Basler Kommentar, Obligationenrecht I, 5. Aufl. 2011, N 4 zu Art. 142 OR). Nach Abschluss des zweiten Schriftenwechsels können neue Tatsachen und Beweismittel, d.h. Noven, nur noch beschränkt vorgebracht werden; grundsätzlich besteht in diesem Zeitpunkt Aktenschluss (Art. 229 Abs. 1 und Abs. 2 ZPO; LEUEN-

BERGER, in: SUTTER-SOMM / HASENBÖHLER / LEUENBERGER, a.a.O., N 4 zu Art. 229 ZPO).

Der Schriftenwechsel war im vorliegenden Verfahren mit den ersten vier Rechtsschriften grundsätzlich geschlossen (act. 1; act. 13; act. 19; act. 27). Die Parteien reichten im Anschluss noch je eine weitere (Noven-)Stellungnahme ein (act. 38; act. 43). Die Beklagte machte die teilweise Verjährung der klägerischen Forderung erst in der Stellungnahme zur Stellungnahme der Klägerin zu den Dupliknoten geltend (act. 43 S. 18), dies obwohl die Verjährung von der Klägerin bereits in der Klageschrift angesprochen wurde (act. 1 S. 81 Rz. 294). Die Beklagte machte auch nicht geltend, weshalb und inwiefern es sich bei der vorgebrachten Einrede der Verjährung um ein Novum handeln sollte. Die Einrede der Verjährung wurde demnach von der Beklagten verspätet vorgebracht, weshalb darauf nicht einzugehen ist.

4.4.5. Zins

Die Klägerin verlangt auf sämtlichen Retrozessions-Erträgen einen Zins zu 5% ab 1. November 2011. Die diesbezüglich vorbehaltene Klageänderung nahm sie nicht vor (act. 1 S. 84 Rz. 310). Die Beklagte äussert sich nicht zur Zinsforderung (act. 13 S. 69 Rz. 151).

Der Beauftragte, der sich mit der Ablieferung von Geldern im Rückstand befindet, hat diese zu verzinsen (Art. 400 Abs. 2 OR). Gemäss Art. 104 Abs. 1 OR beträgt der Verzugszins 5%. Da der Schuldner erst mit der Mahnung des Gläubigers in Verzug gesetzt wird (Art. 102 Abs. 1 OR), als Mahnung auch die Erhebung einer Leistungsklage gilt (WIEGAND, in: HONSELL / VOGT / WIEGAND, a.a.O., N 9 zu Art. 102 OR) und die Klägerin die Zinsleistung ab dem Datum der Klageeinleitung am 11. November 2011 verlangt, ist dagegen nichts einzuwenden.

Der Klägerin ist somit auf der ausgewiesenen Forderung ein Zins von 5% seit 11. November 2011 zuzusprechen.

5. Ergebnis

5.1. In teilweiser Gutheissung des Rechtsbegehrens Ziffer 1, ist die Beklagte zu verpflichten, der Klägerin Schadenersatz wegen Sorgfaltspflichtverletzungen im Zusammenhang mit der Vermögensverwaltung im Betrag von **CHF 499'278.80 zuzüglich Zins von 5% seit dem 1. September 2011** zu bezahlen. Im Übrigen ist das Rechtsbegehren Ziffer 1 abzuweisen. Weiter ist die Beklagte in teilweiser Gutheissung des Rechtsbegehrens Ziffer 5 zu verpflichten, der Klägerin im Zusammenhang mit der Anlage in nicht leicht handelbare Titel Schadenersatz in der Höhe von **CHF 111'979.42 zuzüglich Zins von 5% seit dem 14. November 2011** zu bezahlen. Im Übrigen ist das Rechtsbegehren Ziffer 5 abzuweisen.

