



Geschäfts-Nr. HG090170-O

U/ei

Mitwirkend: Obergerichter Peter Helm, Vizepräsident, Ersatzoberrichter Franziska Egloff, die Handelsrichter Christian Zuber und Dr. Felix Graber, Handelsrichterin Ursula Suter sowie der Gerichtsschreiber Andreas Blattmann

Urteil vom 22. August 2011

in Sachen

A._____ S.A.,

Klägerin

vertreten durch Rechtsanwalt Dr. iur. W._____,

vertreten durch Rechtsanwalt Dr. iur. X._____,

gegen

B._____ AG,

Beklagte

vertreten durch Rechtsanwalt Dr. iur. Y._____,

vertreten durch Rechtsanwalt lic. iur. Z._____,

betreffend **Forderung**

Ursprüngliches Rechtsbegehren:

(act. 1 S. 2)

"Es sei die Beklagte zu verpflichten, der Klägerin USD 218'615.60 [USD 56'941.00 plus USD 161'674.60; d.h. CHF 202'394.30 (218'615.60 * 0,9258)] zu bezahlen zuzüglich 5% Zins seit dem 15. Juli 2009;

unter Kosten- und Entschädigungsfolge zulasten der Beklagten, und unter Vorbehalt der Nachklage."

Abgeändertes Rechtsbegehren:

(act. 17 S. 2)

"Es sei die Beklagte zu verpflichten der Klägerin USD 10'681'295.10 (USD 10'382'432 plus USD 298'863.10) zuzüglich 5% Zins seit dem 15. Juli 2009 zu bezahlen;

unter Kosten- und Entschädigungsfolge (zuzüglich MwSt.) zulasten der Beklagten."

Erwägungen:

1. Prozessverlauf

1.1. Am 17. Juli 2009 (Datum Poststempel) reichte die Klägerin die Klageschrift ein (act. 1). Nachdem die Klägerin die von ihr verlangte Prozesskaution fristgerecht geleistet hatte (vgl. Prot. S. 2 und 4; act. 6), wurde der Beklagten mit Verfügung vom 5. August 2009 Frist zur Klageantwort angesetzt (Prot. S. 4). Diese Rechtsschrift ging am 11. November 2009 ein (act. 10), worauf die Parteien auf den 10. Februar 2010 zur Referentenaudienz und Vergleichsverhandlung vorgeladen wurden (Prot. S. 6 f.). Da an dieser Verhandlung keine Einigung zwischen den Parteien erzielt werden konnte, wurde das Verfahren in der Folge schriftlich fortgesetzt und der Klägerin mit Verfügung vom 12. Februar 2010 Frist zur Einreichung der Replik angesetzt (Prot. S. 8). Die Replik wurde mit modifiziertem Rechtsbegehren am 17. Mai 2010 (act. 17), die Duplik am 18. Oktober 2010 (act. 27) erstattet. Zuvor hatte die Klägerin eine zusätzliche Kautionsleistung zu leisten (Prot. S. 11 und act. 24).

1.2. Der Prozess erweist sich nunmehr als spruchreif (§ 188 Abs. 1 ZPO/ZH). Auf die einzelnen Parteivorbringen ist anschliessend nur einzugehen, soweit sie sich zur Entscheidungsfindung als notwendig erweisen.

2. Prozessuales

2.1. Am 1. Januar 2011 ist die eidgenössische Zivilprozessordnung (ZPO) in Kraft getreten. Nach deren Art. 404 Abs. 1 gilt für Verfahren, die bei Inkrafttreten dieses Gesetzes rechtshängig sind, das bisherige Verfahrensrecht bis zum Abschluss vor der betroffenen Instanz. Die örtliche Zuständigkeit bestimmt sich nach dem neuen Recht, wobei eine bestehende Zuständigkeit nach dem alten Recht erhalten bleibt (Art. 404 Abs. 2 ZPO). Für das vorliegende Verfahren ist demnach das frühere kantonale Prozessrecht (ZPO/ZH und GVG) massgebend. Das Rechtsmittel richtet sich hingegen nach dem Recht, das bei der Eröffnung des Entscheides in Kraft ist (Art. 405 Abs. 1 ZPO). Dafür ist vorliegend somit das neue Prozessrecht massgebend (Art. 308 ff. ZPO).

2.2. Ebenfalls am 1. Januar 2011 in Kraft getreten ist das revidierte Übereinkommen über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen (revLugÜ). Dessen Art. 63 Abs. 1 besagt unter anderem, dass die Vorschriften dieses Übereinkommens nur auf solche Klagen anzuwenden sind, die erhoben worden sind, nachdem das Übereinkommen im Ursprungs- bzw. im ersuchten Staat in Kraft getreten ist. Daraus folgt, dass auf Klagen mit internationalem Sachverhalt, die wie die vorliegende vor dem 1. Januar 2011 erhoben worden sind, noch das bisherige Übereinkommen (LugÜ) anzuwenden ist.

2.3. Die *Klägerin* ist eine nach dem Recht des Staates C._____ gegründete Gesellschaft mit Sitz in C._____. Sie bezweckt das Tätigen von Investitionen sowie alle mit Handelsgeschäften aller Art verbundenen Aktivitäten (act. 1 Rz 6 und act. 3/2). Die *Beklagte* ist eine international ausgerichtete Bank in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft mit Sitz in D._____ (Stadt in der Schweiz), (act. 1 Rz 8 und act. 10 Rz 200). Seit 1991 unterhielten die hinter der Klägerin stehenden natürlichen Personen Geschäftsbeziehungen zur Beklagten bzw. zu deren Rechts-

vorgängerinnen. Die Klägerin selber eröffnete bei der Beklagten ein Konto im Jahre 2001 (act. 1 Rz 9 und 10 sowie Rz 203; vgl. auch act. 17 S. 81).

2.4. Im Zentrum der Auseinandersetzung zwischen den Parteien steht eine Bankbeziehung (vgl. act. 1 Rz 9 ff.). Die Parteien haben unbestrittenermassen den Gerichtsstand Zürich gewählt (act. 10 Rz 4 und 17 S. 60; act. 11/7). Diese Gerichtsstandsklausel ist zulässig (Art. 17 Ziff. 1 LugÜ; WALTER, Internationales Zivilprozessrecht der Schweiz, 4. Auflage, Bern/Stuttgart/ Wien 2007, S. 242 ff.), weshalb die örtliche Zuständigkeit gegeben ist. Sie würde sich im Übrigen auch aus dem allgemeinen Gerichtsstand nach Art. 2 LugÜ ergeben und ist überdies unbestritten (act. 10 Rz 4). Die sachliche Zuständigkeit des Handelsgerichts ergibt sich aus § 63 Ziff. 1 i.V.m. § 62 GVG (HAUSER/SCHWERI, Kommentar zum zürcherischen Gerichtsverfassungsgesetz, Zürich 2002, § 63 N 7). Die Klage wurde im Übrigen gehörig eingeleitet (§ 104 lit. d ZPO).

2.5. Mit ihrer Replik erweiterte die Klägerin ihr Rechtsbegehren in betragsmässiger Hinsicht (vgl. act. 17 S. 2). Die Erhöhung der Klagesumme stellt eine Klageänderung dar (FRANK/STRÄULI/MESSMER, Kommentar zur zürcherischen Zivilprozessordnung, 3. Auflage, Zürich 1997, § 61 N 4 ff.). Diese erweist sich als zulässig (§ 61 ZPO/ZH).

2.6. In der Klagebegründung äussert sich die Klägerin implizit zum anwendbaren (materiellen) Recht, indem sie sich im Rahmen ihrer rechtlichen Ausführungen auf Schweizer Recht stützt (act. 1 Rz 88). Demgegenüber bringt die Beklagte in der Klageantwort vor, es sei mit den Kontoeröffnungsbestimmungen Schweizer Recht vereinbart worden (act. 10 Rz 44). Die Klägerin bestreitet in der Replik zwar, dass auf den Streit *in der Sache* die Kontoeröffnungsbestimmungen anzuwenden seien, da besondere Abreden getroffen worden seien (act. 17 S. 68). Nachdem die Klägerin aber nicht behauptet, auch für das anwendbare Recht seien besondere Abreden getroffen worden, ist davon auszugehen, dass sie die Vereinbarung von Schweizer Recht nicht bestreitet. Diese liegt im Übrigen bei den Akten (act. 11/7), weshalb grundsätzlich Schweizer Recht zur Anwendung gelangt (vgl. auch Art. 116 IPRG).

3. Zur Klagesumme

Die von der Klägerin in der Klagebegründung vorgebrachte und mit der Replik auf USD 10'681'295.10 erhöhte Klagesumme setzt sich aus zwei Einzelbeträgen zusammen. Zum einen fordert sie USD 10'382'432.– als Schadenersatz aufgrund einer *vertragswidrigen* Glattstellung von Anleihenpapieren (act. 17 S. 12 ff.), zum anderen verlangt sie USD 298'863.10 als Schadenersatz aus einer Falschauskunft betreffend ein strukturiertes Produkt (act. 17 S. 55 ff.). Die Klage stützt sich somit auf zwei von einander unabhängige (behauptete) Vertragsverletzungen.

4. Glattstellen von Anleihenpapieren (erste Vertragsverletzung)

4.1. Zusammenfassung der Parteivorbringen

4.1.1. Hierzu bringt die *Klägerin* zusammengefasst vor, sie habe mit der Beklagten vereinbart, im Rahmen ihrer Anlagestrategie [sinngemäss: neben den bisherigen Bankbeziehungen] ein neues Konto/Depot zu eröffnen, um ein Portfolio mit kurz- und mittelfristigen Unternehmensanleihen aufzubauen. Ziel sei das Generieren eines Cashflows gewesen, von dem beide Parteien profitiert hätten (act. 1 Rz 16). Die Parteien hätten vereinbart, das neue Portfolio zu 90 % durch die Beklagte im Sinne einer Gewährung von Darlehen mit fester Laufdauer und zu 10 % durch die Klägerin mit Eigenmitteln zu finanzieren. Dadurch habe die Beklagte von den Zinseinnahmen aufgrund des Darlehens und die Klägerin von der hebelartig erhöhten Rendite profitieren können, wobei davon ausgegangen worden sei, dass die Rendite höher ausfallen werde als der zu bezahlende Darlehenszins. Die Laufzeiten der Darlehen seien auf diejenigen der Anleihen abgestimmt worden, was es der Klägerin ermöglicht habe, die Bankdarlehen mit dem zurückbezahlten Anleihekapital zurückzuerstatten (act. 1 Rz 17 f.). Mit den Eigenmitteln im Umfang von 10 % hätte für die Beklagte das Ausfallrisiko am Ende der Laufzeit einer Anleihe sichergestellt werden sollen (act. 1 Rz 18). Weiter hätten die Parteien vereinbart, dass die eigens für diese Anleihen geschaffenen Portfolios (fortan: *LTV-Konten*) vom Hauptkonto/-depot unabhängig gewesen seien. Die Verwendung der Darlehensverluste sei daher auf die einzelnen LTV-Konten beschränkt gewesen (act. 1 Rz 18 f.). Allgemeine Kursschwankungen der Anleihen während der Lauf-

zeit hätten daher keine Rolle spielen sollen (act. 1 Rz 21). In der Folge seien insgesamt drei LTV-Konten (LTV1, LTV2 und LTV3) errichtet worden (act. 1 Rz 34 und 43). Allfällig bestehende Allgemeine Geschäftsbedingungen seien durch die Abreden derogiert worden (act. 17 Rz 50).

4.1.2. Die Beklagte habe diese Abreden verletzt, weil sie, nachdem der Anleihenmarkt infolge des Konkurses von Lehman Brothers Mitte September 2008 zusammengebrochen war, mehrere Zwangsverkäufe getätigt habe (act. 1 Rz 50, 56 ff. und 61). Die Beklagte habe fortan die LTV-Konten und das Hauptkonto als ein zusammenhängendes Gefüge betrachtet und eine Nachschusspflicht statuiert, die nicht vereinbart gewesen sei. Diese Nachschusspflicht habe zudem nur dadurch begründet werden können, indem die Beklagte für die Belehnungsgrenze von 90 % auf den momentanen Kurswert (Marktwert) der Anleihen abgestellt habe (act. 1 Rz 51 ff.). Die Zwangsverkäufe, die mit teilweise grossen Abschlägen erfolgt seien, hätten schliesslich zu grossen Verlusten geführt, indem die projektierten Geldflüsse reduziert worden seien (act. 1 Rz 56 und 71 f.).

4.1.3. Die *Beklagte* bestreitet die von der Klägerin geltend gemachten Zwangsverkäufe nicht; hingegen stellt sie sich auf den Standpunkt, dass die vertraglichen Grundlagen der Bankbeziehungen zwischen den Parteien solche Verkäufe zugelassen hätten (act. 10 Rz 40 ff., 62 ff. und 96 ff.). Sie bestreitet somit die von der Klägerin geltend gemachten Abreden bzw., wie noch zu zeigen sein wird, deren Auslegung.

4.2. Überblick über die sich stellenden Fragen

4.2.1. Die Beklagte bringt somit vor, eine zusätzliche Abrede hinsichtlich der LTV-Konten sei nicht notwendig gewesen, weil bereits sämtliche vertraglichen Rahmenbedingungen vorgelegen hätten (act. 10 Rz 44 ff.). Mit anderen Worten ist die Beklagte der Auffassung, Eröffnung, Führung und Auflösung der LTV-Konten hätten sich nach den allgemeinen und bereits bestehenden vertraglichen Regeln gerichtet. Eine zusätzliche, insbesondere eigenständige "LTV-Abrede" habe es nicht gegeben. Dass diese vertraglichen Rahmenbedingungen, wie sie von der Beklagten dargestellt wurden, tatsächlich bestanden haben, wird von der

Klägerin grundsätzlich nicht bestritten (act. 17 Rz 145 ff.). Auch die Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB) der Beklagten werden von der Klägerin vom Grundsatz her nicht bestritten. Hingegen stellt sie sich auf den Standpunkt, die AGB seien hinsichtlich der speziellen LTV-Abrede nicht einbezogen worden (act. 17 Rz 146). Vereinzelt legen die Parteien vertragliche Bestimmungen auch unterschiedlich aus (vgl. hierzu act. 17 Rz 147 ff.).

4.2.2. Die Behauptungslage stellt sich daher folgendermassen dar: Die Klägerin behauptet eine eigenständige LTV-Abrede, die allfällige bestehende Vereinbarungen bzw. Allgemeine Geschäftsbedingungen derogiere bzw. abändere; die Beklagte behauptet, die LTV-Konten hätten sich auf die damals bereits bestehenden vertraglichen Beziehungen der Parteien gestützt. Es habe daher keine eigenständige LTV-Abrede gegeben. Im Zentrum steht demnach die Frage, *welche* Vereinbarungen die Parteien tatsächlich getroffen haben und ob die Beklagte nach deren Bestimmungen berechtigt war, die Verkäufe der Anleihen, die schliesslich zum behaupteten Schaden geführt haben sollen, ohne Einwilligung der Klägerin auszuführen.

4.3. Vertragliche Rahmenbedingungen

4.3.1. Die Beklagte bringt vor, die Beziehungen zur Klägerin hätten sich auf fünf Verträge gestützt, wovon vier vorliegend von Bedeutung sind: (1) die Kontobestimmungen vom 11. Dezember 2001 (act. 11/7), (2) die Pfandvereinbarung vom 13. November 2001 (act. 11/8), (3) die Kreditvereinbarung vom 4. März 2002 (act. 11/9) und (4) die "Sub Account Agreements" (act. 11/12-14). Der Abschluss dieser Vereinbarungen wird von der Klägerin, wie gezeigt, zu Recht nicht bestritten (vgl. act. 17 S. 66 ff.).

