Handelsgericht des Kantons Zürich

Geschäfts-Nr. HG110039-O U/dz

Mitwirkend: die Oberrichter Dr. Heinrich Andreas Müller, Vorsitzender, und Prof. Dr. Alexander Brunner, die Handelsrichter Dr. Felix Graber, Fabio Oetterli und Thomas Steinebrunner sowie die Gerichtsschreiberin Claudia Feier

Urteil vom 14. April 2014

in Sachen

A._____ SICAF-SIF,
Klägerin

vertreten durch Fürsprecher Prof. Dr. iur. X1._____
vertreten durch lic. iur. X2._____

gegen

B._____ AG,
Beklagte

vertreten durch Rechtsanwalt Dr. iur. Y1._____
vertreten durch Rechtsanwalt Dr. iur. Y2._____

betreffend **Forderung**

Rechtsbegehren:
(act. 1 S. 2)

"1. Die Beklagte sei zu verpflichten, der Klägerin CHF 24'808'940.85 zu bezahlen nebst Zinsen zu 5% auf

CHF 46'786'747.00 vom 25.05.2007 bis 15.06.2007

CHF 46'906'747.00 vom 16.06.2007 bis 24.09.2007

CHF 46'886'621.70 vom 25.09.2007 bis 19.12.2007

CHF 46'830'732.80 vom 20.12.2007 bis 25.03.2008

CHF 46'776'443.60 vom 26.03.2008 bis 24.06.2008

CHF 46'733'824.10 vom 25.06.2008 bis 17.12.2008

CHF 33'113'093.90 vom 18.12.2008 bis 07.04.2009

CHF 24'808'940.85 seit dem 08.04.2009.

2. Alles unter Partei- und Verfahrenskostenfolgen zu lasten der Beklagten."

Inhaltsverzeichnis:

Rechtsbegehren 2
Inhaltsverzeichnis 3
A. Sachverhaltsübersicht 6
B. Prozessverlauf 7
C. Beweisvorbringen der Parteien 8

Erwägungen 8

I. Prozessuales 8
1. Zuständigkeit 8
2. Editionsbegehren 8
3. Novenrecht und Protokollierung in der Hauptverhandlung 11

II. Tatfragen 13
1. Klägerin 13
2. Beklagte 14
3. Geschäftsbeziehung vor der streitgegenständlichen Vermögensanlage 15
4. Streitgegenständliche Vermögensanlage 15
4.1. Beratung durch die Beklagte 15
4.2. Empfehlung der Beklagten vom 12. Januar 2007 17
4.3. Vermögensverwaltungsvertrag vom 16./21. Mai 2007 18
4.4. Anlageprodukt: "B._____ (Lux) Institutional Fund - Absolute Return Bond (EUR)" B._____ ARB EUR 19
4.5. Anlageentscheid und Umsetzung 19
4.6. Umsetzung des Anlageentscheides 20
4.7. Anlageverlauf und Information 21
4.8. Ausstieg und Liquidation 24
4.9. Verlust und Ursachen 25

III. Rechtsfragen und Würdigung 26

1. Übersicht 26

2. Anwendbares Recht 27

3. Qualifikation des Vertrages 27
3.1. Rechtliches 27
3.2. Abreden zwischen den Parteien 28
3.3. Frühere Abrede 28
3.4. "Institutioneller Vermögensverwaltungsvertrag" 29
3.4.1. Wortlaut und Form 29
3.4.2. Struktur 29
3.4.3. Anlageentscheid durch Klägerin 30
3.4.4. Abgrenzung zur punktuellen Anlageberatung 30

3.4.5. Zusammenfassung 31
3.5. Rechte und Pflichten im Anlageberatungsverhältnis 31
3.6. Mass der Sorgfalt 32
3.7. Fazit 33

4. Erster Hauptstandpunkt der Klägerin: Unangemessene Empfehlung 33
4.1. Standpunkt der Klägerin 33
4.2. B._____ ARB EUR entsprach der Risikoneigung der Klägerin 34
4.2.1. Parteistandpunkte 34
4.2.2. Rechtliches 34
4.2.3. Risikobereitschaft der Klägerin 35
4.2.3.1. In den Worten der Klägerin 35
4.2.3.2. Nach den Informationen der Beklagten über die gewählte Anlage 36
4.2.3.3. Zwischenergebnis 37
4.2.3.4. Klägerin noch stärker auf Sicherheit bedacht? 38
4.2.3.5. Ergebnis 42
4.2.4. Risiko des B._____ ARB EUR aus damaliger Sicht 42
4.2.4.1. Standpunkt der Klägerin 42
4.2.4.2. Vorgehen der Risikobeurteilung 43
4.2.4.3. Rendite und Volatilität 43
4.2.4.4. Nicht entscheidend: Nachträglich eingetretene Umstände 44
4.2.4.4.1. Ausmass des Verlustes 44
4.2.4.4.2. Value at Risk, Expected Shortfall 44
4.2.4.4.3. Performance anderer Produkte 47
4.2.4.4.4. Zusammenfassung 47
4.2.4.5. Verstoss gegen Anlagerichtlinien? 48
4.2.4.5.1. Standpunkt der Klägerin 48
4.2.4.5.2. Standpunkt der Beklagten 48
4.2.4.5.3. Würdigung 49
4.2.4.5.4. Ergebnis 52
4.2.4.6. Risikomanagement 52
4.2.4.7. Strukturierte Kreditrisiken im Portfolio des B._____ ARB EUR 53
4.2.4.7.1. Standpunkt der Klägerin 53
4.2.4.7.2. Standpunkt der Beklagten 55
4.2.4.7.3. Würdigung 55
4.2.4.7.3.1. Minime Risiken? 55
4.2.4.7.3.2. Richtige Methode der Risikobeurteilung? 56
4.2.4.7.3.3. Von der Beklagten angewandte Methode vertretbar 58
4.2.4.7.4. Zusammenfassung 60
4.2.4.8. Investitionen in US Immobilienmarkt 60
4.2.4.8.1. Standpunkt der Klägerin 60
4.2.4.8.2. Standpunkt der Beklagten 61
4.2.4.8.3. Würdigung 62
4.2.4.8.4. Fazit 62
4.2.5. Ergebnis 62
4.3. Diversifikation 63
4.3.1. Standpunkt der Klägerin 63
4.3.2. Standpunkt der Beklagten 64

4.3.3. Würdigung 65
4.3.4. Ergebnis 67
4.4. B._____ ARB EUR entsprach nicht bisherigem Investment 67
4.5. B._____ ARB EUR illiquide Anlage? 69
4.6. Interessenkonflikt 69
4.6.1. Standpunkt der Klägerin 69
4.6.2. Standpunkt der Beklagten 70
4.6.3. Rechtliches 70
4.6.4. Würdigung 71
4.6.5. Ergebnis 72
4.7. B._____ ARB EUR keine traditionelle Anlage 72
4.8. Fazit 73

5. Zweiter Hauptstandpunkt der Klägerin: Fehlende oder unrichtige Informationen im Zeitpunkt der Empfehlung 73
5.1. Standpunkt der Klägerin 73
5.2. Standpunkt der Beklagten 74
5.3. Gegenstand und Umfang der Informationspflicht 74
5.3.1. Rechtliches 74
5.3.2. Kenntnisse und Erfahrungen der Klägerin 77
5.3.3. Ausgestaltung des Beratungsverhältnisses 79
5.3.4. Anmerkung zur börsengesetzlichen Informationspflicht 81
5.3.5. Fazit 82
5.4. Risiken von Absolute Return Konzepten - Keine traditionellen Anlagen 82
5.5. Risiken von Anlagefonds 83
5.6. Risiken aus der Strukturierung, Korrelationsrisiken und Liquiditätsrisiken der verbrieften Kreditrisiken 85
5.6.1. Standpunkt der Klägerin 85
5.6.2. Standpunkt der Beklagten 85
5.6.3. Würdigung 85
5.7. Risiko eines substantiellen Verlustes 86
5.8. Marktrisiken und Systemrisiko 88
5.9. B._____ ARB EUR identisch mit B._____ ARB CHF 88
5.10. Verletzung der Anlagerichtlinien 90
5.11. Fazit 90

6. Dritter Hauptstandpunkt der Klägerin: Fehlende oder unrichtige Information während des laufenden Investments 91
6.1. Standpunkt der Klägerin 91
6.2. Standpunkt der Beklagten 93
6.3. Schaden nicht hinreichend behauptet 93
6.3.1. Rechtliches 94
6.3.2. Keine Schadensberechnung 94
6.3.3. Keine Angaben zum Nettoinventarwert ausser per 31.12.2007 95
6.3.4. Ergebnis 96
6.4. Kausalität einer Unterlassung am 31. Dezember 2007? 96
6.5. Fazit 99

7. Weiterer Standpunkt der Klägerin: Schaden bei der Abwicklung 99
7.1. Standpunkt der Klägerin 99
7.2. Standpunkt der Beklagten 99
7.3. Würdigung 100
7.4. Fazit 101

8. Eventualstandpunkt der Klägerin 102
8.1. Standpunkt der Klägerin 102
8.2. Standpunkt der Beklagten 102
8.3. Würdigung 102
8.4. Fazit 105

IV. Zusammenfassung 105

V. Kosten- und Entschädigungsfolgen 106

A. Sachverhaltsübersicht

Die Klägerin ist eine *société d'investissement à capital fixe* (SICAF) nach luxemburgischen Recht mit Sitz in Luxemburg (act. 1 S. 7; act. 3/7). Sie ging aus der mit Beschluss der Generalversammlung vom 30. Dezember 2010 umgewandelten "A1._____ (Luxembourg) S.A." hervor und bezweckte - im massgeblichen Zeitraum - unter anderem die Beteiligung an luxemburgischen und ausländischen Gesellschaften, den Erwerb und die Veräusserung von Wertpapieren sowie die Verwaltung und Auswertung des Wertpapiervermögens (act. 3/7, vgl. act. 1 S. 13). Die Klägerin gehört zur A._____ Group (act. 1 S. 13).

Die Beklagte ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Basel und Zürich. Sie bezweckt den Betrieb einer Bank und kann hierzu alle Arten von Bank-, Finanz-, Beratungs-, Dienstleistungs- und Handelsgeschäften eingehen.

Im Rahmen der langjährigen Geschäftsbeziehung erwarb die Klägerin auf Empfehlung der Beklagten im Mai und Juni 2007 Anteile an einem Anlagefonds im Gesamtwert von rund CHF 46.9 Mio. Die Anlage büsste im Zuge der globalen Finanzkrise stets an Wert ein. Abgesehen von kleineren Rücknahmen im Betrag von insgesamt CHF 0.2 Mio. blieb das Kapital voll investiert. Am 30. September 2008 kündigte die Klägerin das Mandat der Beklagten. Am 10. November 2008

wurden Ausgabe und Rücknahme von Anteilen des Fonds eingestellt und der Fonds liquidiert. Der Liquidationsanteil der Klägerin belief sich gesamthaft auf CHF 21.9 Mio.

Die Klägerin will die Verluste auf die Beklagte abwälzen. Die Parteien streiten darüber, ob die Empfehlung der Beklagten, Anteile am Anlagefonds "B._____ (Lux) Institutional Fund - Absolute Return Bond (EUR)", kurz: B._____ ARB EUR, zu erwerben, angemessen war, ob die Beklagte die Klägerin hinreichend informierte, ob die Beklagte der Klägerin später, im Verlaufe der Anlage, einen Ausstieg aus dem B._____ ARB EUR hätte empfehlen müssen, weil sich das Risiko der Anlage im Laufe der Zeit veränderte und ob die Beklagte bei der Abwicklung des Fonds ihre Pflichten verletzte.

B. Prozessverlauf

Die Klägerin machte ihre Klage am 9. März 2011 (dem Gericht überbracht) anhängig (act. 1). Nach fristgerechter Bezahlung des mit Verfügung vom 10. März 2011 auferlegten Prozesskostenvorschusses gemäss Art. 98 ZPO (Prot. S. 2-3; act. 16) und Eingang der Klageantwortschrift vom 22. Juli 2011 (act. 19) fand am 26. Januar 2012 eine Vergleichsverhandlung statt, an der sich die Parteien jedoch nicht einigten (Prot. S. 12-13). Mit Verfügung vom 27. Januar 2012 liess der Instruktionsrichter das Verfahren schriftlich fortsetzen. Er wies die Parteien auf ihre Substantiierungsobliegenheiten hin (Prot. S. 14-15). Die Parteien erstatteten Replik (Eingabe vom 24. April 2012, act. 26) und Duplik (Eingabe vom 16. August 2012, act. 30). Mit Eingabe vom 1. November 2012 (act. 34) nahm die Klägerin zu den Noven der Duplik Stellung; die Beklagte äusserte sich hierzu mit Eingabe vom 12. November 2012 (act. 37). Da die Klägerin die Durchführung einer Hauptverhandlung verlangt hat, wurde diese am 14. April 2014 durchgeführt (Prot. S. 23 ff.). Der Prozess erweist sich als spruchreif.

C. Beweisvorbringen der Parteien

Die Parteien nennen ihre Beweismittel in den folgenden Eingaben: act. 15, act. 19 S. 139-145, act. 26 S. 144-145, act. 30 S. 136-137.

Erwägungen:

I. Prozessuales

1. Zuständigkeit

Die Klägerin hat ihren Sitz in Luxemburg, die Beklagte in der Schweiz. Es liegt ein internationaler Sachverhalt vor. Die Beklagte anerkennt die örtliche Zuständigkeit der Zürcher Gerichte (act. 19 S. 7); sie ist nach Art. 23 (vgl. act. 3/3 Ziffer 12) und 24 LugÜ gegeben. Die sachliche Zuständigkeit das Handelsgerichts, die von Amtes wegen zu prüfen ist (Art. 59 Abs. 2 lit. b i.V.m. Art. 60 ZPO), ist nach Art. 6 Abs. 2 ZPO und § 44 lit. b GOG gegeben, da Klägerin und Beklagte in einem Handelsregister eingetragen sind und der Streitwert CHF 30'000 übersteigt.

2. Editionsbegehren

Die Klägerin stellte mit der Klage die prozessualen Anträge, die Beklagte bzw. die Fondsgesellschaft hätten die folgenden Unterlagen zu edieren:

> "1. Dokumentation des internen Auswahlverfahrens der Beklagten, welches zum Investitionsvorschlag vom Januar 2007 geführt hat (Risikoprofil der Klägerin, Protokolle, etc.).
>
> 2. Dokumentation der Herkunft, der Allokation und der Prüfung der Werthaltigkeit der einzelnen Anlagen (Assets) des B._____ ARB EUR
>
> 2 1 zum Zeitpunkt des Verkaufs der Fondanteile an die Klägerin im Mai 2007;
>
> 2.2 über die gesamte Investitionsdauer der Klägerin von Mai 2007 bis April 2009.
>
> 3. Position strukturierte Kreditprodukte:

3.1 Dokumentation aus welcher hervorgeht, zu welchem Zeitpunkt die Position an "strukturierten Kreditprodukten" aufgebaut wurde, d.h. von welchem Zeitpunkt an diese bestand.

3.2 Dokumentation aus welcher hervorgeht, wann die Beklagte Informationen zum Aufbau der und Entwicklung Position an "strukturierten Kreditprodukten" an die Investoren und insbesondere gegenüber der Klägerin kommuniziert hat.

3.3 Dokumentation aus welcher hervorgeht, wie die Beklagte bzw. die B1._____ S.A., Luxemburg intern und in ihren Eigenbeständen die Position an "strukturierten Kreditprodukten" ausweist, d.h. ob die Beklagte bzw. die B1._____ S.A., Luxemburg diese Position als eigenständige Anlagekategorie ausgewiesen hat oder unter die üblichen Kategorien (Investment Grade, High Yield, etc.) subsumiert hat.

3.4 Dokumentation aus welcher das Risikomanagement der Position an "strukturierten Kreditprodukten" nachvollzogen werden kann, insbesondere ob für diese Position die gleichen Modelle wie für die Übrigen Fixed Income- und Kredit-Positionen verwendet wurden.

4. Re-Allokation: Dokumentation des anteilsmässigen Portfolioverkaufs des B._____ ARB EUR bei Rückverkäufen von Fond-Anteilen, d.h. insbesondere Dokumentation, woher die Zukäufe für die Re-Allokation der dynamischen Wertentwicklung des B._____ ARB EUR stammen.

5. Risikomanagement

5.1 Dokumentation der Absicherung des Portfolios des B._____ ARB EUR über die gesamte Investitionsdauer der Klägerin von Mai 2007 bis April 2009.

5.2 Dokumentation, welche die verfolgte Strategie und den Absicherungserfolg aufzeigen und aus welcher hervorgeht, ob die verfolgte Absicherungsstrategie in Bezug auf einen einzelnen Anlageentscheid versagt oder funktioniert hat, jeweils über die gesamte Investitionsdauer der Klägerin von Mai 2007 bis April 2009.

5.3 Dokumentation der Absicherungsgeschäfte durch Credit Default Swaps (CDS), insbesondere hinsichtlich deren Erfolgskontrolle über die gesamte Investitionsdauer der Klägerin von Mai 2007 bis April 2009.

6. Liquidation:

6.1 Dokumentation aus welchem sämtliche Grundlagen für den Liquidationsentscheid des B._____ ARB EUR hervorgehen.

6.2 Dokumentation aus welcher hervorgeht, welche Alternativszenarien zu einer Liquidation in Betracht gezogen und warum diese verworfen wurden.

6.3 Dokumentation aus welcher hervorgeht, weshalb entschieden wurde den B._____ ARB EUR gerade zum gewählten Zeitpunkt zu liquidieren.

6.4 Dokumentation aus welcher hervorgeht wann, an wen und zu welchem Preis die einzelnen Anlagen (Assets) des B._____ ARB EUR nach dem Liquidationsentscheid verkauft wurden.

6.5 Dokumentation aus welcher hervorgeht, welche Anlagen (Assets) des B._____ ARB EUR zu welchem Preis an die Beklagte oder einer ihrer Tochterunternehmen verkauft wurden.

6.6 Falls Anlagen (Assets) des B._____ ARB EUR an die Beklagte oder eine ihrer Tochterunternehmen verkauft wurden. Dokumentation wie viel diese Anlagen (Assets) heute im Vergleich zum Datum des Verkaufs wert sind.

6.7 Dokumentation aus welcher hervorgeht wie die Bewertung der Liquidationsverkäufe und das Zustandekommen des jeweiligen Verkaufspreises vorgenommen wurden.

7. Sämtliche internen Dokumente, welche die Beziehung der Klägerin mit der Beklagten bzw. der B1._____ S.A., Luxemburg im relevanten Zeitraum, insbesondere vorn April 2007 bis April 2009 betreffen, im Speziellen, sämtliche Dokumente (E-Mails, Aktennotizen, Briefe etc.), welche die Klägerin im Zusammenhang mit dem B._____ ARB EUR betreffen."

Mit der Replik stellte die Klägerin klar, dass sie die Editionsbegehren nicht auf materielle Ansprüche, sondern einzig auf prozessuale Rechte und Pflichten stützt (act. 26 Rz. 375-377). Als Grundlage für die Editionsbegehren nennt sie entsprechend Art. 160 ZPO über die Mitwirkungspflicht der Parteien bei der Beweiserhebung. Die Editionsanträge der Klägerin kommen demzufolge erst dann zum Tragen, wenn Beweise erhoben werden.

