

# Haftung für Veranlagungsentscheidungen bei Portfolioverwaltung auf Einzelkundenbasis

Alexander Schopper

**Der Beitrag untersucht Pflichten und Haftung des Vermögensverwalters bei Veranlagungsentscheidungen im Rahmen von Portfolioverwaltung auf Einzelkundenbasis. Bei verlustbringenden Veranlagungsentscheidungen, die innerhalb des Rahmens der Anlagerichtlinien liegen, steht dem Vermögensverwalter ein haftungsfreier Ermessensspielraum zu. Der Beitrag versucht unter anderem, die Kriterien dieses haftungsfreien Ermessensspielraums zu konkretisieren.**

Stichwörter: Vermögensverwalter, diskretionäre Vermögensverwaltung, Portfolioverwaltung, Anlegerschaden, Business Judgment Rule, Interessenwahrungspflicht, Anlagerichtlinien, Sorgfaltspflicht, Beweislastumkehr, Ermessensentscheidung.

Normen: §§ 1, 38, 39, 40, 43, 44, 52 WAG; §§ 1002 ff, 1009, 1010, 1014, 1293 ff, 1298, 1299, ABGB; §§ 3, 30, 52, 66 ff InvFG.

JEL-Classification: G 11, G 28, K 12, K 13.

This article discusses manager's duties and liability in case of managing portfolios in accordance with mandates given by clients on a discretionary client-by-client basis. In the event of loss as a result of investment decisions covered by the investment guidelines, the investment manager necessarily has certain discretion without being exposed to liability. This article aims to specify this discretion.

## 1. Problemstellung

Im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise mussten Anleger in den letzten Jahren auch im Bereich der Portfolioverwaltung auf Einzelkundenbasis iSd § 1 Z 2 lit d WAG [1] (diskretionäre Vermögensverwaltung) teilweise hohe Verluste hinnehmen. Dies hat in jüngster Zeit zu Gerichtsverfahren geführt, in denen Anleger ihren (ehemaligen) Vermögensverwalter auf Schadenersatz in Anspruch nehmen [2].

Bei einer verlustbringenden Vermögensverwaltung ist die Schadenersatzklage des Anlegers gegen den Verwalter

häufig auf unzureichende Aufklärung und Beratung beim Vertragsabschluss bzw bei Vereinbarung der Anlagerichtlinien oder auch auf eine Fehlberatung während der Laufzeit des Vermögensverwaltungsvertrages gestützt [3]. Andererseits kann der Vorwurf des klagenden Anlegers darin bestehen, dass der Verwalter bei seinen Veranlagungsentscheidungen – also den Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen während der Laufzeit der Vermögensverwaltung – pflichtwidrig gehandelt hat [4]. Wie der 9. Senat [5] zutreffend klargestellt hat, bezieht sich der Vorwurf rechtswidrigen Verhaltens hier auf die Durchführung der Vermögensverwaltung. Der begehrte Schadenersatz betrifft – im Unterschied zur Verletzung einer vorvertraglichen Aufklärungs- oder Beratungspflicht – nicht die Wurzel des Geschäfts, sondern dessen Abwicklung.

Dieser Beitrag behandelt das Thema der pflichtwidrigen Durchführung der Vermögensverwaltung, insbesondere die Frage, welche Sorgfaltspflichten für Veranlagungsentscheidungen eines Vermögensverwalters bei der Portfolioverwaltung auf Einzelkundenbasis gelten. Die Thematik wurde bislang in Österreich – im Unterschied zur Haftung für Aufklärungs- und Beratungspflichtverletzung – noch wenig diskutiert [6].

Vorweg ist festzuhalten, dass Lösungen aus dem Bereich der Anlageberatungshaftung nicht auf das gegenständliche Thema übertragbar sind. Das beruht auf wesentlichen Unterschieden zwischen Vermögensverwaltung und Anlageberatung [7]. Kennzeichnend ist für die Tätigkeit des Vermögensverwalters, dass er seine Dienste für den Anleger durch Dispositionen über dessen Vermögen



Univ.-Prof. Dr. Alexander Schopper,  
Institut für Unternehmens- und  
Steuerrecht, Universität Innsbruck;  
e-mail:  
alexander.schopper@uibk.ac.at

ohne vorherige Rücksprache mit dem Anleger im Rahmen von gegebenenfalls vereinbarten Anlagerichtlinien erbringt. Demgegenüber erteilt der Berater dem Anleger Ratschläge, ohne über jegliche Dispositionsbefugnis über dessen Vermögen zu verfügen. Die Anlageentscheidung bleibt bei der Anlageberatung und -vermittlung beim Anleger, während sie bei der Vermögensverwaltung dem Verwalter im Rahmen eines mehr oder weniger stark gebundenen Handlungsspielraumes obliegt. Die hier interessierende Frage der Sorgfaltswidrigkeit von Veranlagungsentscheidungen stellt sich somit lediglich bei der Vermögensverwaltung, nicht aber bei Anlageberatung bzw -vermittlung [8].

[1] Wertpapieraufsichtsgesetz 2007, BGBl I 2007/60.

[2] Vgl etwa OGH 11.3.2010, 4 Ob 28/10m, ÖBA 2010, 535; OGH 11.5.2010, 9 Ob 85/09d, ÖBA 2010, 533 = JBl 2010, 713 (P. Bydlinski); OGH 22.4.2011, 6 Ob 91/10s, ÖBA 2011, 828.

[3] Siehe dazu OGH 11.3.2010, 4 Ob 28/10m, ÖBA 2010, 535; OGH 22.4.2011, 6 Ob 91/10s, ÖBA 2011, 828.

[4] Vgl auch Benicke, ZGR 2004, 760 f.

[5] OGH 11.5.2010, 9 Ob 85/09d, ÖBA 2010, 533; zustimmend auch P. Bydlinski, JBl 2010, 715.

[6] Vgl Kalss, Anlegerinteressen 238 ff; Knobl in Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt, WAG § 13 Rz 91 ff.

[7] Zutreffend OGH 11.5.2010, 9 Ob 85/09d, ÖBA 2010, 533; F. Schäfer in Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht<sup>3</sup> § 23 Rz 6 f.

[8] Im Übrigen ist mE eine Differenzierung zwischen Anlageberatung und Vermögensverwaltung auch bei der Konkretisierung vorvertraglicher Aufklärungspflichten sowie bei der vorvertraglichen Angemessenheits- und Eignungsprüfung geboten.

## 2. Rechtsgrundlagen für Sorgfaltspflichten bei Veranlagungsentscheidungen

### 2.1. WAG

#### 2.1.1. Interessenwahrungspflicht im engeren Sinn

Nach der Legaldefinition des § 1 Z 2 lit d WAG ist Portfolioverwaltung die Verwaltung von Portfolios auf Einzelkundenbasis mit einem Ermessensspielraum im Rahmen einer Vollmacht des Kunden, sofern das Kundenportfolio ein oder mehrere Finanzinstrumente enthält [9]. Es handelt sich um eine konzessionspflichtige Wertpapierdienstleistung [10].

Das WAG enthält verschiedenste Pflichten, die auf die Portfolioverwaltung als Wertpapierdienstleistung anwendbar sind. So gelten etwa die §§ 34 f WAG über die Vermeidung von Interessenkonflikten auch für die Portfolioverwaltung [11]. Verhaltens- und Sorgfaltspflichten für den Vermögensverwalter bei Anbahnung, Durchführung und Beendigung des Vermögensverwaltungsvertrages ergeben sich vor allem aus den grundsätzlich [12] anwendbaren Wohlverhaltensregeln der §§ 38 ff WAG. Auf das Verbot der Annahme und der Gewährung von Vorteilen [13], die Informationspflichten [14], die Pflicht zur Eignungs- und Angemessenheitsprüfung [15] und die Berichtspflichten [16] kann hier nur hingewiesen werden.

Für den Gegenstand der Untersuchung unmittelbar relevant ist § 38 WAG [17]. Die Bestimmung enthält einerseits eine allgemein formulierte Verhaltenspflicht, die den Vermögensverwalter zu „ehrlich[em] und redlich[em]“ Handeln

„im bestmöglichen Interesse seiner Kunden“ verpflichtet. Diese Pflicht gilt nicht nur punktuell für den Abschluss des Verwaltungsvertrages und die Vereinbarung der Anlagerichtlinien, sondern erstreckt sich in zeitlicher Hinsicht über die gesamte Vertragsdauer. Erfasst sind daher auch sämtliche Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen sowie gegebenenfalls die Unterlassung einer interessengerechten Veranlagung durch den Verwalter.

Aus der Pflicht zur Interessenwahrung folgt, dass der Vermögensverwalter das Kundenportfolio laufend zu überwachen hat [18]. Entspricht das Portfolio nicht mehr optimal den erkennbaren Kundeninteressen, die vorrangig anhand der vereinbarten Anlagerichtlinien bzw der Kriterien gem § 44 Abs 2 Z 1–3 WAG zu beurteilen sind, trifft den Verwalter die Pflicht, im Interesse des Kunden tätig zu werden und umzuschichten, also die erforderlichen Desinvestitionen oder Investitionen vorzunehmen [19]. Das Handeln des Vermögensverwalters ist nach den individuellen Interessen des Einzelkunden auszurichten, eine Pflicht zur Bevormundung eines bewusst spekulierenden Kunden ist aus § 38 WAG nicht abzuleiten, selbst wenn die Interessen des Kunden objektiv betrachtet unvernünftig sein mögen [20]. Das gilt für die erstmalige Zusammenstellung des Portfolios nach Vertragsabschluss ebenso wie für nachträgliche Umschichtungen. Ist ein Anleger beim Abschluss des Vermögensverwaltungsvertrages und bei der Vereinbarung der Anlagerichtlinien ausreichend informiert, hat die Interessenwahrungspflicht nicht die Funktion, ihn vor der Wahl einer unvernünftigen Veranlagungsstrategie, also gleichsam vor sich selbst, zu schützen.

beim Abschluss des Vermögensverwaltungsvertrages bzw bei Vereinbarung der Anlagerichtlinien verpflichtet. Hinweis- bzw Warnpflichten können für den Vermögensverwalter auch während des laufenden Vertragsverhältnisses bestehen, insbesondere bei Weisungen des Kunden, wenn diese erkennbar nicht mit den Kundeninteressen (iSd § 44 Abs 2 Z 1–3 WAG) bzw den Anlagerichtlinien in Einklang stehen.