4.3.2. Die *Kontobestimmungen* vom 11. Dezember 2001 ("Opening of an Account and/or Deposit"; "General Conditions") sehen neben weiteren allgemeinen Bestimmungen vor, dass die Beklagte an allen Vermögenswerten, die sie für die Klägerin auf dem Konto Nr. ... hält, sei dies am Sitz der Beklagten oder an einem anderen Ort, ein Pfandrecht (engl. *Lien*) besitzt. Sie hat überdies ein Verrechnungsrecht gegen Forderungen der Klägerin mit Bezug auf alle Forderungen der

Beklagten, die sich aus dem Bankverhältnis zwischen der Beklagten und der Klägerin ergeben, unabhängig von der Fälligkeit oder der Währung. Das Pfandrecht wird allerdings nicht vor Entstehung der Forderung wirksam. Diese Bestimmung ist auch auf Kredite, Darlehen und Kreditlinien mit oder ohne Deckung anwendbar. Gerät der Kunde in Verzug, ist die Bank nach eigenem Ermessen berechtigt, das Pfand durch Freihandverkauf oder durch konkursrechtliche Pfandverwertung zu verwerten (act. 11/7; vgl. Ziff. 11 der Kontobestimmungen).

Gemäss der *Pfandvereinbarung* ("Act of Lien and Declaration of Assignment") gewährte die Klägerin als Inhaberin des Kontos Nr. ... der Beklagten ein Pfandrecht als andauernde Sicherheit für alle gegenwärtigen und zukünftigen Forderungen der Beklagten ihr gegenüber, sei es aus bereits getätigten Rechtsgeschäften oder aus - im Rahmen ("framework") der Geschäftsbeziehung mit der Beklagten - noch zu tätigen Rechtsgeschäften. Das Pfandrecht umfasst sämtliche Sicherheiten und anderen Vermögenswerte, die vom Pfandschuldner gegenwärtig oder zukünftig in seinem Depot bei der Bank gehalten werden (vgl. Ziff. 1 der Pfandvereinbarung). Weiter enthält die Pfandvereinbarung eine Bestimmung, wonach die Beklagte berechtigt ist, die Sicherungsobjekte nach ihrer Wahl entweder mittels Zwangsvollstreckung ("execution proceedings") oder mittels privater Pfandverwertung ("free sale"; Freihandverkauf) zu verwerten, wenn sich die Klägerin hinsichtlich ihrer Verpflichtungen gegenüber der Beklagten in Verzug befindet. Sodann hält die Pfandvereinbarung fest, dass die Klägerin namentlich jederzeit verpflichtet ist, die Sicherungsobjekte in der Weise, in der es die Beklagte als hinreichend erachtet, aufzuwerten oder Rückzahlung des Kredits zu leisten, wenn die Sicherheiten nach Meinung der Beklagten an Wert verloren haben, ein Wertverlust droht oder sie aus anderen Gründen nach Ansicht der Beklagten nicht mehr als hinreichend erachtet werden. Kommt die Klägerin dieser Verpflichtung nicht nach, ist die Beklagte auch in diesem Fall berechtigt, die Sicherheiten nach ihrer Wahl entweder mittels Zwangsvollstreckung ("execution proceedings") oder mittels privater Pfandverwertung ("free sale") zu verwerten, unabhängig davon, ob die Forderungen der Beklagten fällig und zahlbar ("due and payable") sind oder nicht (vgl. Ziff. 5 der Pfandvereinbarung; act. 11/8).

Schliesslich ist auf die *Kreditvereinbarung* ("Supplementary Conditions for Collateral Loans") einzugehen. In Ziff. 1 werden die Belehnungsgrundsätze festgehalten. Danach entscheidet die Beklagte nach eigenem Ermessen, welche Vermögenswerte belehnungsfähig sind und in welchem Umfang die Belehnung gewährt wird. Die Differenz zwischen Belehnungswert und Kurswert stellt die Marge dar. Die Beklagte behält sich in der genannten Ziffer weiter die jederzeitige Änderung der Belehnungsgrundsätze sowie der Margen vor. Sodann wird festgehalten, dass sich der Belehnungswert im Rahmen der täglichen Kursbewegungen der als Sicherheit dienenden Vermögenswerte verändert. In Ziff. 2 wurde vereinbart, dass der jeweilige Belehnungswert in der Regel den maximal möglichen Kreditrahmen bildet. Wird der Kredit auf mehreren Konten in Anspruch genommen, verteilt sich die Limite auf die entsprechenden Konten. Daraus wird deutlich, dass Kredite grundsätzlich nur im Umfang der vorhandenen Sicherheiten gewährt werden sollen. Ziff. 6 der Kreditvereinbarung betrifft schliesslich die Bereinigung von Kreditüberschreitungen ("Settlement of Credit Line Overdrafts"). Zunächst wird festgehalten, dass eine Kreditüberschreitung dann vorliegt, wenn der Kredit über den Belehnungswert der Hinterlagen oder über eine speziell mitgeteilte Kreditlimite hinaus beansprucht wird. In solchen Fällen ist die Beklagte berechtigt, die sofortige Bereinigung der Überschreitung zu verlangen. Dieser Ausgleich kann durch Verkauf der Sicherheiten, durch Bereitstellung weiterer für die Bank angemessener und akzeptierbarer Sicherheiten oder durch die Überweisung von weiterem Kapital erfolgen. Als Folge für das Ausbleiben der Bereinigung wurde schliesslich vereinbart, dass die Beklagte berechtigt sein soll, den Ausgleich eigenständig vorzunehmen. Dies soll grundsätzlich durch freihändigen Verkauf ("free sale") eines Teils oder sämtlicher verpfändeter Hinterlagen am Markt oder durch die Einziehung allfälliger Restguthaben der Klägerin erfolgen (act. 11/9).

4.3.3. Diese vertraglichen Grundlagen stellen offensichtlich Rahmenverträge dar, auf die sich sämtliche Geschäftsbeziehungen der Parteien abstützen konnten. Dies zeigt sich bereits dadurch, dass mehrfach Wendungen wie "in principle" oder gar "as a rule" verwendet (act. 11/9) oder spezielle Vereinbarungen vorbehalten werden (act. 11/7-9). Weil die Klägerin im Hauptpunkt eine solche, von diesen Rahmenverträgen abweichende Abrede geltend macht, im Eventualpunkt al-

lerdings vorbringt, selbst wenn die Rahmenverträge gelten würden, hätte die Beklagte nicht zum Verkauf der Anleihen schreiten dürfen, erscheint es fallgerecht, zunächst zu prüfen, ob die getätigten Verkäufe in Anwendung der dargelegten Rahmenverträge zulässig waren.

4.4. Zwangsverkäufe im Rahmen der vertraglichen Rahmenbedingungen

4.4.1. Die *Klägerin* bringt (eventualiter) vor, selbst wenn von der Anwendbarkeit der allgemeinen Geschäftsbedingungen [sinngemäss: der vertraglichen Rahmenbedingungen] ausgegangen würde, wären die Voraussetzungen für Zwangsverkäufe in keinem Zeitpunkt erfüllt gewesen. In Bezug auf die *Kontoeröffnungsbestimmungen* macht sie zunächst geltend, dass diese ein Retentionsrecht und letztlich die Berechtigung, Zwangsverkäufe zu tätigen, nur vorsehen würden, sollte sich der Kunde in Verzug befinden. Das Retentionsrecht entstehe erst, wenn auch die Forderung der Bank entstehe bzw. fällig werde (act. 17 Rz 155 f.). Da die Klägerin aber ihren Schuldendienst stets geleistet habe und sich zu keiner Zeit in Verzug befunden habe, habe die Beklagte die Anleihen nicht verkaufen dürfen (act. 17 Rz 158). Das Gleiche gelte für die Pfandvereinbarung, die einen Zwangsverkauf nur zulasse, wenn sich der Kunde in Verzug befinde, was bei ihr nicht der Fall gewesen sei (act. 17 Rz 159 f.). Schliesslich geht die Klägerin auf die Kreditvereinbarung ein. Hierzu macht sie aber lediglich geltend, dass gemäss dieser eine Kreditlimite für jedes separat errichtete Portfolio bestehe. Eine Haftung für die Darlehenssumme und den Ausfall der Anleihen greife erst bei der Auflösung eines LTV-Kontos. Daher habe die Beklagte kein Recht auf Zwangsverkäufe gehabt (act. 17 Rz 161 ff.).

Die *Beklagte* legt in ihrer Klageantwort dar, dass die LTV-Konten überschuldet gewesen seien, selbst wenn sie nicht gesamthaft mit dem Hauptkonto, sondern je einzeln betrachtet würden (act. 10 Rz 127 ff.). Die von der Beklagten dargestellten finanziellen Verhältnisse bei den fraglichen Konten werden von der Klägerin nicht bestritten, soweit auf Marktwerte abzustellen ist (act. 17 Rz 154 ff. und S. 78 f.). Das Gleiche gilt im Übrigen für die Darstellung der Beklagten, auch bei einer gesamthaften Betrachtung, mithin des Gesamtguthabens, sei eine Unterdeckung vorhanden gewesen (act. 10 Rz 107 ff.). Die Klägerin bestreitet auch hier die zah-

lenmässigen Ausführungen nicht (act. 17 Rz 154 ff. und S. 77 f.). Es ist somit davon auszugehen, dass tatsächlich eine Überschuldung bzw. Unterdeckung sowohl bei einer Gesamtbetrachtung aller Konten als auch bei einer je einzelnen Betrachtung der LTV-Konten bestanden hat, wenn auf die Marktkurse der Sicherheiten abgestellt wird.

4.4.2. Der Grund, weshalb die Klägerin die Darstellung der finanziellen Verhältnisse nicht bestreitet, liegt wohl weniger darin, dass die diesbezügliche Darstellung der Beklagten kaum ernsthaft bestritten werden kann, sondern vielmehr darin, dass die Klägerin ein anderes Verständnis der Vertragsbestimmungen hat (vgl. act. 17 Rz 154 ff.). Zwar ist richtig, dass gemäss Kontoeröffnungsbestimmungen das Pfandrecht erst in Kraft tritt, wenn die Forderung entsteht ("[...] the lien does not come into effect before the claim arises", wobei "lien" sowohl Pfandrecht als auch Rückbehaltungsrecht bedeuten kann; act. 11/7). Entscheidend für den vorliegenden Fall sind aber nicht die Kontoeröffnungsbestimmungen, sondern die Pfand- und die Kreditvereinbarung. Es ist der Klägerin zwar darin zuzustimmen, dass auch im Rahmen der *Pfandvereinbarung* ein Verzug erforderlich ist ("is in default"). Anders als noch in den Kontoeröffnungsbestimmungen wird in der Pfandvereinbarung aber auch festgehalten, womit der Kunde konkret in Verzug sein kann ("fail to meet his obligations as aforesaid"): "*Should, in the Bank's opinion, the value of the Security Items have decreased or such a decrease be imminent or should the Security Items for other reason not be deemed adequate any more by the Bank, then the Pledgor shall be obliged at the Bank's option at any time either to improve the security in such manner as the Bank deems fit or to make the repayments as requested by the Bank*" (act. 11/8 Ziff. 5). Erachtet die Beklagte die vorhandenen Sicherheiten somit nicht mehr als genügend, so ist sie berechtigt, von der Klägerin entweder eine "Verbesserung" (bzw. Erhöhung) der Sicherheiten (weitere Pfänder bestellen) oder Rückzahlungen zu verlangen. Kommt die Klägerin dieser Aufforderung nicht nach, ist die Beklagte berechtigt, "*to realize the Security Items at its choice either by execution proceedings or by free sale, irrespective of whether the Bank's claims are due and payable or not*" (act. 11/8 Ziff. 5). Werden demnach trotz Aufforderung weder Rückzahlungen geleistet noch die Sicherheiten erhöht, so hat die Beklagte das Recht, zur Verwer-

tung der Sicherheiten zu schreiten bzw. mit anderen Worten Zwangsverkäufe zu tätigen, dies insbesondere unabhängig davon, ob die Forderung der Beklagten fällig oder zahlbar ist.

Ein ähnliches Bild ergibt die Betrachtung der *Kreditvereinbarung*. Gemäss dieser Vereinbarung ist die Beklagte berechtigt, die sofortige Bereinigung der Überschreitung (Benützung des Kredits über den Belehnungswert der Sicherheiten hinaus) zu verlangen. Dieser Ausgleich kann durch den Verkauf der Sicherheiten, durch Bereitstellung weiterer für die Bank angemessener und akzeptierbarer Sicherheiten oder durch die Überweisung von weiterem Kapital erfolgen. Kommt die Klägerin dieser Forderung nicht nach, ist die Beklagte berechtigt, den Ausgleich eigenständig vorzunehmen, namentlich durch freihändigen Verkauf ("free sale") eines Teils oder sämtlicher verpfändeter Hinterlagen am Markt oder durch die Einziehung allfälliger Restguthaben der Klägerin (act. 11/9). Einzugehen ist in diesem Zusammenhang auch auf die Behauptung der Klägerin, aus der Kreditvereinbarung ergebe sich, dass eine Kreditlimite für jedes separat errichtete Portfolio bestehe (act. 17 Rz 163). Die fragliche Passage lautet wie folgt: "If the credit is taken up on several accounts, the limit is distributed among the relevant accounts" (act. 11/9). Dass damit für jedes separat errichtete Portfolio eine (eigene) Kreditlimite bestehen soll, ist nicht ersichtlich. Insbesondere ist von "Kredit" und "Limite" jeweils mit der Verwendung des Singulars die Rede. Es bestehen somit nicht mehrere Limiten, sondern eine, die sich über alle (relevanten) Konten erstreckt. Davon musste auch die Klägerin ausgehen. Es liegt somit keine unklare Regel vor, wie die Klägerin behauptet.

Dass die Beklagte sie *nicht* aufgefordert hätte, Geld einzuschiessen oder Sicherheiten (Anleihen) zu verkaufen, behauptet die Klägerin zu Recht nicht (act. 10 Rz 96 ff. und act. 17 S. 76). Ebenso behauptet sie nicht, sie wäre den Aufforderungen der Beklagten - zumindest in sämtlichen Fällen - nachgekommen (immerhin soll sie in einem Fall dem Verkauf von Anleihen *durch die Beklagte* zugestimmt oder einen solchen gar in Auftrag gegeben haben; act. 10 Rz 100 und act. 17 S. 76; act. 27 Rz 121 ff.). Dass schliesslich für die Berechnung der finanziellen Verhältnisse auf die Kurswerte der Anleihen abzustellen war und eine Kre-

ditlimite für sämtliche Konten galt, ergibt sich ohne Weiteres aus den Belehnungsgrundsätzen in der Kreditvereinbarung (vgl. vorstehend Ziff. 4.3.2 und act. 11/9). Unbestrittenermassen sind die Kurse auch tatsächlich stark gefallen, was sich bereits aus den Ausführungen der Klägerin selber ergibt. Dann aber befand sich die Klägerin mit ihren Pflichten aus dem Pfand- und dem Kreditvertrag in Verzug, weshalb die Beklagte gemäss den Vereinbarungen berechtigt war, die Anleihen aus den LTV-Konten mit Unterdeckung bzw. Teile davon zu verkaufen. Die unbestritten gebliebenen Zwangsverkäufe (vgl. act. 10 Rz 100 ff. und act. 17 S. 76 ff.) erfolgten daher nicht in Verletzung der vertraglichen Rahmenbedingungen zwischen den Parteien. Wie gezeigt, mussten die Darlehen als solche nicht zur Rückzahlung fällig sein. Ein Verzug hinsichtlich der übrigen Verpflichtungen (weitere Sicherheitsleistung oder Geldzahlung) genügte.