Unter dem nicht mehr geltenden, alten kantonalen Prozessrecht war anerkannt, dass sich eine Partei nicht mit allgemeinen Behauptungen begnügen konnte, in der Hoffnung, für die Begründung ihres Standpunktes werde sich aus dem Beweisverfahren hinreichend Prozessstoff ergeben. Denn die Durchführung eines Beweisverfahrens setzte entsprechende Behauptungen voraus. Entsprechend konnte eine ungenügende Sachdarstellung nicht durch ein Editionsbegehren ersetzt werden (FRANK/STRÄULI/MESSMER, Kommentar zur zürcherischen Zivilprozessordnung, 3. Aufl., Zürich 1997, N 5 zu § 113 ZPO). Voraussetzung für die Edition von Urkunden bildete daher die detaillierte Darlegung des Klagefunda-

ments einerseits und die spezifische Bezeichnung der zu edierenden Urkunden andererseits (Entscheid des Kassationsgerichts vom 6. Februar 1995, ZR 95/1996 Nr. 62, Erw. 5.3.). Daran hat sich unter der neuen eidgenössischen Zivilprozessordnung, entgegen der Ansicht der Klägerin (act. 26 Rz. 375), nichts geändert. Die eidgenössische Zivilprozessordnung geht sogar noch weiter: Sie verlangt, dass die einzelnen Beweisanträge konkreten Behauptungen *zugeordnet* werden (Urteile des Bundesgerichts 4A_56/2013 vom 4. Juni 2013, E. 4.4. und 5A_107/2013 vom 7. Juni 2013, E. 3.1.). Gemäss Art. 160 ZPO sind die Parteien zur Mitwirkung bei der Beweiserhebung verpflichtet. Beweise werden aber nur erhoben, soweit ein Anspruch hinreichend konkret behauptet wurde, was sich seinerseits schon vor Inkrafttreten der eidgenössischen ZPO aus dem materiellen Recht und damit dem Bundesrecht ergab. Entsprechend wird in der Lehre zu Art. 160 ZPO auch heute vorausgesetzt, dass das Herausgabebegehren durch die Erheblichkeit und Beweisbedürftigkeit begründet ist, weshalb im Einzelnen anzugeben sei, welche konkreten Tatsachenbehauptungen mit dem herauszugebenden Dokument bewiesen werden sollen (HASENBÖHLER, in: Sutter-Somm/Hasenböhler/Leuenberger, ZPO Komm., 2. Aufl., Zürich 2013, N 10 zu Art. 160). Es wird verlangt, dass die interessierte Partei die zu edierende Urkunde genügend umschreibt und substantiierte Angaben zu deren Inhalt macht (RÜETSCHI, in: Berner Kommentar, Schweizerische Zivilprozessordnung, Bern 2012, N 16 zu Art. 160). Die Ausforschung der Gegenpartei auf Basis von Editionsbegehren bleibt also weiterhin unzulässig.

Wie zu zeigen sein wird, ist das Verfahren spruchreif und ein Beweisverfahren nicht notwendig, weshalb die Editionsanträge unerheblich sind. Ihre Zulässigkeit kann im Einzelnen offen bleiben. Dass die Beklagte die verlangten Informationen in den Rechtsschriften und Beilagen zum Teil erteilt, wird an den betreffenden Stellen erwähnt, soweit dies relevant ist (vgl. unten zum Rechtlichen Ziff. III.7.3).

3. Novenrecht und Protokollierung in der Hauptverhandlung

Im vorliegenden Fall wurde der Aktenschluss durch einen zweiten Schriftenwechsel im Sinne von Art. 225 ZPO hergestellt. Neue Tatsachen und Beweismittel dürfen gemäss Art. 229 Abs. 1 ZPO (Ingress) im Prozess nur berücksichtigt werden,

wenn sie *"ohne Verzug"* durch eine Noveneingabe in den Prozess eingeführt werden. Wegen des die Prozessordnung beherrschenden Beschleunigungsgebots darf damit namentlich nicht bis zur Hauptverhandlung zugewartet werden (LEUENBERGER, in Sutter-Somm / Hasenböhler / Leuenberger, N. 9 f. zu Art. 229 ZPO; LEUENBERGER, Das Recht, zweimal unbeschränkt Tatsachen und Beweise vorzutragen: ein Grundsatz und seine Anwendung, SZZP 2014, S. 81 ff.; je mit Hinweisen). Vorbehalten bleiben allerdings Noven, die erst unmittelbar vor der Hauptverhandlung bekannt geworden sind. Machen die Parteien anlässlich der Hauptverhandlung Noven geltend, so haben sie überdies darzutun, dass auch ihre inhaltlichen Voraussetzungen gemäss Art. 229 Abs. 1 lit. a und b ZPO erfüllt sind.

Auf die soeben beschriebenen Voraussetzungen des Novenrechts wurden die Parteien mit Brief des Vorsitzenden vom 27. Januar 2014 (act. 45) hingewiesen. Die Parteien wurden dort namentlich darauf aufmerksam gemacht, dass sie es in der Hauptverhandlung ausdrücklich zu deklarieren hätten, wenn sie von ihrem Novenrecht Gebrauch machen wollten. Dabei hätten sie die Voraussetzungen des Novenrechts im Sinne von Art. 229 Abs. 1 ZPO sowohl in zeitlicher als auch in inhaltlicher Hinsicht darzutun. In diesem Sinne hat sich anlässlich der heutigen Hauptverhandlung keine der Parteien auf Noven berufen, die hätten zu Protokoll genommen werden müssen.

Im Übrigen wurden die Parteien mit dem besagten Brief des Vorsitzenden darauf hingewiesen, dass die Protokollierung anlässlich der Hauptverhandlung ohne den Einsatz technischer Hilfsmittel nach der Vorschrift von Art. 235 ZPO vorgenommen werde. Nach dieser Vorschrift werden nämlich Ausführungen der Parteien tatsächlicher Art, die bereits in ihren Schriftsätzen enthalten sind, nicht protokolliert (Art. 235 Abs. 2 ZPO). Berufen sich die Parteien dagegen im Sinne des Gesagten auf ihr Novenrecht, so werden ihre tatsächlichen Ausführungen gemäss Art. 235 Abs. 2 ZPO "dem wesentlichen Inhalt nach" protokolliert. Ausführungen rechtlicher Art werden dagegen nicht zu Protokoll genommen.

Anlässlich der heutigen Hauptverhandlung hat zunächst der Vertreter der Klägerin Plädoyernotizen verlesen und diese im Sinne einer zürcherischen Tradition zu den Akten gegeben (act. 47). Der Vertreter der Beklagten protestierte sofort ge-

gen dieses Vorgehen und verlangte, dass diese Notizen aus dem Recht gewiesen würden (Prot. S. 24). Der Beklagten wurde darauf beschieden, dass diese Notizen nicht "infidiert" würden, wie das früher nach zürcherischem Prozessrecht gemäss § 150 GVG/ZH regelmässig geschah: Nach dieser Vorschrift traten die Plädoyernotizen nämlich an die Stelle des Protokolls, "wenn ihre Übereinstimmung mit dem Vorgetragen vom Protokollführer geprüft und bescheinigt ['infidiert'] wird". Eine solche Überprüfung der Plädoyernotizen der Parteien (– schliesslich hatte auch die Beklagte ihre Plädoyernotizen zu den Akten gegeben – act. 48) erfolgte anlässlich der heutigen Hauptverhandlung nicht, so dass diese Notizen auch nicht zum Protokollinhalt werden konnten.

Zusammenfassend ergibt sich, dass die Parteien anlässlich der heutigen Hauptverhandlung dem Gericht ihre Sicht der Dinge nochmals – wie bereits im doppelten Schriftenwechsel – vorgetragen haben. Auf Noven im Sinne von Art. 229 Abs. 1 ZPO haben sie sich dabei nicht berufen.

II. Tatfragen

Dem Gericht wurde der folgende, soweit nicht anders vermerkt unbestrittene Sachverhalt präsentiert:

1. Klägerin

Die Klägerin ist eine *société d'investissement à capital fixe* (SICAF) nach luxemburgischen Recht mit Sitz in Luxemburg (act. 1 S. 7; act. 3/7). Sie ging aus der mit Beschluss der Generalversammlung vom 30. Dezember 2010 umgewandelten "A1._____ (Luxembourg) S.A." hervor.

Die Klägerin gehört zur A._____ Group (act. 1 S. 13). Sie ist eine Finanzgesellschaft mit dem Ziel, die liquiden Mittel, Beteiligungen und Fonds in Anlehnung an die Finanzpolitik der A._____ Group zu bewirtschaften (act. 19 Rz. 12, act. 26 Rz. 89, vgl. act. 20/1 S. 111).

Die Klägerin bewirtschaftet die gesamten flüssigen Mittel der A._____ Group. Diese beliefen sich per 31. Dezember 2007 auf CHF 2'176 Mio (act. 19 Rz. 15, act. 26 Rz. 101, vgl. act. 20/1 S. 165). Davon waren CHF 507 Mio in Wertschriften angelegt (CHF 70 Mio in Aktien, CHF 229 Mio in Obligationen und CHF 104 Mio in Anlagefonds). Der Restbetrag von CHF 1'669 Mio stand in flüssigen Mitteln und Finanzanlagen zur Verfügung. Sie ist in der Bankenbranche nach ihrer eigenen Darstellung als sehr konservative Anlegerin bekannt (act. 1 Rz. 27, act. 26 Rz. 11-23, 266).

Für die Klägerin waren in der Zeit zwischen dem 1.1.2007 und dem 1.1.2009 C._____ und D._____ tätig. C._____ ist Jurist mit Bankerfahrung, D._____ hat einen Handelsschulabschluss und langjährige Bankerfahrung. C._____ ist Verwaltungsrat der Klägerin und gleichzeitig ... der A._____-Gruppe (act. 19 Rz. 14.1, act. 26 Rz. 98). Auf Seiten der Klägerin traten zudem E._____ und F._____ auf. E._____ übte innerhalb der A._____-Gruppe die Funktion … und … Manager aus (act. 1 Rz. 51, act. 19 Rz. 14.2). F._____ war ebenfalls im Group Treasury der A._____-Gruppe tätig; er verfügte über Berufserfahrung in der Bankenbranche (act. 19 Rz. 15, act. 26 Rz. 105).

Das Group Treasury stand im massgeblichen Zeitraum unter der Aufsicht des …-Ausschusses, dem neben C._____ auch G._____ und H._____ angehörten (act. 19 Rz. 18-19, act. 26 Rz. 115). G._____ ist eidgenössisch diplomierter Experte in Rechnungslegung und Controlling; er war früher für die B._____ und für I._____ im Bereich Finanzen tätig (act. 19 Rz. 18-19).

2. Beklagte

Die Beklagte ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Basel und Zürich. Sie bezweckt den Betrieb einer Bank und kann hierzu alle Arten von Bank-, Finanz-, Beratungs-, Dienstleistungs- und Handelsgeschäften eingehen. Für die Beklagte trat vorwiegend H._____ auf, der die Klägerin während der gesamten Kundenbeziehung betreute (act. 1 Rz. 31, vgl. act. 19 Rz. 269).

3. Geschäftsbeziehung vor der streitgegenständlichen Vermögensanlage

Die Parteien standen seit 1999 in einer Geschäftsbeziehung. Die Klägerin legte mit Unterstützung der Beklagten anfänglich Vermögenswerte von CHF 80 Mio an, die im Laufe der Zeit auf CHF 92.5 Mio anwuchsen (act. 1 Rz. 31).

Unter dem "Vertrag Globale Obligationen" vom 21. April 1999 (act. 3/11) ermächtigte die Klägerin die Beklagte zur Anlage des Vermögens unter diversen Restriktionen in Straight Bonds und Geldmarktinstrumente (act. 1 Rz. 31-42, vgl. act. 19 Rz. 20, 269). Als Benchmark diente der JP Morgan Government Bond Index ex Japan. Diese Anlagestrategie kann als sehr konservativ bezeichnet werden (act. 1 Rz. 33, vgl. act. 19 Rz. 269). Mit dieser Anlage erzielte die Klägerin in den Jahren 1999 bis 2006 eine spesenbereinigte Rendite von durchschnittlich 1.5% (act. 1 Rz. 243). Dieses Rechtsverhältnis wurde im Jahr 2006 durch Kündigung aufgelöst (act. 26 Rz. 28).

Ab dem 27. April 2006 erwarb die Klägerin mit dem Erlös aus diesen Anlagen Anteile am B._____ (CH) Institutional Fund - Global Bonds 3X ("B._____ (CHF) IF-GLBD 3X"). Die Klägerin beauftragte die Beklagte mit E-Mail vom 10. Januar 2007, diese Anteile zu verkaufen und liess den Erlös (CHF 92'523'038) in eine Cashanlage (48h Call) investieren (act. 26 Rz. 170). Mit der Anlage in den Global Bonds 3X erzielte die Klägerin eine spesenbereinigte Rendite von 1.97% (act. 1 Rz. 44, vgl. act. 19 Rz. 269), was einer spesenbereinigten Jahresrendite von 2.73% entspricht (1.97*365/263).

Anschliessend wurden die Vermögenswerte - bis die Klägerin am 25. Mai und 15. Juni 2007 die streitgegenständliche Anlage tätigte - im Geldmarkt fiduziarisch angelegt (act. 1 Rz. 50, vgl. act. 19 Rz. 269).

4. Streitgegenständliche Vermögensanlage

4.1. Beratung durch die Beklagte

Anlässlich eines Treffens am 19. April 2005 in Biel präsentierten J._____ und K._____ der Klägerin anhand von Slides ("A._____ Group, Tiefe Zinsen - was tun?, Biel 19. April 2005"; act. 20/22) die Vorteile des ARB-Konzeptes. In den Sli-

des werden unter anderem Portfolio, Performance und Risiken von zwei verschiedenen Absolute Return Bonds ("ARB geratet" und "ARB ungeratet") dargestellt. Ob die Slides der Klägerin ausgehändigt wurden, ist umstritten (act. 26 Rz. 228; act. 30 Rz. 81.4).

Am 6. Juli 2006 trafen sich die Parteien erneut (act. 19 Rz. 33-34). Die Beklagte präsentierte der Klägerin die in den Akten liegenden Slides "(Traditionelle) Absolute Return Strategien A._____ Group" (vgl. act. 20/20). In den Slides werden unter anderem Renditeziele, Anlagehorizont, Portfolioallokation, historische Performance und Risiken dargestellt. Dabei wird stets zwischen dem "B._____ (CH) Institutional Fund - Absolute Return Bond (gerated)" und einem "B._____ (Lux) Institutional Fund - Absolute Return Bond Euro in CHF (ungerated)" unterschieden. Ob die Slides der Klägerin ausgehändigt wurden, ist umstritten (act. 26 Rz. 228; act. 30 Rz. 81.4). Die Klägerin beruft sich in der Replik auch auf dieses Dokument (act. 26 Rz. 45).

Über dieses Treffen hielt J._____ in einer Besprechungsnotiz vom 17. August 2006 (act. 20/4), auf die sich beide Parteien berufen (act. 19 Rz. 28, act. 26 Rz. 154, 157; act. 30 Rz. 50-50.5), folgendes fest (Hervorhebungen durch das Gericht):

> "They have indicated a certain interest in absolute return products, though more in ARB than DAS. **Anything new should provide a Libor + return (Libor flat is not of interest)**, whereby this could be wrapped into one fund (altough most likely they would split it into its parts and allocate the portions to their internal buckets) or possibly a combination of a short term fund with ARB. This should **provide a bit more return than Libor, but keep the MM flavour / risk profile**."

Mit E-Mail vom 17. August 2008 (act. 20/23) liess J._____ C._____ und E._____ auf deren Wunsch eine ergänzte Fassung der Slides vom vorgenannten Treffen ("Cash und Absolute Return Strategien, A._____, August 2006", act. 20/24) zukommen, damit sie den Vorschlag dem …-Ausschuss präsentieren könnten (act. 19 Rz. 33-34). Die Klägerin bestritt, dass sich am erwähnten Meeting ein ausdrückliches Interesse ergeben habe, nicht aber, dass sie die Zustellung der Slides gewünscht habe (act. 26 Rz. 166-169). Diese Slides enthalten Aussagen zu Renditeziel, Portfolioallokation, historischer Performance und Risiken eines Produktes, das als "ARB (ungerated)" bezeichnet wird.

4.2. Empfehlung der Beklagten vom 12. Januar 2007

Nachdem die Klägerin der Beklagten am 10. Januar 2007 den Auftrag erteilt hatte, die Anteile am B._____ (CHF) Institutional Fund - Global Bonds 3X zu verkaufen (act. 20/25), unterbreitete die Beklagte der Klägerin mit E-Mail vom 12. Januar 2007 (act. 20/26), einen konkreten Vorschlag (act. 19 Rz. 36, act. 26 Rz. 172, vgl. act. 3/16). Sie empfahl der Klägerin den Erwerb von Anteilen am B._____ (CH) Institutional Fund - Absolute Return Bond (**B._____ ARB CHF**) und am B._____ (Lux) Institutional Fund - Global Convertible Bonds (hedged in CHF) je zur Hälfte (act. 3/16 S. 6). Die Beklagte führte hierzu aus, sie habe sich "von dem bisherigen Investment leiten lassen" und die "Informationen aus den Treffen im 2006 und Gesprächen mit einfliessen lassen" (act. 3/16 S. 5). Aus dem Schreiben ergibt sich, dass das bisherige Investment die eben verkauften Anteile am "B._____ (CH) Institutional Fund - Global Bonds 3X" sind (vgl. 3/16 S. 5).

Zudem erwähnte die Beklagte den streitgegenständlichen "B._____ (Lux) Institutional Fund - Absolute Return Fund EUR (gehedged in CHF)" (**B._____ ARB EUR**). Sie schrieb, sie würde den Einsatz dieses Produktes als Alternative zum B._____ ARB CHF gerne mit der Klägerin besprechen (act. 19 Rz. 37.1; vgl. act. 3/16 S. 3). Im Gegensatz zum B._____ ARB CHF mit einem Moody's Rating von A habe der B._____ ARB EUR "mit High Yield-Anlagen ein erweitertes Anlageuniversum und weniger Ratingrestriktionen bei den Anlagen und daher kein offizielles Fund-Rating" (act. 3/16 S. 6). Die Beklagte führte folgendes aus: "Die historische Simulation zeigt, dass, wenn auf ein Rating verzichtet werden kann, mit der in CHF abgesicherten Absolute Return Bond EUR ein Ertragsziel von LIBOR +1% eher erreicht werden konnte, als mit dem reinen ARB CHF" (act. 3/16 S. 7). Insgesamt empfahl die Beklagte den B._____ ARB EUR als "verhältnismässig konservative Anlage" (act. 19 Rz. 7, act. 26 Rz. 80).

Zusammen mit der E-Mail vom 12. Januar 2007 (act. 20/26) wurden der Klägerin neben dem bereits erwähnten Vorschlag unter anderem die folgenden Dokumente zugestellt (act. 19 Rz. 36, act. 26 Rz. 172):

- Factsheet für den B._____ ARB CHF per Ende Dezember 2006 (act. 20/27);

- Factsheet für den B._____ ARB EUR (XA, d.h. ohne CHF Hedge) per Ende Dezember 2006 (act. 20/28);
- Fund Spotlight für den B._____ ARB CHF vom Februar 2005 (act. 20/29);
- Pressemitteilung Moody's vom 29. Oktober 2004 (act. 20/30).