[15] Vgl für die Portfolioverwaltung inbes § 44 WAG.

[16] Siehe § 50 WAG.

[17] Vgl auch Art 19 Abs 1 MiFID (RL 2004/39/EG).

[18] *Koller* in Assmann/Schneider, WpHG<sup>6</sup> § 31 Rz 28.

[19] Siehe *Fuchs* in Fuchs, WpHG § 31 Rz 263; *Koller* in Assmann/Schneider, WpHG<sup>6</sup> § 31 Rz 28.

[20] Vgl *Wasserer*, Neuordnung kapitalmarktgerichtlichen Wohlverhaltens 100; *Brandl/Klausberger* in Brandl/Saria, WAG<sup>2</sup> § 38 Rz 25; *Rothenhöfer* in Schwark/Zimmer, WpHG<sup>4</sup> § 31 Rz 35.

[21] Ähnlich *G. Graf* in Gruber/N. Ra-

Dieses Verständnis der primär aufsichtsrechtlichen Pflicht zur Interessenwahrung gem § 38 WAG steht im Einklang mit privatrechtlichen Interessenwahrungspflichten, wie zB jenen des Beauftragten gem § 1009 Satz 1 ABGB, des Kommissionärs gem § 384 Abs 1 UGB oder des fremdnützigen Treuhänders [21]. Durchaus vergleichbare Pflichten treffen beispielsweise auch den Geschäftsleiter einer Kapitalgesellschaft [22].

#### 2.1.2. Sorgfaltspflicht

Neben der Pflicht zum ehrlichen und redlichen Handeln enthält § 38 WAG auch die Pflicht zu „professionellem“ Handeln im Kundeninteresse [23]. Professionell handelt ein Vermögensverwalter, der bei der Portfolioverwaltung die verkehrserforderliche Sorgfalt wahrt und über jene Sachkenntnis verfügt, welche die ordnungsgemäße Durchführung der von ihm angebotenen Portfolioverwaltung erfordert [24]. Der Tatbestand der professionellen Handelns umschreibt keine Verhaltenspflicht, sondern legt vielmehr einen *aufsichtsrechtlichen Sorgfaltsmaßstab* fest [25]. Praktisch relevant ist die Differenzierung zwischen Verhaltens- und Sorgfaltspflicht, weil die Pflicht zur Interessenwahrung als Verhaltenspflicht nach der hL in Deutschland unabhängig von dem erforderlichen Aufwand zu erfüllen ist, während das Ausmaß der geschuldeten Sorgfalt dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit unterliegt. Nach *Grundmann* [26] ist die Interessenwahrungspflicht „*unerbitlich*“, die Sorgfaltspflicht nicht.

An dem allgemeinen Sorgfaltsmaßstab der Professionalität iSd § 38 WAG muss sich der Vermögensverwalter bei der Erbringung seiner Dienstleistung messen

schaer, WAG § 38 Rz 24; *Seyfried* in Kumpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht<sup>4</sup> Rz 3.93; *Koller* in Assmann/Schneider, WpHG<sup>6</sup> § 31 Rz 18; vgl auch *Brandl/Klausberger* in Brandl/Saria, WAG<sup>2</sup> § 38 Rz 22 mit Hinweis auf die Interessenwahrungspflicht des (Versicherungs-)Maklers.

[22] Vgl zB OGH 9.1.1986, 3 Ob 521/84, GesRZ 1986, 97; ferner zB *Fleischer* in Fleischer, Handbuch Vorstandsrecht § 9 Rz 15 ff.

[23] Siehe Art 19 Abs 1 MiFID.

[24] Allgemein dazu siehe *G. Graf* in Gruber/N. Raschauer, WAG § 38 Rz 12; *Brandl/Klausberger* in Brandl/Saria, WAG<sup>2</sup> § 38 Rz 21.

[25] Zur Unterscheidung zwischen Interessenwahrungspflicht im engeren Sinn und Sorgfaltspflicht vgl *Grundmann* in Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB<sup>2</sup> § 31 WpHG Rz VI 203; *Th. Möllers* in Kölner Komm WpHG § 31 Rz 64 f.

[26] In Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB<sup>2</sup> § 31 WpHG Rz VI 203.

[9] Vgl dazu *Heidinger* in Gruber/N. Raschauer, WAG § 1 Rz 35 ff; *Saria* in Brandl/Saria, WAG<sup>2</sup> § 1 Rz 6. Die Legaldefinition in § 1 Z 2 lit d WAG 2007 entspricht dem früheren Verständnis der diskretionären Vermögensverwaltung nach Rechtslage des WAG 1997; vgl etwa *Knobl* in Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt, WAG § 11 Rz 12.

[10] § 3 Abs 2 Z 2 WAG.

[11] Vgl dazu *Gruber* in Gruber/N. Raschauer, WAG § 34 Rz 8 ff.

[12] Unklarheiten bzgl der Anwendbarkeit der Wohlverhaltensregeln bestehen wegen § 38 2. HS WAG, wenn sich das Kundenportfolio ausschließlich oder teilweise aus Veranlagungen iSd § 1 Abs 1 Z 3 KMG zusammensetzt; vgl dazu allgemein *Schenk/Linder*, eolex 2008, 4; *G. Graf* in Gruber/N. Raschauer, WAG § 38 Rz 35 ff.

[13] § 39 WAG samt Ausnahme in Abs 3; siehe dazu etwa *Knobl/Janovsky*, Entscheidungsbesprechung OGH 7.11.2007, 6 Ob 110/07f, ZFR 2008, 70 f; *Gruber*, wbl 2010, 6 ff.

[14] Siehe §§ 40–42 WAG, die den Vermögensverwalter zur Information des Kunden

lassen. Das umfasst sowohl die Anbahnung des Geschäfts – samt Angemessenheits- und Eignungsprüfung und vorvertraglicher Aufklärung des Kunden – als auch die Verwaltungstätigkeit, mithin jede Investitions- und Desinvestitionsentscheidung des Portfolioverwalters. Maßgebend sind nicht die konkreten subjektiven Fähigkeiten und Kenntnisse, die Größe oder übliche Geschäftstätigkeit des einzelnen Portfolioverwalters, sondern der *objektiv-normative Maßstab eines ordentlichen Vermögensverwalters*. § 52 WAG über die bestmögliche Durchführung von Dienstleistungen stellt eine Konkretisierung dieses allgemeinen aufsichtsrechtlichen Sorgfaltsmaßstabs dar.

Dieses Verständnis des allgemeinen aufsichtsrechtlichen Sorgfaltsmaßstabs gem § 38 WAG steht im Einklang mit seinem zivilrechtlichen Pendant, dem objektiven Sorgfaltsmaßstab gem § 1299 ABGB [27].

## 2.2. Vermögensverwaltungsvertrag, ABGB

Der Vertrag über diskretionäre Vermögensverwaltung beinhaltet die Gestion eines Kundenportfolios mit Verfügungsmacht im Auftrag des Kunden. Der Vermögensverwalter erhält vom Kunden den mit einer entsprechenden Vollmacht gekoppelten Auftrag, einen Teil des Kundenvermögens oder das Gesamtvermögen, das aus Finanzinstrumenten besteht, im Namen und auf Rechnung des Kunden zu verwalten [28]. Der Vermögensverwalter darf und muss im Rahmen des erteilten Auftrages ohne Einholung von (weiteren) Weisungen im Einzelfall fortlaufend über das Vermögen des Kunden disponieren und selbstständig Anlageentscheidungen treffen [29]. Dem Vermögensverwalter steht ein Ermessensspielraum zu, den er im Interesse des Kunden wahrzunehmen hat. Sind Anlagerichtlinien vereinbart, muss er sich in deren Rahmen halten. Die Verwaltungstätigkeit wird im Namen

und auf Rechnung des Kunden durchgeführt, wobei im Außenverhältnis eine Verfügungsvollmacht idR gegenüber der Depotbank vorliegen muss, die dem Vermögensverwalter die Verfügungsrechte in Bezug auf ein bestimmtes Depot oder auf einen bestimmten Teil des Depots gewährt [30].

Der Vermögensverwaltungsvertrag ist als Bevollmächtigungsvertrag idR §§ 1002 ff ABGB einzuordnen [31]. Er kann auf unbestimmte Dauer oder befristet abgeschlossen werden. Zu Recht ist von der Rsp [32] anerkannt, dass den Vermögensverwalter auf Grund der §§ 1002 ff ABGB Interessenwahrungs- und Treuepflichten treffen. So verstößt zB die Annahme von Provisionen, Retrozessionen oder Kick-back-Zahlungen durch den Vermögensverwalter von Dritten, insbesondere der Depotbank, gegen das Verbot der Geschenkaufnahme gem § 1013 ABGB und unterliegt der Herausgabepflicht gem § 1009 ABGB [33]. Als Beauftragter hat der Vermögensverwalter gemäß § 1010 ABGB das Kundenvermögen grundsätzlich unter seiner persönlichen Verantwortung zu verwalten, was aber einer Veranlagung des Kundenvermögens in Investmentfonds nicht entgegensteht, soweit dies den Interessen des Kunden entspricht [34].

Zur Frage, welche Sorgfaltspflichten für die Veranlagungsentscheidungen eines Vermögensverwalters gelten, lässt sich aus den §§ 1009 und 1014 ABGB Folgendes ableiten: Die Hauptleistungspflicht des beauftragten Vermögensverwalters besteht in der „*emsigen und redlichen*“ [35] Ausführung des übernommenen Geschäfts im Interesse des Auftraggebers samt Herausgabe der aus der Geschäftsausführung erlangten Vorteile. Der Beauftragte schuldet keinen Erfolg, vielmehr ist die Geschäftsbesorgungspflicht im Regelfall eine *bloße Sorgfaltverbindlichkeit* [36]. Das gilt auch für den Vermögensverwalter, der im Allgemeinen keinen Anlageerfolg im Sinne einer Vermehrung des

Kundenvermögens, sondern lediglich ein, auf Erreichen des vereinbarten Geschäftszwecks gerichtetes, „*emsiges*“ Bemühen schuldet. Er ist daher auch nicht für den Eintritt eines bestimmten wirtschaftlichen Erfolges seiner Veranlagungsentscheidungen haftbar [37].