5.2. Die Rechtsbegehren Ziffer 2 sowie 4 a) und b) betreffend Retrozessionen und diesbezüglicher Auskunftserteilung sind abzuweisen. In teilweiser Gutheissung des Rechtsbegehrens Ziffer 3 ist die Beklagte zu verpflichten, der Klägerin die ihr zugeflossenen Retrozessionen aus dem VV-Vertrag Nr. 3 vom 5. November 2004 im Betrag von **CHF 60'901.65** gemäss Aufstellung Retrozahlungen G._____ betreffend A._____ Holding (act. 3/13) **zuzüglich Zins von 5% seit 11. November 2011** zu bezahlen. Im Übrigen ist das Rechtsbegehren Ziffer 3 abzuweisen.

5.3. Insgesamt ist demnach die Beklagte in teilweiser Gutheissung der Klage zu verpflichten, der Klägerin CHF 499'278.80 zuzüglich Zins von 5% seit dem 1. September 2011, CHF 111'979.42 zuzüglich Zins von 5% seit dem 14. November 2011 und CHF 60'901.65 zuzüglich Zins von 5% seit 11. November 2011 zu bezahlen. Im Mehrbetrag ist die Klage abzuweisen.

6. Kosten- und Entschädigungsfolgen

6.1. Streitwert

6.1.1. Der Streitwert wird durch das Rechtsbegehren bestimmt (Art. 91 Abs. 1 ZPO). Demzufolge beträgt der für die Bemessung der Gerichtsgebühr und der Parteientschädigung massgebende Streitwert der vorliegenden Klage CHF 2'184'651.38 (act. 1 S. 2; act. 19 S. 3).

6.1.2. Der für die Zulässigkeit von Rechtsmitteln entscheidende Streitwert beträgt ebenfalls CHF 2'184'651.38 (Art. 91 Abs. 2 ZPO; Art. 51 Abs. 1 lit. a und Art. 112 Abs. 1 lit. d BGG).

6.2. Gerichtsgebühr und Parteientschädigung

6.2.1. Die Kosten- und Entschädigungsfolgen sind grundsätzlich nach Obsiegen und Unterliegen der Parteien im Prozess festzulegen (Art. 106 Abs. 1 und Abs. 2 ZPO).

6.2.2. Die Klage wird im Umfang von CHF 672'159.87 gutgeheissen, was einem Anteil von rund 30% entspricht. Somit obsiegt die Klägerin im Umfang von 30% und unterliegt zu 70%. Entsprechend hat sie 70% der Kosten zu tragen. Die Beklagte hat 30% zu übernehmen. Weiter hat die Klägerin der Beklagten eine leicht reduzierte Parteientschädigung von 40% zu bezahlen.

Die Klägerin leistete in Anwendung von Art. 98 ZPO einen Vorschuss für die Gerichtskosten (Prot. S. 2 f.; act. 5). Die Kosten werden aus diesem Vorschuss gedeckt. Für den der Beklagten auferlegten Anteil der Kosten wird der Klägerin das Rückgriffsrecht auf die Beklagte eingeräumt.

6.2.3. Die Höhe der Gerichtsgebühr bestimmt sich nach der Gebührenverordnung des Obergerichts (GebV OG) vom 8. September 2010 (Art. 96 ZPO i.V.m. Art. 199 Abs. 1 GOG) und richtet sich in erster Linie nach dem Streitwert bzw. nach dem tatsächlichen Streitinteresse (§ 2 Abs. 1 lit. a GebV OG). Unter Berücksichtigung von § 4 Abs. 1 und 2 GebV OG sowie der Tatsachen, dass zahlreiche Stellungnahmen eingegangen sind sowie ein Beweisverfahren durchzuführen war, indem ein Gutachten eingeholt und Parteien zu befragen waren, ist die Gerichtsgebühr auf das Doppelte der Grundgebühr festzusetzen. Die Kosten werden vorab aus dem von der Klägerin geleisteten Vorschuss für die Gerichtskosten gedeckt. Für den der Beklagten auferlegten Anteil der Kosten wird der Klägerin das Rückgriffsrecht auf die Beklagte eingeräumt.