Nicht zugestellt wurden der Klägerin mit dieser E-Mail ein Fund Spotlight für den B._____ ARB EUR (act. 19 Rz. 36, act. 26 Rz. 174).

4.3. Vermögensverwaltungsvertrag vom 16./21. Mai 2007

Am 16. Mai 2007 bzw. 21. Mai 2007 unterzeichneten die Parteien eine Vereinbarung, die als "Institutioneller Vermögensverwaltungsvertrag" betitelt ist (act. 3/3). Der Entwurf der Vereinbarung wurde der Klägerin bereits am 24. Januar 2007 mit der E-Mail (act. 20/32) von J._____ an E._____ übermittelt (act. 19 Rz. 41, vgl. act. 26 Rz. 184).

In dieser Abrede bezogen sich die Parteien ausdrücklich auf einen Absolute Return Bond ("Capability": "EUR Absolute Return Bonds") mit folgender Benchmark: "Citigroup EUR 3 Month Euro Deposit, hedged in CHF" (act. 3/3). Unter dem Titel "Risikoaufklärung und Information zu B._____ Institutional Funds" unterzeichnete die Klägerin "Der Kunde anerkennt, dass B._____ Global Asset Management ihm keine zusätzlichen Informationen über diese Anlageinstrumente zur Verfügung stellt und dass B._____ Institutional Funds gemäss Fondsreglement / Verkaufsprospekt verwaltet werden, welche jederzeit bei der Fondsleitung bezogen werden können." Die Klägerin verpflichtete sich, die Beklagte mit einer performanceunabhängigen Gebühr ("Erste CHF 25 Millionen: 0.445% p.a.; Nächste CHF 25 Millionen: 0.392% p.a.") zu entschädigen (act. 3/3 S. 2). Die Gebühr war gemäss Wortlaut des Vertrages für "die Vermögensverwaltung, die Kundenbetreuung im Rahmen dieses Vertrages sowie die Berichterstattung" geschuldet (act. 3/3).

Die Parteien legten übereinstimmend dar, dass die Unterzeichnung der Vereinbarung von Seiten der Beklagten als Erfordernis für den Erwerb der Anteile am B._____ ARB EUR vorausgesetzt wurde (act. 1 Rz. 72, act. 19 Rz. 43-44, act. 26 Rz. 190).

4.4. Anlageprodukt: "B._____ (Lux) Institutional Fund - Absolute Return Bond (EUR)" B._____ ARB EUR

Beim "B._____ (Lux) Institutional Fond -Absolute Return Bond (EUR)" handelte es sich um einen Sub-Fonds (Teilfonds) des B._____ (Lux) Institutional Fonds, eines Anlagefonds luxemburgischen Rechts. Die Verwaltung des Hauptfonds oblag der B1._____ S.A. (**Fondsgesellschaft**), eine Aktiengesellschaft luxemburgischen Rechts. Als Administrationsstelle agierte die B2._____ (Luxembourg) S.A., ebenfalls eine Aktiengesellschaft luxemburgischen Rechts. Zwei Verwaltungsratsmitglieder der Fondsgesellschaft, L._____ und M._____, bekleideten gleichzeitig Funktionen bei der Beklagten. Portfolio Manager des Fonds war die Beklagte. Innerhalb der Beklagten war diese Funktion dem Unternehmensbereich Global Asset Management übertragen. Für die Verwaltung des Fondsvermögens war N._____ als … Portfolio Manager verantwortlich. Zudem war Dr. O._____ massgeblich mit dem Investment befasst (act. 19 Rz. 26.2-3).

Das Produkt ist im Fund Spotlight vom Februar 2005 (act. 20/29) sowie im Sales Prospectus vom Mai 2006 beschrieben (act. 3/22). Nach dem Fund Spotlight vom Februar 2005 richtete sich der B._____ ARB EUR an Pensionskassen und an Firmen, "die Teile ihrer Liquidität mit einem Anlagehorizont von 6-12 Monaten diversifizieren und mit kontrolliertem Risiko in Anlagen mit mehr Ertragspotenzial als reine Geldmarktanlagen investieren möchten" (act. 4/21).

4.5. Anlageentscheid und Umsetzung

Aus den Vorbringen beider Parteien geht hervor, dass es die Klägerin und nicht die Beklagte war, die über den Erwerb von Anteilen am B._____ ARB EUR entschied. (act. 1 Rz. 59, act. 1 Rz. 64 und 75). An welchem Datum und welche Personen auf Seiten der Klägerin den Entscheid zum Erwerb von Anteilen am B._____ ARB EUR trafen, ist nicht dargetan. Dies muss spätestens am 16. Mai 2007 passiert sein. An diesem Datum unterzeichnete die Klägerin den Vermögensverwaltungsvertrag, den die Parteien als notwendige Voraussetzung für die Anlage ansahen.

Aufgrund des bereits Ausgeführten steht fest, dass die Klägerin in diesem Zeitpunkt über die folgenden Dokumente verfügte:

- Anlagevorschlag der Beklagten vom 12. Januar 2007 (act. 3/16);
- Slides "Cash und Absolute Return Strategien, A._____, August 2006" (act. 20/24);
- Factsheet für den B._____ ARB EUR (XA, d.h. ohne CHF Hedge) per Ende Dezember 2006 (act. 20/28).

Sodann ist zwischen den Parteien unbestritten, dass der Klägerin vor dem Investitionsentscheid die folgenden Dokumente nicht zugestellt wurden (act. 19 Rz. 41; act. 26 Rz. 207):

- Fund Spotlight B._____ ARB EUR (act. 3/21);
- Fondsprospekt ("Sales prospectus", act. 3/22);
- Investment Guidelines B._____ ARB EUR (act. 3/23).

Zwischen der Anlageempfehlung der Beklagten und der Vermögensanlage vergingen rund vier Monate. Der Grund hierfür ist umstritten: Die Beklagte erklärt die Verzögerung damit, dass die Klägerin das angedachte Investment beobachten wollte, um den optimalen Einstiegszeitpunkt zu ermitteln. Nachdem der B._____ ARB EUR in den Monaten Februar und März eine negative Rendite auswies, habe die Klägerin aufgrund der positiven Rendite der Monate April und Mai den Vermögensverwaltungsvertrag eingesandt (act. 19 Rz. 44-41). Die Klägerin bestreitet dies mit der Begründung, dass der Vermögensverwaltungsvertrag, der für den Erwerb der Fondsanteile Voraussetzung gewesen sei, erst im Mai 2007 unterzeichnet worden sei (act. 26 Rz. 184).

Mit der empfohlenen Kombination von B._____ ARB CHF und Wandelanleihenfonds konnte sich die Klägerin nicht anfreunden, weil sie ihr mit einem Risikopotential von 4.9% zu riskant war. Sie entschied sich deswegen für den B._____ ARB EUR, bei dem sie von einem Risikopotential von 3% ausging (act. 1 Rz. 59).

4.6. Umsetzung des Anlageentscheides

Am 25. Mai 2007 zeichnete die Klägerin 283'200 Anteile am B._____ ARB EUR zu CHF 164.96 per Anteil zuzüglich Stempelsteuer in der Höhe von CHF 70'075. Hierfür wurde ihr der Betrag von CHF 46'786'747 belastet (act. 1 Rz. 75). Am 15. Juni 2007 zeichnete sie weitere 727.462 Anteile am B._____ ARB EUR zu

CHF 164.71 per Anteil zuzüglich Stempelsteuer. Hierfür wurde ihr ein weiterer Betrag von CHF 120'000 belastet (act. 1 Rz. 76).

Die Anteile der Klägerin wurden in der Klasse … emittiert. Diese Anteilsklasse wurde eigens für die Klägerin geschaffen. Im Unterschied zur Anteilsklasse XA ist sie in Schweizer Franken abgesichert. Ansonsten sind die Anteilsklassen identisch (act. 19 Rz. 36.2).

4.7. Anlageverlauf und Information

Die Performance des B._____ ARB EUR entwickelte sich während der gesamten Anlagedauer negativ (act. 1 Rz. 80 und 119, act. 19 Rz. 277, vgl. act. 3/25).

Gleichzeitig sank das Nettovermögen des B._____ ARB EUR stetig, unter anderem weil andere Anleger ihre Anteile verkauften: Im Jahr 2007 standen Neuzeichnungen im Betrag von rund EUR 297 Mio Rücknahmen im Betrag von rund EUR 1'051 Mio gegenüber, was einem Mittelabfluss von rund EUR 754 Mio und damit von über 50% des Fondsvermögens entspricht (act. 1 Rz. 96, act. 19 Rz. 279). Auch im ersten Halbjahr 2008 hielten Wertverlust und Rücknahmen an (act. 1 Rz. 112). Gemäss Halbjahresbericht (act. 3/37) belief sich das Nettovermögen am 30. Juni 2008 noch auf EUR 144 Mio (act. 1 Rz. 114, act. 19 Rz. 287).

Im Rahmen der weiteren Anlageberatung, die nachfolgend dargestellt wird, riet die Klägerin der Beklagten zu keinem Zeitpunkt zu einem Verkauf der Anlage (act. 26 Rz. 62, act. 30 Rz. 148, 247).

Die Beklagte stellte der Klägerin quartalsweise einen Depotauszug zu (act. 19 Rz. 167, act. 26 Rz. 294), so zum Beispiel der Depotauszug per 30. September 2007 (act. 20/116). Die Zustellung erfolgte jeweils gegen Mitte des Folgemonats (act. 19 Rz. 169).

Jeweils 14 Tage nach Monatsende erstellte die Beklagte ein Factsheet per Monatsende (act. 19 Rz. 168, act. 26 Rz. 294). Ob die Beklagte der Klägerin diese Factsheets jeweils von sich aus hat zukommen lassen, ist umstritten. Fest steht, dass die Klägerin die folgenden Factsheets erhalten hat (vgl. act. 30 Rz. 155):

- Mit E-Mail vom 12. Januar 2007 das Factsheet per Ende Dezember 2007 (act. 19 Rz. 36.2, act. 26 Rz. 173, vgl. act. 20/28)
- Mit E-Mail vom 10. September 2007 das Factsheet per Ende Juli 2007 (act. 1 Rz. 88, act. 30 Rz. 155, vgl. act. 3/29)
- Mit E-Mail vom 17. März 2008 das Factsheet per Ende Februar 2008 (act. 1 Rz. 105, act. 30 Rz. 155, vgl. act. 3/34).
- Mit E-Mail vom 16. September 2008 das Factsheet per Ende August 2008 (act. 1 Rz. 117, act. 30 Rz. 155, vgl. act. 3/41).

Die Zustellungen der Factsheets per Ende Februar 2008 und per Ende August 2008 erfolgten auf Nachfrage der Klägerin (act. 1 Rz. 105, 117, act. 3/33 und 3/40).

Mit E-Mail vom 20. August 2007 (act. 3/26) stellte die Beklagte der Klägerin den "Zusätzlichen Performancekommentar" vom 18. August 2007 (act. 3/27) zu (act. 1 Rz. 81, act. 19 Rz. 173). Darin werden - unter ausdrücklicher Benennung von CDOs [Collateralized Debt Obligations: Oberbegriff für Finanzinstrumente der Gruppe der forderungsbesicherten Wertpapiere und strukturierten Kreditprodukte; bestehen aus einem Portfolio aus festverzinslichen Wertpapieren.] und CLOs [Collateralized Loan Obligations: Unterkategorie von CDOs] - die Ursachen der Underperformance diskutiert und die Ausrichtung der Anlagestrategie vorgestellt:

> "CDOs und CLOs, die durch Unternehmensanleihen besichert sind, bleiben interessante Anlagen für das Portfolio - trotz der jüngsten Volatilität und Illiquidität in diesem Sektor."

Der Kommentar enthält keine Äusserungen zur Liquidität des B._____ ARB EUR aufgrund von Kapitalabflüssen. Des weiteren bot J._____ in der erwähnten E-Mail C._____ an, dass er ihm via Telefon zur Verfügung stehe "für Zusatzinfos zu einzelnen Exposures und Titeln, die Meinung unserer Analysten, etc." (act. 3/26).

Am 11. September 2007 fand auf Wunsch der Klägerin eine Telefonkonferenz statt, an der seitens der Klägerin C._____ und E._____ und seitens der Beklagten J._____, P._____ und N._____ teilnahmen (act. 1 Rz. 87-90, act. 19 Rz. 175-176). Es steht fest, dass die Beklagte der Klägerin anlässlich dieses Gespräches nicht zu einem Ausstieg aus dem B._____ ARB EUR riet (act. 26 Rz. 300; act. 30 Rz. 144). Unbestritten blieb ferner die Behauptung, dass die Beklagte die Klägerin anlässlich dieses Gesprächs nicht über die einsetzende Rücknahme von Fondsanteilen durch andere Anleger informierte (act. 1 Rz. 90, act. 19 Rz. 278).

Am 10. Dezember 2007 rief C._____ J._____ an (act. 1 Rz. 92, act. 19 Rz. 177, act. 26 Rz. 304 und 298), worauf die Beklagte der Klägerin mit Schreiben vom 27. Dezember 2007 (act. 3/30) die Gründe für die schlechte Performance sowie die mit einem Festhalten am Investment verbundenen Risiken und Chancen darlegte:

> "Most of this underperformance can be closely linked to events in credit markets and do the unexpectedly severe deterioration in the US housing market. Against this background, investor risk aversion has increased markedly and price volatility has dramatically exceeded historic norms, compound by ongoing liquidity concerns. These events have been well beyond the assumptions of most market participants and their risk models.
>
> Our ARB funds have exposure to a broad range of fixed income assets, some of which have been badly impacted by credit deterioration in housing related securities, while others are exposed to the general increase in risk premiums.
>
> […]
>
> We do not expect this process of improvement to be devoid of further periods of volatility and we would not rule out set backs, particularly through year end. However, we expect that the general trend going forward will be more constructive than that experienced during much of this year, Importantly, the ARB fund is positioned to benefit from recovery and from receding risk aversion in the bond market. This dynamic would ultimately benefit those investors willing to look beyond this year's disappointment. While we continue to underscore·the validity of our investment proposition, we have reflected carefully on the lessons of this year's experience. At no point has our commitment to ARB as a key product offering waned and we remain fully committed to the product."

Ebenfalls im Dezember 2007, also gleichzeitig mit dem erwähnten Schreiben, teilte die Beklagte bzw. ihre Abteilung B._____ … den Regionalniederlassungen mit, dass sich das Risikoprofil der Anlage verändert habe und empfahl ihnen, die Kunden auf diese Erhöhung des Risikos hinzuweisen (act. 1 Rz. 97, act. 19 Rz. 179, vgl. act. 26 Rz. 308). Hierzu veröffentlichte die Beklagte zuhanden der Retail-Kunden auf diversen Kanälen das Schreiben "B._____ Absolute Return Bond - Key facts at a glance" vom 7. Dezember 2007 (act. 20/118). Zu einem Verkauf der Anlage wurde nicht generell geraten (act. 19 Rz. 179).

Im Februar 2008 bot die Beklagte der Klägerin ein Gespräch mit einem Mitglied des Portfolio Management-Teams an, um ergänzende Informationen und eine aktuelle Einschätzung der Marktaussichten aus erster Hand zu erhalten (act. 19 Rz. 180, act. 26 Rz. 310). F._____ lehnte dieses Angebot mit E-Mail vom 4. Februar 2008 ab mit dem Hinweis, dass kein Bedarf für ein Meeting bestehe, weil "wir

schon mit einem Portfolio Manager direkt Kontakt hatten" (act. 20/120, act. 19 Rz. 181, act. 26 Rz. 310).

Am 17. März 2008 stellte die Beklagte der Klägerin, nachdem sich E._____ mit E-Mail vom 17.03.2008 nach "einer aktuellen Liste der Portfolio-Holdings" erkundigt hatte (act. 3/33), das Factsheet per Ende Februar 2008 (act. 3/34) zu (act. 1 Rz. 105, act. 19 Rz. 284).

Am 29. April 2008 fand auf Wunsch der Klägerin erneut ein Konferenzgespräch statt. Daran nahmen auf Seiten der Klägerin C._____ und E._____ sowie auf Seiten der Beklagten J._____ und Dr. O._____ teil (act. 1 Rz. 107, act. 19 Rz. 183). Wer an diesem Gespräch welche Aussagen machte, ist umstritten; die Beklagte beruft sich für ihre Version auf ein Telefonprotokoll von J._____ (act. 20/50). Fest steht immerhin, dass an diesem Gespräch ein möglicher Ausstieg aus dem Investment besprochen wurde und dass umgekehrt die Liquidation des B._____ ARB EUR kein Thema war (act. 19 Rz. 184, act. 26 Rz. 317-318, act. 30 Rz. 309).

Mit E-Mail vom 16. September 2008 stellte die Beklagte der Klägerin auf deren Anfrage hin das Factsheet per Ende August 2008 (act. 3/41) zu (act. 1 Rz. 117, act. 19 Rz. 193).

4.8. Ausstieg und Liquidation

Mit Schreiben vom 30. September 2008 (act. 3/42) kündigte die Klägerin das Mandat mit sofortiger Wirkung (act. 1 Rz. 120, act. 19 Rz. 195). Wie sich aus der E-Mail von E._____ vom 9. Oktober 2008 ergibt, wünschte die Klägerin ausdrücklich eine Kündigung ohne Verkauf bzw. Liquidation der Position: "Die Fondsanteile bleiben Teil unseres Portfolios" (act. 3/43). Die Klägerin wollte die Anlagen des B._____ ARB EUR im Sinne einer *redemption in kind* übernehmen und diese zu einem späteren Zeitpunkt, wenn sich die Märkte beruhigt hätten, verkaufen (act. 1 Rz. 122, act. 19 Rz. 197).

Die Abwicklung verzögerte sich, weil die Vorgabe des Fondsprospektes, wonach die Anteile nicht ausserhalb eines Vermögensverwaltungsvertrages gehalten wer-

den durften, Abklärungen mit der luxemburgischen Aufsichtsbehörde und der Revisionsstelle des Fonds erforderlich machten (act. 19 Rz. 198).

Mit Schreiben vom 10. November 2008 (übermittelt per E-Mail gleichen Datums, vgl. act. 3/45-46), noch bevor der Ausstieg der Klägerin abgewickelt war, teilte die Beklagte der Klägerin mit, dass der Verwaltungsrat der Fondsleitung (B1._____ SA) beschlossen habe, den B._____ ARB EUR aufzulösen, und dass Ausgabe und Rücknahme von Anteilen per 10. November 2008 eingestellt worden sei (act. 1 Rz. 126, act. 19 Rz. 290). Am gleichen Tag stellte sie der Klägerin auf deren Verlangen den Fondsprospekt, den Jahresbericht 2007 (act. 3/31) und den Halbjahresbericht 2008/1 (act. 3/37) zu (act. 1 Rz. 131).

Die Klägerin erhielt aus dem Liquidationserlös am 17. Dezember 2008 den Betrag von CHF 13'620'730.20, entsprechend CHF 48.19 pro Anteil (act. 1 Rz. 132), und am 7. April 2009 den Betrag von CHF 8'304'153.05, entsprechend CHF 29.38 pro Anteil (act. 1 Rz. 134).