4.4.3. In einem ersten Subeventualpunkt macht die Klägerin weiter geltend, die Zwangsverkäufe der Beklagten seien unverhältnismässig gewesen und würden daher den *Grundsatz der schonenden Rechtsausübung* verletzen (act. 17 Rz 166). Der Grund für die Unverhältnismässigkeit ergebe sich daraus, dass die Beklagte bei ihrem Handeln auf die Marktkurse abgestellt habe, der innere Wert der Anleihen jedoch durch den Einbruch der Markt- bzw. Handelskurse nicht angegriffen worden sei. Die im Zentrum stehenden Anleihen stammten von Unternehmen oder Staaten, die nicht gleichzeitig reihenweise in Konkurs fallen würden. Zudem habe sie nur für die Darlehenssumme gehaftet. Im Übrigen sei von Anfang an absehbar gewesen, dass sich die Kurse früher oder später erholen würden. Die Beklagte hingegen habe verkauft, als die Kurse am tiefsten gewesen seien. Diese Verkäufe hätten aufgrund ihres Volumens zudem die Kurse weiter gedrückt, wobei sie ohnehin in Zeiten stattgefunden hätten, in denen die Kurse gefallen seien. Verhältnismässig hingegen wäre gewesen, bis zur Fälligkeit der Darlehen zu warten und erst dann Anleihen zu veräussern, zumal sie, die Klägerin, jederzeit in der Lage gewesen wäre, sämtliche Darlehen an die Beklagte zum vollen Betrag mit einer Einmalzahlung zu tilgen. Dabei habe es nie Zweifel gegeben, sie könnte ihren Verpflichtungen nicht nachkommen (act. 17 Rz 129 ff.).

Der *Grundsatz der schonenden Rechtsausübung* ergibt sich aus Art. 2 ZGB und besagt, dass für den Fall, dass ein Berechtigter von seinem Recht ohne Nachteil auf verschiedene Arten Gebrauch machen kann, diejenige Art der Rechtsausübung zu wählen ist, die für den Verpflichteten am wenigsten schädlich ist (BSK ZGB I-HONSELL, Art. 2 N 22; BK-MERZ, Art. 2 N 393 ff.). Dieser Grundsatz hat seinen Ursprung im Sachenrecht und bedeutet letztlich nichts anderes, als dass rechtsmissbräuchlich handelt, wer von mehreren in etwa gleichwertigen Möglichkeiten, die ihm zur Ausübung eines Rechts offen stehen, ohne sachlichen Grund gerade diejenige wählt, die für einen anderen besondere Nachteile mit sich bringt. In diesem Sinne kann die Ausübung eines Rechts trotz gegebenem Interesse unzulässig werden, wenn sie einem anderen einen Nachteil bringt und wenn dieser Nachteil durch eine modifizierte, aber das gleiche Interesse verwirklichende Ausübung vermieden werden kann. Allerdings muss, wer eine Handlung in verschiedener Weise vornehmen kann, nicht bereits deshalb von der Ausführung absehen, nur weil diese einem Anderen Nachteile bringt (BGE 131 III 459, E. 5.3). Neben dem Immobiliarsachenrecht findet der Grundsatz der schonenden Rechtsausübung auch im Minderheitenschutz im Gesellschaftsrecht oder vereinzelt im Vertrags- oder im Mietrecht Anwendung (vgl. BGE 121 III 219, E. 3; BSK ZGB I-HONSELL, Art. 2 N 22, m.w.H.).

Entscheidend ist mit anderen Worten somit nicht, dass dem Berechtigten mehrere Handlungsalternativen offenstünden oder dem Verpflichteten Nachteile drohten. Von Bedeutung ist vielmehr, dass (1) ohne *sachlichen Grund* eine Handlung gewählt wird, die (2) dem Verpflichteten *besondere* Nachteile bringen, obschon (3) mehrere in etwa *gleichwertige* Möglichkeiten offenstehen. Die Klägerin hat sich zu diesen Punkten nicht bzw. nur ungenügend geäußert (act. 17 Rz 129 ff.). Angesichts der notorischen Entwicklungen im Rahmen der Immobilien- und Finanzkrise im Herbst 2008 und des bestehenden Pfandvertrages bzw. des Zwecks der Sicherheiten kann nicht gesagt werden, die Beklagte hätte keinen sachlichen Grund gehabt. Vielmehr hatte sie aufgrund der sinkenden Kurse und der bedrohlichen Lage an den Finanzmärkten ohne Weiteres einen solchen. Hingegen kann ein Nachteil der Klägerin bejaht werden, doch äussert sie sich nicht dazu, inwiefern dieser Nachteil besonders wäre. Denn, wie gezeigt, reicht ein blosser Nachteil als

solcher noch nicht, um als Kriterium für die Verletzung des Grundsatzes der schonenden Rechtsausübung dienen zu können. Schliesslich äussert sich die Klägerin zwar zu einer möglichen Handlungsalternative, indem sie vorbringt, was nach ihrer Ansicht verhältnismässig gewesen wäre. Allerdings ist fraglich, ob diese vorgebrachte weitere Möglichkeit als gleichwertig bezeichnet werden kann. Bei genauerer Betrachtung kann diese Frage nicht bejaht werden, ohne gleichzeitig einen unzulässigen Rückschaufehler zu begehen. Entscheidend ist, was im Zeitpunkt der Rechtsausübung als gleichwertig angesehen werden kann, und nicht, was im Nachhinein gleichwertig erscheint. Denn tatsächlich kann im Wissen um die nur geringen Ausfälle bei den Emittenten oder die nach einer gewissen Zeit wieder steigenden Kurse gesagt werden, das Abwarten der Laufzeit der Anleihen sei (mindestens) gleichwertig mit der Rechtsausübung. Dies wäre aber eine unzulässige ex-post-Betrachtung. Die Klägerin müsste vielmehr darlegen, weshalb im Zeitpunkt der Rechtsausübung bereits absehbar war, dass die Kurse wieder steigen oder die Emittenten nicht ausfallen würden. Dies tut sie aber nicht, sondern begnügt sich mit nicht näher erläuterten Behauptungen zu den inneren Werten der Anleihen. Gleiches gilt für ihre Ausführungen zur Frage, ob bestimmte Emittenten reihenweise in Konkurs fallen würden (act. 17 Rz 132 ff.). Im Übrigen ist auch nicht anzunehmen, dass im Zeitpunkt der Verkäufe tatsächlich Umstände vorgelegen haben, die auf eine positive wirtschaftliche Entwicklung hätten schliessen lassen. Der Lauf der Krise und ihre Auswirkungen, namentlich die geschichtsträchtigen Konkurse und Rettungsmassnahmen, deuten vielmehr auf das Gegenteil hin. Zum gleichen Ergebnis führt eine Gesamtbetrachtung. Die Beklagte hat nicht etwa ohne Weiteres ihr Recht ausgeübt, sondern die Klägerin regelmässig auf die Problematik hingewiesen und sie zu motivieren versucht, die Unterdeckung auf den Konten selber zu beheben. Erst als die Klägerin dazu nicht (mehr) Hand bieten wollte, erfolgten die Verkäufe. Insofern könnte gar gesagt werden, die Beklagte habe zunächst zu einem milderen Mittel gegriffen. Jedenfalls liegen die Voraussetzungen für die Bejahung einer Verletzung des Grundsatzes der schonenden Rechtsausübung nicht vor. Für eine Milderung der Voraussetzungen besteht schliesslich kein Anlass. Der Grundsatz leitet sich, wie gezeigt, aus dem Rechtsmissbrauchsverbot ab. Dieses hat als Kernelement den Miss-

brauch. Mit anderen Worten müssen Situationen vorliegen, in denen beispielsweise schikanöses Vorgehen, ein krasses Missverhältnis der Interessen oder widersprüchliches Verhalten vorliegen. Eine solche Situation kann vorliegend nicht erstellt werden. Zudem wird vor Rechtsmissbräuchlichkeit nur geschützt, wenn diese evident bzw. offenbar ist. Inwiefern dies hier der Fall sein sollte, ist nicht ersichtlich, und wurde von der Klägerin auch nicht bzw. nicht genügend vorgebracht.

4.4.4. Alsdann bringt die Klägerin einen zweiten Subeventualpunkt vor, indem sie behauptet, die Beklagte habe ihre Aufklärungs- und Sorgfaltspflicht verletzt, da sie nicht deutlich genug gemacht habe, wann Zwangsverkäufe ausgelöst werden könnten. Sie hätte über die erhöhten Risiken durch den gewährten Leverage von 90 % aufklären müssen (act. 17 Rz 167).

Aufklärungs- und Sorgfaltspflichten stellen in der Regel Nebenpflichten dar, deren Verletzung unter Umständen eine Schadenersatzpflicht auslösen kann. Der Rechtsgrund dieser Pflichten wird nach schweizerischer Rechtsauffassung im Vertragsschluss gesehen, wobei davon ausgegangen wird, dass diese Verpflichtungen auch ohne konkrete diesbezügliche Willensäusserungen der Parteien aufgrund von Art. 2 ZGB unmittelbar zum Vertragsinhalt werden (BSK OR I-WIEGAND, Art. 97 N 34 f.). Eine Aufklärungspflicht kann aber nur so weit bestehen, als eine Informationsasymmetrie vorliegt. Denn die Basis für die Annahme entsprechender Verhaltenspflichten ist die Tatsache, dass in vielen Vertragsverhältnissen eine der Parteien über wesentlich höhere Kenntnisse oder Sachkunde verfügt, die durch entsprechende Informations- und Aufklärungspflichten ausgeglichen werden sollen. Der Grundsatz von Treu und Glauben fordert in solchen Situationen eine umfassende Rücksichtnahme auf die Interessen des Vertragspartners und loyales Verhalten, was sich konkret in der Annahme bestimmter Pflichten, so auch von Beratungs-, Informations- und Aufklärungspflichten, äussert (BSK OR I-WIEGAND, Einl. zu Art. 97 - 109, N 6 und Art. 97 N 34). Aus diesem Grund hat unter Umständen auch die Bank ihrem Kunden gegenüber Aufklärungs- und Beratungspflichten zu erfüllen, die bei gegebenem Auftragsverhältnis in Art. 398 OR als Sorgfalts- und Treuepflichten institutionalisiert sind, ausserhalb eines solchen im

Vertrauensgrundsatz (Art. 2 ZGB) gründen und einheitlich auf die loyale Wahrung fremder Interessen gerichtet sind.

Inwiefern vorliegend eine solche Informationsasymmetrie eine Aufklärungspflicht begründet hätte, bringt die Klägerin nicht vor. Sie erklärt auch nicht, ob sich dieser Subeventualpunkt auf die unbestritten gebliebenen vertraglichen Rahmenbedingungen oder auf die von ihr behauptete spezielle Abrede (dazu nachfolgend) abstützt. Sie unterlässt es somit darzulegen, welche (vertragliche) Grundlage der Beklagten eine entsprechende Pflicht auferlegt hätte. Zumindest hinsichtlich der vertraglichen Rahmenbedingungen ist eine Aufklärungspflicht allerdings ohnehin zu verneinen, soweit dies die Risiken eines Leverage von 90 % betrifft. Zum einen unterschrieb die Klägerin im März 2002 eine Erklärung, wonach sie schriftlich auf weitere Risikoaufklärung seitens der Beklagten im Hinblick auf ihre künftige Investitionstätigkeit verzichtete (act. 11/10; *Waiver of Risk Information*). Inwiefern diese Erklärung vorliegend nicht relevant sein soll, wie die Klägerin geltend macht (act. 17 Rz 165), ist nicht ersichtlich und wird von ihr auch nicht weiter ausgeführt. Zum anderen war die Klägerin bzw. waren ihre Organe geschäftserfahren und über die Jahre hinweg mit Kredit- und Anlagegeschäften vertraut. Hinzu kommt, dass sich das Risiko ohne Weiteres direkt - und wörtlich - aus den vertraglichen Rahmenbedingungen ergibt. Namentlich wird, wie gezeigt, auf die Pflicht der Klägerin hingewiesen, unter Umständen Geld nachschiesse oder neue Sicherheiten bestellen zu müssen. Mit Unterzeichnung dieser Verträge wusste die Klägerin somit um dieses Risiko. Dass und weshalb sie dieses Risiko nicht richtig hätte einschätzen können, macht die Klägerin nicht geltend. Ohnehin ist fraglich, inwiefern bei einer vertraglichen und schriftlich festgehaltenen Verpflichtung überhaupt von einem Risiko gesprochen werden kann, über das aufzuklären wäre. Dass die Beklagte das Risiko einer knappen Eigenkapitaldecke hätte erläutern müssen, kann nicht ernsthaft behauptet werden, zumal es sich bei der Klägerin um eine Investmentgesellschaft handelt. Dieses Risiko kannte sie oder musste sie kennen.

Hinzu kommt, dass zwar auch die Verletzung der Aufklärungs- und Sorgfaltspflicht letztlich als Vertragsverletzung zu qualifizieren ist. Voraussetzung für Schadenersatz ist daher ein (natürlicher und adäquater) Kausalzusammenhang

zwischen der Vertragsverletzung und dem Schaden (Art. 97 OR). Zu beachten gilt es jedoch, dass vorliegend eine *unterlassene* Aufklärung geltend gemacht wird. Zwar kann der adäquate Kausalzusammenhang auch durch eine Unterlassung begründet werden. Dies ist dann der Fall, wenn eine Pflicht zum Handeln besteht. Der natürliche Kausalzusammenhang kann jedoch nur im Sinne einer hypothetischen Annahme formuliert werden, dass der Schaden bei rechtmässigem Handeln nicht eingetreten wäre (BSK OR I-SCHNYDER, Art. 41 N 18 f. und BSK OR I-WIEGAND, Art. 97 N 41). Die richterliche Überzeugung muss auf die Lebenserfahrung abstellen und diejenige Annahme treffen, für die nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge eine überwiegende Wahrscheinlichkeit spricht. Die Prüfung des adäquaten Kausalzusammenhangs basiert alsdann auf der gleichen Hypothese des gewöhnlichen Laufs der Dinge, so dass es in der Regel nicht mehr nötig ist, die Adäquanz einer Unterlassung zu untersuchen, wenn die natürliche Kausalität bereits bejaht worden ist (BK-BREHM, Art. 41 N 108, N 119 und N 126 m.w.H).

Es fehlen klägerische Behauptungen zur fraglichen Pflicht zum Handeln. Diese Ausführungen wären umso nötiger gewesen, wenn beachtet wird, dass die Klägerin grundsätzlich auf eine weitere Risikoaufklärung durch die Beklagte verzichtet hat (act. 11/10; *Waiver of Risk Information*). Die Klägerin unterlässt aber auch Behauptungen zum (hypothetischen) Geschehnisablauf im Fall einer tatsächlich erfolgten Aufklärung gänzlich. In diesem Sinne ist von ungenügenden Behauptungen auszugehen, selbst wenn davon ausgegangen würde, die Beklagte habe nicht oder nicht ausreichend aufgeklärt. Im Übrigen weist das Verhalten der Klägerin darauf hin, dass sie nach der Lebenserfahrung und dem gewöhnlichen Lauf der Dinge auch bei genügender Aufklärung (wenn davon ausgegangen wird, diese sei nicht erfolgt) die entsprechenden Transaktionen getätigt hätte. Denn noch vor der Errichtung des LTV2, spätestens aber vor der Errichtung des LTV3 wurde F._____ (Vertreter der Begünstigten der Klägerin; vgl. act. 1 Rz 7) von G._____ (Angestellte der Beklagten) mit E-Mail vom 12. Mai 2008 (erneut) darüber aufgeklärt, dass bei fallenden Marktpreisen der Anleihen die Möglichkeit bestehe, dass der Wert der LTV-Konten sinke, wodurch die Eigenkapitaldecke zu dünn werde, weshalb Anleihen verkauft oder neues Geld eingeschossen werden müssten (act. 3/22). Trotz dieses Hinweises, der letztlich einzig eine Erläuterung der ver-

traglichen Grundlagen darstellte, wollte die Klägerin ein LTV3 und schliesslich gar ein LTV4 eröffnen. Es kann somit nicht gesagt werden, die Klägerin hätte die Transaktion bei Vornahme der (behaupteten, unterlassenen) Aufklärung nicht ausgeführt. Daraus folgt, dass auch dieser Subeventualpunkt unbehelflich ist.

4.4.5. Zusammenfassend lässt sich somit festhalten, dass die Beklagte im Rahmen der bestehenden vertraglichen Rahmenbedingungen zu den Verkäufen von Anleihen der Beklagten schreiten durfte. Dadurch verletzte sie weder den Grundsatz der schonenden Rechtsausübung noch eine Aufklärungs- und Sorgfaltspflicht.