Aus dem Eintritt von Verlusten während der Laufzeit des Verwaltungsvertrages kann nicht ohne weiteres auf ein pflichtwidriges Handeln des Vermögensverwalters geschlossen werden [38]. Vielmehr hat im Allgemeinen der Anleger als Geschäftsherr das Risiko der (schuldlosen) Erfolglosigkeit der Bemühungen des Vermögensverwalters zu tragen (§ 1014 ABGB) [39]. Bereits aus der Vereinbarung des Inhalts der vertraglichen Hauptleistungspflicht geht im Regelfall hervor, dass sich der Vermögensverwalter nicht zur Erzielung eines bestimmten Anlageergebnisses verpflichtet. Daher trifft den Vermögensverwalter auch keine vorvertragliche Pflicht, den Kunden über diesen offensichtlichen Vertragsinhalt aufzuklären [40]. Da idR kein Erfolg geschuldet ist, sind auf den Vermögensverwaltungsvertrag auch nicht die Gewährleistungsbestimmungen anzuwenden

Davon abweichend kann beim Bevollmächtigungsvertrag ausnahmsweise ein Erfolg geschuldet sein, doch setzt dies eine entsprechende Vereinbarung der Parteien voraus [42]. Das wird im Bereich der Vermögensverwaltung nur selten der Fall sein, etwa wenn der Vermögensverwalter ausnahmsweise die Erhaltung des Kapitals oder sogar eine bestimmte Vermehrung des Vermögens rechtsverbindlich versprochen (bzw „garantiert“) hat und dies von den Parteien zum Inhalt des Vermögensverwaltungsvertrages gemacht wurde. Im Zweifel haftet der Vermögensverwalter nicht für den Anlageerfolg. Wurde bei der Anbahnung des Vertrages – etwa in den Werbeunterlagen des Vermögensverwalters – die Erhaltung des Kapitals oder gar ein gewisser Ertrag

[27] Brandl/Klausberger in Brandl/Saria, WAG<sup>2</sup> § 38 Rz 21; Wasserer, Neuordnung kapitalmarktrechtlichen Wohlverhaltens 97.

[28] Vgl OGH 11.5.2010, 9 Ob 85/09d, ÖBA 2010, 533/1642.

[29] BGH in NJW-RR 2008, 1269 = WM 2008, 112.

[30] Zahradnik, Finanzdienstleistungen und Wertpapieraufsicht 17; Heidinger in Gruber/N. Raschauer, WAG § 1 Rz 36.

[31] Siehe OGH 22.4.2011, 6 Ob 91/10s, ÖBA 2011, 828/1755; RIS-Justiz RS0123043; G. Graf in Gruber/N. Raschauer, WAG § 44 Rz 11; Kalss/Oppitz/Zöllner, Kapitalmarktrecht I § 3 Rz 30, § 4 Rz 12, § 6 Rz 36 ff; Rubin in Kletečka/Schauer, ABGB-ON 1.00 § 1002 Rz 17; P. Bydlinski in KBB<sup>3</sup> § 1002 Rz 2; aus Deutschland vgl BGH in NJW 1998, 449; BGH in NJW-RR 2008, 1269 = WM 2008, 112; F.

Schäfer in Assmann/Schütze, Kapitalanlage-recht<sup>3</sup> § 23 Rz 11.

[32] Vgl etwa OGH 11.05.2010, 9 Ob 85/09d; OGH 22.4.2011, 6 Ob 91/10s, ÖBA 2011, 828/1755; RIS-Justiz RS0123043.

[33] Vgl OGH 7.11.2007, 6 Ob 110/07f; vgl auch § 39 WAG 2007.

[34] Koller in Assmann/Schneider, WpHG<sup>6</sup> § 31 Rz 28.

[35] Siehe § 1009 ABGB.

[36] RIS-Justiz RS0038695 (zum Bevollmächtigungsvertrag des Anwalts); Gschnitzer, Schuldrecht Besonderer Teil<sup>2</sup> 270; Strasser in Rummel, ABGB<sup>3</sup> § 1009 Rz 9; P. Bydlinski in KBB<sup>3</sup> § 1009 Rz 1 Apathy in Schwimann, ABGB<sup>3</sup> § 1004 Rz 4; Rubin in Kletečka/Schauer, ABGB-ON 1.00 § 1009 Rz 6.

[37] Siehe Balzer/Lang in Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch Vermögensverwaltung § 5

Rz 3; F. Schäfer in Assmann/Schütze, Kapitalanlage-recht<sup>3</sup> § 23 Rz 11.

[38] Siehe Balzer/Lang in Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch Vermögensverwaltung § 5 Rz 3 mwN.

[39] Ebenso für den Immobilienverwalter Fenyves, wobl 1992, 215.

[40] BGH in NJW-RR 2008, 1269 = WM 2008, 112.

[41] Vgl dazu zB OGH 25.5.1994, 7 Ob 612/93a, NZ 1994, 228 (keine Gewährleistung beim Mandatsvertrag mit Rechtsanwalt); Ofner in Schwimann, ABGB<sup>3</sup> § 922 Rz 5; Strasser in Rummel, ABGB<sup>3</sup> § 1004 Rz 6, § 1009 Rz 9a; Rubin in Kletečka/Schauer, ABGB-ON 1.00 § 1009 Rz 64.

[42] Allgemein dazu etwa Rubin in Kletečka/Schauer, ABGB-ON 1.00 § 1009 Rz 64.

als „Geschäftsziel“ oder „Veranlagungsziel“ in Aussicht gestellt, liegt darin noch keine rechtsverbindliche Zusage im Sinne einer Erfolgsverbindlichkeit.

Mittels Weisung (dazu sogleich unten) können keine über die vereinbarte Geschäftsbesorgung hinausgehenden Pflichten geschaffen werden [43]. Daher kann der Vermögensverwalter nicht durch eine nachträgliche Weisung des Kunden einseitig zur Haftung für einen bestimmten Anlageerfolg verpflichtet werden, wenn zuvor lediglich eine Sorgfaltsverbindlichkeit vereinbart war.

Kein Zweifel kann daran bestehen, dass die Durchführung der Vermögensverwaltung dem Verwalter eine *besondere Sachkenntnis* abverlangt. Zivilrechtlich gilt für den Vermögensverwalter daher der strenge Sorgfaltsmaßstab gem § 1299 ABGB [44].

### 2.3. Anlagerichtlinien, Weisungen des Kunden

Im Regelfall [45] werden zwischen Vermögensverwalter und Kunden *Anlagerichtlinien* vereinbart [46]. Diese beinhalten eine Konkretisierung der Verhaltenspflichten des Vermögensverwalters, indem sie dessen Handlungsspielraum bei Veranlagungsentscheidungen begrenzen. In der Praxis sind daher Anlagerichtlinien die zentrale Rechtsgrundlage für die hier interessierenden Sorgfaltspflichten des Vermögensverwalters bei Veranlagungsentscheidungen [47]. Außerdem halten Anlagerichtlinien idR auch Anlageziele und Risikoneigung des Kunden fest [48]. Drittens erfüllen Anlagerichtlinien häufig auch eine Standardisierungsfunktion, wenn eine Wertpapierfirma eine bestimmte, standardisierte Veranlagungsstrategie verfolgt und diese – niedergelegt in den Anlagerichtlinien – in standardisierter Form an Anleger vertreibt (ähnlich dem § 53 Abs 3 Z 2 InvFG 2011).

Im Einzelfall können Zweifel darüber bestehen, ob Anlagerichtlinien als Vertragsbestandteil oder als anfängliche,

schriftlich festgehaltene Weisungen des Kunden zu qualifizieren sind [49]. Mit der Beantwortung dieser Frage können wichtige Konsequenzen verbunden sein: Liegt eine *Weisung* des Kunden vor, wäre eine nachträgliche einseitige Änderung im Zweifel auch ohne entsprechende Vereinbarung zulässig. Bei Einordnung als *Vertragsbestandteil* könnte der Kunde im Zweifel die Anlagerichtlinien nachträglich nicht ohne Zustimmung des Vermögensverwalters ändern, es sei denn, die Parteien haben ein einseitiges Änderungsrecht ausdrücklich oder stillschweigend vereinbart. Weisen die Anlagerichtlinien einen entsprechend *hohen Konkretisierungsgrad* auf, kann deren Qualifikation als Vertragsbestandteil daher zum Ergebnis führen, dass dem Kunden gegenüber dem Vermögensverwalter *praktisch kein Weisungsrecht* zusteht, mit dem er von der in den Anlagerichtlinien festgelegten und damit vertraglich vereinbarten Veranlagungsstrategie durch individuelle Weisungen abgehen kann. Das ist mE grundsätzlich zulässig und wird in den Fällen der standardisierten Vermögensverwaltung im Übrigen auch dem Willen der Parteien entsprechen. Der Ausschluss oder die weitgehende Einschränkung des Weisungsrechts erlaubt es Verwaltern, standardisierte Veranlagungsstrategien für eine Vielzahl von Einzelkunden mit kleinerem Vermögen (häufig bis EUR 100.000,-) und damit kostengünstiger anzubieten, als eine vergleichsweise aufwendigere individuelle Verwaltung [50]. Die Vereinbarung einer Vermögensverwaltung unter (weitestgehendem) Ausschluss des Weisungsrechts kann somit nicht nur im Interesse des Verwalters, sondern auch im Interesse des Kunden liegen. Der Kunde ist durch das Recht des freien Widerrufs der Vollmacht gem § 1020 ABGB ausreichend geschützt. Führt die verbindliche vertragliche Festlegung von detaillierten Anlagerichtlinien dazu, dass dem Kunden praktisch kein Weisungsrecht übrig bleibt, mit dem er von der vereinbarten Anlagestrategie nach

individuellen Bedürfnissen abweichen kann oder soll das Weisungsrecht vertraglich ausgeschlossen bzw beschränkt werden, wird den Vermögensverwalter aber eine vorvertragliche Pflicht treffen, den Kunden darüber zu informieren.