4.9. Verlust und Ursachen

Es ist unbestritten, dass die Klägerin mit dem Engagement in den B._____ ARB EUR einen Verlust von CHF 24'808'940.85 realisierte (act. 26 Rz. 322). Die Klägerin geht davon aus, dass die grossen Verluste des Produkts durch Positionen in verbrieften Kreditrisiken verursacht wurden (act. 1 Rz. 152). Die Beklagte bestreitet nicht, dass die Verluste unter anderem auch auf das Engagement des Fonds in strukturierte Kreditrisiken zurückzuführen sind (act. 19 Rz. 145). Es ist unbestritten, dass der B._____ ARB EUR ab Januar 2007 in erheblichem Umfang in strukturierte Kreditrisiken investiert war (nach Angaben der Klägerin im Juli 2007 mit 28% des Portfolios und Ende Juli 2008 mit 25% des Portfolios, vgl. act. 1 Rz. 151-154; nach der Angabe im beklagtischen Privatgutachten mit durchschnittlich rund 22 bis 36% des Gesamtvermögens in MBS [Mortgage Backed Securities: durch Vermögenswerte gesicherte Wertpapiere], ABS [Asset Backed Securities: Forderungsbesicherte Wertpapiere] und CMBS [Commercial MBS: durch Gewerbe- und Mehrfamilienimmobilien besicherte Wertpapiere], act. 20/39 S.15 und 51).

III. Rechtsfragen und Würdigung

1. Übersicht

Die Klägerin macht als Hauptstandpunkt geltend, die Beklagte habe ihre Beratungspflicht verletzt, indem sie es unterlassen habe, über die Risiken der empfohlenen Anlage umfassend und richtig aufzuklären. Mit dem B._____ ARB EUR seien Risiken verbunden gewesen, die aus den Anlagerichtlinien nicht hervorgingen bzw. durch sie ausgeschlossen gewesen seien. Der B._____ ARB EUR sei für die Anlageziele der Klägerin daher ungeeignet gewesen. Hätte die Beklagte die Klägerin umfassend und richtig über die Risiken des B._____ ARB EUR aufgeklärt, hätte die Klägerin die Anlage nicht getätigt (act. 1 Rz. 306). Stattdessen hätte sie an der bisherigen Anlagestrategie festgehalten und in den "B._____ (CH) Institutional Fund - Global Bonds 3X" investiert und damit eine Rendite von rund 6.77 % erzielt (act. 1 Rz. 306). Alternativ sei davon auszugehen, dass die Klägerin das Vermögen im fraglichen Zeitraum nicht angelegt hätte (act. 1 Rz. 307).

Eventualiter, falls das Gericht zum Schluss kommen sollte, dass der B._____ ARB EUR für die Anlageziele der Klägerin geeignet gewesen sei, macht die Klägerin geltend, sie habe aufgrund der Anlagerichtlinien nicht mit einem derartigen Verlust rechnen müssen (vgl. act. 1 Rz. 332 ff.). Die Klägerin macht weiter geltend, dass das Verlustpotential bei Einhaltung der Anlagerichtlinien bei maximal 28% des investierten Vermögens liege. Sie macht jenen Betrag, den sie darüber hinaus als Verlust erlitt, als Schadenersatz geltend (act. 1 Rz. 352).

Haupt- und Eventualstandpunkt der Klägerin laufen auf Schadenersatzforderungen aus Vertragsverletzung hinaus. Wer Schadenersatzforderungen infolge Verletzung der Pflichten aus einem Auftragsverhältnis geltend macht, hat vorab den Bestand des Auftragsverhältnisses nachzuweisen. Notwendige Anspruchsgrundlagen der Haftung bilden sodann eine Vertragsverletzung, das Vorliegen eines Schadens, ein Kausalzusammenhang zwischen der Vertragsverletzung und dem Schaden sowie Verschulden. Diese Voraussetzungen werden nachfolgend zuerst für die Hauptstandpunkte und sodann für den Eventualstandpunkt behandelt. Der Auftraggeber muss grundsätzlich den Schaden, den Kausalzusammenhang und

die Vertragsverletzung beweisen, dem Beauftragten steht der Exkulpationsbeweis offen. Zu beachten ist stets der aus Art. 8 ZGB fliessende Grundsatz, wonach derjenige das Vorhandensein einer behaupteten Tatsache zu beweisen hat, welcher daraus Rechte ableitet.

2. Anwendbares Recht

Die Klägerin hat ihren Sitz in Luxemburg, die Beklagte in der Schweiz. Es liegt ein internationaler Sachverhalt vor. Gemäss Art. 116 Abs. 1 IPRG untersteht der Vertrag dem von den Parteien gewählten Recht. Die Parteien unterstellten ihre Geschäftsbeziehung stets dem schweizerischen Recht. Eine entsprechende Rechtswahl trafen sie bereits unter dem früheren "Vertrag Globale Obligationen" vom 21. April 1999 (act. 3/11, vgl. Art. 10) und später wieder mit der Vereinbarung vom 16. Mai 2007 bzw. 21. Mai 2007 (act. 3/3, vgl. Ziff. 12). Anwendbar ist daher schweizerisches Recht.

3. Qualifikation des Vertrages

3.1. Rechtliches

Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichts ist zwischen Vermögensverwaltung, Anlageberatung und reiner Depotbeziehung zu differenzieren. Eine reine Depotbeziehung liegt nicht vor. Während sich die Klägerin auf einen Vermögensverwaltungsvertrag zwischen ihr und der Beklagten beruft, geht die Beklagte unter Verweis auf Bertschinger von einem "Anlageberatungsvertrag sui generis" aus (act. 30 Rz. 95.3) (vgl. Urs BERTSCHINGER, Sorgfaltspflichten der Bank bei Anlageberatung und Verwaltungsaufträgen, Zürich 1991, S. 113).

Von Vermögensverwaltung wird gesprochen, wenn die Bank das vom Kunden anvertraute Vermögen selbständig - im Rahmen der zuvor abgesprochenen Anlagestrategie - anlegt und ständig überwacht. Bei der Anlageberatung dagegen entscheidet der Kunde selbst, welche Anlagen er tätigt (Urteil des Bundesgerichts vom 11. Juni 2008, 4A_168/2008, Erw. 2.1; ZR 106/2007 Nr. 1, Erw. 2). Die Beratung kann entweder punktuell im Hinblick auf ein bestimmtes Geschäft oder auf Dauer vereinbart sein (Urteil des Bundesgerichts vom 11. Juni 2008,

4A_168/2008, Erw. 2.2). Eine derartige Vereinbarung kann schriftlich, mündlich oder konkludent erfolgen. Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichts kann sich namentlich aus einer andauernden Geschäftsbeziehung ein besonderes Vertrauensverhältnis entwickeln, aus dem der Kunde nach Treu und Glauben unaufgefordert Beratung und Abmahnung erwarten darf (BGE 133 III 97, Erw. 7.2), oder aufgrund einer Empfehlung, die die Bank aufgrund ihres Fachwissens erteilt (Entscheid des BGer vom 29. März 2006, 4C.394/2005, Erw. 2.2). Von einem Anlageberatungsverhältnis auf Dauer gehen Rechtsprechung und Lehre auch dann aus, wenn zwar ein schriftlicher Auftrag zur Vermögensverwaltung vorliegt, der Kunde aber anderweitig zum Ausdruck bringt, dass er die Anlageentscheide selbst fällen will (Entscheid des BGer vom 6.12.2000, 4C.171/2000, Erw. 2c; P. CHRISTOPH GUTZWILLER, Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, Zürich 2008, S. 47). Davon zu unterscheiden sind jene Fälle, in denen der Kunde innerhalb eines Vermögensverwaltungsverhältnisses der Bank vereinzelt Weisungen erteilt (vgl. Urs BERTSCHINGER, a.a.O., S. 113, der in diesem Zusammenhang von einem Anlageberatungsvertrag *sui generis* spricht).

3.2. Abreden zwischen den Parteien

Die Parteien regelten ihre Geschäftsbeziehung mittels schriftlicher Vereinbarungen: Vor der streitgegenständlichen Vermögensanlage (von 1999 bis 2006) durch den "Vertrag Globale Obligationen" vom 21. April 1999 (act. 3/11), seit Mai 2007 durch eine Vereinbarung vom 16./21. Mai 2007, die als "Institutioneller Vermögensverwaltungsvertrag" betitelt ist (act. 3/3).

3.3. Frühere Abrede

Beim "Vertrag Globale Obligationen" handelte es sich um einen eigentlichen Vermögensverwaltungsvertrag. Die Beklagte verpflichtete sich darin zur Verwaltung des klägerischen Vermögens nach freiem Ermessen. Anlagerichtlinien wurden vereinbart (act. 3/11) und während der Laufzeit erneuert (act. 3/12).

3.4. "Institutioneller Vermögensverwaltungsvertrag"

Nachdem der "Vertrag Globale Obligationen" im Jahr 2006 gekündigt worden war (act. 26 Rz. 28), schlossen die Parteien im Mai 2007 eine neue Vereinbarung, die als "Institutioneller Vermögensverwaltungsvertrag" betitelt ist.

3.4.1. Wortlaut und Form

Die neue Vereinbarung erscheint wieder in der Form eines Vermögensverwaltungsvertrages. Nach ihrem Wortlaut beauftragt die Klägerin die Beklagte, die Vermögenswerte diskretionär zu verwalten, unter Berücksichtigung der Anlageparameter (act. 3/3 S. 1).

3.4.2. Struktur

Allerdings sind die Anlageparameter mit "EUR Absolute Return Bonds" dann so konkret, dass der Beklagten auf Grundlage der neuen Vereinbarung von vornherein kein Spielraum für eine Vermögensverwaltung blieb. Bezeichnenderweise vereinbarten die Parteien unter diesem Vertrag - im Gegensatz zum früheren Vertrag - keine Anlagerichtlinien, obwohl dies gemäss Wortlaut ("nachstehende Spezifikationen", act. 3/3 S. 1) vorgesehen gewesen wäre. Die Vertrags- bzw. Anlagestruktur unterscheidet sich wesentlich von der früheren Struktur: Die Beklagte trat nicht direkt als Vermögensverwalterin, sondern als Vertriebsträgerin des B._____ ARB EUR auf. In dieser Funktion empfahl sie der Klägerin den Erwerb von Anteilen am B._____ ARB EUR. Wohl war sie auch mit der Verwaltung des Fondsvermögens beauftragt. Sie übte diese Tätigkeit aber im Auftrag der Fondsleitung aus. Diese Rechtsverhältnisse sind auseinanderzuhalten (vgl. Entscheid des BGer vom 3. November 2011, 4A_274/2011, Erw. 6.5). Der Klägerin, die an diesem Rechtsverhältnis nicht beteiligt ist und die über das Fondsvermögen auch nicht hätte verfügen können, erwuchsen keine Rechte und Pflichten gegenüber der Beklagten aus einem Vermögensverwaltungsvertrag. Mit dem Erwerb von Anteilen am B._____ ARB EUR war die Klägerin in wirtschaftlicher Hinsicht wohl noch Bezügerin von Vermögensverwaltungsdienstleistungen, allerdings ohne Partei eines Vermögensverwaltungsvertrages mit der Beklagten zu sein. Die Rechte

und Pflichten der Klägerin als Eigentümerin von Fondsanteilen ergeben sich aus - je nach Ausgestaltung des Fonds - vertragsrechtlichen, gesellschaftsrechtlichen oder spezialgesetzlichen Bestimmungen. Aus diesem Rechtsverhältnis macht die Klägerin mit der vorliegenden Klage ausdrücklich keine Rechte geltend (act. 1 Rz. 11, Rz. 151).

3.4.3. Anlageentscheid durch Klägerin

Ausgehend von der soeben dargestellten Struktur war zwischen Klägerin und Beklagter nur zu entscheiden, ob die Klägerin Anteile am B._____ ARB EUR erwerben soll oder nicht. Einerseits steht fest, dass die Beklagte die Klägerin verschiedentlich über die Vorzüge ihrer Absolute Return Bonds informierte und ihr schliesslich den Erwerb von Anteilen am B._____ ARB CHF empfahl und ihre Aufmerksamkeit im Sinne einer Alternative auf den B._____ ARB EUR lenkte. Anderseits steht fest, dass anschliessend die Klägerin den Entscheid fällte, Fondsanteile zu erwerben. Auch über den Verkauf entschied die Klägerin - *nota bene* ohne der Beklagten je vorzuwerfen, diese hätte die Fondsanteile selbständig verkaufen müssen. Andere Entscheide, namentlich über einzelne Titel auf Ebene des Fondsvermögens, waren zwischen den Parteien nicht zu fällen. Die Klägerin entschied also stets selber. Damit fehlt dem vorliegenden Rechtsverhältnis zumindest für die Zeit nach Mai 2007 das für einen Vermögensverwaltungsvertrag entscheidende Element. Wer die Anlageentscheide nach der Kündigung des Vertrages Globale Obligationen im Jahr 2006 fällte, ist nicht dargetan. Aufgrund der Kündigung kann ohne weiteres angenommen werden, dass es die Klägerin war, die über den Erwerb und Verkauf der Anteile am Global 3X Fonds und der Geldmarktanlagen entschied. Demzufolge ist das Rechtsverhältnis zwischen den Parteien im massgeblichen Zeitraum entgegen dem Wortlaut der Vereinbarung als Vertrag über die Anlageberatung zu qualifizieren.

3.4.4. Abgrenzung zur punktuellen Anlageberatung

In Abgrenzung zur punktuellen Anlageberatung ist von einer dauerhaften Geschäftsbeziehung auszugehen. Es fanden regelmässige Kontakte statt, die die Beklagte nutzte, um der Klägerin Anlageprodukte zu erläutern. Die Klägerin ver-

sorgte sich bei der Beklagten während mindestens 8 Jahren mit Dienstleistungen im Bereich der Vermögensverwaltung und Anlageberatung, die über eine reine Depotbeziehung hinausgingen. Dies verbietet es, in den Empfehlungen der Beklagten bloss punktuell erteilte Ratschläge zu erblicken.

3.4.5. Zusammenfassung

Vor diesem Hintergrund und im Lichte der oben dargelegten Rechtsprechung ist das Rechtsverhältnis während der streitgegenständlichen Vermögensanlage und deren Anbahnung als Anlageberatungsvertrag auf Dauer zu verstehen.

3.5. Rechte und Pflichten im Anlageberatungsverhältnis

Der Anlageberatungsvertrag wird als einfacher Auftrag im Sinne von Art. 394 ff. OR qualifiziert. Die Bank, die als Anlageberaterin tätig ist, hat nicht für den Erfolg ihrer Tätigkeit einzustehen. Sie haftet dem Kunden für die sorgfältige und getreue Beratung (Entscheide des BGer vom 6.12.2000, 4C.171/2000, Erw. 2c, und vom 11.06.2008, 4A_168/2008, Erw. 2.2). Für die Erfüllung dieser Hauptpflichten hat sie zu Beginn des Vertragsverhältnisses die Bedürfnisse des Kunden zu eruieren. Sie hat dem Kunden sodann ein Produkt zu empfehlen, das sie nach sorgfältiger Auswertung der zur Verfügung stehenden Informationen den Bedürfnissen des Kunden für angemessen hält. Geschuldet ist in diesem Punkt eine wertende Empfehlung. Zudem muss sie den Kunden hinsichtlich der Risiken der beabsichtigten Investitionen aufklären, nach Bedarf in Bezug auf die einzelnen Anlagemöglichkeiten sachgerecht beraten und vor übereilten Entschlüssen warnen (Entscheid des BGer vom 27. Juni 2011, 4A_140/2011, Erw. 3.1, vgl. für die Anlageberatung BGE 133 III 97, Erw. 7.2). In diesem Punkt sind richtige Informationen geschuldet. Die Bank ist verpflichtet, dem Kunden korrekte, verständliche, auf den verfügbaren Daten basierende, genaue und vollständige Informationen zu verschaffen (Entscheid des BGer vom 21.2.2007, 4C.205/2006, Erw. 3.4.1). Vollständig informiert ist der Kunde, wenn er sämtliche Informationen hat, auf die er für seinen Anlageentscheid abstellen muss.

Wie weit die Aufklärungs- und Beratungspflicht bei der Anlageberatung im Einzelnen geht, kann nicht allgemein festgelegt werden, sondern hängt von den Umständen des Einzelfalls ab, namentlich von der Ausgestaltung des jeweiligen Beratungsverhältnisses, der Art des konkreten Anlagegeschäftes sowie der Erfahrung und den Kenntnissen des Kunden (Entscheide des BGer vom 21. Februar 2007, 4C.205/2006, Erw. 3.2, und vom 3. Februar 2012, 4A_525/2011, Erw. 3.2). Eine Pflicht, das Wertschriftendepot des Kunden dauernd zu überwachen, besteht beim Anlageberatungsvertrag grundsätzlich nicht (Entscheid des BGer vom 3. Februar 2012, 4A_525/2011, Erw. 8.1). Im Einzelfall kann sich aus der konkreten Ausgestaltung des Anlageberatungsverhältnisses aber eine Warnpflicht ergeben (Entscheid des BGer vom 3. Februar 2012, 4A_525/2011, Erw. 8.1).

Auch die Parteien gehen davon aus, dass die Beklagte jedenfalls zur sorgfältigen und getreuen Beratung verpflichtet war (act. 1 Rz. 207; act. 26 Rz. 103, 311; act. 30 Rz. 95-95.3). Ob die Beklagte aus dem vorliegenden Vertragsverhältnis zur Aufklärung und Warnung verpflichtet war, und wie umfassend die Beratung sein musste, ist im Einzelnen im Zusammenhang mit den konkreten Vorwürfen der Klägerin zu untersuchen.

3.6. Mass der Sorgfalt

Das Mass der Sorgfalt bestimmt sich nach objektiven Kriterien. Erforderlich ist die Sorgfalt, welche ein gewissenhafter Beauftragter in der gleichen Lage bei der Besorgung der ihm übertragenen Geschäfte anzuwenden pflegt. Höhere Anforderungen sind an den Beauftragten zu stellen, der seine Tätigkeit berufsmässig, gegen Entgelt ausübt. Dabei ist nach der Art des Auftrages zu differenzieren und auch den besonderen Umständen des Einzelfalles Rechnung zu tragen. Bestehen für eine Berufsart oder ein bestimmtes Gewerbe allgemein befolgte Verhaltensregeln und Usanzen, können sie bei der Bestimmung des Sorgfaltsmasses herangezogen werden (BGE 115 II 62, Erw. 3a; Entscheid des BGer vom 10. November 2006, 4C.158/2006, Erw. 3.3.2).

Ob eine Empfehlung oder Unterlassung als unsorgfältig eingestuft werden muss, ist stets anhand der damaligen Umstände zu beurteilen. Dasselbe gilt auch für die

Frage, welche Kenntnisse jemand hatte oder hätte haben müssen (vgl. Entscheid des Bundesgerichts vom 3. Februar 2012, 4A_525/2011, Erw. 6.2). Später eintretende Ereignisse oder Kenntnisse, die eine Empfehlung oder Unterlassung nachträglich, in einer rückblickenden Betrachtung, als suboptimal erscheinen lassen, lassen keinen Schluss auf eine Sorgfaltspflichtverletzung zu (vgl. BERTSCHINGER, a.a.O., S. 142).