4.4.6. Schliesslich macht die Klägerin eine Verletzung des Darlehens- und Sicherungsvertrages, des Depotvertrages und einen Verstoss gegen Art. 11 BEHG geltend (act. 17 Rz 168). Zunächst ist festzuhalten, dass die thematische Einordnung dieser Vorbringen nicht ganz klar ist. Immerhin verweist die Klägerin auf Rz 100 ff. ihrer Klageschrift. Die dortigen Ausführungen beziehen sich auf die bereits einleitend erwähnte, von der Klägerin behauptete spezielle Abrede, die von den vertraglichen Grundlagen abweicht (vgl. act. 1 Rz 100 ff.). Dies gilt grundsätzlich auch für die Vorbringen zur Verletzung von Art. 11 BEHG, die sich gemäss Klägerin daraus ergebe, dass die schädigenden Verkäufe in Verletzung eben dieser speziellen Abmachung erfolgt seien (act. 1 Rz 119).

Es fragt sich daher, ob tatsächlich eine LTV-Abrede abgeschlossen worden ist, welche die bisherigen vertraglichen Grundlagen abgeändert hat und ob der Inhalt dieser Abrede Zwangsverkäufe (bzw. das Glattstellen der Anleihen) *nicht* zugelassen hätte.

4.5. Eigenständige LTV-Abreden

4.5.1. Vorbemerkungen

a) Vorab ist festzuhalten, dass der Klägerin anlässlich der Referentenaudienz und anschliessend mit Verfügung vom 10. Februar 2010 Substantiiierungshinweise gegeben wurden. Bestandteil dieser Hinweise waren auch die LTV-Abreden: Die Klägerin habe nach Ort, Zeit und Personen substantiiert darzulegen,

inwiefern betreffend die LTV-Konten ein mündlicher Pfandvertrag geschlossen worden sei, wonach sich die Sicherheit des jeweiligen Depots zu Nominalwerten und nicht zu Marktwerten berechne (Prot. S. 7). Dieser Hinweis wurde in der Verfügung vom 10. Februar 2010 mit dem folgenden Wortlaut wiederholt: "Sie hat rechtsgenügend zu substantiieren, wer, wann, wo mündliche Pfandverträge mit dem Inhalt geschlossen hat, dass allein die Nominalwerte in den jeweiligen LTV-Depots als Sicherheit für die Darlehen für das betroffene Depot dienen würden [...]" (Prot. S. 8).

b) Die Klägerin versuchte, mit der Replik diesen Aufforderungen nachzukommen (act. 17 Rz 37 ff.). Sie erklärte, zwischen den Parteien sei eine mündliche Vereinbarung getroffen worden. Dies ergebe sich aus der E-Mail-Korrespondenz, aus der auch der Inhalt der mündlichen Vereinbarung ersichtlich sei (act. 17 Rz 37). Die Klägerin erwähnt in der Folge zwar Gespräche, zeigt anschliessend aber nicht auf, zwischen wem, wann und wo diese geführt worden seien. Vielmehr beschränkt sie sich auf die Darstellung der E-Mailkorrespondenz (act. 17 Rz 38 ff.), was aber selbstredend nicht genügt, um der Substantiierungspflicht hinsichtlich von Besprechungen (*mündlicher* Austausch von Willenserklärungen) nachzukommen, zumal der E-Mail-Korrespondenz nicht entnommen werden kann, wann, wo und zwischen wem Gespräche stattgefunden haben sollen. Eine Ausnahme besteht zwar dahingehend, dass "mündliche Gespräche", offenbar Telefongespräche, zwischen H._____ (Angestellter der Beklagten) und F._____ stattgefunden haben sollen (act. 17 Rz 47). Weder führt die Klägerin aber aus, wann diese Gespräche stattgefunden haben noch, wo sie geführt worden sind.

c) Wird der Sachverhalt, auf den sich die Klage stützt, nicht vollständig in den Prozess eingeführt und erfolgen genügend substantiierte Behauptungen auch auf gerichtliche Nachfrage hin nicht, so gilt die Behauptung als nicht vorgebracht. Damit kann über ungenügend substantiierte Behauptungen auch kein Beweisverfahren geführt werden (vgl. FRANK/STRÄULI/MESSMER, a.a.O., § 113 N 1 ff. und § 133 N 2 ff.). Da die Klägerin mündliche Gespräche nur ungenügend substantiiert vorgebracht hat, obwohl sie vom Gericht zur Substantiierung aufgefordert

worden ist, haben die entsprechenden Behauptungen als nicht vorgebracht zu gelten. Es erübrigt sich ein Beweisverfahren. Daher ist einzig auf die behauptete E-Mail-Korrespondenz einzugehen.

d) Diese liegt vollumfänglich bei den Akten und besteht aus rund 20 E-Mails. Darauf kann abgestützt werden, ein Beweisverfahren erweist sich somit auch in dieser Hinsicht als nicht notwendig. Nachfolgend ist zu untersuchen, ob diese rund 20 E-Mails eine Vereinbarung zwischen den Parteien zu begründen vermögen, aufgrund welcher die Beklagte nicht zu den Zwangsverkäufen berechtigt gewesen wäre. Aufgrund der vorgebrachten klägerischen Behauptungen ist somit zu prüfen, ob die E-Mails den Schluss auf drei vom Hauptkonto unabhängige und für die LTV-Konten 1 bis 3 getroffene Abreden zwischen den Parteien mit dem folgenden Inhalt zulassen (vgl. act. 1 Rz 44): (1) Die Errichtung dieser Konten mit kurz- bis mittelfristigen Anleihen, die bis zum Verfall gehalten werden sollten, weshalb nicht der Marktwert der Anleihen, sondern der "generierte Cashflow" relevant sei. (2) Die Konten würden ein in sich geschlossenes und vom Hauptkonto unabhängiges Produkt darstellen. Ziel sei nicht die Spekulation mit kurzfristigen Kursschwankungen, sondern der Geldfluss über die gesamte Zeit der Anleihen. (3) Jedes Konto sei bis zur Rückzahlung der Anleihen im Umfang von 90 % des Kurswertes der Anleihen von der Beklagten durch Gewährung von Darlehen fremd zu finanzieren. Während der Dauer der Anleihen würden Zinszahlungen erfolgen, mit denen die Darlehenszinsen bezahlt würden. Die Rückzahlung der Darlehen erfolge nach Rückzahlung der Anleihen.

e) Anzufügen bleibt, dass derjenige das Vorhandensein einer Tatsache zu beweisen hat, der aus ihr Rechte ableitet (Art. 8 ZGB). Zumindest für das Vorhandensein einer eigenständigen LTV-Abrede ist die Klägerin somit beweisbelastet. Beweisthema ist daher *grundsätzlich* der übereinstimmende gegenseitige Wille der Parteien hinsichtlich der obgenannten Punkte 1 bis 3 (Art. 1 OR). Zu beachten ist, dass die Frage, ob ein Verhalten überhaupt als Willenserklärung zu interpretieren ist, die Frage also nach der Existenz der Willenserklärung, im Rahmen von Art. 1 OR zu lösen ist, während die Auslegung einer erfolgten Erklärung in Art. 18 OR geregelt wird. Von einer wirksamen Willenserklärung ist nicht erst un-

ter der Voraussetzung auszugehen, dass der Erklärende sich auch wirklich rechtsgeschäftlich äussern wollte, sondern bereits dann, wenn ihre Existenz und ihr Inhalt dem Erklärenden normativ zugerechnet werden kann. Dies ist dann der Fall, wenn der Erklärungsempfänger das Verhalten einer Person nach den konkreten Umständen objektiv als eine solche Willenserklärung verstehen durfte und musste. Nach vertrauenstheoretischen Grundsätzen wird der Erklärende somit vertraglich nicht gebunden, weil er einen bestimmt gearteten inneren Willen hatte, sondern weil er ein Verhalten an den Tag gelegt hat, aus dem die Gegenpartei in guten Treuen auf das Vorhandensein eines bestimmten Willens schliessen durfte (BK-KRAMER, Art. 1 N 37 ff., insb. N 45 und 101 ff.; so bereits BGE 69 II 319). Das Vertrauensprinzip findet auch bei der Auslegung einer tatsächlich erfolgten Willenserklärung Anwendung. Sie ist so auszulegen, wie ihr Empfänger sie in guten Treuen verstehen durfte und musste. Diesfalls wird also nicht eine Erklärung dem Erklärenden normativ zugerechnet, sondern ihr Inhalt. Daher wird auch von normativem Konsens gesprochen (BK-KRAMER, Art. 1 N 102).

Nach Art. 18 OR ist für die Festlegung des Vertragsinhalts zunächst der übereinstimmende wirkliche Wille der Parteien massgebend. Ist es nicht möglich, den tatsächlich vorhandenen Willen der Parteien festzustellen, weil sich jede Partei auf eine Vertragswirkung von bestimmtem Inhalt beruft und den von der Gegenpartei geltend gemachten Inhalt bestreitet, so ist mit Hilfe einer Auslegung nach Treu und Glauben der mutmassliche Wille der Parteien festzustellen (BGE 126 III 375, E. 2.e)aa). Wenn der wirkliche Parteiwille also unbeauptet oder unbewiesen bleibt, sind zur Ermittlung des mutmasslichen Parteiwillens die Erklärungen der Parteien aufgrund des *Vertrauensprinzips* so auszulegen, wie sie nach ihrem Wortlaut und Zusammenhang sowie den gesamten Umständen verstanden werden durften und mussten. Dabei hat das Gericht zu berücksichtigen, was sachgerecht ist, weil nicht anzunehmen ist, dass die Parteien eine unangemessene Lösung gewollt haben (BGer 4C.107/2004, E. 2).

Ausgangspunkt einer jeden Auslegung ist der Wortlaut. Allerdings stellt dieser lediglich den Beginn der Auslegung nach dem Vertrauensprinzip dar. Denn nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung ist der Wortlaut nicht zwingend massge-

bend, weshalb eine reine Auslegung nach dem Wortsinn gar unzulässig wäre. Selbst wenn eine Vertragsbestimmung auf den ersten Blick klar erscheint, ist es möglich, dass der Wortlaut durch andere Indizien in Frage gestellt wird (BGE 127 III 444, E. 1b). Umgekehrt kann das Ergebnis der Wortlautauslegung dazu führen, dass ein klares Resultat nicht ermittelt werden kann. In beiden Fällen ist deshalb auf weitere Auslegungsmittel zurückzugreifen (BSK OR I-WIEGAND, Art. 18 N 25). Als weitere oder ergänzende Mittel zur Auslegung von Verträgen sind etwa die Entstehungsgeschichte des Vertrages, die Begleitumstände, das Verhalten der Parteien vor Vertragsschluss, der Vertragszweck und die Verkehrssitte sowie Usancen zu nennen (BSK OR I-WIEGAND, Art. 18 N 26 ff.).

f) Die Klägerin behauptet nicht, es sei zu einer übereinstimmenden gegenseitigen Willensäusserung gekommen. Angesichts der Tatsache, dass allfällige Gespräche nicht genügend substantiiert dargelegt worden sind und die Klägerin nicht darlegt, woraus sich aufgrund der E-Mails ein übereinstimmender gegenseitiger Wille ergeben würde, sind die schriftlichen Erklärungen ohnehin auszulegen. Dies scheint letztlich auch die Klägerin zu tun, wenn sie an verschiedenen Stellen ausführt, nach Treu und Glauben hätten die Erklärungen im E-Mail-Verkehr nur in ihrem Sinne verstanden werden dürfen (act. 17 Rz 55 und 63, ebenso Rz 82), die Aussagen H.____s (Angestellter der Beklagten) müssten nach dem Vertrauensprinzip ausgelegt werden (act. 17 Rz 62; vgl. eine ähnliche Formulierung in Rz 75) oder ein objektives Verständnis spreche für ihre Auffassung (act. 17 Rz 94 und 96). Anzuführen bleibt, dass nicht bestritten ist, dass die LTV-Konten tatsächlich eingerichtet worden sind und Darlehen ausbezahlt worden sind. Fraglich ist bloss, ob im Rahmen ihrer Errichtung die hiervor genannten zusätzlichen Abreden, die von den vertraglichen Rahmenbedingungen abweichen, getroffen worden sind (vgl. vorstehend Ziff. 4.5.1.d). Der Streit dreht sich somit nicht um die Existenz einer Willenserklärung, sondern um ihren Inhalt. Die E-Mail-Korrespondenz bzw. die Erklärungen in den E-Mails sind somit nachfolgend auszulegen und es ist zu prüfen, ob die Klägerin nach Treu und Glauben davon ausgehen durfte, dass die obgenannten Punkte 1 bis 3 (vgl. Ziff. 4.5.1.d) Vertragsinhalt bilden würden. Dabei ist einzig auf diejenigen E-Mails einzugehen, die für die Entscheidungsfindung hinsichtlich der genannten Punkte als relevant betrachtet werden.

4.5.2. E-Mail-Korrespondenz zum LTV1

a) *E-Mail Nr. 1* datiert vom 31. März 2008 (act. 17 Rz 40 ff.). Hinsichtlich der fraglichen drei Punkte bzw. einer *konkreten* Vereinbarung kann dieser E-Mail allerdings kaum etwas entnommen werden. Erwähnenswert ist immerhin, dass daraus hervorgeht, dass Diskussionen stattgefunden haben, nicht aber wann, in welcher Form (telefonisch, schriftlich) und wo. Weiter lässt sich entnehmen, dass *Ideen* diskutiert worden sind, namentlich über den Namen eines *separaten* gehebelten Portfolios und dessen Inhalt. Insbesondere machte H._____ auch Ausführungen zu erwarteten Zinsen und nennt als möglichen Leverage (Fremdfinanzierungsgrad) den Wert von 75 % (act. 3/7 und 11/16).

b) *E-Mail Nr. 2* wurde F._____ (Begünstigter der Klägerin und im vorliegenden Zusammenhang die in der Regel für die Klägerin handelnde natürliche Person) von H._____ am 7. April 2008 zugesandt (act. 17 Rz 44 ff.). Auch aus dieser E-Mail lässt sich für die vorliegende Fragestellung nur wenig entnehmen, zumal bloss von *Informationen* gesprochen wird. Auch hier wird von einem Leverage von 75 % ausgegangen, mithin von einem Fremdfinanzierungsgrad, der selbst nach der Darstellung der Klägerin letztlich nicht vereinbart worden ist. Einen Schluss auf die Frage, ob Marktwerte oder Nominalwerte hätten relevant sein sollen (fraglicher Punkt Nr. 2), lässt die E-Mail nicht zu (act. 3/6). Zu unterscheiden ist ohnehin zwischen Fremdfinanzierungsgrad und Gegenstand der Sicherheit. Die 75 % betreffen den Anteil der Beklagten am Kaufpreis der Anleihen, während die Frage des relevanten Wertes die Belehnungsgrenze, mithin eine mögliche Pfandabrede, beschlägt. Aufgrund der "Zusicherung" eines bestimmten Anteils am Kaufpreis kann ohne weitere Anhaltspunkte nicht von einem Verzicht auf Einhaltung der Belehnungsgrenzen während der Laufzeit der Anleihen ausgegangen werden.

c) *E-Mail Nr. 3* datiert vom 8. April 2008 (act. 17 Rz 52). Darin informierte G._____ (Angestellte der Beklagten) F._____ über die Zinssätze für Darlehen in USD mit verschiedenen Laufzeiten. Entgegen der Ansicht der Klägerin ergibt sich daraus weder, dass bereits ein Portfolio errichtet worden wäre, noch dass dieses vom Hauptkonto getrennt hätte gehandhabt werden sollen oder dass die Marktwerte während den Laufzeiten unbedeutend hätten sein sollen.