## 3. Grundsätze ordnungsgemäßer Vermögensverwaltung

### 3.1. Ausrichtung am Anlegerinteresse

Der vorrangige Grundsatz ordnungsgemäßer Vermögensverwaltung besteht in der strikten Ausrichtung am Anlegerinteresse [51]. Das folgt ganz allgemein aus den Pflichten des Verwalters aus dem Vermögensverwaltungsvertrag, aber auch aus der aufsichtsrechtlichen Interessenwahrungspflicht gem § 38 WAG bzw der zivilrechtlichen Interessenwahrungspflicht des Beauftragten. Demnach hat sich der Vermögensverwalter bei der *Zusammenstellung und der Verwaltung* des Portfolios vorrangig nach den für ihn erkennbaren und ordnungsgemäß erhobenen individuellen Interessen des Kunden zu richten. Die oberste Richtschnur für Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen des Verwalters ist somit die im Vermögensverwaltungsvertrag samt Anlagerichtlinien festgelegte Anlagestrategie und gegebenenfalls davon abweichende oder ergänzende Weisungen des Kunden.

Der Verwalter hat das Vermögen so anzulegen, dass es aus einer ex-ante Sicht betrachtet den erkennbaren Rendite- und Risikointeressen des Kunden entspricht. Dabei ist nicht nur eine Veranlagung zu vermeiden, die ex-ante betrachtet ein über die Präferenzen des Kunden hinausgehendes Risikomaß aufweist, sondern auch eine Veranlagung, die ein hinter den Risikopräferenzen des Kunden zurückbleibendes Maß an Risiko aufweist, sofern das Eingehen des zu geringen Risikomaßes gleichzeitig auch einen Verzicht auf höhere Renditeerwartungen bedeutet

[43] Siehe *Apathy* in Schwimann, ABGB<sup>3</sup> § 1009 Rz 12; *Strasser* in Rummel, ABGB<sup>3</sup> § 1009 Rz 14; *Rubin* in Kletečka/Schauer, ABGB-ON 1.00 § 1009 Rz 38.

[44] Vgl OGH 28.1.2011, 6 Ob189/10b zur treuhandschaftlichen Vermögensverwaltung; siehe auch *Fenyves*, wobl 1992, 220 zum Immobilienverwalter.

[45] Es besteht jedoch keine Pflicht zur Vereinbarung von Anlagerichtlinien; ebenso *G. Graf* in Gruber/N. Raschauer, WAG § 44 Rz 14. In Ermangelung jeglicher Anlagebedingungen ist das freie Ermessen des Vermögensverwalters durch die allgemeine Interessenwahrungspflicht, die Sorgfaltspflichten gem § 1299 ABGB und § 38 WAG, die Wohlverhaltensregeln des WAG und das Weisungsrecht des Kunden determiniert.

[46] Hierbei treffen den Vermögensverwalter Aufklärungspflichten. Diese beinhalten die mit bestimmten Anlagegattungen verbundenen Risiken, die Eignung von Wertpapiergattungen für ein Portfolio des Anlegers, seine Risikoneigung und -tragungsfähigkeit und seine langfristigen Ertragserwartungen; vgl auch *F. Schäfer* in Assmann/Schütze, Kapitalanlage<sup>3</sup> § 23 Rz 24.

[47] Siehe *Kalss*, Anlegerinteressen 240 mwN.

[48] Vgl dazu *Benicke*, Wertpapiervermögensverwaltung 557 ff; *F. Schäfer* in Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch Vermögensverwaltung § 8 Rz 2 mwN aus der Rsp.

[49] Allgemein zur Weisungsbefugnis des Auftraggebers beim Bevollmächtigtungsvertrag *Apathy* in Schwimann, ABGB<sup>3</sup> § 1009

Rz 12; *Rubin* in Kletečka/Schauer, ABGB-ON 1.00 § 1009 Rz 37; *P. Bydlinki* in KBB<sup>3</sup> § 1009 Rz 2; zur Einordnung der Anlagerichtlinien im Speziellen vgl *F. Schäfer* in Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch Vermögensverwaltung § 8 Rz 3 mwN.

[50] Nach der wohl hL in Deutschland ist der Ausschluss des Weisungsrechts nur bei Vereinbarung ausreichend konkreter Anlagerichtlinien zulässig. Vgl *F. Schäfer* in Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch Vermögensverwaltung § 8 Rz 16.

[51] Ebenso *Gaßner/Escher*, WM 1997, 98 f; *U. Schäfer* in Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch Vermögensverwaltung § 21 Rz 8; BGH in WM 2002, 1177; BGH in WM 2002, 913; im Ergebnis auch OGH 11.5.2010, 9 Ob 85/09d, ÖBA 2010, 533.

[52]. Zur Gleichbehandlung der Kunden ist der Verwalter jedenfalls bei Vorliegen individuell unterschiedlicher Anlageinteressen nicht verpflichtet [53]. Im Rahmen des vorgegebenen Ermessensspielraums steht es dem Verwalter mE aber auch frei, bei gleichgelagerten Anlageinteressen für einzelne Kunden unterschiedliche Anlageentscheidungen zu treffen.

Veranlagungsentscheidungen des Verwalters außerhalb des Rahmens, der mit dem Kunden als Anlagestrategie vereinbart wurde, verstoßen gegen die Interessenwahrungspflicht – und zwar idR sowohl gegen § 38 WAG als auch gegen § 1009 ABGB – und gegen vertragliche Pflichten, sofern die Anlagestrategie Vertragsbestandteil wurde [54]. Der OGH [55] hat zutreffend festgehalten, dass der Anleger in einem solchen Fall so zu stellen ist, wie er bei ordnungsgemäßer Geschäftsabwicklung, also bei pflichtgemäßer Verwaltung des Portfolios stehen würde. Bei der Schadensberechnung ist das Ergebnis der pflichtwidrigen Vermögensverwaltung der fiktiven Entwicklung des Portfolios unter Zugrundelegung einer aus Sicht ex-ante vertragskonformen Gesamtstrategie gegenüberzustellen [56]. Das kann bei einer generellen Abwärtsbewegung der Märkte auch zu einer Begrenzung des vom Verwalter zu ersetzenden Schadens führen. Ersatzfähig ist nach der zutreffenden Schadensberechnungsformel des OGH nämlich nur der mit der pflichtwidrigen Veranlagung verbundene spezifische Schaden, *nicht jedoch der allgemeine Marktschaden* [57], der für das Kundenportfolio auch bei Verfolgung einer vertragskonformen Veranlagungsstrategie eingetreten wäre. Für Verluste, die der Anleger auf Grund des allgemeinen Marktrisikos oder des spezifischen Risikos der vertragskonformen Veranlagung auch bei pflichtgemäßer Veranlagung durch den Verwalter erlitten hätte, fehlt der Kausalzusammenhang. Das Hinzudenken des pflichtgemäßen Verhaltens (veranlagungskonforme Veranlagung) führt nicht zum Wegfall des Schadens [58]. Im Übrigen wäre auch der Rechtswidrigkeitszusammenhang nicht gegeben [59].

Weicht der Verwalter von den ursprünglichen Anlagerichtlinien ab, ist in

der Praxis häufig streitig, ob die Richtlinien ausdrücklich oder konkludent geändert wurden [60]. Führt die Überschreitung der Richtlinien (insbesondere durch eine Übergewichtung risikoreicher Positionen) anfänglich zu höheren Gewinnen für den Kunden, wird der Kunde geneigt sein, seine Zustimmung zur neuen Strategie zu erteilen. Das kann auch zu einer einvernehmlichen Abänderung der ursprünglich vereinbarten Anlagerichtlinien führen, wenn sich der Kunde bei der Abgabe seiner Zustimmungserklärung bewusst war, dass mit der neuen Strategie ein höheres Risiko verbunden ist [61].

Nimmt der Kunde laufend Gewinne aus Veranlagungen entgegen, die aus anlagerichtlinienwidrigen Titeln lukriert wurden, wird für eine Änderung der Anlagerichtlinien auch die Wertung des § 1016 ABGB sprechen. Nach dieser Bestimmung wird sogar vollmachtsloses Handeln eines Scheinvertreters durch eine Vorteilszuwendung seitens des Machtgebers nachträglich saniert. Der Machtgeber ist insoweit nicht schutzwürdig und muss das ursprünglich unwirksame Geschäft gegen sich gelten lassen. An Schutzwürdigkeit fehlt es dem Machtgeber dann aber auch bei einer Vorteilszuwendung aus Handlungen des Vertreters, die von der Vollmacht gedeckt und daher im Außenverhältnis wirksam sind, die aber gegen die ursprünglichen Anlagerichtlinien und damit „bloß“ gegen Pflichten im Innenverhältnis zwischen Auftraggeber und Auftragnehmer verstoßen. Der Vertretene muss allerdings mit dem Bewusstsein handeln, sich aus einem auftragswidrigen Geschäft den Vorteil zuzuwenden.

### 3.2. Sorgfaltsmaßstab bei Ermessensentscheidungen – Business Judgement Rule für Veranlagungsentscheidungen des Vermögensverwalters

Kennzeichnend für die Portfolioverwaltung ist das Bestehen eines Ermessensspielraums für den Verwalter, in dessen Rahmen er das Vermögen im Interesse des Kunden zu veranlagen hat [62]. Dieser „äußere Handlungsrahmen“ für Veranlagungsentscheidungen kann – wie oben unter 2.3. gezeigt wurde – durch

Anlagerichtlinien oder Weisungen des Kunden mehr oder weniger stark eingeschränkt sein. Dennoch bestehen bei Veranlagungsentscheidungen des Vermögensverwalters in aller Regel mehrere Handlungsalternativen, die sich allesamt im Rahmen der Anlagerichtlinien bewegen. Es besteht maW für jede Investitions- und auch Desinvestitionsentscheidung innerhalb des vertraglich vorgegebenen Rahmens nicht nur eine Handlungsoption für den Verwalter, sondern eine *Vielzahl von Handlungsalternativen*, von denen sich ex-post betrachtet manche als vorteilhaft und andere als verlustbringend für das Portfolio erweisen können.