3.7. Fazit

Das Rechtsverhältnis zwischen den Parteien im Zeitraum von der Empfehlung des B._____ ARB EUR am 12. Januar 2007 bis zur Kündigung am 8. Oktober 2008 ist als Anlageberatungsvertrag zu qualifizieren.

4. Erster Hauptstandpunkt der Klägerin: Unangemessene Empfehlung

4.1. Standpunkt der Klägerin

Wie bereits angeführt wirft die Klägerin der Beklagten vor, der B._____ ARB EUR sei für die Anlageziele der Klägerin ungeeignet gewesen, weil mit der Anlage Risiken verbunden gewesen seien, die aus den Anlagerichtlinien nicht hervorgingen bzw. durch sie ausgeschlossen waren (act. 1 Rz. 306). Dass die Anlage für die Anlageziele der Klägerin ungeeignet war, führt die Klägerin zudem darauf zurück, dass der B._____ ARB EUR aus verschiedenen Gründen nicht dem Risikoprofil der Klägerin entsprochen habe (act. 1 Rz. 232-268), dass der B._____ ARB EUR unzureichend diversifiziert gewesen sei (act. 175-178), dass der B._____ ARB EUR nicht dem bisherigen Investment entsprochen habe (act. 1 Rz. 234, 238), dass die vom B._____ ARB EUR gehaltenen Anlagen illiquid gewesen seien (act. 1 Rz. 248-255), dass sich die Beklagte mit der Empfehlung des B._____ ARB EUR in einen Interessenkonflikt begeben hätte (act. 1 Rz. 236) und dass der B._____ ARB EUR keine traditionelle Anlage war (act. 1 Rz. 234). Eine Übersicht ergibt sich aus der Replik (vgl. act. 26 S. 141-143). Dies ist im Folgenden zu prüfen.

4.2. B._____ ARB EUR entsprach der Risikoneigung der Klägerin

4.2.1. Parteistandpunkte

Die Klägerin wirft der Beklagten vor, der B._____ ARB EUR habe bereits im Zeitpunkt der Empfehlung im Januar 2007 bzw. des Erwerbs im Juni 2007 nicht zur Anlagestrategie bzw. zum Risikoprofil der Klägerin gepasst und somit bereits in diesem Zeitpunkt eine unangemessene Empfehlung dargestellt (act. 26 Rz. 77, vgl. auch act. 26 Rz. 393). In Tat und Wahrheit sei der B._____ ARB EUR schon damals keine konservative, sondern eine spekulative Anlage gewesen (act. 1 Titel vor Rz. 257, act. 1 Rz. 17-18, 257-268, act. 26 Titel vor Rz. 56, act. 26 Rz. 77, act. 26 Rz. 429). Nebenbei erwähnt die Klägerin, die Beklagte habe auch damit ihre Pflichten verletzt, indem sie es bewusst unterlassen habe, ein Risikoprofil der Klägerin zu erstellen (act. 26 Rz. 399).

Die Beklagte bestreitet, dass ihre Empfehlung der Risikobereitschaft der Klägerin nicht entsprochen habe (act. 19 Rz. 230-232).

4.2.2. Rechtliches

Wie bereits erwähnt, hat die Bank ihrem Kunden nach sorgfältiger Auswertung der zur Verfügung stehenden Informationen eine Anlage zu empfehlen, die sie seinen Bedürfnissen für angemessen hält.

Angemessen ist eine Empfehlung, die der Risikobereitschaft, der Risikofähigkeit und der Situation hinreichend gerecht wird. Was im Einzelfall unangemessen ist, ist nicht leicht zu beurteilen. Massgebend sind sämtliche damaligen Umstände. Als unangemessen gilt eine Empfehlung nur, wenn sie im Zeitpunkt der Empfehlung offensichtlich unvernünftig erscheint (vgl. Entscheid des BGer vom 21. Februar 2007, 4C.205/2006, Erw. 3.4.1). Denn das Risiko des Anlagegeschäfts trägt nicht die Bank, sondern der Anleger. Ihm muss bewusst sein, dass Empfehlungen das zukünftige Geschehen betreffen und auf sie kein sicherer Verlass sein kann. Er hat das Risiko daher auch dann selber zu tragen, wenn er dem Rat der Bank gefolgt ist.

Bei ihrer Tätigkeit hat die Bank mit der geschuldeten Sorgfalt vorzugehen. Geschuldet ist, wie oben bereits dargestellt, jene Sorgfalt, die ein gewissenhafter Beauftragter in der gleichen Lage bei der Besorgung der ihm übertragenen Geschäfte anzuwenden pflegt. Aufgrund der berufsmässigen Tätigkeit sind die Erwartungen an die Sorgfalt der Beklagten im vorliegenden Fall hoch. Um sog. Rückschaufehler zu vermeiden, hat die Beurteilung anhand der damaligen Umstände und Kenntnisse zu erfolgen.

Die Umstände, dass die Empfehlung unangemessen war und dass sie auf eine Verletzung der Sorgfaltspflicht zurückzuführen ist, stellen primäre Sachanspruchsvoraussetzungen dar. Die Behauptungs- und Beweislast für ihr Vorliegen trägt daher die Klägerin (Art. 8 ZGB, vgl. GUTZWILLER, a.a.O., S. 59).

Darüber hinaus gehört es zu den Sorgfaltspflichten eines Anlageberaters, dass er im Vorfeld ein Kundenprofil erstellt, das über die Risikobereitschaft und Risikofähigkeit des Kunden Aufschluss gibt. Nach der Rechtsprechung dient das Erstellen eines Kundenprofils indes nur der Vorbereitung des Vertragsschlusses. Dem Kundenprofil kommt danach keine selbständige Bedeutung zu, wenn die tatsächlich getroffenen vertraglichen Abmachungen betreffend Risiko eindeutig sind (Entscheid des BGer vom 10. November 2006, 4C.158/2006, Erw. 3.3.2).

Im Folgenden ist zu prüfen, ob sich die Risikoneigung der Klägerin hinreichend aus der vertraglichen Abrede ergibt und ob die Anlage dieser entsprach.

4.2.3. Risikobereitschaft der Klägerin

4.2.3.1. In den Worten der Klägerin

Es ist unbestritten, dass die Klägerin eine relativ konservative Anlage suchte (act. 19 Rz. 27), die Aussicht auf eine Mehrrendite gegenüber dem Geldmarkt bot (act. 26 Rz. 32, Rz. 157). Nach der unbestrittenen Aussage von C._____ und E._____ anlässlich der Sitzung vom 6. Juli 2006 bestand auf Seiten der Klägerin kein Interesse an "libor flat" (act. 19 Rz. 28, act. 26 Rz. 157, vgl. act. 20/20). Die Klägerin strebte eine Mehrrendite gegenüber einer Geldmarktanlage an. Es war der Klägerin klar, dass sie hierfür zusätzliche Risiken eingehen musste. Wie sie

durch ihren Privatgutachter ausführen lässt, war es aufgrund der angestrebten Mehrrendite offensichtlich, dass die Beklagte ein aktives Management beabsichtigt und damit auch Risiken einzugehen gedachte (act. 3/6 S. 2). Im vorliegenden Verfahren beziffert die Klägerin ihre damalige Risikoneigung mit einer Volatilität von 3% (act. 1 Rz. 59).

4.2.3.2. Nach den Informationen der Beklagten über die gewählte Anlage

Unbestritten ist weiter, dass die Beklagte der Klägerin mit dem Anlagevorschlag vom 12. Januar 2007 empfahl, das zwischenzeitlich am Geldmarkt angelegte Teilvermögen von ungefähr CHF 90 Mio. je zur Hälfte in den B._____ ARB CHF und in den Global Convertible Bonds zu investieren. Im Sinne einer Alternative zum B._____ ARB CHF empfahl sie, eine Beteiligung am B._____ ARB EUR in Betracht zu ziehen.

Mit diesem Anlagevorschlag und in dessen Vorfeld stellte die Beklagte den B._____ ARB CHF wie folgt dar: In der Anlageempfehlung vom Januar 2007 führte sie für den B._____ ARB CHF für die Zeit zwischen 30. November 2004 und 31. Dezember 2006 eine Rendite von 2.44% (1 Jahr, vor Gebühren) bzw. 1.55% (2 Jahre, vor Gebühren) und eine Volatilität von 0.91% p.a. auf. Diese Werte zur historischen Rendite und Volatilität lassen sich dem der Klägerin zusammen mit dem Anlagevorschlag zugestellten Factsheet zum B._____ ARB CHF entnehmen (act. 20/27). Zu erwarten sei ein Ertrag von 3.9% bei einem Risiko von 1.8% (act. 3/16 S. 5). Hierbei ging die Klägerin von einem risikolosen Zinssatz von 3% aus. Kombiniert mit dem Global Convertible Bonds, für den die Beklagte einen Ertrag von 5.8% bei einem Risiko von 9.1% erwartete, rechnete die Beklagte der Klägerin für ihren Anlagevorschlag eine zu erwartende Rendite von 4.9% bei einem zu erwartenden Risiko von 4.9% vor (act. 3/16).

Demgegenüber stellte die Beklagte den B._____ ARB EUR etwas riskanter dar als den B._____ ARB CHF: In der Anlageempfehlung vom 12. Januar 2007 führte die Beklagte für den B._____ ARB EUR für die Zeit zwischen 30. April 2004 und 31. Dezember 2006 eine Rendite von 3.09% (1 Jahr, vor Gebühren) bzw. 1.78% (2 Jahre, vor Gebühren) und eine Volatilität von 1.04% p.a. auf. Ähnliche Werte

zur historischen Rendite und Volatilität lassen sich dem der Klägerin zusammen mit dem Anlagevorschlag zugestellten Factsheet zum B._____ ARB EUR entnehmen (act. 20/28). Zum erwarteten Ertrag führte die Beklagte in der Anlageempfehlung nur aus, dass ein Ertragsziel von Libor + 1% mit dem B._____ ARB EUR eher erreicht werden könne, als mit dem B._____ ARB CHF (act. 3/16). In den früheren Präsentationen in den Jahren 2005 und 2006 bezifferte sie die Zielrendite mit "Cash plus 175 bpn" (act. 20/22 S. 15) bzw. "Libor plus 1 - 1.75%" (act. 20/21). In den Slides, die die Beklagte der Klägerin im August 2006 zukommen liess, ist von "Libor plus 1 -1.5%" die Rede (act. 20/24 S. 15). Überdies wies die Beklagte darauf hin, dass der B._____ ARB EUR im Gegensatz zum B._____ ARB CHF mit High Yield-Anlagen ein erweitertes Anlageuniversum habe und dass weniger Ratingrestriktionen bei den Anlagen bestünden, weshalb der B._____ ARB EUR kein offizielles Fund-Rating habe. Damit wies die Beklagte unmissverständlich auf die leicht höhere Risikoexposition des B._____ ARB EUR hin.

Für den B._____ ARB CHF sprach die Beklagte im Anlagevorschlag von einem erwarteten Ertrag von 0.9% über dem risikolosen Zinssatz bei einem erwarteten Risiko von 1.8% (act. 3/16 S. 5). Die Klägerin musste daher davon ausgehen, dass beim B._____ ARB EUR eine höhere Rendite angestrebt wurde und entsprechend ein höheres Risiko zu erwarten war. Inwiefern sich, wie die Klägerin behauptet (act. 26 Rz. 189), der betreffenden Stelle in der Anlageempfehlung die gegenteilige Aussage entnehmen lassen soll, ist für das Gericht nicht nachvollziehbar. Der Standpunkt erscheint überdies widersprüchlich, nachdem die Klägerin ihre Risikoneigung im vorliegenden Verfahren selber mit einer Volatilität von 3% bezifferte.

4.2.3.3. Zwischenergebnis

Insgesamt deckte sich das Rendite- und Risikoprofil der Klägerin mit dem Rendite- und Risikoprofil des B._____ ARB EUR, wie ihn die Beklagte in der Anlageempfehlung vom 12. Januar 2007 und anlässlich der früheren Treffen darstellte. Davon ging die Klägerin aus, als sie - spätestens im Mai 2007 - entschied, Anteile am B._____ ARB EUR zu erwerben und die Beklagte mit der Zustellung des un-

terzeichneten "Institutionellen Vermögensverwaltungsvertrag" entsprechend anwies.

Aus diesem Sachverhalt geht hervor, dass die Klägerin eine verhältnismässig konservative Anlage beabsichtigte, die gegenüber einer Geldmarktanlage eine Mehrrendite von mindestens 1%-1.5% bringen sollte bei einer erwarteten Volatilität von 3%.

Damit ergibt sich die Risikobereitschaft der Klägerin hinreichend klar aus dem Anlageentscheid. Demzufolge kann der Beklagten im vorliegenden Fall nicht vorgeworfen werden, sie habe es unterlassen ein Kundenprofil zu erstellen.

4.2.3.4. Klägerin noch stärker auf Sicherheit bedacht?

Die Klägerin versucht im vorliegenden Verfahren auf verschiedene Weise darzutun, dass ihre Risikobereitschaft geringer war und dass sie eine ganz besonders konservative Vermögensanlage gesucht habe. Bei diesem Versuch widerspricht sie zum Teil bereits den eigenen, oben zitierten Ausführungen, zum Beispiel wenn sie bestreitet, dass sie "nach einer über dem Geldmarkt liegenden Rendite trachtete, mithin offenkundig kein absolut risikoloses Investment suche" (vgl. act. 26 Rz. 398). Auch die weiteren Argumente der Klägerin vermögen nicht zu überzeugen:

- Die Klägerin streicht immer wieder hervor, dass sie eine Anlage mit dem Risikoprofil einer liquiden Geldmarktanlage gewollt hätte (act. 1 Rz. 12, 18, 257, act. 26 Rz. 152). Sie muss aber einräumen, dass sie eine höhere Rendite anstrebte. Eine höhere Rendite erzielt nur, wer ein höheres Risiko einzugehen bereit ist. Die Klägerin selber liess durch ihren Privatgutachter erläutern, dass für die angestrebte Zusatzrendite offensichtlich zusätzliche Risiken eingegangen werden müssten (act. 3/6 S. 2, vgl. act. 1 Rz. 336). Vor diesem Hintergrund kann das Gericht der Argumentation der Klägerin nicht folgen, zumal sie nicht darlegt, wie die höhere Rendite anders als durch die Eingehung weiterer Risiken hätte erzielt werden sollen.

- Im Lichte des soeben Erwähnten ist auch die Aussage der klägerischen Vertreter gegenüber J._____, wonach die Anlage Art und Risiko einer Geldmarktanlage behalten solle ("keep the MM flavour / risk profile", act. 26 Rz. 154), nicht geeignet, mehr als den Wunsch nach einer relativ konservativen Anlage auszudrücken. Diese Aussage ist für sich allein betrachtet unklar. Im gesamten Zusammenhang, auf den sich beide Parteien berufen (act. 26 Rz. 154, act. 30 Rz. 50.2), wird klar, dass Art und Risikoprofil der Geldmarktanlage gerade nicht durch den B._____ ARB EUR gewährleistet werden sollte. In diesem Gespräch war offenbar die Rede davon, eine kurzfristige Geldmarktanlage mit dem B._____ ARB EUR zu kombinieren. Dabei sollte mit dem B._____ ARB EUR die Mehrrendite gegenüber dem Geldmarkt ("Anything new should provide a Libor + return") erzielt werden und mit der kurzfristigen Geldmarktanlage Art und Risikoprofil der Geldmarktanlage erhalten werden.

- Die Klägerin bringt weiter vor, dass der angestrebte Mehrertrag gerade die neu anfallenden Verwaltungs- und Custody-Gebühren hätte decken sollen. Andernfalls hätte sie die Gelder im Geldmarkt platziert (act. 26 Rz. 29). Dieses Argument ist nicht nachvollziehbar. Es scheint dem Gericht selbstverständlich, dass die Klägerin eine Rendite erzielen wollte, die die zusätzlichen Kosten mindestens deckt. Wenn sich die Rendite aber auf die zusätzlichen Kosten beschränken sollte, ist nicht nachvollziehbar, warum die Klägerin nicht weiter im Geldmarkt investierte. Überdies lässt sich die angestrebte Zusatzrendite mit diesem Argument schon deswegen nicht bagatellisieren, weil die Klägerin nicht darlegt, wie hoch die zusätzlichen Kosten ausfallen.

- Sodann leitet die Klägerin aus der vereinbarten Benchmark ab, es sei eine besonders konservative Anlage vereinbart worden (act. 26 Rz. 496). Nach ihrer Ansicht kommt der Benchmark die Funktion von Anlagerichtlinien zu, die die strategische Asset Allokation und damit das Risikoprofil der Anlage widerspiegle (act. 26 Rz. 494). Im Gegensatz zum relativen Return-Konzept, wo es darum gehe, einen Mehrertrag gegenüber einer Benchmark zu erzielen, gehe es beim Absolute Return-Konzept darum, einen positiven Ertrag unabhängig von der Benchmark zu erwirtschaften. Die Beklagte vertritt demgegenüber die Ansicht, die

Benchmark diene einzig als Ausgangspunkt für die Quantifizierung des Renditeziels (act. 30 Rz. 60.4). Soweit sich diese Ansichten widersprechen, ist jene der Beklagten zutreffend. Es ist unbestritten, dass die vereinbarte Benchmark ("Citigroup EUR 3 Month Euro Deposit, hedged in CHF", act. 3/3) einen reinen Geldmarktindex darstellt (act. 30 Rz. 60.1; act. 26 Rz. 495). Wie oben dargelegt steht zudem fest, dass die Klägerin mit der beabsichtigten Anlage eine Mehrrendite gegenüber dem Geldmarkt ("Libor +1%") anstrebte. Die vereinbarte Benchmark bildet den als risikolos geltenden Ertrag am Geldmarkt ab. Die Klägerin strebte einen Ertrag an, der den Ertrag der Benchmark um 1% übertrifft und musste hierfür gewisse zusätzliche Risiken in Kauf nehmen. Über Art und Ausmass dieser Risiken vermag ein Geldmarktindex nichts auszusagen. Schon aus diesem Grund lassen sich aus der Benchmark über die schlichte Feststellung hinaus, dass eine relativ konservative Anlage beabsichtigt war, keine konkreteren Aussagen zum Risikoprofil des B._____ ARB EUR ableiten.

Überdies war aufgrund der der Klägerin vorliegenden Informationen offensichtlich, dass der B._____ ARB EUR keineswegs in Geldmarktinstrumente, sondern jedenfalls in Anleihen investiert war (vgl. etwa act. 20/24 S. 3, act. 20/28). Ein reiner Geldmarktindex kann hier weder als Anlagerichtlinie noch als Richtlinie für die Asset Allocation irgendwelche Dienste leisten.

Die Klägerin stützt sich für ihre Ansicht auf eine Aussage der Beklagten, wonach Absolute Return Bonds unabhängig von einer Benchmark verwaltet würden (act. 26 Rz. 494, unter Verweis auf act. 3/18). Die Aussage der Beklagten ist aus dem Zusammenhang gerissen; ganz lautet sie wie folgt: "Die Fonds werden unabhängig von einer Benchmark verwaltet, weshalb es keine feste Asset Allocation gibt. Die Fondsmanager können somit rasch auf Marktentwicklungen reagieren und weltweit die grösstmögliche Zahl von Anlagechancen nutzen" (act. 3/18). Darin findet die klägerische Ansicht keine Stütze.