d) *E-Mail Nr. 4* ist eine Antwort von G._____ vom 10. April 2008 auf eine E-Mail von F._____ vom gleichen Tag (act. 17 Rz 53 ff.). Es bleibt auch bei diesem E-Mail-Verkehr dabei, dass für die Beantwortung der genannten drei Punkte kaum Anhaltspunkte gewonnen werden können. Es ist zwar richtig, dass die grösstmögliche Haftung zur Sprache gekommen ist, was gemäss G._____ dann der Fall sei, wenn alle Anleihen ausfallen würden (act. 3/8). Richtig ist weiter, dass allfällige Belehnungsgrenzen nicht zur Sprache gekommen sind. Allerdings ist wiederum zu beachten, dass sich die Belehnungsgrenze auf die Bestellung einer Sicherheit bezieht. Unter einer Belehnungsgrenze versteht man den relativen Wert einer belehnungsfähigen Sicherheit, den ein Kreditgeber maximal als Deckung für einen Kredit anzurechnen bereit ist (BOEMLE ET AL., Geld-, Bank- und Finanzmarktlexikon der Schweiz, Zürich 2002, S. 167). Die Frage der Haftung betrifft hingegen die reine Darlehenskomponente einer Abrede. In besagter E-Mail kam die Bestellung von Sicherheiten nicht zur Sprache. Schliesslich ist auf Antwort Nr. 2 von G._____ hinzuweisen: "you can make a loan with the maturity you prefer but you have to take in to consideration that the interest may raise in the meantime" (act. 3/5). Die Klägerin hat diese Erklärung so verstanden, dass sie Zinsen auf die Darlehenssumme zahlen müsse und dass der Zinssatz von der Beklagten erhöht werden könne (act. 17 Rz 53). Zumindest dem dispositiven Schweizer Vertragsrecht sind einseitige Vertragsänderungen *in der Regel* fremd. Die Antwort von G._____ würde daher grundsätzlich nur dann einen Sinn ergeben, wenn eine vertragliche Vereinbarung diese einseitige Erhöhung des Darlehenszinses während der Laufzeit des Darlehens zuliesse. Schliesslich bleibt anzufügen, dass sich entgegen der Auffassung der Klägerin nicht die Frage stellt, ob eine Pflicht der Beklagten bestanden hätte, auf Belehnungswerte aufmerksam zu machen, falls solche für sie eine Rolle gespielt hätten. Entscheidend ist bloss, was Vertragsinhalt geworden ist.

e) *E-Mail Nr. 5* datiert ebenfalls vom 10. April 2008 (vgl. act. 17 Rz 56 ff.) und beinhaltet *Vorschläge* H._____s zu verschiedenen Fremdfinanzierungsgraden (act. 3/8). Es ergeben sich somit für die hier zu beantworteten Fragen keine Schlüsse. Insbesondere kann nicht abgeleitet werden, es sei stets der Nennwert der Anleihen relevant gewesen (act. 17 Rz 56). Der E-Mail kann einzig entnom-

men werden, dass die Beklagte verschiedene Vorschläge unterbreitet hat, die in der Folge von den Parteien diskutiert worden sind. Weiter zeigt sich, dass das Projekt der Kreditabteilung der Beklagten unterbreitet werden musste.

f) *E-Mail Nr. 6* stammt von H._____ und wurde F._____ am 11. April 2008 zugesandt (act. 17 Rz 60 ff.). Daraus ergeben sich erstmals Anhaltspunkte, insbesondere zur Struktur der LTV-Konten. H._____ erklärte, dass die Kreditabteilung grundsätzlich dem LTV-Konto mit einem Fremdfinanzierungsgrad von 90 % zugestimmt habe. Allerdings müssten die Transaktionen unter der gleichen Kontonummer geführt werden, "with a separate PF [Portfolio] (e.g. LTV) of course", da basierend auf der Substanz im klägerischen Portfolio genügend Vermögenswerte für den Hebel vorhanden seien (act. 3/9). Tatsächlich kann, wie schon bei E-Mail Nr. 1, entnommen werden, dass die Rede von einem separaten Portfolio war, nun allerdings unter der *gleichen Kontonummer*. Ebenso wird die Substanz des Portfolios (Hauptkontos) angesprochen. Entgegen der Ansicht der Klägerin kann der E-Mail aber nicht entnommen werden, dass ein eigenständiges, vom Hauptkonto gar *isoliertes* Portfolio vereinbart worden wäre. Die Verwendung der gleichen Kontonummer würde vielmehr gegen ein eigenständiges Portfolio sprechen.

g) *E-Mail Nr. 7* datiert ebenfalls vom 11. April 2008 (act. 17 Rz 64). Diese E-Mail gibt zwar ebenfalls keine Anhaltspunkte für die drei obgenannten Punkte. Immerhin lässt sich ihr entnehmen, dass F._____ mit gleichem Datum das Angebot bezüglich der offerierten Darlehen angenommen hat. Dies wurde von der Beklagten in der Folge auch bestätigt (vgl. act. 3/12).

h) Die soeben dargelegten E-Mails betreffen somit die Errichtung des **LTV1**. Nach der Annahme des "Angebots", mithin *nach* "Vertragsabschluss" (vgl. vorstehend E-Mail Nr. 7), erfolgte der Austausch von rund vier weiteren E-Mails, nach wie vor aber hinsichtlich des LTV1. Am 14. April 2008 informierte H._____ F._____ über die erworbenen Anleihen (act. 3/13). Es ist richtig, wie die Klägerin anmerkt, dass in diesen E-Mails weder von Belehnungsgrenzen bezüglich Marktwerten noch von Marktwerten der Anleihen an sich gesprochen wurde (act. 17 Rz 66). Ein weiterer E-Mail-Austausch fand am 15. und am 16. April 2008 statt (act. 17 Rz 68 ff.). Mit E-Mail vom 16. April 2008 beantwortete G._____ eine An-

frage von F._____ vom Vortag und erklärte die gesprochenen Darlehen samt ihrer Aufteilung auf zwei Portfolios, namentlich das reguläre Portfolio und das gehebelte LTV-Konto, das als "Sub. Account LTV1" bezeichnet wird. Das LTV-Konto erhielt die gleiche Kontonummer wie das Hauptkonto, jedoch mit der Endung "... " (act. 3/15). Was die Gründe für die Aufteilung waren, kann der E-Mail nicht entnommen werden. Immerhin können bereits die Ausführungen der Klägerin darauf hinweisen, dass unter Umständen auch die Trennung zwischen Eigen- und Fremdmitteln ein Grund war (vgl. act. 17 Rz 69). Weiter zeigt sich, dass das LTV-Konto (LTV1) als gehebeltes Portfolio bezeichnet wird, was wiederum auf die Trennung zwischen Eigen- und Fremdmitteln hinweist. Dass aber das Hauptkonto und das Subkonto als von einander getrennt bzw. losgelöst betrachtet werden müssten, kann dem Wortlaut der E-Mail, entgegen der Ansicht der Klägerin, nicht entnommen werden. Jedenfalls lässt nicht bereits die Tatsache, dass von einem regulären und einem gehebelten Portfolio gesprochen wird, einen entsprechenden Schluss zu. Vielmehr weist dies höchstens darauf hin, dass das LTV1-Konto sowohl aus Eigen- als auch aus Fremdmitteln bestand. Anzuführen bleibt, dass auch für das Hauptkonto Darlehen gesprochen worden sind. Durch die Überweisung auf das Subkonto wurde es jedoch als Eigenmittel der Klägerin betrachtet (act. 17 Rz 73). Fraglich ist, weshalb dies nicht auch gleichzeitig einen buchhalterischen Grund darstellt, wie dies von der Beklagten vorgebracht, von der Klägerin hingegen bestritten wird (vgl. act. 17 Rz 71). Dies braucht an dieser Stelle aber nicht beantwortet zu werden.

4.5.3. E-Mail-Korrespondenz zum LTV2

a) *E-Mail Nr. 8* datiert vom 24. April 2008 und betrifft die Eröffnung des LTV2 (act. 17 Rz 79 ff.). Der E-Mail kann entnommen werden, dass zumindest in diesem Fall F._____ für ein weiteres LTV-Konto mit derselben Struktur ("*with the same structure*") wie das LTV1 nachgefragt hat (act. 3/16; act. 17 Rz 79). Dieses Konto wurde in der Folge auch eröffnet (act. 3/17). Dass für das **LTV2** die gleichen (Vertrags-)Bedingungen gelten sollten, wie die Klägerin vorbringt, könnte zwar erwartet werden, ergibt sich so aber nicht aus der E-Mail. Ob mit dem englischen Wort "Structure" das deutsche "Bedingungen" gemeint war, erscheint frag-

lich. Vielmehr dürfte wohl von (Auf-)Bau, Struktur oder Gefüge auszugehen sein. Dies ergäbe auch im Kontext mit Ziff. 4 in genannter E-Mail Sinn. Dort hält F._____ das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital fest, was ohne weiteres als Struktur oder Aufbau bezeichnet werden kann.

b) *E-Mail Nr. 9* wurde zwar von der Beklagten eingereicht. Die Klägerin be-ruft sich in der Replik aber auch auf diese E-Mail (act. 17 Rz 81 ff.). Sie datiert ebenfalls vom 24. April 2008 und wurde von H._____ an F._____ versandt (act. 11/14). Die Klägerin ist der Auffassung, der Inhalt dieser E-Mail sei praktisch identisch mit vorstehend genannter E-Mail Nr. 6 (*"with a separate PF of course"*; act. 3/9). Deshalb ergebe sich auch aus E-Mail Nr. 9, dass die Klägerin vor dem Hintergrund der bisherigen E-Mail-Kontakte nicht habe davon ausgehen müssen, es sei für sämtliche Portfolios zusammen betrachtet eine einheitliche Belehnungsgrenze zu beachten gewesen (act. 17 Rz 82). Ebenso enthalte die E-Mail keine Hinweise auf relevante Marktwerte im Zusammenhang mit der Belehnungsgrenze. Der Wortlaut von E-Mail Nr. 9 ist der folgende: *"[...] For formal reasons i have to mention that the leverage of the "LTV" Portfolios are conected to whole portfolio respectively are in the context with the overall portfolio. [...]"*. H._____ hielt demnach fest, dass er aus formellen Gründen erwähnen müsse, dass der Fremdfinanzierungsgrad (bzw. das Verhältnis zwischen Fremd- und Eigenkapital) für die LTV-Konten mit dem ganzen Portfolio gekoppelt sei bzw. dass er in einem Kontext mit dem gesamten Portfolio stehe. Es zeigt sich somit vorerst, dass E-Mail Nr. 6 und Nr. 9 keineswegs einen praktisch identischen Inhalt aufweisen. Nachdem bereits bei E-Mail Nr. 6, entgegen der Ansicht der Klägerin, festgehalten wurde, dass ihm nicht entnommen werden könne, dass ein eigenständiges, vom Hauptkonto gar *isoliertes* Portfolio vereinbart worden wäre, muss dies nach E-Mail Nr. 9 umso mehr gelten. Auch aus E-Mail Nr. 9 geht im Übrigen nichts zur Frage der Belehnungsgrenzen hinsichtlich Marktwerten hervor. Anzuführen bleibt, dass F._____ gleichentags antwortete: *"[...] I understand and accept the banks terms."* (act. 11/14).

c) Die soeben dargelegten E-Mails betreffen die Errichtung des **LTV2**. Nach der Annahme des Angebots, mithin *nach* "Vertragsabschluss" sowohl hinsichtlich

des LTV1 als auch des LTV2 (vgl. vorstehend E-Mail Nr. 9), erfolgten weitere Kontakte per E-Mail, namentlich in Bezug auf eine Verdoppelung des LTV1- bzw. LTV2-Kontos. Mit E-Mail vom 5. Mai 2008 erklärte H._____, eine Verdoppelung des LTV2 auf *nominal* USD 20 Mio. sei möglich. Dafür müssten aber wiederum USD 1 Mio. (sinngemäss: vom Hauptkonto auf das LTV2-Konto) transferiert werden, um den Fremdkapitalisierungsgrad aufrecht erhalten zu können (act. 3/19). Letztlich sei gemäss Klägerin allerdings nicht das LTV2, sondern das LTV1 verdoppelt worden (act. 17 Rz 88). Dass tatsächlich H._____ eine solche Verdoppelung vorgeschlagen haben soll, wie die Klägerin geltend macht, ergibt sich aus der E-Mail vom 5. Mai 2008 aber nicht. Es ist eher vom Gegenteil auszugehen: H._____ leitete seine Ausführungen mit "Re doubling up LTV2" ein (act. 3/19). "Re" kennzeichnet im E-Mail-Verkehr üblicherweise eine Antwort. Die Aussage von H._____, "you can doubling up the positions", erscheint in diesem Kontext daher vielmehr als Antwort auf die Frage (von F._____), ob eine Verdoppelung des LTV2 möglich sei. Mit Blick auf eine E-Mail vom 6. Mai 2008, gesendet von G._____ (act. 3/20), erklärt die Klägerin, dass sich auch daraus ergebe, dass die Nominalwerte der Anleihenpapiere von Bedeutung gewesen seien, weshalb von Marktwerten nie die Rede gewesen sei. Zudem sei der Leverage entsprechend dem Verhältnis der gewährten Darlehenssummen und dem Nominalwert bestimmt worden. Für die Verdoppelung seien daher USD 1 Mio. vom Hauptkonto auf das LTV1 transferiert worden. Auch dies zeige, dass das Hauptkonto und das LTV-Konto unabhängig voneinander gewesen seien (act. 17 Rz 89 f.). In besagter E-Mail fragte G._____ allerdings nur an, ob F._____ die USD 1 Mio. vom Hauptkonto (*ordinario* [.01]) auf das LTV-Konto transferieren wolle (act. 3/20). Mehr kann der E-Mail nicht entnommen werden. Es ist weder von Markt- noch von Nominalwerten und insbesondere auch nicht von Belehnungsgrenzen die Rede.

d) *E-Mail Nr. 10* datiert vom 12. Mai 2008 und betrifft eine Antwort von G._____ auf eine Anfrage von F._____ (act. 17 Rz 92 ff.). Nach Angaben der Klägerin habe sich F._____ vergewissert, ob er die Funktionsweise und Struktur der LTV-Konten richtig verstanden habe. Insbesondere habe er nachgefragt, ob hinsichtlich der Darlehen für die LTV-Konten eine Nachschusspflicht (margin call) als Sicherheit gegen Kursrückgänge bei den belehnten Vermögenswerten beste-

he (act. 17 Rz 92). G._____ habe in ihrer E-Mail Nachschusspflichten für die LTV-Portfolios klar verneint. Zudem habe sie bestätigt, dass die LTV-Konten gesondert zu betrachten seien (act. 17 Rz 92). Die Antwort G._____s auf die Frage, ob "there any margin calls on the LTV 1 and 2" bestehen würden, hat den folgenden Wortlaut: "No F._____, there is only margin calls on futures or forex. What can happened is that the bondprices fall and the total value of Ltv1 or Ltv2 gets less and if the leverage is to tight one would have either to sell or to send new money. This is not the case for you as there is lot of space!" (act. 3/22). Wie die Klägerin richtig vorbringt, hat G._____ das Vorhandensein von "margin calls" verneint. Allerdings fragt sich, wie der Begriff "margin call" zu verstehen ist.

Unter einem "margin" versteht man gemeinhin einen so genannten Einschuss bzw. eine Mindesteinzahlung als Sicherheitsleistung für Transaktionen im Handel mit Futures und für bestimmte Transaktionen im Optionenhandel. In diesem Sinne ist unter "margin call" eine Aufforderung zur Nachschusszahlung aufgrund einer Nachschussverpflichtung bei nicht mehr ausreichenden Sicherheiten im Termingeschäft zu verstehen (BOEMLE ET AL., a.a.O., S. 740). Bei einem Termingeschäft handelt es sich schliesslich um eine vertragliche Vereinbarung zwischen zwei Parteien, eine bestimmte Menge eines Gutes (z.B. Wertpapiere) zu einem bestimmten Preis und an einem im Voraus festgelegten Termin zu kaufen oder zu verkaufen (BOEMLE ET AL., a.a.O., S. 1026). Futures sind daher standardisierte Termingeschäfte und werden charakterisiert durch einen täglichen Gewinn- und Verlustausgleich sowie durch die Verpflichtung zur Hinterlegung von Sicherheiten (BOEMLE ET AL., a.a.O., S. 469).