Fraglich ist, ob der Vermögensverwalter auch für verlustbringende Investitions- oder Desinvestitionsentscheidungen haftbar gemacht werden kann, wenn sich diese Entscheidungen innerhalb der vereinbarten Anlagerichtlinien bzw. – in Ermangelung einer Konkretisierung durch Anlagerichtlinien – innerhalb des ihm eingeräumten weiten Ermessensspielraums bewegt haben.

Wie unter 2.2. gezeigt wurde, haftet der Vermögensverwalter als Beauftragter idR nicht für den Erfolg der Veranlagungsentscheidungen, sondern lediglich für die *Einhaltung der ihn treffenden Sorgfaltspflichten*. Jede einzelne Veranlagungsentscheidung beruht auf einer Tatsachenbewertung und ist notwendigerweise mit einem gewissen Risiko behaftet, das grundsätzlich der Anleger zu tragen hat. Um dieses Risiko nicht auf den Vermögensverwalter zu überwälzen, muss es notwendigerweise auch Veranlagungsentscheidungen des Vermögensverwalters geben, die sich zwar ex-post betrachtet als verlustreich für den Anleger erweisen, bei denen der Verwalter aber dennoch nicht pflichtwidrig gehandelt hat. Mit anderen Worten muss im Bereich der Vermögensverwaltung eine Kategorie von nicht haftungsrelevanten Fehlentscheidungen des Verwalters existieren, was schon daraus folgt, dass der Verwalter im Allgemeinen nicht für den Erfolg seiner Tätigkeit einzustehen hat.

Für die Konkretisierung dieses haftungsfreien Ermessensspielraums wurde in der Literatur in Deutschland bereits zutreffend darauf hingewiesen, dass inso-

aufgegriffen in OGH 15.3.2012, 6 Ob 28/12d, ÖBA 2012/1828 unter Rz 11.

[60] Siehe dazu auch U. Schäfer in Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch Vermögensverwaltung § 21 Rz 8.

[61] Im Regelfall wird den Vermögensverwalter in dem Zusammenhang eine Aufklärungspflicht treffen.

[62] § 1 Z 2 lit d WAG.

[52] Benicke, ZGR 2004, 786.

[53] Zutreffend Oppitz, Buchbesprechung, ÖBA 2007, 506.

[54] Vgl auch Kalss, Anlegerinteressen 241.

[55] OGH 11.5.2010, 9 Ob 85/09d, ÖBA 2010, 533.

[56] Ebenso die Rsp in Deutschland; vgl etwa BGH in BKR 2002, 538.

[57] Zum Begriff des allgemeinen Marktrisikos zuletzt OGH 15.3.2012, 6 Ob 28/12d,

ÖBA 2012/1828 unter Rz 11 des Beschlusses.

[58] RIS-Justiz RS0022913.

[59] Zum fehlenden Rechtswidrigkeitszusammenhang bei Anlageberatungsfehlern siehe OGH 9.8.2011, 4 Ob 50/11y, ÖBA 2011, 898 mit ausführlicher Begründung. Vgl auch Wendehorst, ÖBA 2010, 562 ff; Kodek, ÖBA 2012, 19 f. Andeutungsweise und jedenfalls zutreffend wird der Gedanke auch für die kapitalmarktrechtliche Emittentenhaftung für Schäden auf Grund des allgemeinen Marktrisikos

weit gewisse Ähnlichkeiten zwischen Veranlagungsentscheidungen eines Vermögensverwalters und unternehmerischen Ermessensentscheidungen des Geschäftsführers einer Kapitalgesellschaft bestehen [63]. In diese Richtung weist auch § 52 Investmentfondsgesetz 2011 (InvFG) [64], der die Verwaltungsgesellschaft bei Ausübung ihrer Verfügungsrechte über die Vermögenswerte eines von ihr verwalteten Organismus zur gemeinsamen Veranlagung in Wertpapieren [65] zur Anwendung der Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters im Sinne des § 84 Abs 1 AktG verpflichtet. Eine wortgleiche Regel enthält § 3 Abs 1 Satz 2 Immobilien-Investmentfondsgesetz (ImmoInvFG) [66].

Es liegt daher nahe, sich bei der Konkretisierung des Sorgfaltsmaßstabs für Veranlagungsentscheidungen eines Vermögensverwalters an Rsp und Lehre zur *Haftung eines Geschäftsleiters für unternehmerische Entscheidungen* zu orientieren. Die hA beruft sich im Bereich der gesellschaftsrechtlichen Organhaftung zunehmend auf die sog. „*Business Judgement Rule*“, nach der in Geschäftsentscheidungen regelmäßig ein Ermessensspielraum besteht [67]. Demnach handelt etwa ein GmbH-Geschäftsführer pflichtgemäß, wenn er sich vor einer Entscheidung hinreichend informiert, sich nicht in einem Interessenkonflikt befindet und darauf vertrauen darf, zum Besten der Gesellschaft zu handeln. Gegen eine unkritische und pauschale Übertragung der Business Judgement Rule aus dem Gesellschaftsrecht auf Veranlagungsentscheidungen des Vermögensverwalters spricht allerdings der Umstand, dass die Business Judgement Rule im Gesellschaftsrecht auch deswegen entwickelt wurde, um für Geschäftsleitungsorgane Anreize zu aktivem, durchaus auch risikofreudigem Verhalten zu setzen. Bei risikoscheuen Anlegern wäre jeder Anreiz für ein riskantes Veranlagungsverhalten des Vermögensverwalters kontraproduktiv. Die Gefahr, Vermögensverwalter

zu übermäßig riskanten Veranlagungsentscheidungen zu motivieren, besteht jedoch nicht, wenn die individuellen Anlageinteressen des einzelnen Kunden, insbesondere die Risikoneigung und die Renditeerwartung mit den Grundsätzen des haftungsfreien Ermessensspielraums bei der gesellschaftsrechtlichen Organhaftung verbunden werden. In diesem Zusammenhang darf auch nicht übersehen werden, dass sich der Handlungsspielraum eines Vermögensverwalters im Normalfall durch das mit dem Kunden vereinbarte Auftragsverhältnis in einem engeren Korsett bewegt als zB beim Vorstand einer Aktiengesellschaft. In diesem Sinne wären auch hochriskante Veranlagungen durch den Vermögensverwalter zulässig oder sogar notwendig, sofern dies mit dem Kunden vereinbart wurde bzw dies den Auftrag (Anlagerichtlinien) des Kunden an den Verwalter darstellt. Dieser Ansatz soll im Folgenden näher dargestellt werden.

Demnach lassen sich folgende *Kriterien* nennen, bei deren *kumulativem Vorliegen die unwiderlegbare Vermutung pflichtgemäßen Handelns* für eine Veranlagungsentscheidung des Vermögensverwalters innerhalb der vereinbarten Anlagestrategie gilt:

- ◆ Es handelt sich um eine Veranlagungsentscheidung im Sinne einer Investitions- oder Desinvestitionsentscheidung, bei welcher der Verwalter bewusst eine von mehreren Handlungsalternativen wählt und sich insoweit innerhalb eines ihm zustehenden Ermessensspielraums bewegt [68].
- ◆ Die Veranlagungsentscheidung steht aus einer ex-ante Sicht betrachtet im Einklang mit den ordnungsgemäß erhobenen, erkennbaren Interessen des Anlegers. Da mit der Einschätzung der Folgen einer Anlageentscheidung für das Kundenportfolio stets eine Prognose und damit ein unkalkulierbares Restrisiko verbunden ist, reicht es aus, wenn der Verwalter im Zeit-

punkt der Veranlagungsentscheidung nicht mit überwiegender Wahrscheinlichkeit annehmen musste, nicht im Interesse des Kunden [69] zu handeln [70].

- ◆ Die Entscheidung erfolgt im guten Glauben, im Interesse des Anlegers zu handeln, ohne Einfluss von Eigen- oder sonstigen Drittinteressen.
- ◆ Der Verwalter handelt bei der Veranlagungsentscheidung auf Grundlage einer sorgfältigen Vorbereitung und einer angemessenen Information. Sorgfältige Vorbereitung und angemessene Information bedeuten, dass der Verwalter in der jeweiligen Situation in angemessenem und zumutbarem Umfang verfügbare Informationsquellen heranzieht und auf dieser Grundlage die Vor- und Nachteile im Vergleich mit anderen Veranlagungsalternativen abwägen muss. Maßgebend hierfür ist stets der Standard der Branche im Zeitpunkt der konkreten Entscheidung [71].

Für verlustbringende Veranlagungsentscheidungen, die sich innerhalb der vereinbarten Anlagerichtlinien bewegen, kann ein Vermögensverwalter zwar grundsätzlich haftbar gemacht werden, dies aber *nur bei Verstoß gegen die soeben genannten Kriterien* für seine auf Ermessen beruhenden Veranlagungsentscheidungen. Beruht eine Veranlagungsentscheidung auf den soeben genannten Kriterien und erweist sie sich ex-post betrachtet als ungünstiger für den Anleger als andere Alternativen, die dem Verwalter im Entscheidungszeitpunkt offen gestanden wären, trifft den Verwalter für den daraus entstandenen Schaden keine Haftung. Er hat innerhalb seines Ermessensspielraums gehandelt und dabei nicht gegen eigene objektive Sorgfaltspflichten verstoßen (fehlende Rechtswidrigkeit).

### 3.3. Spekulationsverbot?

Von Teilen der Lehre [72] in Deutschland wird vertreten, dass ein Verbot

eines professionellen Vermögensverwalters bei der Vorbereitung und Durchführung einer Veranlagungsentscheidung. Die im Einzelfall erforderliche Informationstiefe kann daher nur durch eine Interessenabwägung ermittelt werden, wobei vor allem die Kosten der Informationsbeschaffung, das potentielle Risiko für den Kunden und die Zeitspanne, die für die Entscheidungsfindung zur Verfügung steht, als Parameter ins Gewicht fallen werden. Ebenso in etwas allgemeinerem Zusammenhang Grundmann in Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB<sup>2</sup> § 31 WpHG Rz VI 211.

[72] Vgl F. Schäfer, Anlegerschutz 55 f; U. Schäfer in Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch Vermögensverwaltung § 21 Rz 25.