Die Klägerin beruft sich sodann auf die Aussagen des von ihr beauftragten Privatgutachters (act. 26 Rz. 494), wonach der Benchmark die Anlagepolitik restringiere (act. 27/9 S. 12). Der Privatgutachter führt hierzu aus, die "Restringierung" erfolge "einerseits durch die Minimal-/Maximalgewichtungen und andererseits durch das Anlageuniversum, welches durch die Indizes abgedeckt wird" (act. 27/9 S. 12).

Diese Aussagen kritisiert die Beklagte als irreführend und falsch (act. 30 Rz. 60.2). Sofern die angesprochenen Gewichtungen und das Anlageuniversum letzten Endes ausschliesslich Geldmarktprodukte betreffen, ist nach dem Gesagten nicht nachvollziehbar, wie diese Regeln auf den B._____ ARB EUR angewendet werden könnten. Die Klägerin legt nicht dar, wie die fraglichen Gewichtungen und das Anlageuniversum aussehen. So vermag auch dieses Argument die klägerische Ansicht nicht zu stützen.

- Weiter bringt die Klägerin vor, sie habe eine Anlage gesucht, die auch unter ausserordentlichen Umständen risikoarm sei (act. 1 Rz. 257). Es liegt in der Natur des Risikobegriffs, dass es so etwas nicht gibt. Wenn ein Resultat mit sehr geringer Wahrscheinlichkeit eintreten kann, gelten die Umstände, die als Mitursache in Frage kommen, gerade als ausserordentlich. Wenn die Klägerin eine unter allen Umständen risikoarme Anlage fordert, verlangt sie nicht weniger als eine Anlage ohne jegliches Risiko. Dass dies nicht den Absichten der Klägerin entsprach, ergibt sich aus den bisherigen Erwägungen.

- Die Klägerin führt weiter aus, eine Bezeichnung als "Absolute Return" sei geeignet, falsche Erwartungen zu wecken (act. 1 Rz. 260). Sie macht aber nicht geltend, sie bzw. die für sie handelnden Vertreter und Organe seien dadurch zu falschen Erwartungen verführt worden. Demzufolge ist das Prädikat "absolute return" für die Feststellung ihrer Risikobereitschaft nicht massgeblich.

- Die Klägerin will die Anpreisungen des B._____ ARB EUR so verstanden haben, dass sie sich darauf habe verlassen dürfen, dass ihr Geld wieder zurück erhalte (act. 1 Rz. 68). In dieselbe Richtung geht ihre Behauptung, sie sei mit der Anlageempfehlung nicht darauf hingewiesen worden, dass der B._____ ARB EUR über keinen Kapitalschutz verfüge (act. 1 Rz. 278). Sie macht letztlich aber nicht geltend, sie habe gemeint, die Beklagte oder ein Dritter garantiere die Rückzahlung des investierten Kapitals, sondern bloss, die Beklagte habe den B._____ ARB EUR in die Nähe zu derartigen Produkten gerückt (act. 26 Rz. 44, 67). Sie will dies mit Aussagen von J._____ belegen, der die "Nachricht vermittelt" habe, dass die Möglichkeit, der Wert könne jemals unter den Einstandspreis fallen, ausgeschlossen sei (act. 26 Rz. 221). Diese Behauptungen stehen im Widerspruch

zum oben aufgeführten, auf den Behauptungen der Klägerin beruhenden oder unbestrittenen Sachverhalt (vgl. oben Ziff. 4.2.3.1 und 4.2.3.2). Ebenfalls unbestritten blieb, dass die Beklagte in einer E-Mail von J._____ vom 17. August 2006 sowie in den der Klägerin übermittelten Präsentationsunterlagen ausdrücklich auf die Ausfallsrisiken hinwies und sie diskutierte (act. 19 Rz. 74, vgl. act. 20/23 und 20/24 S. 29). Entsprechend lässt sich auch aus diesen Behauptungen nicht ableiten, die Klägerin sei noch stärker auf Sicherheit bedacht gewesen, als dies oben festgestellt wurde.

- Dass die Klägerin generell als konservative Anlegerin bekannt gewesen sein soll und dass sie ihr Vermögen vor, während und nach dem Engagement in den B._____ ARB EUR stets hoch konservativ angelegt habe (act. 26 Rz. 12-26), ist für die konkrete Anlage nicht massgeblich. Ein Risikoprofil war angesichts der klaren Anlageentscheides nicht zu erstellen.

4.2.3.5. Ergebnis

Es bleibt bei der oben festgestellten Risikobereitschaft, die die Klägerin kommunizierte und die sich aus dem Anlageentscheid ergab: Die Klägerin suchte eine verhältnismässig konservative Anlage, die gegenüber einer Geldmarktanlage eine Mehrrendite von 1%-1.5% bringen sollte bei einer erwarteten Volatilität von 3%. Aus den weiteren von ihr ins Feld geführten Argumenten ergibt sich keine konservativere Risikobereitschaft und keine Absicht einer ganz risikolosen Anlage.

4.2.4. Risiko des B._____ ARB EUR aus damaliger Sicht

4.2.4.1. Standpunkt der Klägerin

Die Klägerin vertritt den Standpunkt, der B._____ ARB EUR habe schon bei der Empfehlung bzw. beim Erwerb nicht dem soeben erkannten Risikoprofil entsprochen. Nach ihrer Ansicht handelte es sich in Tat und Wahrheit um eine spekulative Anlage; die Beklagte bestreitet dies.

4.2.4.2. Vorgehen der Risikobeurteilung

Um zu beurteilen, ob ein Anlagefonds eine konservative oder spekulative Anlage ist, kann einerseits auf die historischen Werte, namentlich Volatilität und Rendite, und anderseits - wie es der Privatgutachter der Klägerin ausführt (act. 3/6 S. 1) - auf den Fondsprospekt und die Anlagerichtlinien, aus denen sich Anlageausrichtung, Anlagebegrenzungen und Risikomanagement des Fonds ergeben, abgestellt werden. Denkbar wäre darüber hinaus, eine Beurteilung auf Basis der tatsächlichen Portfolio Holdings des Fonds vorzunehmen, bezogen auf einzelne Anlagen oder bezogen auf das gesamte Portfolio. Bei dieser Beurteilung ist stets auf das tatsächliche Wissen der Parteien und die damals in Fachkreisen allgemein bekannten Informationen abzustellen.

Aus den Umständen, die die Klägerin zur Stützung ihres Standpunktes vorbringt, ergibt sich nicht, dass der B._____ ARB EUR damals nicht als konservative Anlage hätte eingestuft werden dürfen.

4.2.4.3. Rendite und Volatilität

Es wurde bereits dargelegt, dass die Erwartungen an Rendite und Volatilität den Absichten der Klägerin entsprachen. Dass die Beklagte den B._____ ARB EUR wider besseres Wissen als konservative Anlage empfohlen habe, wirft die Klägerin der Beklagten nicht vor, zumindest nicht in hinreichend konkreter Art und Weise. Es ist unbestritten, dass die Beklagte den B._____ ARB EUR in Prospekt, Fond Spotlights und anderen Unterlagen als konservativ darstellte. Unbestritten ist namentlich, dass die annualisierte Volatilität rund 1.04% bzw. 1.16% und die jährliche Rendite rund 3.09% bzw. 3.27% betrug. Diese Werte ergeben sich aus dem Anlagevorschlag vom Januar 2007 (act. 3/16) bzw. aus dem Factsheet vom Dezember 2006 (act. 20/28). Sie stehen mit der erwarteten Rendite von Libor + 1-1.5% und der erwarteten Volatilität von 3% in Einklang, zumindest für den gegebenen Zeitpunkt im Januar 2007.

Die Risikoexposition des B._____ ARB EUR lässt sich freilich nicht allein gestützt auf Rendite und Volatilität beurteilen. Volatilität ist - wie die Beklagte durch ihren

Privatgutachter ausführen lässt - eine ungeeignete Risikokennzahl während extremen Stresssituationen. Es sind daher weitere Aspekte zu prüfen.

4.2.4.4. Nicht entscheidend: Nachträglich eingetretene Umstände

Die Klägerin stützt ihre Überlegungen zum Risikoprofil des B._____ ARB EUR in erheblichem Ausmass auf Umstände, die erst nachträglich eingetreten sind. Gegen dieses Vorgehen wehrt sich die Beklagte (act. 19 Rz. 232), wie schon mehrfach angesprochen (vgl. oben Ziff. 3.6), zu Recht. Anhand von rückblickenden Betrachtungen lässt sich nicht beurteilen, ob der B._____ ARB EUR als konservative oder spekulative Anlage galt. Aus dieser Überlegung heraus vermögen die folgenden Umstände den Standpunkt der Klägerin nicht zu stützen:

4.2.4.4.1. Ausmass des Verlustes

Unbestritten ist die Tatsache, dass die Klägerin mit dem B._____ ARB EUR einen Verlust von rund 50% erlitt. Es ist verständlich, dass die Klägerin diesen Umstand immer wieder anführt, zum Beispiel wenn sie geltend macht, sie habe mit einem derartigen Verlust nicht rechnen müssen (act. 1 Rz. 284). Klar ist aber auch, dass sich vom Verlust, der im Jahre 2009 mit dem B._____ ARB EUR realisiert werden musste, nicht auf die Risikoexposition des B._____ ARB EUR im Januar oder Mai 2007 schliessen lässt.

4.2.4.4.2. Value at Risk, Expected Shortfall

Ebenfalls nicht geeignet, um die Risikoexposition des B._____ ARB EUR im Januar 2007 oder eine Sorgfaltspflichtverletzung der Beklagten in diesem Zusammenhang darzulegen, sind die klägerischen Berechnungen zum *Value at Risk (VaR)* und *Expected Shortfall (ES)* eines Vergleichsportfolios. Der klägerische Privatgutachter macht im Gutachten anhand dieser Modelle Aussagen über den mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit zu erwartenden Verlust. Die Aussagen beziehen sich auf ein Vergleichsportfolio, das der Privatgutachter aufgrund der für den B._____ ARB EUR geltenden Anlagerichtlinien erstellte. Anschliessend setzt er diese Werte ins Verhältnis zum eingetretenen Verlust. Diese Argumentation ist nicht geeignet, eine die Risikoexposition des B._____ ARB EUR im Januar 2007

oder eine Sorgfaltspflichtverletzung im Januar 2007 darzulegen. Eine ganze Reihe von Gründen spricht dagegen:

Erstens liegt auch diesem Argument in erster Linie eine rückblickende Betrachtung zugrunde, die für die vorliegende Frage nicht zulässig ist. Mit dem Argument will die Klägerin aufzeigen, dass der tatsächliche Verlust ein Ausmass erreichte, mit dem sie nicht habe rechnen müssen. Aus diesem Vergleich ist weder die Risikoexposition des B._____ ARB EUR im Januar 2007 noch eine Sorgfaltspflichtverletzung der Beklagten ersichtlich. Auch dies ist eine rückblickende Betrachtung. Der Mangel ergibt sich daraus, dass unter dem Strich mit dem im Jahr 2009 eingetretenen Verlust verglichen wird. Die finanzmathematische Herleitung des Vergleichswertes vermag diesen Mangel nicht zu beheben.

Zweitens gehen die angestellten Berechnungen an der Sache vorbei: Der klägerische Privatgutachter berechnet VaR und ES anhand eines Vergleichsportfolios. Das Vergleichsportfolio stellte er so zusammen, dass die Anlagerichtlinien voll ausgenutzt aber stets eingehalten werden (act. 3/6 S. 4-5). Der Privatgutachter geht für diese Berechnungen also davon aus, dass der B._____ ARB EUR in Anlagen investiert war, in die er nicht hätte sein dürfen. Darin liegt - wie sogleich eingehend dargelegt wird - in erster Linie der Vorwurf, die Vermögensverwaltung auf Stufe des Fonds sei unrechtmässig erfolgt. Eine Aussage zu den tatsächlichen Risiken des B._____ ARB EUR und wie diese im relevanten Zeitpunkt auf Basis entsprechender Berechnungen zu quantifizieren gewesen wären, ist darin nicht enthalten.

Drittens enthält das Argument der Klägerin einen untauglichen Vergleich. Es wäre deswegen auch für eine Schadensschätzung nicht verwertbar: Der klägerische Privatgutachter berechnet auf Basis eines hypothetischen Portfolios, wie hoch ein Verlust mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit ausfallen könnte (act. 3/6 S. 5). Dieser Wert wird schliesslich ins Verhältnis zum Verlust der Klägerin gesetzt (vgl. act. 27/9 S. 23). Verglichen wird so der mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit mögliche Verlust (VaR oder ES) eines hypothetischen Portfolios auf der einen Seite mit dem tatsächlich eingetretenen Verlust des B._____ ARB EUR auf der anderen Seite. Unbekannt bleibt, mit welchem Verlust auf dem tatsächlichen Port-

folio mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit gerechnet werden musste. Unbekannt bleibt sodann, wie hoch ein Verlust auf dem hypothetischen Vergleichsportfolio mit der errechneten VaR/ES Kennzahlen in der relevanten Periode tatsächlich ausgefallen wäre. Auch hier hätte tatsächlich ein Verlust von rund 50% eintreten können oder im schlechtesten Fall ein Totalverlust. Wohl liessen sich anhand der Modelle aussagekräftige Vergleiche anstellen. Zum Beispiel könnte der VaR des hypothetischen Portfolios mit dem VaR des tatsächlichen Portfolios verglichen werden, selbstverständlich unter Bezugnahme auf denselben Zeitpunkt. So geht die Klägerin allerdings nicht vor. Sie vergleicht Äpfel mit Birnen: Auf der einen Seite steht der tatsächlich eingetretene Verlust, auf der anderen Seite steht derjenige Verlust, der aufgrund historischer Daten "nur mit sehr, sehr kleiner Wahrscheinlichkeit erwartet werden musste" (act. 26 Rz. 344). Dieser Vergleich ist untauglich.

Viertens lassen sich mit den von der Klägerin verwendeten Modellen VaR und ES grundsätzlich keine Anhaltspunkte für eine Sorgfaltspflichtverletzung gewinnen. Dies liegt am Zweck dieser Modelle. Sie mögen geeignet sein, um ein erwartetes Risiko zu quantifizieren und letztlich einen Höchstverlust bzw. Mindestwert für eine gewisse Wahrscheinlichkeit zu schätzen. Insofern kann ihre Anwendung für die Schadensschätzung im Sinne der Vergleichshypothese einen gangbaren Weg darstellen. Demgegenüber lässt die Anwendung dieser Modelle in der Regel keine Aussagen über eine Sorgfaltspflichtverletzung zu, namentlich im Bereich der Anlageberatung und Vermögensverwaltung. In diesem Bereich trägt grundsätzlich der Anleger das wirtschaftliche Risiko. Kapitalschutz oder garantierte Rendite sind die Ausnahme (vgl. GUTZWILLER, a.a.O., S. 163-164; EMCH/RENZ/ARPAGAUS, a.a.O., Rz. 1638; MONIKA ROTH, Die Spielregeln des Private Banking in der Schweiz, 3. Aufl. 2009, S. 48-49). Grundlage ist das Recht des einfachen Auftrages. Gemäss Art. 398 Abs. 2 OR haftet der Beauftragte dem Auftraggeber für getreue und sorgfältige Ausführung des ihm übertragenen Geschäftes. Er hat grundsätzlich nicht für den Erfolg seiner Tätigkeit einzustehen (vgl. oben Ziff. 3.5). Diese Grundsätze würden missachtet, wenn man den mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit möglichen Verlust schätzte, diesen Wert mit den tatsächlich erlittenen Verlusten vergliche und daraus - falls die Werte voneinander abweichen würden - auf eine Sorgfaltspflichtverletzung schlösse. Es ist eben nicht so, dass sich

für eine Anlage ein höchstmöglicher Verlust festlegen liesse (auch nach Ansicht der Parteien, vgl. act. 26 Rz. 343), und jeder Verlust, der diese Grenze überschreitet, eine Sorgfaltspflichtverletzung implizierte. So vorzugehen hiesse, ein bestimmtes Kapital oder eine bestimmte Performance zu garantieren, nämlich den mittels VaR oder ES geschätzten Wert. Die Überschreitung eines mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit erwarteten Verlustes stellt aber - wie fehlende Rendite oder schlechte Performance (vgl. GUTZWILLER, a.a.O., S. 163) - keine Sorgfaltspflichtverletzung dar.

Aus diesen Gründen erweist sich der Ansatz der Klägerin als unzulässig, weshalb auf die weiteren Vorbringen der Parteien (vgl. act. 19 Rz. 204, act. 26 Rz. 333) in diesem Zusammenhang nicht weiter einzugehen ist.

4.2.4.4.3. Performance anderer Produkte

Dass sich andere Produkte im fraglichen Zeitraum günstiger entwickelten, ist für die Einschätzung der Risikoexposition des B._____ ARB EUR ebenfalls unerheblich. Die Klägerin stellt unter anderem das bisherige Investment, den B._____ (CH) Institutional Fund - Global Bonds 3X, zum Vergleich. Es ist unbestritten, dass sich mit dem Global Bonds 3X von Mai 2007 bis April 2009 eine Rendite von 6.77% (inkl. Dividendenzahlungen, exkl. Gebühren) hätte erzielen lassen (act. 1 Rz. 244, 279, 326). Es ist offensichtlich, dass dieser Umstand der Beklagten damals, im Zeitpunkt der Empfehlung im Januar 2007, nicht bekannt sein konnte. Dass sich mit dem bisherigen Investment rückblickend eine bessere Rendite hätte erzielen lassen, sagt weder über die Risikoexposition des B._____ ARB EUR noch über eine allfällige Sorgfaltspflichtverletzung etwas aus.

4.2.4.4.4. Zusammenfassung

Ob der B._____ ARB EUR als konservative oder spekulative Anlage galt, lässt sich anhand dieser Umstände nicht beurteilen. Rückblickend lässt sich vielleicht feststellen, dass die Klägerin einen Verlust von rund 50% erlitt, dass der mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit zu erwartende Verlust auf einem hypothetischen Portfolio tiefer ausgefallen wäre oder dass mit einem anderen Produkt sogar eine

positive Rendite hätte erzielt werden können. Im Januar 2007, vor den Ereignissen, die zu den Verlusten mit den B._____ ARB EUR führten, waren diese Umstände naturgemäss noch nicht bekannt. Die Risikoexposition des B._____ ARB EUR oder eine Sorgfaltspflichtverletzung der Beklagten kann sich daraus nicht ergeben.

4.2.4.5. Verstoss gegen Anlagerichtlinien?

4.2.4.5.1. Standpunkt der Klägerin

Wie bereits angeführt wirft die Klägerin der Beklagten vor, der B._____ ARB EUR sei für die Anlageziele der Klägerin ungeeignet gewesen, weil mit der Anlage Risiken verbunden gewesen seien, die aus den Anlagerichtlinien nicht hervorgingen (act. 1 Titel vor Rz. 287). Dieser Vorwurf nimmt in der klägerischen Argumentation besonders viel Raum ein. Das Thema wird in der Klageschrift an diversen Stellen behandelt oder angesprochen (act. 1 Rz. 19, 155-172, 180, 287-295, 357; vgl. act. 26 Rz. 238-261). Im Rahmen eines Eventualstandpunktes wird der Vorwurf sogar als haftungsbegründende Tatsache herangezogen (act. 1 Rz. 332-352), worauf an gegebener Stelle zurückzukommen ist. Der klägerische Privatgutachter äussert sich auf über zehn Seiten zum Thema (act. 3/6 S. 6-11; act. 27/9 S. 8-16). In Kürze lautet der Vorwurf, die Investition in strukturierte Kreditprodukte sei in den Anlagerichtlinien nicht vorgesehen. Für derartige Produkte sei keine Assetklasse vorgesehen; sie könnten namentlich nicht unter den Titel "Pfandbriefanleihen" subsumiert werden.