6.2.4. Im Zusammenhang mit der Einholung des Gutachtens sind Barauslagen des Gerichts im Umfang von CHF 10'000.– entstanden (act. 62). Die Barauslagen

sind den Parteien im gleichen Verhältnis wie die Gerichtskosten aufzuerlegen und vorab aus dem von der Klägerin geleisteten Vorschuss für die Einholung des Gutachtens in der Höhe von CHF 10'000.– zu decken. Entsprechend hat die Klägerin 70% der Kosten zu tragen. Die Beklagte hat 30% zu übernehmen. Für den der Beklagten auferlegten Anteil der Kosten wird der Klägerin das Rückgriffsrecht auf die Beklagte eingeräumt.

6.2.5. Die Parteientschädigung bestimmt sich nach der Verordnung über die Anwaltsgebühren vom 8. September 2010 (AnwGebV) und richtet sich ebenfalls nach dem Streitwert (§ 2 Abs. 1 lit. a AnwGebV). Die Grundgebühr ist mit der Beantwortung der Klage verdient; für jede weitere Rechtsschrift des Rechtsvertreters ist ein Zuschlag zu gewähren (§ 11 Abs. 1 und 2 AnwGebV). Zur Berechnung der reduzierten Parteientschädigung ist daher von 150% der Grundgebühr auszugehen.

7. Minderheitsmeinung

Eine Minderheit des Gerichts vertritt in Bezug auf die Begründung und Erkenntnis eine abweichende Meinung (act. 89). Diese ist den Parteien – unter Zustellung des schriftlich ausgefertigten Minderheitsantrags – mitzuteilen.

Das Gericht beschliesst:

1. Der prozessuale Editionsantrag der Klägerin wird abgewiesen.
2. Schriftliche Mitteilung und Rechtsmittelbelehrung mit nachfolgendem Urteil.

Sodann erkennt das Gericht:

1. In teilweiser Gutheissung der Klage wird die Beklagte verpflichtet, der Klägerin CHF 499'278.80 zuzüglich Zins von 5% seit dem 1. September 2011, CHF 111'979.42 zuzüglich Zins von 5% seit dem 14. November 2011 und CHF 60'901.65 zuzüglich Zins von 5% seit 11. November 2011 zu bezahlen. Im Mehrbetrag wird die Klage abgewiesen.

2. Die Gerichtsgebühr wird festgesetzt auf CHF 85'000.–.
Die weiteren Kosten betragen CHF 10'000.– (Barauslagen für das Gutachten).
3. Die Kosten gemäss Dispositiv-Ziffer 2 werden zu 70% der Klägerin sowie zu 30% der Beklagten auferlegt und aus den von der Klägerin geleisteten Kostenvorschüssen gedeckt. Für den der Beklagten auferlegten Anteil der Kosten wird der Klägerin das Rückgriffsrecht auf die Beklagte eingeräumt.
4. Die Klägerin wird verpflichtet der Beklagten eine reduzierte Parteientschädigung von CHF 26'000.– zu bezahlen.
5. Schriftliche Mitteilung an die Parteien (mitsamt der Minderheitsmeinung).
6. Eine bundesrechtliche Beschwerde gegen diesen Entscheid ist innerhalb von 30 Tagen von der Zustellung an beim Schweizerischen Bundesgericht, 1000 Lausanne 14, einzureichen. Zulässigkeit und Form einer solchen Beschwerde richten sich nach Art. 72 ff. (Beschwerde in Zivilsachen) oder Art. 113 ff. (subsidiäre Verfassungsbeschwerde) in Verbindung mit Art. 42 und 90 ff. des Bundesgesetzes über das Bundesgericht (BGG). Der Streitwert beträgt CHF 2'184'651.38.

Zürich, 10. Juni 2016

Handelsgericht des Kantons Zürich

Vorsitzender:

Gerichtsschreiberin:

Roland Schmid

Isabelle Monferrini