Es wurde von keiner Partei behauptet, sie hätten ein Termingeschäft, namentlich einen Future, vereinbart. Vielmehr war stets von Anleihen, also von Schuldverschreibungen in Form eines Wertpapiers, die Rede. Insofern konnte es keine "margin calls" im Sinne der genannten Definition geben. Damit aber ist die Antwort von G._____, es gebe "margin calls" nur bei Futures oder Forex, grundsätzlich richtig. Zwar ist der Klägerin darin zuzustimmen, dass es widersprüchlich erscheint, zunächst eine "margin call" zu verneinen und anschliessend eine "Nachschusszahlung" zu fordern. Widersprüchlich ist dieses Verhalten aber nur dann,

wenn "margin call" unabhängig von der Natur des Wertpapiers als generelle Aufforderung zur Nachschusszahlung und nicht als Nachschussverpflichtung bei Termingeschäften verstanden wird. Vorliegend ist aber ohnehin nicht zu entscheiden, wie der Begriff "margin call" zu verstehen *ist*, sondern wie er unter den genannten Umständen von der Klägerin *verstanden werden durfte und musste*. Entscheidend ist daher vielmehr, was G._____ danach festgehalten hat. So hat sie darauf hingewiesen, dass ein Verkauf oder eine Nachzahlung möglich sei ("can happened"), wenn die Anleihepreise sinken würden, dadurch der Wert des LTV1 oder des LTV2 kleiner und der Leverage (Fremdfinanzierungsgrad; Eigenkapitaldecke) zu eng werde (act. 3/22). Entgegen der Ansicht der Klägerin waren somit Marktwerte ("bondprices") ohne Weiteres zu beachten. Zudem spricht G._____ klar von Verkäufen ("sell") oder Nachzahlungen ("send new money"). Damit erscheint in der E-Mail-Korrespondenz erstmals der Zusammenhang zwischen den Marktwerten der Anleihen und Sicherheiten. Objektiv betrachtet hat G._____ daher begrifflich korrekt das Vorliegen einer Nachschussverpflichtung bei Termingeschäften verneint, weil eine solche nicht vorgelegen hat ("there is only margin calls on futures or forex"). Unabhängig davon, von welchem Verständnis die Klägerin im Zusammenhang mit dem Begriff "margin call" ausgegangen ist, durfte sie angesichts der weiteren Hinweise von G._____ nicht davon ausgehen, es bestünde entgegen der geltenden Pfand- und Kreditvereinbarung *keine* Pflicht, unter Umständen, namentlich bei sinkenden Marktwerten der Anleihen, Verkäufe zu tätigen oder Nachzahlungen zu leisten. Eine solche Auffassung würde der Auskunft von G._____ klar widersprechen.

4.5.4 E-Mail-Korrespondenz zum LTV3

a) *E-Mail Nr. 11* stammt von H._____ und wurde F._____ am 3. Juli 2008 geschickt. Darin wird die Eröffnung des LTV3-Kontos bestätigt (act. 17 Rz 97 ff.). Weiter hält H._____ fest, dass er die gehebelten Zinseinnahmen berechnen werde, sobald er den Darlehenszinssatz kenne (act. 3/23). Inwiefern aus dieser Aussage gefolgert werden kann, dass einzig die Zinsströme entscheidend gewesen und die Marktwerte der Anleihen als irrelevant betrachtet worden seien, wie die Klägerin geltend macht (act. 17 Rz 98), ist unklar. Die Erwähnung der Zinssätze genügt dazu jedenfalls nicht. Zumindest ergibt sich aus dem Wortlaut der E-Mail kein entsprechender Schluss.

b) *E-Mail Nr. 12* datiert vom 7. Juli 2008 und enthält eine Antwort von I._____ (Angestellte der Beklagten) an F._____ (act. 17 Rz 102 f.). Sie offerierte das Darlehen für das LTV3 und gab den Darlehenszins bekannt. Gleichzeitig erklärte sie, dass rund USD 1 Mio. vom Hauptkonto ("A") auf das LTV3-Konto transferiert und im Umfang von USD 9 Mio. ein weiteres Darlehen gesprochen werde (act. 3/24). Wie die Klägerin richtig ausführt, zeigt dies wiederum das Vorgehen zur Etablierung des Fremdfinanzierungsgrades auf, namentlich USD 1 Mio. Eigen- und USD 9 Mio. Fremdkapital. Mehr lässt sich der E-Mail aber nicht entnehmen.

4.5.5 Weitere E-Mail-Korrespondenz

E-Mail Nr. 13 betrifft eine Anfrage von F._____ vom 19. August 2008, ob die Errichtung eines LTV4 möglich wäre (act. 17 Rz 105 ff.). G._____ verneinte dies: "At present there is no space for a LTV4. We would need more assets before otherwise it get so tight that the chance of having to sell at the wrong time gets very big" (act. 11/22). Inwiefern daraus ersichtlich wird, dass die Beklagte lediglich nicht mehr bereit gewesen sein soll, ein weiteres Darlehen zu gewähren, für die drei LTV-Konten jedoch keine sich an schwankenden Marktwerten messenden Belehnungsgrenzen bestehen würden, wie die Klägerin vorbringt (act. 17 Rz 106), ist nicht nachvollziehbar. Denn G._____ zeigte wie schon in E-Mail Nr. 10 den

Zusammenhang zwischen der engen Eigenkapitaldecke und den als Sicherheit dienenden Assets (Wertpapieren) auf. Gleichzeitig wies sie aber auch auf die Möglichkeit eines *verfrühten Verkaufs* hin. Mit anderen Worten war sie der Auffassung, dass bei einer zu geringen Eigenkapitaldecke die Möglichkeit bzw. Gefahr eines Verkaufs der Wertpapiere bestehen könnte. Offenbar nahm dies F._____ ohne Widerspruch zur Kenntnis und antwortete: "Lets revisit this in a few months".

4.5.6. Würdigung der E-Mail-Korrespondenz

a) Wie gezeigt, stellt sich die Klägerin auf den Standpunkt, dass sie aufgrund des vorstehend aufgezeigten E-Mail-Verkehrs habe davon ausgehen dürfen, dass (1) nicht der Marktwert der Anleihen, sondern der Cashflow über die gesamte Zeit der Anleihen relevant gewesen sei, (2) die Konten ein in sich geschlossenes und vom Hauptkonto unabhängiges Produkt darstellen würden und (3) jedes Konto bis zur Rückzahlung der Anleihen im Umfang von 90 % des Kurswertes der Anleihen von der Beklagten durch Gewährung von Darlehen fremd zu finanzieren gewesen sei. Während der Dauer der Anleihen würden Zinszahlungen erfolgen, mit denen die Darlehenszinsen bezahlt würden. Die Rückzahlung der Darlehen erfolge nach Rückzahlung der Anleihen (act. 1 Rz 44). Die Klägerin stellt sich mit anderen Worten auf den Standpunkt, dass zwar die Anleihen als Sicherheit gedient hätten, Belehnungsgrenzen aber nicht vereinbart worden seien, auch nicht für das Hauptkonto, weshalb auch keine "margin calls" hätten stattfinden dürfen. Der Fremdkapitalisierungsgrad habe sich am *Nennwert* der Anleihen orientiert und sich auf die einzelnen, separaten und von einander sowie vom Hauptkonto unabhängigen LTV-Konten bezogen, weshalb auch schwankende Marktwerte nicht relevant gewesen seien (vgl. auch act. 17 Rz 119 ff.).

b) Die Würdigung der E-Mail-Korrespondenz hinsichtlich aller LTV-Konten, wobei lediglich die E-Mails Nr. 1, 9 bis 10 und 13 von Relevanz sind, ergibt, dass sich die von der Klägerin vorgebrachten mündlich getroffenen Abreden nicht erschliessen lassen. Es ist zwar richtig, dass vereinzelt von separaten Accounts gesprochen wurde. Bei E-Mail Nr. 1 handelte es sich aber erst um eine *Idee* (act. 3/7). Bei E-Mail Nr. 6, mithin noch vor Annahme des Angebots für das LTV1-

Konto, wurde zwar wiederum von einem separaten Konto gesprochen, allerdings auch davon, "[...] that we have to do the transactions within the same account number" (act. 3/9). Was mit "separat" gemeint war, geht aus den beiden E-Mails nicht hervor. Zunächst würde dies zwar im Sinne einer wortgetreuen Auslegung auf die von der Klägerin vorgebrachte Eigenständigkeit hinweisen. Dagegen spricht allerdings, dass alle Transaktionen unter der bestehenden Kontonummer abgewickelt werden mussten. Die Ausführung unter einer einzigen Kontonummer widerspricht demnach der Behauptung, die LTV-Konten seien vom (Haupt-)Konto mit ebendieser Kontonummer unabhängig gewesen. Letztlich lassen diese beiden E-Mails aber kein klares Auslegungsergebnis zu, weshalb die weiteren E-Mail-Kontakte zu untersuchen sind.

c) E-Mail Nr. 9 wurde nach Erstellung des LTV1, allerdings vor dem Aufsetzen des LTV2, versandt. Darin hält H._____ klar fest, dass der Fremdfinanzierungsgrad (*leverage*) des LTV-Kontos an das ganze Portfolio gekoppelt sei bzw. im Zusammenhang mit dem gesamten (*overall*) Portfolio stehe (act. 11/14). Auch dies widerspricht der Behauptung der Klägerin, es seien eigenständige LTV-Konten vereinbart gewesen. Zumindest hinsichtlich des LTV2 durfte die Klägerin demnach nicht davon ausgehen, dass die LTV-Konten vom Hauptkonto gänzlich unabhängig sein würden. Im Übrigen weist E-Mail Nr. 9 bzw. die Antwort von F._____ darauf hin, dass auch er nicht von gänzlich eigenständigen LTV-Konten ausgegangen ist. Denn seine Antwort auf die Information, dass der Fremdfinanzierungsgrad der LTV-Konten an das gesamte klägerische Portfolio gekoppelt sei, lautete schlicht: "I understand and accept the banks terms". Wäre F._____ nicht mit der Verbindung zum gesamten Portfolio einverstanden gewesen, so hätte er sicherlich opponiert. Daher zeigt sich, dass selbst das Verhalten von F._____ den vorliegend gewonnenen Eindruck bestätigt, dass nicht von gänzlich unabhängigen LTV-Konten ausgegangen werden durfte. Beachtlich ist im Übrigen, dass auch die Klägerin behauptet, mit diesem Akzept habe sich F._____ zu den Bedingungen geäußert, wie sie die Beklagte formuliert habe (act. 17 Rz 86). Das bedeutet somit nichts anderes, als dass F._____ die Bedingung, dass der Fremdfinanzierungsgrad mit dem gesamten klägerischen Portfolio gekoppelt ist, *verstanden und akzeptiert* hatte.

d) Diese Schlussfolgerung wird auch durch die E-Mails Nr. 10 und 13 bestätigt. F._____ hat nicht opponiert, als ihm G._____ mitgeteilt hatte, dass ein Verkauf oder eine Nachzahlung möglich wäre ("can happened"), wenn die Anleienspreise sinken würden, dadurch der Wert des LTV1 oder des LTV2 kleiner und der Leverage (Fremdfinanzierungsgrad oder Eigenkapitaldecke) zu eng würde (act. 3/22). F._____ hat G._____ auch nicht widersprochen, als diese ihm dargelegt hatte, dass die vorhandenen Sicherheiten für ein LTV4 zu gering seien, um der Gefahr eines verfrühten Verkaufs begegnen zu können (act. 11/22). Weder lässt sich also ableiten, dass stets nur die einzelnen, mutmasslich eigenständigen LTV-Konten je einzeln hätten betrachtet werden müssen, noch dass F._____ von eben dieser Vorstellung ausgegangen wäre. Auch ist es nicht möglich zu folgern, dass entgegen der geltenden Pfand- und Kreditvereinbarung schwankende Marktwerte unbeachtlich gewesen wären. Das Gleiche gilt für die Behauptung, dass keine Belehnungsgrenzen bestanden hätten. Aufgrund der E-Mails ist vielmehr vom Gegenteil auszugehen: Nicht nur wurde der Klägerin aufgezeigt, dass sämtliche Portfolios miteinander gekoppelt sind, sondern auch, dass die Sicherheiten die Belehnungsgrenze darstellen und sich diese an den Marktwerten der Anleihen orientiert. Nur durch die Schwankungen der Kurse kann die Eigenkapitaldecke zu eng werden und die Klägerin dadurch zu Nachschusszahlungen oder Verkäufen gezwungen sein. Diese Umstände wurden der Klägerin durch G._____ und H._____ mehrfach mitgeteilt. Richtigerweise bestand also keine termingeschäftliche Nachschussverpflichtung, sondern eine Pflicht zur Erhöhung von Sicherheiten. Damit aber bestehen keine Anhaltspunkte, aufgrund welcher die Klägerin hätte davon ausgehen dürfen, dass entgegen der geltenden Pfand- und Kreditvereinbarung keine Belehnungsgrenzen bestanden hätten und Marktwerte unbeachtlich gewesen wären. Nachdem die vertraglichen Rahmenbedingungen bereits dargelegt worden sind, zeigt sich, dass die von G._____ und H._____ erteilten Auskünfte letztlich den vertraglichen Bestimmungen des Pfand- und des Kreditvertrages entsprachen. Dass diese durch die E-Mail-Korrespondenz aufgehoben oder abgeändert worden wären, kann, wie erwähnt, nicht erstellt werden. Insofern durfte und musste die Klägerin auch nicht davon ausgehen.

e) Zusammenfassend lässt sich daher festhalten, dass sich entgegen der Auffassung der Klägerin aus dem E-Mail-Verkehr zwischen den Parteien nicht ergibt, dass die von ihr behaupteten *speziellen* Abreden getroffen worden wären bzw. dass sie aufgrund der Erklärungen der Angestellten der Beklagten von einer solchen Abrede mit entsprechendem Inhalt hätte ausgehen dürfen, gar müssen. Daraus folgt, dass die vertraglichen Rahmenbedingungen, wie sie von der Beklagten dargelegt wurden, anwendbar sind (dazu vorstehend Ziff. 4.4, insb. 4.4.5).

f) An dieser Schlussfolgerung ändern auch die Behauptungen der Klägerin zur Funktionsweise und zur Struktur der LTV-Konten nichts. Dabei ist vorweg festzuhalten, dass sich die Funktionsweise der LTV-Konten, wie sie von der Klägerin behauptet wird, in dieser Weise nicht den Akten entnehmen lässt. Im Übrigen stünde sie auch nicht im Widerspruch zu den bestehenden vertraglichen Rahmenbedingungen. Allerdings gilt es zu beachten, dass die Klägerin zwar Darlehen und Sicherheiten erwähnt, es aber unterlässt, dazu entsprechende Differenzierungen vorzunehmen. Die Beziehungen zwischen den Parteien waren selbst nach klägerischer Darstellung vielfältiger Natur. Neben einer "normalen" Konto-/Depot-Beziehung bestanden offenbar Pfandabreden und Darlehensverträge. Auch die vertraglichen Rahmenbedingungen bestanden aus Pfand- und Darlehens- bzw. Kreditverträgen. Für die Beurteilung von Rechten und Pflichten aus diesen Verträgen oder Vertragsbestandteilen ist es von erheblicher Bedeutung, dass stets auf den konkreten Vertrag bzw. die entsprechende Abrede abgestellt wird. Daher ist beispielsweise stets zwischen Darlehens- und Sicherheitskomponente zu unterscheiden. Ob Sicherheiten als genügend bezeichnet werden oder weitere Sicherheiten bestellt werden müssen, bestimmt sich daher nicht nur nach dem Darlehens-, sondern auch nach dem Pfandvertrag. In diesem Sinne ist auch die Argumentation rechtlich zu beurteilen, die Beklagte habe von der Klägerin die Einschliessung weiterer Mittel oder den Verkauf von Anleihen verlangt, obwohl die Darlehen noch nicht zur Rückzahlung fällig gewesen seien. Die von der Beklagten verlangte Handlung bezieht sich auf Pflichten aus dem Pfandvertrag und hat mit der Laufzeit eines Darlehens grundsätzlich nichts zu tun. Daher stellt es keine Verletzung des Darlehensvertrages dar, wenn von der Klägerin weitere Mittel verlangt werden, weil dies die Pfandvereinbarung entsprechend vorsieht. Die Darle-

henssumme bleibt dadurch unberührt. Mit anderen Worten wird durch die Forderung der Beklagten nicht die Abmachung hinsichtlich des für den Erwerb der Anleihen nötigen Kapitals verletzt, sondern eine Pflicht der Klägerin aus dem Pfand- bzw. dem Kreditvertrag eingefordert. Insofern steht zumindest die Aufforderung zu Nachschusszahlungen nicht im Widerspruch zur Strategie, Zinsströme zu generieren. Denn sowohl die Darlehenszinsen als auch die Anleihenzinsen bleiben grundsätzlich gleich. Durch die Leistung einer Zahlung oder die Bestellung weiterer Sicherheiten erhöht sich auch nicht die (Darlehens-)Schuld der Klägerin gegenüber der Beklagten. Nur das Sicherungssubstrat wird vergrößert oder, wenn Kapital eingeschossen wird, die Darlehenssumme verkleinert.