4.2.4.5.2. Standpunkt der Beklagten

Die Beklagte bestreitet, dass der B._____ ARB EUR nicht hätte in verbriefte Kreditprodukte investiert sein dürfen (act. 19 Rz. 63-67.4). Sie verweist unter anderem auf den Fondsprospekt und auf die englischsprachige Version des Fund Spotlight. Dort sei von "mortgage-backed securities" die Rede, was mit "Pfandbriefanleihen" übersetzt worden sei (act. 19 Rz. 64).

Sie bringt zudem vor, die Klägerin habe einen informierten Entscheid zugunsten der Anlage in den B._____ ARB EUR getroffen. In den Unterlagen, über welche

die Klägerin dabei verfügte, sei das Anlageuniversum des Fonds thematisiert und verschiedentlich darauf hingewiesen worden, dass der Fonds in strukturierte Kreditprodukte investieren könne (act. 19 Rz. 58). Entsprechend sei die Klägerin später, als die Beklagte im Performance-Update vom 18. August 2007 unter anderem die strukturierten Kreditrisiken für die schlechte Performance verantwortlich machte (act. 3/23, S. 2: "auf die Wertkorrekturen bei den Positionen in ABS und CDOs/CLOs zurückzuführen"), nicht überrascht gewesen, dass der B._____ ARB EUR in derartige Risiken investiert war (act. 19 Rz. 61).

4.2.4.5.3. Würdigung

Die Parteien streiten in diesem Punkt darüber, wie die Anlagerichtlinien objektiv zu verstehen sind bzw. ob die Anlagerichtlinien hinreichend deutlich waren und ob sie die Investitionen des B._____ ARB EUR in verbriefte Kreditprodukte zuliessen.

Hierzu sei zunächst angemerkt, dass der Klägerin nicht gefolgt werden kann. Der Prospekt enthält sehr konkrete Angaben (vgl. act. 3/22 S. 5):

> "The Fund can invest in all type of securitized assets, like mortgage backed securities and asset backed securities, where payments of coupons and principal are provided by the collateral assets rather then the issuing company itself. The issuing entity might have no or limited liabilities towards such securities impacting their credit risk.
>
> The mortgage backed, mortgage-related and asset-backed securities are collateralized or backed by mortgages, other real property or any kind of notes/receivables against assets other than real estate and may have all types of interest rate payment and rest terms, including fixed rate, adjustable and floating rate, pay-in-kind and auction rate features.
>
> These fixed income securities may include:
>
> Government agency and privately issued mortgage-backed securities
>
> Commercial mortgage backed securities
>
> Collateralized mortgage and bond obligations
>
> Real Estate Mortgage Investment Conduits (REMICs) collateralized by agency and private label pass-through securities (Fixed and adjustable rate)
>
> Home equity loan asset-backed securities
>
> Manufactured housing asset-backed securities.

> Commercial mortgage backed securities are issued by private companies and covered through mortgage loans on property. Payment of the individual property investments serves to settle interest and repay loans. Asset backed securities are used for refinancing purposes and valued by rating agencies. They are covered by a pool of loans and/or assets, the repayment of which is effected through yields from the pool. Loans in this context may include mortgages, credit card debts and corporate credit or lease charges. The aforementioned securities correspond to securities in accordance with Article 41 of the Luxembourg Law of 20 December 2002."

Auch die Klägerin geht grundsätzlich davon aus, dass der Prospekt relevant ist (act. 26 Rz. 206). Dass die Komplexität dieser Instrumente voraussetzte, dass sie mit den üblichen Abkürzungen ("CDO, CDS, CLN, MBS etc.") aufgeführt werden müssten, wie es die Klägerin verlangt (act. 1 Rz. 288), kann das Gericht nicht nachvollziehen. Die Klägerin will aber primär auf das Fund Spotlight abstellen, weil sich nur daraus die Gewichtung der Anlagesegmente ergebe (act. 26 Rz. 206). Diese Begründung leuchtet nicht ein. Denn auch die Klägerin muss anerkennen, dass B._____ ARB EUR in der Allokation zugunsten grösstmöglicher Flexibilität frei ist (act. 26 Rz. 494, vgl. Ziff. 4.2.3.4 zuvor). Die Begrenzungen, die die Klägerin im Fund Spotlight erkennen will, liefen daher der klaren Ausrichtung des Produktes zuwider. Im Übrigen trifft es auch nicht zu, dass das Fund Spotlight eine bestimmte Allokation vorschriebe. Es handelt sich um eine blosse Widergabe der tatsächlichen Allokation im betreffenden Zeitpunkt.

Es kann indessen offen bleiben, wie die Anlagerichtlinien und Anlagebegrenzungen zu verstehen sind, weil das Argument der Klägerin auch aus anderen Gründen nicht weiter führt: Ob die Anlagerichtlinien eingehalten sind, ist primär eine Frage der Verantwortlichkeit der Fondsleitung bzw. des Portfolio Managers. Die Frage ist aber, wie bereits erwähnt (vgl. oben Ziff. 3.4.2, 3.4.3), nicht Gegenstand des vorliegenden Verfahrens. Die Klägerin leitete ihre Ausführungen mit der Bemerkung ein, dass es nicht darum gehe, das offenbare Verschulden der Beklagten als Portfolio Managerin zu untermauern, sondern "daraus die Nichtwahrnehmung der klägerischen Interessen zu verdeutlichen" (act. 1 Rz. 151, vgl. auch act. 1 Rz. 180).

Für die hier zu beurteilende Frage lässt sich unter den vorliegenden Umständen aus einer allfälligen Verletzung der Anlagerichtlinien nichts ableiten. Hier lautet die Frage, ob die Empfehlung des B._____ ARB EUR angemessen war. Wie die Klä-

gerin zum Schluss gelangt, dass die Anlageempfehlung wegen einer allfälligen Verletzung der Anlagerichtlinien als unangemessen erscheinen soll, begründet sie in ihrem Vortrag nicht näher. Sie beschränkt sich auf die Behauptung, das Engagement des B._____ ARB EUR in verbriefte strukturierte Kreditprodukte sei unzulässig und stelle einen Mangel der Dienstleistung der Beklagten dar. (act. 26 Rz. 499). Dieser Zusammenhang liegt jedenfalls nicht auf der Hand. Die Empfehlung könnte höchstens dann als unangemessen erscheinen, wenn die Parteien auf der Basis der Anlagerichtlinien angenommen hätten, dass nicht in verbriefte Kreditprodukte investiert werde und auf dieser Grundlage die Risikobeurteilung vorgenommen hätten. Diese Behauptung stellt die Klägerin aber nicht auf. Auch aus dem vorgebrachten Sachverhalt ergeben sich keine Anhaltspunkte hierfür, im Gegenteil: Aus dem vorgebrachten Sachverhalt ergibt sich, dass sowohl die Klägerin als auch die Beklagte die Anlagerichtlinien stets so verstanden, dass der B._____ ARB EUR in strukturierte Kreditprodukte investiert:

- Aus den diversen Informationsunterlagen zum B._____ ARB EUR ist ersichtlich, dass der B._____ ARB EUR in strukturierte Kreditprodukte investieren wird und bereits investiert war. Das ergibt sich nicht nur aus dem bereits zitierten Fondsprospekt ("all types of securitized assets, like mortgage backed securities and asset backed securities", vgl. act. 3/22 S. 5), in den die Klägerin jederzeit hätte Einsicht nehmen können. Es ergibt sich auch aus den Präsentationsunterlagen, die der Klägerin an den Treffen am 19. April 2005 (act. 20/22) und am 6. Juli 2006 (act. 20/20) präsentiert wurden, sowie aus der Präsentation, die der Klägerin im August 2006 (act. 20/24) übermittelt wurde. Unter dem Titel Asset Allokation sind in der Kategorie "Global Investment Grade Bonds (AAA-BBB)" neben Staats- und Unternehmensanleihen stets "Mortgage Backed Securities" (act. 20/22 S. 13), "Pfandbriefanleihen" (act. 20/20 S. 14, act. 20/24 S. 16) aufgeführt. Unter den aktuellen Positionen ist in diesen Unterlagen stets eine Position "Securitized / Collateralised" in der Grössenordnung von rund 30% aufgeführt (act. 20/20 S. 14, act. 20/22 S. 14, act. 20/24 S. 16). Eine ähnliche Angabe findet sich auch auf dem bloss eine Seite umfassenden und übersichtlich gestalteten Factsheet, das der Klägerin mit E-Mail vom 12. Januar 2007 zugestellt wurde (act. 20/28). Dort sind

unter dem Titel "Security Types" die Positionen "EUR Collateralised" mit dem Wert 5% und "Securitized" mit dem Wert von 28% aufgeführt.

- Die Klägerin behauptete im vorliegenden Verfahren nicht, sie sei sich des Umstandes nicht bewusst gewesen, dass der B._____ ARB EUR in strukturierte Kreditprodukte investiert gewesen sei. Aufgrund der erwähnten Angaben in den ihr präsentierten oder ausgehändigten Unterlagen (act. 20/20, 20/22, 20/24, 20/28) wäre eine derartige Behauptung auch nicht haltbar. Die Klägerin liess auch die Behauptung der Beklagten, es sei für sie später, beim Performance-Update vom 18. August 2007 (act. 3/23) betreffend Wertkorrekturen bei den Positionen ABS und CDOs/CLOs keine Überraschung gewesen, dass der B._____ ARB EUR in strukturierte Kreditrisiken investiert gewesen sei (act. 19 Rz. 61), unbestritten (vgl. act. 26 Rz. 233).

4.2.4.5.4. Ergebnis

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass nicht behauptet wurde, die damalige Risikobeurteilung sei unter der falschen Annahme erfolgt, dass der B._____ ARB EUR nicht in strukturierte Kreditprodukte investiere, und dass eine derartige Behauptung durch die vorgebrachten Umstände auch nicht gestützt würde. Es ist nicht behauptet, dass die Parteien oder zumindest die Klägerin damals davon ausgegangen sei, der B._____ ARB EUR investiere nicht in strukturierte Kreditrisiken. Demzufolge ist es unerheblich, wie die Anlagerichtlinien objektiv zu verstehen wären und ob die Investition in strukturierte Kreditprodukte gegen sie verstiess.

4.2.4.6. Risikomanagement

Die Klägerin wirft der Beklagten vor, es sei kein ausgereiftes Risikomanagement vorhanden gewesen (act. 1 Rz. 179-180). Mit der Replik wirft sie der Beklagten sodann vor, sie hätte ihren eigenen Einfluss auf den Markt als zentrale Rechengrösse bei der Behandlung der Liquiditätsrisiken miteinbeziehen müssen (act. 26 Rz. 273).

Die Beklagte beschrieb in der Klageantwort eingehend, wie die Risiken überwacht wurden. Sie erläutert das von ihr eingesetzte Tool Constellation. Dieses basiert auf einem statistischen Risikomodell. Sodann gesteht die Beklagte ein, dass sich zukünftige Entwicklungen mit Hilfe derartiger Modelle nur unter normalen Marktbedingungen abschätzen lassen (act. 19 Rz. 101-103). Für den Fall extremer Marktverwerfungen sei die annualisierte Volatilität unter Berücksichtigung des Tracking Errors wenig aussagekräftig. Deswegen habe die Beklagte gegen derartige Marktverwerfungen ergänzende Vorkehren in der Form von quantitativen Limits festgelegt (act. 19 Rz. 104-104.2). Zum einen habe es quantitative Limits bei der Kreditqualität gegeben, wonach mindestens 60% der Anleihen Investment Grade aufweisen mussten und höchstens 10% der Anleihen ein schlechteres Rating als CCC aufweisen durften. Zum andern habe es intern - über den Prospekt und die Investment Guidelines hinaus - ein quantitatives Limit bei der Sektorallokation gegeben. Investitionen in ABS und MBS seien auf höchstens 30 % des gesamten Fondsvermögens begrenzt gewesen (act. 19 Rz. 104.1, vgl. act. 20/80). In Bezug auf den eigenen Einfluss auf den Markt rechnet die Beklagte vor, wie klein der Anteil der von sämtlichen ihrer ARB-Produkte gehaltenen Anlagen am Gesamtmarkt ausfiel. Sie folgert daraus, dass das Portfolio Management des B._____ ARB EUR damit den Markt nicht beeinflussen konnte (act. 30 Rz. 100.4).

Die Klägerin äussert sich zu diesen Ausführungen nicht (vgl. act. 26 Rz. 238-261). Ihre Behauptung, es habe an einem ausgereiften Risikomanagement gefehlt, fusst so einzig auf rückblickenden Feststellungen unter dem Eindruck der erlittenen Verluste (vgl. act. 1 Rz. 17, act. 26 Rz. 87). Dass dies nicht ausreicht, wurde bereits dargelegt.

4.2.4.7. Strukturierte Kreditrisiken im Portfolio des B._____ ARB EUR

4.2.4.7.1. Standpunkt der Klägerin

Die Parteien führen die Verluste des B._____ ARB EUR zumindest unter anderem auf das Engagement in strukturierte Kreditrisiken zurück (vgl. oben zum Sachverhalt, Ziff. II.4.9). Die Klägerin beschreibt diese Risiken wie folgt: "Die besonderen Risiken verbriefter Strukturen ergeben sich nicht nur aus den zugrunde

liegenden, als Sicherheiten verwendeten Papiere (Unternehmensanleihen, High Yield Anleihen, Hypothekarforderungen etc.), sondern insbesondere aus den mit der Strukturierung verbundenen institutionellen Merkmalen. Dazu gehören beispielsweise die Risiken, welche mit der Tranchierung der Zahlungsströme in unterschiedliche Senioritäten (Senior, Mezzanine, Equity) und deren Rating betreffen, aber auch die Risiken, welche mit der Finanzierung der Investmentgesellschaften (Conduits oder Zweckgesellschaften mit den Bezeichnungen SIV, SPV, o.ä.) verbunden sind. Die typische Refinanzierung dieser langfristigen Zahlungsversprechen erfolgte über den Geldmarkt, was eine massiv positive Fristentransformation und damit ein erhebliches Zins- und Liquiditätsrisiko darstellt; zudem verfügten diese Strukturen über praktisch kein Eigenkapital (Martin Hellwig, Finanzkrise und Reformbedarf, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn 2010/19). Daraus ergibt sich bei Störungen im Kreditsektor eine ausgeprägte Ansteckungsgefahr (contagion effect, Korrelationsrisiko) innerhalb des gesamten Segments der strukturierten Kreditrisiken und des Finanzsektors, unabhängig von der konkreten Ursache" (act. 1 Rz. 158).

Sodann ist unbestritten, dass der B._____ ARB EUR diese Papiere unter anderem im Rahmen jener Assets hielt, die mindestens Investment Grade aufweisen mussten und in die mindestens 60% des Fondsvermögens investiert sein musste. Es war also offensichtlich nicht beabsichtigt, dadurch besondere Risiken einzugehen. Entsprechend wirft die Klägerin der Beklagten nicht vor, sie habe diese Risiken erkannt bzw. trotz richtiger Einschätzung dieser Risiken wider besseres Wissens den B._____ ARB EUR als konservativ empfohlen, zumindest nicht im Zeitpunkt der Empfehlung und des Erwerbes. Sie wirft der Beklagten vor, sie habe die Risiken des Strukturierungsprozesses hinsichtlich des B._____ ARB EUR nicht richtig eingeschätzt oder gar nicht erkannt (act. 1 Rz. 162, 173-174). Konkret habe sie namentlich das Liquiditätsrisiko dieses Anlagesegmentes völlig unterschätzt (act. 26 Rz. 273). Den Investment Banken seien die Risiken der Strukturierung bewusst gewesen (act. 1 Rz. 158).

4.2.4.7.2. Standpunkt der Beklagten

Die Beklagte behauptet, sie bzw. das Portfolio Management sei sich der Risiken, die sich aus den positiven Korrelationen, wie sie sich unter anderem, aber nicht nur bei strukturierten Kreditprodukten ergaben, bewusst gewesen (act. 19 Rz. 152). Auch sei sie sich des Liquiditätsrisikos durchaus bewusst gewesen (act. 30 Rz. 100.2). Sodann habe sie beiden Aspekten im Rahmen des Risikomanagementes (act. 19 Rz. 152) bzw. im Rahmen der Analysen und Anlageentscheide (act. 30 Rz. 100.1-100.2) Rechnung getragen. Sie gesteht ein, dass sie das dramatische Ausmass, in welchem sich diese Risiken realisierte, gestützt auf ihre Modelle unterschätzte. Die Wahrscheinlichkeit eines solch dramatischen Anstiegs der Ausfallhäufigkeiten, wie er während der Finanzkrise in den Jahren 2007 und 2008 eingetreten sei, sei an historischen Massstäben gemessen schlicht verschwindend gering erschienen (act. 19 Rz. 152). Sie bestreitet daher, dass ihr daraus ein Vorwurf gemacht werden könnte (act. 19 Rz. 299.2).

4.2.4.7.3. Würdigung

Prozessthema ist demnach die Einschätzung der genannten Risiken durch die Beklagte.

4.2.4.7.3.1. Minime Risiken?

Nicht im Vordergrund steht dabei die Frage, ob diese Risiken minim waren und es nur aufgrund der historisch praktisch einmaligen Finanzkrise in den Jahren 2007 und 2008 (act. 19 Rz. 158, vgl. Einwand der Klägerin act. 26 Rz. 279) zu Verlusten kam. Denn sofern die Beklagte zu Recht davon ausging, dass der B._____ ARB EUR mit den Investitionen in strukturierte Kreditrisiken nur minimen Risiken ausgesetzt wäre, hätte sie ihn ohne weiteres als konservative Anlage empfehlen dürfen, ohne sich dabei dem Vorwurf auszusetzen, ihre Empfehlung sei unangemessen.

Die Klägerin bringt in diesem Zusammenhang zwar noch vor, dass selbst der Eintritt der Finanzkrise voraussehbar war (act. 26 Rz. 275) und damit implizit, dass

die Beklagte ihn hätte voraussehen können. Die Beklagte wehrt sich gegen diesen Standpunkt (act. 19 Rz. 158-159, act. 30 Rz. 299).