[63] Grundmann in Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB<sup>2</sup> § 31 WpHG Rz VI 203.

[64] BGBI I 2011/77.

[65] Vgl § 2 InvFG 2011.

[66] BGBI I 2003/80 idF BGBI I 2010/111.

[67] Vgl dazu Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG II<sup>5</sup> §§ 77 bis 84 Rz 98a mwN; Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer, Gesellschaftsrecht Rz 3/338; Kapsch/Grama, eolex 2003, 524; Lutter, GesRZ 2007, 79; Schima, GesRZ 2007, 93; OGH 11.6.2008, 7 Ob 58/08t, GeS 2008, 356; OGH 26.2.2002, 1 Ob 144/01k, SZ 2002/26; OGH 24.6.1998, 3 Ob 34/97i, SZ 71/108; OGH 31.10.1973, 1 Ob 179/73, SZ 46/113.

[68] Die völlige Untätigkeit im Sinne einer gänzlichen Nichtausübung der Verwaltungstätigkeit stellt einen Pflichtverstoß dar.

[69] Ins Gewicht fallen hier wiederum erkennbare individuelle Renditeerwartungen und Risikoneigung des Einzelkunden.

[70] Vgl auch OGH 22.6.1999, 4 Ob 134/99f (zur Haftung des Masseverwalters).

[71] Die Sorgfaltspflicht darf nicht dahingehend überspannt werden, dass jede nur denkbare Information zu beschaffen und jede nur denkbare Auswirkung der Entscheidung zu prüfen sind. Theoretisch besteht bei jeder Veranlagungsentscheidung die Chance, dass sie durch eine noch akribischere Recherche optimiert werden könnte. Der Vermögensverwalter schuldet aber nicht die Investition in „den besten Anlagetitel“ im Sinne einer Erfolgsverbindlichkeit ähnlich einem Werkvertrag, sondern die Einhaltung der Sorgfalt

der Spekulation zu den grundlegenden Pflichten des Vermögensverwalters gehöre. Dagegen ist zunächst einzuwenden, dass der Begriff „Spekulation“ höchst unbestimmt ist [73]. Versteht man unter einer spekulativen Anlage eine besonders riskante Veranlagung, der aber auch entsprechend erhöhte Ertragsaussichten gegenüberstehen, lässt sich aus dem geltenden österreichischen Recht kein allgemeines Spekulationsverbot für den Vermögensverwalter ableiten.

Weder die Interessenwahrungspflicht gem § 38 WAG noch jene des § 1009 ABGB schließen das Eingehen eines besonders hohen Risikos aus, insbesondere dann nicht, wenn damit eine vergleichsweise höhere Ertragsaussicht verbunden ist. Für die Interessenwahrungspflicht ist maßgebend, ob das Risikomaß der gewählten Anlage mit den subjektiven Anlagezielen (Renditeerwartung) des Kunden vereinbar ist [74]. Da es um die subjektiven Interessen des Einzelkunden geht, liegt selbst dann kein Verstoß gegen die Interessenwahrungspflicht vor, wenn eine Veranlagungsentscheidung unter dem Blickwinkel einer bestimmten finanzwirtschaftlichen Theorie irrational ist [75]. Hat sich der Kunde auf informierter Grundlage für eine (hoch-)spekulative Anlagestrategie entschieden, verstößt der Vermögensverwalter nicht gegen die Grundsätze ordnungsgemäßer Vermögensverwaltung, wenn er entsprechend den Anlagerichtlinien investiert. Im Gegenteil: Der Vermögensverwalter handelt pflichtwidrig, wenn mit dem Kunden eine hochspekulative Veranlagungsstrategie samt korrespondierender hoher Renditeerwartung vereinbart wurde und der Verwalter das zur Veranlagung anstehende Kapital auf ein niedrig verzinstes Sparbuch legt. Der Kunde hat ja gerade deshalb eine spekulative Veranlagung – im Rahmen des entsprechenden Auftrages – gewählt, um sein Vermögen bestmöglich zu mehren, dies bei entsprechender Akzeptanz des der jeweiligen Strategie innewohnenden Risikos [76].

Maßgebend ist dabei nicht, ob ein bestimmter Einzeltitel auf Grund seiner besonderen Risikoträchtigkeit den Interessen des Kunden widerspricht. Entschei-

dend ist vielmehr, ob durch die Aufnahme eines spekulativen Finanzinstruments das Risikomaß des verwalteten Portfolios in seiner Gesamtheit derart verändert wird, dass es den Präferenzen des Kunden widerspricht [77]. Anderes gilt jedoch, wenn der Vermögensverwaltungsvertrag, Anlagerichtlinien, Weisungen des Kunden oder gesetzliche Sonderbestimmungen (zB §§ 230 ff ABGB über die Veranlagung von Mündelgeld) [78] die Aufnahme eines bestimmten Einzeltitels von vornherein ausschließen.

Davon zu unterscheiden ist die *Investition in eine Anlage, deren Wesen bzw Grundlagen* für den Vermögensverwalter *ex-ante völlig unbekannt* sind, weil er keine ausreichende Information über den Anlagetitel selbst besitzt. In einem solchen Fall wird der Vermögensverwalter gar nicht überprüfen können, ob die Veranlagung für den Kunden angemessen und geeignet ist (§ 44 WAG). Schon aus diesem Grund gebietet die Interessenwahrungspflicht, die Veranlagung in einen unbekanntem Titel zu unterlassen. *Im Übrigen handelt der Verwalter auch nicht auf Grundlage einer sorgfältigen Vorbereitung und einer angemessenen Information, wenn er in einen Titel investiert, dessen Rendite- und Risikoeigenschaften wegen mangelnder, unsicherer, unseriöser oder unglaubwürdiger Informationsunterlagen nicht abschätzbar sind.* Insoweit bewegt er sich auch nicht in dem unter 3.3. beschriebenen haftungsfreien Ermessensspielraum und handelt *nicht professionell* iSd § 38 WAG, weil ihm die notwendige Sachkenntnis in Bezug auf den Anlagetitel und die Veranlagungsentscheidung fehlt. Allerdings darf die Pflicht zur Informationsbeschaffung nicht überspannt werden. Aus den voranstehenden Ausführungen folgt auch nicht, dass eine strikte Pflicht zur Fundamentalanalyse besteht [79]. Die Pflicht zur Informationsbeschaffung ist Bestandteil des Sorgfaltsgebots und daher relativ. Welcher Aufwand bei der Informationsbeschaffung vor einer Veranlagungsentscheidung dem professionellen Handeln eines Vermögensverwalters entspricht, kann nur durch eine Interessenabwägung im Einzelfall ermittelt werden [80].

*Einzelfällen auch übergroße Zurückhaltung des Verwalters bei der Veranlagung in Derivaten pflichtwidrig sein kann. [...] Wünscht ein Kunde spekulative Veranlagungen, läuft der Verwalter, der unter entsprechendem Kostenaufwand Absicherungsgeschäfte tätigt, Gefahr, pflichtwidrig zu handeln“*, ÖBA 1999, 949 (959).

[77] Benicke, ZGR 2004, 777.

[78] Vgl auch die §§ 66 ff InvFG 2011.

### 3.4. Gebot angemessener Diversifikation

Unter Berufung auf ein Urteil des BGH [81], in dem dieser festgehalten hat, „*dass eine professionelle Vermögensverwaltung vernünftigerweise nicht ausschließlich auf hochriskante Optionsgeschäfte setzt, sondern auf eine angemessene Mischung mit konservativeren Anlageformen wie Aktien und festverzinslichen Wertpapieren Wert legt*“, geht die in Deutschland wohl hL von einem Gebot der Diversifikation für die Veranlagungsentscheidungen eines Vermögensverwalters aus [82]. Schon bei näherer Betrachtung der BGH-Entscheidung entstehen Zweifel an einem allgemeinen Gebot der Diversifikation. Der Entscheidung des BGH lag ein Fall zu Grunde, in dem der Verwalter nach dem Vertrag zur Veranlagung „*in Aktien, Optionsscheinen, Aktienoptionen, Bezugsrechten, Renten, Festgeld, Platin- oder Goldoptionen*“, dies allerdings „*nach freiem Ermessen und ohne vorherige Einholung von Weisungen oder Zustimmung des Depotinhabers*“ legitimiert war. Der BGH sah eine Pflichtwidrigkeit darin, dass der Verwalter unter diesen Umständen die Mittel des Klägers ausschließlich oder nahezu ausschließlich in Optionen angelegt hatte. Zu diesem Ergebnis führt allerdings auch eine Auslegung der zitierten Vertragsbestimmungen. Die Vereinbarung der Liste von zulässigen Anlagetiteln lässt den Schluss zu, dass der Verwalter im Zweifel für eine angemessene Mischung der aufgezählten Titel zu sorgen hat. Ein Rückgriff auf ein allgemeines (objektivrechtliches) Gebot der Diversifikation ist mE gar nicht erforderlich.

Ein Gebot der Diversifikation als Grundsatz der ordnungsgemäßen Vermögensverwaltung besteht nur unter dem Vorbehalt abweichender individualvertraglicher Vereinbarungen oder Weisungen des Kunden [83]. Es gilt der *strikte Vorrang der erkennbaren Anlageinteressen* des Einzelkunden, die vor allem im Vermögensverwaltungsvertrag, den Anlagerichtlinien oder in Weisungen des Kunden zum Ausdruck kommen bzw gegebenenfalls durch Auslegung zu ermitteln sind. Entscheidet sich ein Kunde zB

[79] Ebenso Benicke, ZGR 2004, 791.

[80] Dazu bereits oben 3.2.

[81] NJW 1994, 1862.

[82] ZB F. Schäfer in Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht<sup>3</sup> § 23 Rz 28; ähnlich Benicke, ZGR 2004, 781 ff.

[83] Vgl F. Schäfer in Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch Vermögensverwaltung § 10 Rz 29.

[73] Dies räumt auch U. Schäfer in Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch Vermögensverwaltung § 21 Rz 26, ein.

[74] IdS auch Benicke, ZGR 2004, 777.