Ohnehin bleibt anzufügen, dass aus dem Umstand alleine, dass die Beklagte bei der Errichtung der Portfolios jeweils nicht von der Beachtung irgendwelcher Belehnungswerte in Bezug auf Marktwerte gesprochen hat, nicht geschlossen werden durfte, dass nur auf die Nominalwerte abzustützen gewesen wäre und die Marktwerte erst bei der Auflösung des Portfolios eine Rolle gespielt hätten (act. 17 Rz 47). Es ist, wie bereits erwähnt, zwischen der reinen Darlehens- und der Pfand- bzw. Sicherheitskomponente zu unterscheiden. In den E-Mails war vor allem Erstere von Bedeutung und kam entsprechend auch zur Sprache. Kaum aber wurde von der Sicherung der Darlehen gesprochen. Die Tatsache, dass die Anlagen als Sicherheit dienen sollten, spricht ohnehin dafür, dass auf die Marktwerte abzustellen war, ansonsten der Zweck der Sicherheit ausgehöhlt würde. Das Abstützen auf Marktwerte steht auch nicht im Widerspruch zur von der Klägerin behaupteten Anlagestrategie, wonach nicht auf steigende Kurse spekuliert worden sei, sondern eine Konzentration auf den Cashflow stattgefunden habe. Dass die Beklagte insbesondere im Rahmen ihrer Aufforderungen an die Klägerin, aber auch bereits zuvor, Marktwerte erwähnte, hat nichts mit der Bindung des Darlehens an Marktwerte und Kursspekulationen zu tun, sondern mit der Bewertung und Beurteilung der hingegebenen Sicherheiten. Insofern scheint der Marktwert nicht unter dem Titel der Anlagestrategie, sondern vielmehr der Pfand- bzw. Sicherheitsleistung bedeutsam zu sein. Die Klägerin durfte somit nicht davon ausgehen, dass die Beklagte eine Verpflichtung hatte, 90 % der *Nennwerte* der Anleihen zu belehnen und die LTV-Konten als separate Produkte einer selbstän-

digen Betrachtung zu unterziehen, nachdem sich dies weder aus den E-Mails noch aus den vertraglichen Rahmenbedingungen ergibt (act. 17 Rz 123). Es ist zwar richtig und unbestritten, dass die Parteien jeweils eine Aufteilung von 9 zu 1 gewählt haben, mithin 90 % Fremd- und 10 % Eigenkapital. Daraus aber lässt sich direkt weder auf eine besondere Eigenständigkeit der LTV-Konten noch auf das Fehlen von Belehnungsgrenzen schliessen. Gleiches gilt für die Frage der Massgeblichkeit von Marktwerten. Hinsichtlich des Fremdfinanzierungsgrades kann den E-Mails nur entnommen werden, dass das Kapital für den Erwerb der Anleihen zu 90 % von der Beklagten und zu 10 % von der Klägerin kam. Dass die Beklagte auch bei der Verdoppelung an diesem Verhältnis festhielt, kann nun nicht dahingehend interpretiert werden, dass nur die Nennwerte von Bedeutung gewesen wären. Vielmehr sollte der Zukauf von Anleihen wiederum in diesem Verhältnis finanziert und infolgedessen Darlehen in entsprechender Höhe gesprochen werden. Ob die LTV-Konten schliesslich "selbstauflösend" waren, was im Übrigen durch die Beklagte bestritten wird (act. 27 Rz 304 f.) und was sich auch nicht dem E-Mail-Verkehr entnehmen lässt, dürfte ebenso nicht von Belang sein. Die Belehnungsgrenze und damit auch der notwendige Umfang an Sicherheiten richtet sich nach dem Marktwert der Anleihen. Wird von der Klägerin eine zusätzliche Kapitalzahlung verlangt, was unbestrittenermassen jeweils der erste Schritt der Beklagten war, so ändert sich nichts an der Laufzeit sowohl des Darlehens als auch der Anleihen. Das Portfolio ist nach wie vor selbstauflösend. Von einer die Pfand- und die Kreditvereinbarung abändernden oder von ihnen abweichenden Abrede kann in diesem Zusammenhang somit nicht gesprochen werden, und die Klägerin durfte auch nicht davon ausgehen.

4.5.7. Wie gezeigt, dreht sich die Auseinandersetzung zwischen den Parteien um die Frage, ob auf die LTV-Konten die bereits bestehenden vertraglichen Grundlagen anzuwenden oder ob eine spezielle, von diesen Grundlagen unabhängige Abrede getroffen worden ist. Es wurde dargelegt, dass sich eine spezielle "LTV-Abrede" nicht erstellen lässt bzw. die Klägerin nach Treu und Glauben aufgrund der Äusserungen der für die Beklagte handelnden Personen nicht davon ausgehen durfte, eine solche Vereinbarung sei mit dem entsprechenden Inhalt geschlossen worden. Dass die vertraglichen Grundlagen und nicht eine spezielle

Abrede zwischen den Parteien anwendbar waren, ergibt sich schliesslich aber vor allem auch aus dem Formular zur Eröffnung der LTV-Konten (bzw. der *Sub-accounts*). Es ist unbestritten, dass die von der Beklagten eingereichten Dokumente von der Klägerin unterzeichnet worden sind. Im Rahmen der Eröffnung der Sub-accounts vereinbarten die Parteien, dass "[t]he account and sub-account constitute a single account". Weiter hielten sie Folgendes fest: "The Client confirms that all agreements [...] between the Bank and the Client concerning the account are equally valid for the sub-account, with exception of those involving the management of the account [...]. In particular, the Client declares that a pledge of the account to the Bank also includes any and all assets contained in the sub-account" (act. 11/12-14). Nicht nur wurde also ausdrücklich festgehalten, dass Account und Sub-accounts als Einheit zu betrachten sind, sondern dass sämtliche Vereinbarungen im Rahmen des Accounts auch für den Sub-account gelten würden und dass insbesondere auch die Pfandvereinbarung bzw. die Verpfändung als solche auf den Sub-account ausgedehnt würde.

Dieses Formular hat eine zweifache Wirkung. Zum einen durfte die Klägerin nach dessen Unterzeichnung ohnehin nicht mehr davon ausgehen, die übrigen Vertragsgrundlagen würden zwischen den Parteien hinsichtlich der LTV-Konten nicht mehr gelten. Im Gegenteil: Die Anwendbarkeit der vertraglichen Grundlagen wurde *explizit* vereinbart. Ebenso wurde explizit die Einheit der Accounts vereinbart, so dass nicht behauptet werden kann, die Sub-accounts seien je einzeln und unabhängig von den anderen zu betrachten gewesen. Das Gleiche gilt für die Verpfändung. Zum anderen führt es zu einer direkten Anwendung insbesondere der Bestimmungen des Pfand- und des Kreditvertrages auf die Sub-accounts bzw. die LTV-Konten 1 bis 3, unabhängig davon, ob aufgrund der "Rahmenverträge" bereits stillschweigend eine Anwendung für die Subkonten hätte bejaht werden können. Die Behauptungen der Klägerin, in der E-Mail-Korrespondenz seien die AGB (bzw. die vertraglichen Rahmenbedingungen) mit keinem Wort erwähnt worden, weshalb sie nicht anwendbar seien (vgl. statt vieler act. 17 Rz 121), ist unbehelflich. Sie wären es aber wohl selbst dann, wenn die Formulare zur Eröffnung der LTV-Konten nicht unterzeichnet worden wären, zumal es dem Sinn von vertraglichen Rahmenbedingungen widerspräche, wenn sie stets erneut zum Vertragsin-

halt gemacht werden müssten. Es ist in einem solchen Fall daher vielmehr davon auszugehen, dass die Rahmenbedingungen gelten, sofern nicht explizit etwas anderes vereinbart worden ist - was vorliegend, wie gezeigt, nicht der Fall ist.

4.6. Zusammenfassung

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Parteien keine speziellen Abreden hinsichtlich der LTV-Konten getroffen haben, weshalb die allgemeinen vertraglichen Grundlagen, namentlich die Kontoeröffnungsbestimmungen, der Pfand- und der Kreditvertrag, zur Anwendung gelangen. Nach diesen Vertragsgrundlagen hatte die Beklagte das Recht, die Anleihen bzw. Teile davon zu verkaufen. Damit fehlt es an der Vertragsverletzung, weshalb die Grundlage für die Zusprechung von Schadenersatz unter diesem Titel entfällt. Vor diesem Hintergrund erübrigen sich Ausführungen zum Schaden und zum Kausalzusammenhang. Die Klage ist daher im Umfang von USD 10'382'432.– zuzüglich Zinsen zu 5 % seit den 15. Juli 2009 abzuweisen.

5. Falschankunft (zweite Vertragsverletzung)

5.1. Strukturiertes Produkt "Worst-of Knock-in Reverse Convertible"

Die von der Klägerin vorgebrachte Falschankunft betrifft das strukturierte Produkt "Worst-of Knock-in Reverse Convertible" (fortan: "Produkt"). Charakteristisch für dieses Produkt ist die Festsetzung eines so genannten Knock-in-Preises. Er stellt eine vereinbarte Schranke dar, die letztlich darüber entscheidet, ob dem Kunden am Ende der Laufzeit des Produkts der Nennwert des Produkts und der Coupon oder "nur" der Coupon und eine entsprechende Anzahl (mehrerer, zuvor definierter) Aktien ausbezahlt bzw. geliefert wird (unter einem Coupon ist ein Wertpapier zu verstehen, das bei verbrieften Obligationen und Aktien den Anspruch auf den jährlichen Zins verkörpert; vgl. BOEMLE ET AL., a.a.O., S. 269). Das Risiko besteht mit anderen Worten in der Rückzahlung in Aktien, wobei sich diese nach dem Schlusskurs und dem Verlauf der Kurse der Aktien über die Laufzeit richtet. Hat der Kurs einer Aktie während der Laufzeit den Knock-in-Preis nie berührt oder durchbrochen, erhält der Investor den Nennwert und den Coupon. Be-

rührt oder durchbricht eine Aktie mit ihrem Kurs hingegen den Knock-in-Preis und liegt der Kurs einer Aktie bei Verfall des Produkts unter dem Ausübungspreis, erhält der Investor den Coupon sowie die beim Verfall schlechteste Aktie zum Ausübungspreis geliefert (act. 1 Rz 73; act. 10 Rz 139).

5.2. Zusammenfassung der Parteivorbringen

5.2.1. Zur zweiten Vertragsverletzung (Falschankunft betreffend ein strukturiertes Produkt) bringt die *Klägerin* zusammengefasst vor, dass die Beklagte ihr anlässlich eines Treffens in deren Räumlichkeiten am 22. Oktober 2007 das strukturierte Produkt "Worst of Knock-in Reverse Convertible" vorgestellt habe. Für sie sei dieses Produkt deshalb interessant gewesen, weil das Risiko eines Kursverlustes durch Herausgabe der Aktien am Ende der Laufzeit habe gemindert werden können. Die Aktien hätten gehalten und erst bei steigenden Kursen wieder verkauft werden können. Mittel- bis langfristig habe daher nur ein kleines Risiko für den Anleger bestanden, worauf auch G._____ hingewiesen habe (act. 1 Rz 74). Für sie, die Klägerin, sei die Möglichkeit, am Ende der Laufzeit Aktien statt Geld zu erhalten, ausschlaggebend für ihren Investitionsentscheid gewesen. Sie habe sich daher entschlossen, EUR 500'000.– in das Produkt zu investieren, wobei die zugrunde liegenden Aktien von J._____, K._____ Corp. und L._____, mithin Aktien von Goldminen, gewesen seien. Die Laufzeit habe sich vom 26. Oktober 2007 ("Initial Valuation Date") bis zum 24. Oktober 2008 ("Expiration Date") erstreckt. Die L._____-Aktie habe während der Laufzeit den Knock-in-Preis erreicht, weshalb sie davon ausgegangen sei, sie erhalte am Ende der Laufzeit die entsprechende Anzahl Aktien ausgehändigt (act. 1 Rz 75 ff.).

Mit E-Mail vom 1. Oktober 2008 habe sich F._____ daher bei G._____ erkundigt, wann das Produkt auslaufe und wie viele Aktien er von jeder Gesellschaft erhalten werde. G._____ habe mit E-Mail vom 2. Oktober 2008 geantwortet, das Produkt würde am 7. November 2008 auslaufen und erst dann werde bekannt, welche und wie viele Aktien ausgeliefert würden. Am 17. Oktober 2008 habe sich F._____ erneut nach den Aktien erkundigt. G._____ habe geantwortet, dass die Klägerin jene Aktien erhalten werde, bei denen der Knock-in-Preis zuerst erreicht worden sei, sie werde zudem noch einen Prospekt zusenden. Zwischenzeitlich

habe sich F._____ den Prospekt allerdings selber besorgt und gesehen, dass nur ein Geldbetrag in Euro zurückerstattet werde. Nachdem er G._____ auf diese Tatsache aufmerksam gemacht habe, habe diese zunächst an der Behauptung, es würden Aktien ausgeliefert, festgehalten, nach Rücksprache mit der Abteilung "Strukturierte Produkte" der Beklagten dann aber am 20. Oktober 2008 zugegeben, dass die Klägerin nicht Aktien, sondern nur Bargeld erhalten werde. Das Produkt werde zurzeit bei ungefähr 41 % gehandelt und könne noch bis zum 24. Oktober 2008 verkauft werden (act. 1 Rz 77 ff.).

Durch die falsche Beratung und die unrichtigen Auskünfte habe die Klägerin eine Investition getätigt, die ihr Verluste eingebracht habe, ohne dass sie am Schluss wenigstens Aktien in der Hand gehalten hätte, deren Kurswert sich in Zukunft wieder hätte verbessern können. Hätte sie gewusst, dass am Schluss nicht Aktien, sondern Bargeld ausgeliefert würde, hätte sie die Investition nicht getätigt (act. 1 Rz 85). Da die Beklagte wegen mangelnder Sicherheiten keine Transaktionen mehr über das Portfolio der Klägerin zugelassen habe, sei es ihr auch nicht möglich gewesen, den am 7. November 2008 ausbezahlten Betrag sofort in L._____ -Aktien zu investieren. Die ursprüngliche Anlagestrategie habe daher nicht mehr umgesetzt werden können (act. 1 Rz 86).

5.2.2. Diese Darstellung, namentlich die Falschauskunft, wird von der *Beklagten* in weiten Teilen nicht bestritten (act. 10 Rz 138 ff.). Sie stellt sich aber auf den Standpunkt, die Klägerin hätte den ausbezahlten Betrag am Ende der Laufzeit des Produkts in Aktien derselben Gesellschaft investieren und damit gleichermassen vom anschliessenden Kursanstieg profitieren können. Diesen Wunsch habe sie allerdings zu keinem Zeitpunkt geäußert, wobei ein solcher bis spätestens 7. November 2008, also bis zur Auszahlung des Betrages, hätte angebracht werden müssen (act. 10 Rz 142). Die Beklagte bestreitet sodann die Behauptung der Klägerin, ein Kaufauftrag wäre mangels ausreichender Sicherheiten nicht mehr ausgeführt worden. Vielmehr sei noch am 14. November 2008 ein Auftrag der Klägerin ausgeführt worden (act. 10 Rz 145 ff.).