[75] Davon zu unterscheiden ist die hier nicht weiter zu vertiefende Frage, ob den Vermögensverwalter in diesem Fall eine besondere Hinweispflicht trifft.

[76] Ähnlich bereits Oppitz: „[...] Andererseits darf nicht übersehen werden, daß in

für eine Gesamtstrategie, die ausschließlich auf die Veranlagung in Optionsscheinen beschränkt ist, handelt der Verwalter selbstverständlich pflichtgemäß, wenn er nur in Optionsscheine und nicht zusätzlich auch in Anleihen oder Aktien investiert [84]. Im praktischen Regelfall wird sich der Streit zwischen Vermögensverwalter und Kunden daher darauf konzentrieren, ob die vom Verwalter gewählten Veranlagungen mit den Anlagerichtlinien vereinbar sind, was letztlich auf Fragen der Vertragsauslegung hinausläuft.

Die Frage nach einem allgemeinen, objektiv-rechtlichen Gebot der Diversifikation wird sich lediglich in jenen Fällen stellen, in denen die Veranlagung ohne nähere Anhaltspunkte in das freie Ermessen des Verwalters gestellt wurde. Zurückhaltung ist gegenüber einer allzu strengen Auslegung der vermeintlichen „Pflicht“ zur Diversifikation mE aber auch in solchen Fällen geboten. Denn selbst die Befürworter der Diversifikationspflicht können keine exakten und allgemein gültigen Angaben über die „optimale Diversifikation“ eines Portfolios machen. Die oben unter 2. dargestellten gesetzlichen Rechtsgrundlagen für die Sorgfaltspflichten des Verwalters bei Veranlagungsentscheidungen lassen keine Rückschlüsse darauf zu, welche konkrete Diversifikation ein Einzelkundenportfolio im Zweifel aufzuweisen hat. Die direkte Anwendung des InvFG 2011 scheidet aus. Die §§ 66 ff InvFG 2011 (und sonstige Bestimmungen des InvFG 2011) sind eine *lex specialis* für die kollektive Vermögensverwaltung. Eine analoge Anwendung der detaillierten Vorschriften aus dem Investmentfondsrecht auf die diskretionäre Vermögensverwaltung scheidet ebenso aus. Einerseits beruhen die §§ 66 ff InvFG 2011 wertungsmäßig auf den Besonderheiten der kollektiven und weisungsfreien Vermögensverwaltung und lassen sich schon aus diesem Grund nicht auf Portfolioverwaltung auf Einzelkundenbasis analog anwenden. Andererseits steht der Übertragung auf die diskretionäre Portfolioverwaltung auch entgegen, dass eine den §§ 66 ff InvFG 2011 entsprechende Zusammensetzung des Portfolios bei der Verwaltung auf Einzelkundenbasis häufig schon daran

scheitern wird, weil sich das verwaltete Vermögen des Einzelkunden als zu klein erweist. Die Kosten der Aufteilung eines kleinen Vermögens auf viele Anlagetitel steigen wegen der degressiven Staffe- lung der Gebührenhöhe unverhältnismäßig hoch an [85]. Ein zu hohes Maß an Diversifikation ist in dem Fall schon aus Kostengründen unwirtschaftlich. Umgekehrt sollten aber die in diesem Beitrag behandelten Grundsätze zur Konkretisierung des Sorgfaltsmaßstabs auch auf eine Verwaltungsgesellschaft iSd § 3 Abs 2 Z 1 InvFG 2011 anwendbar sein (§ 30 Abs 4 InvFG 2011), wobei die investmentfondsrechtlichen Sonderbestimmungen an die Stelle der mit dem Einzelkunden individuell vereinbarten Anlagerichtlinien treten.

Im Ergebnis reduziert sich das Gebot der Diversifikation daher mE darauf, dass ein Vermögensverwalter *mangels erkennbarer abweichender Anlageinteressen* des Kunden im Zweifel auf einen *angemessenen Anlagen-Mix* bei der Zusammenstellung und Verwaltung des Portfolios zu achten hat. Die Prüfung, ob eine bestimmte Portfoliozusammenstellung angemessen war, hat stets aus einem ex ante Blickwinkel zu erfolgen. Der beurteilende Richter hat nachträglich erlangtes Wissen, insbesondere über die Kurs- bzw Marktentwicklung auszublenden. Mit einer angemessenen Diversifikation unvereinbar ist die übermäßige Investition in einen bestimmten Einzeltitel (oder mehrere korrelierende Titel), wenn damit ein Klumpenrisiko für das Gesamtportfolio entsteht, das für die nach § 44 WAG zu beurteilenden Interessen des Kunden unangemessen bzw ungeeignet ist.

### 3.5. Gebot der produktiven Verwaltung

Der Vermögensverwalter ist aus dem Vertrag mit dem Kunden dazu verpflichtet, das Vermögen entsprechend den Anlageinteressen des Kunden zu verwalten. Dieser naheliegende Grundsatz wird von der Lehre in Deutschland teilweise als „Gebot der produktiven Verwaltung“ bezeichnet [86].

Schon auf Grund der zivil- und aufsichtsrechtlichen Interessenwahrungspflicht hat der Verwalter laufend die im

Depot befindlichen Finanzinstrumente sowie die Märkte, auf denen sie gehandelt werden, zu überwachen, um sicherzustellen, dass die Anlagerichtlinien und die Anlageziele nach Möglichkeit eingehalten werden [87]. Dabei trifft ihn jedoch wie erwähnt *keine Erfolgshaftung, sondern lediglich die Einhaltung der gebotenen Sorgfalt*, die anhand des objektiven Maßstabs eines professionellen Anbieters aus dem Berufskreis des Verwalters zu bestimmen ist.

Der Vermögensverwalter schuldet zwar eine angemessene Kontrolle der Veranlagungsrisiken, wobei die Angemessenheit eine Frage des Einzelfalls ist. Eine Pflicht zum Arbeiten mit Stopp-Loss-Marken besteht nicht, solange sich der Vermögensverwalter im Rahmen der vereinbarten Anlagerichtlinien bewegt [88].

### 3.6. Gebot der Einhaltung betriebs- bzw finanzwirtschaftlicher Theorien

In den Wirtschaftswissenschaften existiert eine Reihe von Theorien zur Kursprognose von Wertpapieren und zur Portfolioverwaltung [89]. Soweit ersichtlich, ist aber keine bestimmte Theorie derart abgesichert bzw vorherrschend, dass ein Vermögensverwalter auf Grund der Interessenwahrungspflicht oder infolge des objektiven Sorgfaltsmaßstabs eines professionellen Vermögensverwalters generell zu ihrer Befolgung und zur Außerachtlassung anderer Theorien verpflichtet wäre [90]. Nach Ansicht des BGH liegt beispielsweise kein Sorgfaltspflichtverstoß des Vermögensverwalters vor, wenn sich dieser zur Prognose künftiger Kursentwicklungen nicht der Charttechnik bedient [91]. Ein Vermögensverwalter macht sich nach der Rsp in Deutschland auch nicht dadurch schadenersatzpflichtig, dass er den Kunden nicht darüber aufklärt, „*dass weder er noch irgendein anderer Vermögensverwalter über wissenschaftlich fundierte Methoden verfügt, die gewährleisteten, bessere Anlageergebnisse als Privatanleger zu erzielen*“ [92].

Allerdings steht es den Parteien offen, Anlagerichtlinien auf Basis einer be-

richtlich bestellten Sachverständigen führte das Berufungsgericht in seinem vom BGH bestätigten Urteil weiter aus, dass die Charttechnik keine allgemein anerkannte Methode zur Ableitung von Anlagestrategien darstelle. Aus Informationen über frühere Aktienkurse ließen sich keine statistisch signifikanten Daten für sinnvolle Investitionsentscheidungen herleiten; vgl NJW-RR 2008, 1269 f.

[92] BGH in NJW-RR 2008, 1269 = WM 2008, 112.

[84] Vielmehr wäre eine Veranlagung in Aktien oder Anleihen in diesem Fall nicht mit den Anlagerichtlinien vereinbar und der Verwalter würde sich einem Haftungsrisiko aussetzen.

[85] Ebenso *Benicke*, ZGR 2004, 782; zweifelnd auch *Knobl* in Frölichsthal/Hausmaninger/Knobl/Oppitz/Zeipelt, WAG § 13 Rz 92: notwendig sei Einzelfallbetrachtung.

[86] Siehe zB *F. Schäfer*, Anlegerschutz

[87] Dazu bereits oben 2.1.1.

[88] OLG Frankfurt, BKR 2008, 347 mwN.

[89] Vgl *F. Schäfer*, Anlegerschutz 58 ff; *ders* in Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht<sup>3</sup> § 23 Rz 29.

[90] Ebenso die hL in Deutschland; vgl etwa *F. Schäfer* in Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch Vermögensverwaltung § 10 Rz 23.

[91] BGH in NJW-RR 2008, 1269 = WM 2008, 112. Im Anschluss an den ge-

stimmten wirtschaftswissenschaftlichen Theorie zu vereinbaren. In diesem Fall ist der Vermögensverwalter zur Einhaltung der Anlagerichtlinien und damit der betreffenden Theorie verpflichtet.

#### 4. Verteilung der Beweislast

Wie unter 2.3. gezeigt wurde, treffen den Vermögensverwalter als Beauftragten im Regelfall keine Erfolgs-, sondern Sorgfaltsverbindlichkeiten. Nach hA ist daher § 1298 ABGB nicht anzuwenden, sodass der Beauftragte nur bei erwiesener Sorgfaltswidrigkeit zu haften hat [93].