5.3. Substantiierungshinweis

5.3.1. Der Klägerin wurden anlässlich der Referentenaudienz Substantiierungshinweise erteilt (Prot. S. 7): "*Die Klägerin hat substantiiert zu behaupten, wann sie schon vor dem 16. Dezember 2008 von der Beklagten die Lieferung oder den Kauf von Aktien der L._____ verlangte und wann die Beklagte dies ablehnte. Die Klägerin hat substantiiert aufzuzeigen, welche vergeblichen Bemühungen sie unternommen habe, um die L._____ Aktien zu erwerben, um von deren Kursanstieg zu profitieren, bzw. in welcher Periode sie mutmasslich die Aktien gehalten und wieder verkauft hätte. Dies unter Hinweis auf ZR ... Nr. .. S. ...*". Weitere Hinweise erfolgten mit Verfügung vom 10. Februar 2010 (Prot. S. 8): "*Sie hat rechtsgenügend Umstände zu substantiieren, aus denen hervorgeht, dass die Beklagte ab dem 7. November 2008 bis zum 6. Juli 2009 keine Transaktionen mehr über die Portfolios der Klägerin zuliess, weshalb diese nicht die am 7. November 2008 von der Beklagten ausbezahlten EUR 165'063.50 in den Kauf von L._____ Aktien investieren konnte*".

5.3.2. Diesen Hinweisen versuchte die Klägerin in ihrer Replik nachzukommen (act. 17 Rz 192 ff.). Zunächst erklärt sie, dass die Beklagte von Ende Oktober 2008 bis Mai 2009 keine Transaktionen mehr ausgeführt habe. Der Grund sei darin zu sehen, dass die Beklagte behauptet habe, es bestehe eine Nachschusspflicht betreffend die Portfolios. Der ausbezahlte Betrag habe daher nicht in Aktien investiert werden können (act. 17 Rz 192). Die Verweigerungshaltung der Beklagten ergebe sich aus dem *Umstand*, dass diese im erwähnten Zeitraum in mehreren Wellen Zwangsverkäufe in das Portfolio der Klägerin getätigt habe. Eine erste Welle sei Ende Oktober 2008, eine zweite am 7. November 2008, die dritte am 17. November 2008 und die vierte am 11. Mai 2009 erfolgt. Während dieser Zeit sei die Beklagte nicht gewillt gewesen, Transaktionen für die Klägerin auszuführen. Dies gehe auch aus einer E-Mail von G._____ vom 20. Oktober 2008 hervor, mit welcher sie F._____ darauf hingewiesen habe, dass die Auszahlung des Betrages die Unterdeckung in seinen Konten nicht beseitigen werde. Aufgrund dieses Hinweises sei die Klägerin nicht mehr verpflichtet gewesen, die Beklagte zum Erwerb der Aktien zu bewegen. Denn Letztere habe klar signalisiert, dass sie als Sicherheit für die ausstehenden Darlehen flüssiges Geld hätte haben wollen. Nach Treu und Glauben habe sie, die Klägerin, daher davon ausgehen müssen,

dass die Beklagte nicht gewillt sei, die Aktien der L._____ zu erwerben, zumal sich diese Aktien als sehr schwach herausgestellt hätten. Jede weitere Aufforderung wäre daher von vornherein unnütz gewesen (act. 17 Rz 193 ff.). Zwar habe F._____ anfangs November 2008 über H._____ noch versucht, eine Transaktion auszuführen und diese Transaktion sei tatsächlich zustande gekommen. Dies sei aber nur deshalb der Fall gewesen, weil H._____ die Meinung von G._____ bzw. der Bank nicht geteilt habe. Als G._____ bzw. die Kreditabteilung davon erfahren hätten, sei sofort interveniert worden. Es sei ihr, der Klägerin, mit E-Mail von G._____ vom 18. November 2008 mitgeteilt worden, dass infolge der Überschreitung der Belehnungsgrenze die Transaktion verweigert werde. Schliesslich habe F._____ mit E-Mail vom 16. Dezember 2008 die Lieferung der L._____ -Aktien verlangt (act. 17 Rz 196 ff.).

5.4. Würdigung

5.4.1. Es ist unbestritten geblieben, dass eine mangelhafte Beratung bzw. eine Falschaufklärung hinsichtlich der Frage, ob am Ende der Laufzeit des Produkts Aktien ausgeliefert oder Bargeld ausbezahlt würden, stattgefunden hat. In diesem Sinne kann ohne Weiteres von einer Vertragsverletzung gesprochen werden (Art. 97 i.V.m. Art. 398 Abs. 2 OR). Fraglich ist daher einzig noch, ob der Klägerin *durch diese Vertragsverletzung* eine Vermögenseinbusse entstanden ist, mithin, ob sowohl Kausalzusammenhang als auch Schaden vorliegen.

5.4.2. Zwischen dem Schaden und der Vertragsverletzung muss neben einem natürlichen auch ein adäquater kausaler Zusammenhang bestehen. Von einem natürlichen Kausalzusammenhang wird gesprochen, wenn das Verhalten (Ursache) nicht weggedacht werden kann, ohne dass auch der eingetretene Erfolg (Schaden) entfielen. Eine natürlich kausale Handlung ist rechtlich aber nur dann relevant, wenn sie zusätzlich die Kriterien der adäquaten Kausalität erfüllt. Danach muss die schädliche Handlung nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge und der allgemeinen Lebenserfahrung geeignet sein, den entstandenen Schaden herbeizuführen (BGE 123 III 112; BSK OR I-WIEGAND, Art. 97 N 41). Ein an sich gegebener adäquater Kausalzusammenhang kann durch hinzutretende weitere Ursachen unterbrochen bzw. zerstört werden (BSK OR I-SCHNYDER, Art. 41 N 20). Ist

dies nicht der Fall, hat ein Geschädigter dennoch zumutbare Massnahmen zu ergreifen, die geeignet wären, der Entstehung oder Verschlimmerung eines Schadens entgegenzuwirken (vgl. Art. 44 Abs. 1 i.V.m. Art. 99 Abs. 3 OR; BSK OR I-SCHNYDER, Art. 44 N 7).

5.4.3. Dass die Klägerin die Aktien nicht erhalten hat, ist unbestritten. Angesichts der Tatsache, dass die Beklagte behauptet, die Klägerin hätte die Aktien aber mit dem ihr ausbezahlten Betrag ohne Weiteres kaufen können, ist zunächst zu prüfen, ob in einem solchen Fall überhaupt von einem adäquaten Kausalzusammenhang zwischen der Falschankunft und dem Schaden, den die Klägerin in der Nichtpartizipation am nachfolgend stattgefundenen Kursgewinn sieht, gesprochen werden kann. Mit anderen Worten ist zu untersuchen, ob die Falschankunft adäquate Ursache für die Nichtpartizipation ist. Dies ist allerdings zu verneinen: Besteht die Möglichkeit, den ausbezahlten Betrag sofort in die fraglichen Aktien zu investieren, so kann die Falschankunft höchstens für die mit der zusätzlich erforderlichen Transaktion anfallenden Kosten als adäquat kausal betrachtet werden. Gleiches gilt für den unter Umständen aufgrund des Zeitablaufs zwischen Auftrag und Ausführung der Transaktion eingetretenen Kursverlust. Die Klägerin macht nun aber nicht geltend, die Aktie hätte ganz allgemein nicht gekauft werden können (zum Beispiel infolge fehlender Handelbarkeit). Ebenso bringt sie nicht vor, sie verlange den Ersatz von Transaktionskosten oder des erwähnten Kursverlustes bis zur Ausführung der Transaktion. Dazu wäre ein entsprechender (Schadens-)Betrag ohnehin nicht genügend dargetan. Vielmehr stellt sie sich, wie erwähnt, auf den Standpunkt, die Beklagte habe keine Transaktionen mehr über das Portfolio der Klägerin zugelassen. Dabei stützt sie sich auf die *Umstände* und die Verweigerung der Ausführung eines bestimmten Auftrages.

Hierzu ist festzuhalten, dass die von der Klägerin genannte E-Mail vom 20. Oktober 2008 nicht aufzeigt, die Beklagte würde keine Transaktionen mehr über ihr Portfolio zulassen (act. 17 Rz 195). G._____ äussert sich darin über den Betrag, der ausbezahlt werde und erklärt, dass dieser das Problem der Überziehung auf den Konten der Klägerin nicht beseitigen werde. Dieses Problem müsse aber in den nächsten Tagen gelöst werden (act. 3/62). Inwiefern dadurch der Wille der

Beklagten zum Ausdruck kommen soll, zukünftige Transaktionen zu verweigern, ist nicht ersichtlich. Es könnte höchstens abgeleitet werden, dass die Beklagte wiederum mit Forderungen zum Ausgleich der Unterdeckung auf die Klägerin zukommen würde, sollte die Klägerin das Problem nicht von sich aus lösen. Mit einer Verweigerungshaltung hat dies aber nichts zu tun. Daran ändern auch die Zwangsverkäufe nichts. Aus der Korrespondenz im Rahmen der Zwangsverkäufe geht nicht hervor, dass die Beklagte keine Transaktionen mehr ausführen würde, weshalb sich daraus für den klägerischen Standpunkt nichts ableiten lässt. Weitere Umstände hat die Klägerin trotz Substantiierungshinweises aber nicht vorgebracht. Im Übrigen geht entgegen der Auffassung der Klägerin aus den Akten hervor, dass die Beklagte auch nach dem 7. November 2008, also zu einem Zeitpunkt, in dem die Klägerin den fraglichen Betrag bereits erhalten hatte, Transaktionen ausgeführt hat. Wie die Klägerin selber ausführt, versuchte sie, Anfang November 2008 einen Auftrag zu erteilen. G._____ und die Kreditabteilung seien allerdings nicht einverstanden gewesen und hätten sofort interveniert. Die Transaktion sei deshalb mit E-Mail vom 18. November 2008 verweigert worden (act. 17 Rz 197 f.). Die Vorbringen der Klägerin sind jedoch nicht nur in sich widersprüchlich, sondern entsprechen auch nicht der Aktenlage. Zunächst ist festzuhalten, dass unklar ist, wie die Transaktion zuerst "zustande" kommen und anschliessend dennoch "verweigert" werden kann. Sodann kann einer E-Mail vom 14. November 2008 entnommen werden, dass G._____ erstens von der Transaktion Kenntnis hatte und zweitens offensichtlich, entgegen der Behauptung der Klägerin, damit einverstanden war. So schreibt sie der Klägerin unter anderem: "Wir haben die Bonds wie besprochen gekauft" (act. 11/30). Ohnehin geht aus den eingereichten E-Mails hervor, dass zwischen verschiedenen Transaktionen zu unterscheiden ist. Der soeben genannten E-Mail kann entnommen werden, dass die Beklagte bzw. H._____ am 14. November 2008 einen Auftrag tatsächlich ausgeführt hat, was auch die Mitteilung von G._____ zeigt (act. 11/30). Wenn nun die Klägerin geltend macht, aus der E-Mail von G._____ vom 18. November 2008 werde ersichtlich, dass ebendiese Transaktion verweigert worden sei, so kann dieser Schluss zumindest nicht aus der E-Mail von G._____ vom 18. November 2008 gezogen werden. Dort bezieht sich diese ausdrücklich auf einen Auftrag mit Datum vom 17.

und nicht vom 14. November 2008 (act. 3/64). Daraus ergibt sich, dass am 14. November 2008 effektiv noch eine Transaktion für die Klägerin ausgeführt worden ist. Erst am 17. November 2008 verweigerte die Beklagte einen *bestimmten* Auftrag. Diese Verweigerung, die im Übrigen zehn Tage nach Auszahlung des Betrages und über drei Wochen nach Kenntnis dieses Umstandes erfolgte, stellt aber ohnehin keinen relevanten Umstand mehr dar. Vielmehr wäre zu erwarten gewesen, dass die Klägerin den Kaufauftrag unmittelbar nach Bekanntwerden der Tatsache, dass "nur" ein Barbetrag ausbezahlt würde, eventualiter nach einer kurzen Bedenkfrist, spätestens aber bis zur Auszahlung am 7. November 2008, erteilt hätte (vgl. auch act. 10 Rz 144). Die Beklagte verweigerte somit die Ausführung von Transaktionen für die Klägerin zunächst nicht, weshalb diese einen entsprechenden Kaufauftrag hätte erteilen können und dieser auch ausgeführt worden wäre. Damit ist die Falschankunft nicht adäquat kausal zum geltend gemachten Schaden. Mindestens wäre aber davon auszugehen, dass, selbst wenn von der Adäquanz auszugehen wäre, die Klägerin einen Kaufauftrag hätte geben müssen, um ihrer "Schadensverhinderungs-" bzw. -minderungspflicht nachzukommen. Dies wäre ohne Weiteres zumutbar gewesen und Umstände, welche die Klägerin davon entlastet hätten, lagen, wie gezeigt, nicht vor.

Daraus folgt, dass es am adäquaten Kausalzusammenhang fehlt, eventualiter hat die Klägerin ihre Pflicht verletzt, die Entstehung des Schadens zu verhindern. Anzuführen bleibt, dass die Klägerin darauf hingewiesen wurde, dass sie einen allfälligen Schaden rechtsgenügend hätte substantiieren müssen. Verwiesen wurde auf ZR ... (2009), S. Die bloße Behauptung, man hätte an einem bestimmten Tag Aktien zu einem bestimmten Preis verkauft, genügt weder für den Nachweis des Schadens noch als tragfähige Schätzungsgrundlage. Dies hat die Klägerin nicht getan und die Behauptung, sie habe von Anfang an die Absicht gehabt, den weiteren Kursverlauf der Aktie genau im Auge zu behalten und sie dann zu verkaufen, wenn allfällige Verluste wettgemacht seien, reicht nicht aus. Daran ändert auch die E-Mail von F. _____ an den klägerischen Rechtsvertreter vom 8. September 2009 nichts (act. 18/14), in dem Ersterer anmerkt, dass zu diesem Zeitpunkt die Verluste hätten wettgemacht werden können. Dies mag zwar zutreffen, doch hat die Klägerin keine Umstände vorgebracht, aus denen konkret geschlos-

sen werden könnte, dass es der Klägerin "nur" um das Wettmachen der Verluste gegangen wäre. Damit bleibt es bei einer unsubstantiierten Behauptung hinsichtlich des Schadens.

6. Zusammenfassung

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass weder ein klägerischer Anspruch aus Vertragsverletzung hinsichtlich der Glattstellung von Anleihepapieren noch aus einer allfälligen Falschankunft (Verletzung der Aufklärungspflicht) besteht. Die Klage ist daher abzuweisen.

7. Kosten- und Entschädigungsfolgen

Ausgangsgemäss wird die Klägerin kosten- und entschädigungspflichtig (§§ 64 Abs. 2 und 68 Abs. 1 ZPO/ZH). Der Streitwert gemäss Art. 51 BGG beträgt CHF 11'486'800.– (entsprechend USD 10'681'295.10 zum Kurs von USD 1 = CHF 1,075 am 17. Juli 2009).

Es wird erkannt:

1. Die Klage wird abgewiesen.
2. Die Gerichtsgebühr wird festgesetzt auf CHF 130'000.–.
3. Die Kosten werden der Klägerin auferlegt.
4. Die Klägerin wird verpflichtet, der Beklagten eine Prozessentschädigung von CHF 160'000.– zu bezahlen.
5. Schriftliche Mitteilung an die Parteien, je gegen Empfangsbestätigung.
6. Gegen diesen Entscheid kann innert 30 Tagen von dessen Zustellung an beim Schweizerischen Bundesgericht, 1000 Lausanne 14, nach Massgabe von Art. 72 ff. sowie Art. 90 ff. des Bundesgerichtsgesetzes (BGG) Beschwerde, allenfalls nach Massgabe von Art. 113 ff. BGG subsidiäre Verfassungsbeschwerde erhoben werden.

Zürich, 22. August 2011

HANDELSGERICHT DES KANTONS ZÜRICH

Der Vizepräsident:

Der Gerichtsschreiber:

Oberrichter lic. iur. Peter Helm

lic. iur. Andreas Blattmann