Wer den Vermögensverwalter auf Grund pflichtwidriger Veranlagungsentscheidungen aus dem Vermögensverwaltungsvertrag auf Schadenersatz in Anspruch nimmt, trägt mithin die Darlegungs- und Beweislast für Schaden, Schadenshöhe, Kausalität und die Verletzung (objektiver) Sorgfaltspflichten. Dem Geschädigten ist der Nachweis auch durchaus zuzumuten. Das gilt für Veranlagungsentscheidungen, die gegen die Anlagerichtlinien verstoßen ebenso wie für solche, die sich zwar innerhalb des durch die Anlagerichtlinien vorgegebenen Rahmens bewegen, bei denen der Vermögensverwalter aber gegen Sorgfaltspflichten (Grundsätze ordnungsgemäßer Veranlagung) verstoßen hat. Ist der Vermögensverwalter seinen Berichtspflichten gem § 50 WAG nachgekommen, sind dem geschädigten Anleger die Tatsachen, die für eine substantiierte Darlegung einer solchen Pflichtverletzung erforderlich sind, bekannt oder können von ihm unabhängig vom beklagten Verwalter in Erfahrung gebracht werden. Die Voraussetzungen, die den OGH zu einer Umkehr der Beweislast hinsichtlich der Kausalität bei ärztlichen Behandlungsfehlern bewegen haben, liegen in den hier interessierenden Fällen *nicht* vor.

Im Unterschied zum BGH hat der OGH bei der Verletzung von Beratungs- und Aufklärungspflichten bereits mehrfach eine Beweislastumkehr zu Gunsten des geschädigten Anlegers mE zu Recht abgelehnt [94]. Bemerkenswert ist im vorliegenden Zusammenhang, dass der BGH diese Beweislastumkehr zu Gunsten des geschädigten Anlegers nur für Beratungs- und Aufklärungspflichtverletzungen annimmt, für die hier behandelten pflichtwidrigen Veranlagungsentscheidungen des Vermögensverwalters jedoch

ausdrücklich verneint [95]. Nach Ansicht des BGH ist ein Kreditinstitut als Vermögensverwalter auch „*nicht gehalten, interne Berichte und Entscheidungsabläufe offen zu legen und zu begründen, warum es im Rahmen der vereinbarten Anlagerichtlinien bestimmte Anlageentscheidungen getroffen hat*“ [96]. Die hier vertretene Auffassung zur Verteilung der Beweislast entspricht somit auch der Rsp des BGH.

#### 5. Zusammenfassung

Bei der Portfolioverwaltung auf Einzelkundenbasis unterliegen die Veranlagungsentscheidungen des Vermögensverwalters einer aufsichts- und zivilrechtlichen Interessenwahrungspflicht. Der Vermögensverwalter hat im Regelfall für die Einhaltung der gebotenen Sorgfalt bei der Verwaltung des Kundenportfolios, nicht aber für den Anlageerfolg einzustehen.

Die zentrale Handlungsmaxime für Vermögensverwalter bei Veranlagungsentscheidungen ist die strikte Ausrichtung am erkennbaren individuellen Anlageinteresse des Einzelkunden. Besondere Bedeutung hat der Rahmen, der dem Verwalter durch Verwaltungsvertrag, Anlagerichtlinien und Weisungen des Kunden für die Veranlagungsentscheidungen vorgegeben wird. Veranlagungsentscheidungen außerhalb dieses Rahmens sind pflichtwidrig und begründen bei Vorliegen der weiteren Voraussetzungen Schadenersatzansprüche des Kunden.

Für verlustbringende Veranlagungsentscheidungen innerhalb des Rahmens, der mit dem Kunden als Anlagestrategie vereinbart wurde, besteht ein haftungsfreier Ermessensspielraum zu Gunsten des Vermögensverwalters. In Anlehnung an die Business Judgement Rule, die im Zusammenhang mit der gesellschaftsrechtlichen Organinnenhaftung entwickelt wurde, ist auf folgende Kriterien abzustellen: Die Veranlagungsentscheidung steht aus einer ex-ante Sicht betrachtet in Einklang mit den ordnungsgemäß erhobenen erkennbaren Interessen des Anlegers. Die Entscheidung erfolgt im guten Glauben, im Interesse des Anlegers zu handeln, ohne Einfluss von Eigen- oder sonstigen Drittinteressen. Der Verwalter handelt bei der Veranlagungsentscheidung auf Grundlage einer sorgfältigen Vorbereitung und einer angemessenen

Information, wobei der Standard der Branche im Zeitpunkt der Entscheidung maßgebende Richtschnur ist. Da mit der Einschätzung der Folgen einer Anlageentscheidung für das Kundenportfolio stets eine Prognose und damit ein unkalkulierbares Restrisiko verbunden ist, reicht es aus, wenn der Verwalter im Zeitpunkt der Veranlagungsentscheidung nicht mit überwiegender Wahrscheinlichkeit annehmen musste, nicht im Interesse des Kunden zu handeln. Für verlustbringende Veranlagungsentscheidungen, die sich innerhalb der vereinbarten Anlagerichtlinien bewegen, kann ein Vermögensverwalter somit zwar grundsätzlich haftbar gemacht werden, dies aber nur bei Verstoß gegen die soeben genannten Kriterien für seine auf Ermessen beruhenden Veranlagungsentscheidungen.

Zur Schadensberechnung bei pflichtwidriger Verwaltung des Kundenportfolios kann grundsätzlich auf die zutreffenden Ausführungen des OGH [97] verwiesen werden, wobei gerade im hier interessierenden Zusammenhang weiterführend auf einen möglicherweise fehlenden Rechtswidrigkeitszusammenhang zu verweisen ist (dazu oben 3.1.).

Die Beweislast für Schaden, Schadenshöhe, Kausalität und die Verletzung (objektiver) Sorgfaltspflichten als Voraussetzungen des Anspruchs trägt der Anleger. Der Vermögensverwalter ist nicht gehalten, interne Berichte und Entscheidungsabläufe offenzulegen und zu begründen, warum er im Rahmen der vereinbarten Anlagerichtlinien bestimmte Anlageentscheidungen getroffen hat. ♦

#### Literaturverzeichnis

- Assmann / Schneider, WpHG<sup>6</sup> (2012).  
Assmann / Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts<sup>3</sup> (2007).  
Benicke, Pflichten des Vermögensverwalters beim Investitionsprozess, ZGR 2004, 760.  
Benicke, Wertpapiervermögensverwaltung (2006).  
Brandl / Saria, WAG<sup>2</sup> (2010).  
Ebenroth / Boujong / Joost / Strohn, HGB<sup>2</sup> (2009).  
Fenyves, Die Haftung des Immobilienverwalters, wobl 1992, 213.  
Fleischer, Handbuch des Vorstandsrechts (2006).

[93] Reischauer in Rummel, ABGB<sup>3</sup> § 1298 Rz 25; Apathy in Schwimann, ABGB<sup>3</sup> § 1012 Rz 8; Lukas, JBl 1994, 65 ff; Rubin in Kletečka/Schauer, ABGB-ON 1.00 § 1012 Rz 10.

[94] Siehe OGH 4.11.2005, 5 Ob 106/05g; vgl auch OGH 30.3.2011, 7 Ob 77/10i; RIS-Justiz RS0106890.

[95] BGH in NJW-RR 2008, 1269 = WM 2008, 112.

[96] BGH in NJW-RR 2008, 1269 = WM 2008, 112.

[97] OGH 11.5.2010, 9 Ob 85/09d, ÖBA 2010, 533.

*Frölichsthal / Hausmaninger / Knobl / Oppitz / Zeipelt*, Kommentar zum WAG (1998).

*Fuchs*, WpHG (2009).

*Gaßner / Escher*, Bankpflichten bei der Vermögensverwaltung nach WpHG, WM 1997, 93.

*Gruber*, Das Verbot der Gewährung oder Annahme von Vorteilen („Inducements“) durch eine Wertpapierfirma (§ 39 WAG 2007), wbl 2010, 6.

*Gruber / N. Raschauer*, WAG (2010).

*Gschnitzer*, Schuldrecht Besonderer Teil<sup>2</sup> (1988).

*Jabornegg / Strasser*, AktG II<sup>5</sup> (2010).

*Kalss*, Anlegerinteressen (2001).

*Kalss / Nowotny / Schauer*, Gesellschaftsrecht (2008).

*Kalss / Oppitz / Zollner*, Kapitalmarktrecht (2005).

*Kapsch / Grama*, Business Judgment Rule: Pflichtwidrige oder bloß unglückliche Geschäftsentscheidung? *ecolex* 2003, 524.

*Kletečka / Schauer*, ABGB online (2010).

*Knobl / Janovsky*, Entscheidungsbesprechung OGH 7.11.2007, 6 Ob 110/07f, ZFR 2008, 68.

*Kodek*, Ausgewählte Fragen der Schadenshöhe bei Anlegerschäden, ÖBA 2012, 11.

Kölner Kommentar WpHG (2007).

*Koziol / Bydlinski / Bollenberger*, Kurzkomentar zum ABGB<sup>3</sup> (2010).

*Kümpel / Wittig*, Bank- und Kapitalmarktrecht<sup>4</sup> (2011).

*Lukas*, Anwaltshaftung und Beweislast – Zugleich eine Besprechung von OGH 12.11.1992, 6 Ob 596/92, JBl 1994, 62.

*Lutter*, Die Business Judgment Rule in Deutschland und Österreich, *GesRZ* 2007, 79.

*Oppitz*, Haftung und Risiken bei Geschäften in (OTC-)Derivaten, ÖBA 1999, 949.

*Oppitz*, Buchbesprechung, ÖBA 2007, 505.

*Rummel*, Kommentar zum ABGB I<sup>3</sup> (2000).

*Rummel*, Kommentar zum ABGB II/2a<sup>3</sup> (2007).

*F. Schäfer*, Anlegerschutz und die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns bei der Anlage von Sondervermögen durch die Kapitalgesellschaft (1987).

*Schäfer / Sethe / Lang*, Handbuch der Vermögensverwaltung (2012).

*Schenk / Linder*, Anwendung der Wohlverhaltensregeln bei Veranlagungen, *ecolex* 2008, 4.

*Shima*, Business Judgment Rule und Verankerung im österreichischen Recht, *GesRZ* 2007, 93.

*Schwark / Zimmer*, WpHG<sup>4</sup> (2010).

*Schwimmann*, ABGB Praxiskommentar IV<sup>3</sup> (2005).

*Wasserer*, Die Neuordnung des kapitalmarktrechtlichen Wohlverhaltens durch die MiFID (2008).

*Wendehorst*, Anlageberatung, Risikoaufklärung und Rechtswidrigkeitszusammenhang, ÖBA 2010, 562.

*Zahradnik*, Finanzdienstleistungen und Wertpapieraufsicht (1997).