Dem Standpunkt der Klägerin kann nicht gefolgt werden. Es ist überhaupt fraglich, ob sich der Eintritt einer Krise - und noch viel entscheidender: deren Verlauf - voraussehen lässt. Wer nach der Krise als Gewinner dasteht, mag vielleicht einen derartigen Eindruck erwecken. Alle anderen Beteiligten waren in der Regel nicht in der Lage, Eintritt und Verlauf vorherzusehen. Zudem sind die Umstände, die die Klägerin vorbringt, nicht geeignet aufzuzeigen, dass die Krise im Allgemeinen vorhergesehen wurde oder durch die Beklagte hätte vorhergesehen werden können. Sie zitiert bloss eine Aussage von Q._____, damals Global Head … bei R._____ Inc., der gegenüber Reuters am tt. Mai 2007 gesagt haben soll "… the bond markets have been in an state of credit nirvana, a low level of defaults as well as volatility. But that could all change - fast" (act. 26 Rz. 275, act. 27/9 S. 7). Es gibt immer Rufer in der Wüste. Sie machen Eintritt und Verlauf der Krise noch nicht voraussehbar. Die anderen Äusserungen, auf die der Privatgutachter der Klägerin verweist (act. 27/9 S. 7) und die sich im Privatgutachten der Beklagten befinden (act. 20/39 S. 29-32), lassen den Schluss, den der klägerische Privatgutachter aus ihnen zu ziehen versucht, schon von ihrer inhaltlichen Aussage her nicht zu. Andere Anhaltspunkte bringt die Klägerin nicht vor, weshalb diese, wie gesagt nicht im Vordergrund stehende Frage, nicht weiter zu behandeln ist.

4.2.4.7.3.2. Richtige Methode der Risikobeurteilung?

Im Vordergrund steht die Frage, ob die Wahrscheinlichkeit einer Verwirklichung dieser Risiken in Tat und Wahrheit nicht derart klein war, wie die Beklagte meinte, und dass die Klägerin mit ihrer Investition in den B._____ ARB EUR auch dann zu Verlust gekommen wäre, wenn es keine Krise gegeben hätte oder wenn die Krise nicht derart ausserordentliche Ausmasse angenommen hätte. Die Frage ist, ob die Beklagte diese Risiken damals, im Zeitpunkt der Empfehlung, als so bedeutend hätte bewerten müssen, dass die Anlage als spekulativ einzuschätzen gewesen wäre, wie die Klägerin geltend macht.

Hierzu müsste die Klägerin die Umstände darlegen, die auch unter Berücksichtigung eines gewissen Ermessens die Frage, warum ein Fonds, der zu rund 30% in verbriefte Kreditrisiken investiert ist, im betreffenden Zeitpunkt aufgrund der geltend gemachten Risiken nicht als konservative Anlage hätte empfohlen werden dürfen, klar mit nein beantworten lässt. Ansonsten erschiene die Empfehlung nicht als unangemessen.

Was die Klägerin diesbezüglich vorbringt, bleibt vage. Sie stützt sich auf zwei Einsichten bzw. Berichte, die vor bzw. zu Beginn der Finanzkrise entstanden:

- Erstens verweist die Klägerin auf einen Bericht der Bank für internationalen Zahlungsausgleich aus dem Januar 2005 (act. 1 Rz. 159). Der Bericht äussert sich in allgemeiner Weise darüber, dass die Risikobeurteilung von *dept instruments*, besonders *structured finance transactions* mit herkömmlichen Methoden mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit dazu führen, dass das Risiko unterschätzt werde.

- Zweitens bringt die Klägerin vor, dass die mit verbrieften Strukturen verbundenen systemischen Risiken, insbesondere das Liquiditätsrisiko bei den Kreditderivaten, bereits vor der Finanzkrise erkannt und diskutiert worden seien. Hierzu verweist sie auf einen Aufsatz ihres Privatgutachters S._____, der Ende 2007 publiziert worden sei, aber auf einem Vortrag beruhe, den der Privatgutachter im Juni 2007 an der Universität T._____ gehalten habe. Es sei demnach öffentlich diskutiert worden, dass das Liquiditätsmanagement von zentraler Bedeutung sei im Zusammenhang mit strukturierten Kreditprodukten und eine systemgefährdende Schwachstelle im Risikomanagement der Banken (act. 26 Rz. 158).

Die anderen Berichte und Einsichten, auf die sich die Klägerin stützt, stammen aus der Zeit nach der Finanzkrise. Sie zitiert aus dem Bericht der FINMA vom 14. September 2009 (act. 2/59), aus dem Shareholders Report der Beklagten vom 18. April 2008 (act. 2/60) und aus dem Transparenzbericht an die Aktionäre vom Oktober 2010 (act. 2/61) (act. 1 Rz. 187, Rz. 189-196, act. 26 Rz. 276-278). Dabei handelt es sich um im Nachhinein erstellte Berichte, denen Einsichten zu-

grunde liegen, die unter dem Eindruck der durchlebten Finanzkrise möglich waren. Darauf kann für die vorliegende Frage nicht abgestellt werden. Sie enthalten - mit einer Ausnahme, die allerdings erst den Zeitpunkt Ende Juli 2007 betrifft - keine Aussagen dazu, wann die Beklagte welche Risiken hätte erkennen müssen oder erkannte.

Aus den zeitgenössischen Einschätzungen ergibt sich immerhin, dass damals die Probleme der Risikobeurteilung von strukturierten Produkten erkannt waren. Aus ihnen ergeben sich aber weder Hinweise, wie strukturierte Risiken realistisch zu bewerten oder mit welcher Methode vorzugehen gewesen wäre. Das ist aber der entscheidende Punkt. Soweit die von der Beklagten hierzu verwendete Methode unter den damaligen Umständen als vertretbar erscheint, ist zu vermuten, dass auch die dadurch erzielten Beurteilungen vertretbar waren.

4.2.4.7.3.3. Von der Beklagten angewandte Methode vertretbar

Zur Frage der Methode bringt die Klägerin nichts vor. Im fraglichen Zeitpunkt rückte das Problem der Bewertung von strukturierten Kreditprodukten erst ins Bewusstsein, was auch die Art der klägerischen Hinweise belegt. Heute würde hierzu anstelle der früher üblichen Volatilität neben der Bonität des Emittenten die Kennzahl Value at Risk (VaR) verwendet. Damals existierte noch keine derartige Best Practice. Die Risikokennzahl VaR wird vom Schweizerischen Verband für strukturierte Produkte erst seit Mitte 2009 als Standard für eine einfache Bewertung strukturierter Produkte angeboten.

Demgegenüber legt die Beklagte dar, wie die Risiken anhand eines statistischen Modells und anhand quantitativer Limits bei der Sektorallokation managte (vgl. oben Ziff. 4.2.4.6). Sodann legt die Beklagte eingehend dar, dass sie vor der Lancierung des ARB-Konzeptes anhand einer Untersuchung mit historischen Daten im Zeitraum von 1990 bis 2003 eine langfristige Risikoerwartung von 3% simuliert habe (act. 19 Rz. 120-121). Weil von Anfang an geplant gewesen sei, in verbriefte Kreditprodukte zu investieren, seien derartige Produkte in die Untersuchung miteinbezogen gewesen. Die Erwartungen hätten sich schliesslich bestätigt: Der B._____ ARB EUR habe seit Lancierung bis Mitte 2007 eine tatsächliche Volatili-

tät zwischen 0.6 und 1.5 % p.a. ausgewiesen (act. 19 Rz. 126). Dem setzt die Klägerin nichts entgegen (act. 26 Rz. 66, 265-266).

Sodann stützte sich die Klägerin bei der Beurteilung der strukturierten Kreditrisiken auf die Ratings der Rating-Agenturen. Die Klägerin weist zu Recht darauf hin, dass man schon vor 2007 nicht davon ausgehen durfte, dass die Ratings bei traditionellen Investments mit den Ratings bei strukturierten Produkten identisch wären (act. 26 Rz. 252). Es ist aber auch unbestritten, dass für strukturierte Kreditrisiken besondere Rating-Prinzipien gelten (act. 26 Rz. 249, act. 20/39 S. 40). Zudem steht fest, dass sich bis im Juli 2007 die meisten Anleger auch im Zusammenhang mit strukturierten Kreditprodukten auf die Ratings der Ratingagenturen verliessen. Dies ergibt sich aus den von beiden Parteien vorgelegten Berichten und Privatgutachten (Bericht U._____ act. 27/7, S.9, Privatgutachten der Beklagten act. 20/39, S. 39-40). Es ist unbestritten, dass es als branchenüblich galt, unter anderem auf ein Rating abzustellen (vgl. act. 26 Rz. 113-114, 117). Ratings gelten auch als zuverlässige Informationsquelle für Anlageberater (vgl. Art. 7 Abs. 2 VVRL), solange sie nicht offensichtlich falsch sind (JEAN-MARC SCHALLER, Die Pflicht zur Produktekenntnis in der Anlageberatung und Vermögensverwaltung, SZW 2011 449 ff., S. 462). Anhaltspunkte, dass die Ratings, auf die sich die Beklagte stützte, offensichtlich falsch gewesen wären, sind keine vorgebracht.

Dieses Vorgehen kritisiert die Klägerin nicht im Grundsatz. Sie wendet zwar ein, dass sie nicht verstehe, auf welchen Grundlagen eine langfristige Risikoerwartung hätte ermittelt werden können, weil zum Beispiel CDOs eine jüngere Entwicklung seien, die noch gar nie einer Stressphase ausgesetzt gewesen seien (act. 26 Rz. 263). Die Beklagte erklärt, dass der Zeitraum zwischen 1990 und 2003, der in der Produktentwicklung simuliert wurde, mehrere einschneidende Wirtschaftskrisen umfasste (act. 30 Rz. 97.1). Im übrigen trifft der Einwand zu, dass die Klägerin anderorts selber ausführt, dass das Datenmaterial aus diesem Zeitraum sehr wohl Informationen für Krisenszenarien umfasse (vgl. act. 26 Rz. 66). Die Beklagte behauptet sodann, dass ABS in den USA seit den 1970-er Jahren existierten und selbst CDOs in der Zeit bis 2007 schon verschiedene Krisen, wie die Ölkrise, das Platzten der Dotcom-Blase, den Anschlag auf die Twin Towers oder den Irak-

krieg mit ihren Auswirkungen auf die Finanzmärkte durchlaufen hätten (act. 30 Rz. 97.2). Die Klägerin bestreitet diese Erläuterungen zur Aussagekraft der angewendeten Methode nicht. Wie erwähnt kritisiert sie auch das Vorgehen der Beklagten bei der Bewertung der strukturierten Kreditrisiken nicht im Grundsatz. Es sind daher keine Anhaltspunkte vorhanden, warum das Vorgehen der Beklagten auch unter Berücksichtigung der von der Klägerin erwähnten Unsicherheiten nicht vertretbar gewesen sein soll.

4.2.4.7.4. Zusammenfassung

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die Klägerin weder aufzeigt, wie die strukturierten Kreditrisiken aus damaliger Sicht hätten bewertet werden sollen, noch kritisiert, wie die Beklagte bei der Planung und Bewertung der Kreditrisiken vorging. Eine nähere Betrachtung oder eine Begutachtung dieser Frage ist damit nicht möglich. Die rückblickende Betrachtung, dass die Risiken der strukturierten Kreditprodukte angesichts der Volatilität oder Illiquidität in diesem Sektor während der Finanzkrise offenbar falsch eingeschätzt wurden, ist nicht zielführend.

4.2.4.8. Investitionen in US Immobilienmarkt

4.2.4.8.1. Standpunkt der Klägerin

Die Klägerin wirft der Beklagten vor, sie habe bereits vor dem Investitionsvorschlag im Januar 2007 und vor dem Erwerb der Anteile im Mai 2007 gewusst oder zumindest wissen müssen, dass die Exposure gegenüber dem US-Immobilienmarkt, insbesondere im Subprime-Bereich sowie hinsichtlich der vom B._____ ARB EUR in diesem Zusammenhang eingegangen Positionen in verbriefte Kreditrisiken für den Fonds existentielle Probleme entstehen würden (act. 1 Rz. 181, 197). Sie zählt eine Reihe von Gelegenheiten auf, anlässlich derer die Beklagte von der sich im US-amerikanischen Immobilienmarkt abzeichnenden Überhitzung hätte Kenntnis nehmen müssen (act. 1 Rz. 181-186). Sie behauptet, dass es der Beklagten als professionellen Vermögensverwalterin hätte klar sein müssen, dass der B._____ ARS EUR einem erheblichen generellen Risiko von Bonitätsveränderungen bei den als Sicherheiten verwendeten Papieren (Anleihen,

Kredite, Hypotheken etc.) ausgesetzt war und dieses Risiko nicht auf einzelne Segmente, wie etwa Subprimehypotheken, beschränkt sein konnte - auch wenn keine direkten Positionen in Subprime-Hypotheken gehalten wurden (act. 1 Rz. 174). Sodann bringt sie vor, dass die "Investition im nordamerikanischen Bereich und dort z.T. immobiliengestützten Finanztitel" im Fonds und in der B._____ "ein wohlbekannter Klumpen" gewesen sei. Daraus zieht sie den Schluss, "dass ein Marktversagen in diesem Bereich als hoher Risikofaktor hätte erkannt werden müssen (Systemrisiko), resp. beim B._____ Risk Management und somit der B._____ selbst im Zeitpunkt der Anpreisung als bereits bekannt vorausgesetzt werden kann" (act. 1 Rz. 267).

4.2.4.8.2. Standpunkt der Beklagten

Die Beklagte bestreitet, dass sie Kenntnis von einer existenziellen Gefahr der Exposure gegenüber dem US-Immobilienmarkt gehabt haben soll, mit dem Hinweis, dass sie nicht verstehe, wie sich dieser Vorwurf aus der Rechtsschrift ergebe (act. 19 Rz. 306). Sie räumt ein, dass im Subprime-Bereich Probleme erwartet worden seien. Gegenüber diesem Segment sei die Exposure des B._____ ARB EUR aber marginal gewesen (act. 19 Rz. 306). Nachdem im April und Mai 2007 erste Korrekturen auf diesem Markt eingetreten seien, habe sie Anzeichen für eine Stabilisierung erkannt. Entsprechend sei sie im Sommer 2007 davon ausgegangen, dass allfällige weitere Probleme einerseits regional und andererseits auf Hypotheken von Schuldnern mit tiefer Kreditwürdigkeit (Subprime) beschränkt sein würden (act. 19 Rz. 129). Vor diesem Hintergrund seien die Turbulenzen im August 2007 unerwartet gekommen (act. 19 Rz. 129). Danach sei man indessen wieder davon ausgegangen, dass strukturierte Hypothekarkredite höherer Bonitätsstufe, die über ausgezeichnete Ratings verfügten, ein erhebliches Erholungspotential aufweisen würden und entsprechend günstig bewertet seien (act. 19 Rz. 129.2).

Hierzu äusserte sich die Klägerin nicht mehr (vgl. act. 26 Rz. 267-275).

4.2.4.8.3. Würdigung

In der Tat fällt es schwer, den klägerischen Vorwurf zu verstehen, ohne dabei die gesamte Finanzkrise vorwegzunehmen. Aus der Behauptung, dass die Beklagte einem erheblichen generellen Risiko von Bonitätsveränderungen bei den als Sicherheiten verwendeten Papieren hätte bewusst sein müssen, lässt sich nicht schliessen, der B._____ ARB EUR sei aus damaliger Sicht derart von der Risikoneigung der Klägerin abgewichen, dass seine Empfehlung unangemessen war. Da die Darstellung der Beklagten nicht erwidert wurde, steht jedenfalls fest, dass die Beklagte keine existenziellen Probleme für den B._____ ARB EUR aus einer allfälligen Investition in den US-Immobilienmarkt erkannte. Für die Behauptung, dass die Beklagte sich dem Risiko von Bonitätsveränderungen bei den als Sicherheiten verwendeten Papieren hätte bewusst sein müssen, nennt die Klägerin für ihre bestrittene Einschätzung weder damalige Umstände noch Beweismittel. Demgegenüber ergibt sich aus den Vorbringen der Beklagten und aus den von der Klägerin zitierten Privatgutachten (vgl. act. 1 Rz. 158), dass die Immobilienkrise bereits im Frühjahr 2007 sehr genau analysiert worden war. Danach äusserten auch der Internationale Währungsfonds sowie die Bank für internationalen Zahlungsausgleich die Meinung, dass eine Ausweitung der Krise unwahrscheinlich sei (Martin Hellwig, Finanzkrise und Reformbedarf, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn 2010/19, S. 6).

4.2.4.8.4. Fazit

Aufgrund dieser Erwägungen kann festgehalten werden, dass keine Anhaltspunkte vorgebracht sind, die die Anlageempfehlung aufgrund allfälliger Investitionen des B._____ ARB EUR in den US-Immobilienmarkt als unangemessen erscheinen lassen könnten.

4.2.5. Ergebnis

Nach dem Gesagten kann festgestellt werden, dass die Klägerin eine verhältnismässig konservative Anlage suchte, die gegenüber einer Geldmarktanlage eine Mehrrendite von 1%-1.5% bringen sollte bei einer erwarteten Volatilität von 3%.

Weiter kann festgestellt werden, dass keine Anhaltspunkte vorgebracht wurden, aus denen sich ableiten liesse, dass der B._____ ARB EUR aus damaliger Sicht offensichtlich nicht zu dieser Risikoneigung gepasst hätte, dies namentlich im Zusammenhang mit Rendite oder Volatilität der Anlage, mit dem Risikomanagement der Anlage im Allgemeinen und den strukturierten Kreditrisiken im Besonderen sowie mit der Exposure der Anlage gegenüber dem US-amerikanischen Immobilienmarkt. Die nachträglich eingetretenen Umstände, auf die sich die Klägerin vorwiegend beruft, namentlich das Ausmass des eingetretenen Verlustes und die Performance anderer Produkte im fraglichen Zeitraum, reichen nicht aus, um darzulegen, dass die Empfehlung aus damaliger Sicht unangemessen war.

4.3. Diversifikation

4.3.1. Standpunkt der Klägerin

Die Klägerin bringt vor, die Anlagen des B._____ ARB EUR seien in mehrfacher Hinsicht ungenügend diversifiziert gewesen (act. 1 Rz. 175-178). Sie kritisiert, dass das Vermögen zu rund 25% in verbriefte Kreditrisiken und damit im gleichen Anlagesegment investiert gewesen sei (act. 1 Rz. 175-176). Es habe für eine professionelle Vermögensverwalterin offensichtlich sein müssen, dass verbriefte Kreditrisiken von zwei stark miteinander korrelierten Risikofaktoren abhängig sind: nämlich den aggregierten Bonitätsrisiken und dem Liquiditätsrisiko. Diese Faktoren könnten einfach quantifiziert werden (z. B. mit Credit Spreads, Bid-Ask-Spread oder Ted-Spread) und gehörten schon vor der Finanzkrise zu den Standardrisikofaktoren im modernen Risikomanagement; zudem hätten die nationalen und internationalen Aufsichtsbehörden in verschiedenen Berichten auf die Bedeutung dieser (in historischen Zeitreihen nicht genügend reflektierten) Korrelationsrisiken aufmerksam gemacht (act. 1 Rz. 176).

Weiter kritisiert die Klägerin, dass das Vermögen des B._____ ARB EUR zu über 16% in die beiden finanziell praktisch identisch gelagerten Institute V._____ und W._____ investiert gewesen sei (act. 1 Rz. 177) und dass es zu über 60% in USD investiert gewesen sei (act. 1 Rz. 178). Sodann macht die Klägerin geltend, die Anlagen seien zu Nordamerika- und zu finanzlastig gewesen. Sie hätten überdies

zu viele Titel enthalten, die von der Krise auf dem amerikanischen Immobilienmarkt in Mitleidenschaft gezogen worden seien (act. 1 Rz. 267).

Die Klägerin macht geltend, die Beklagte habe die Anlagegrundsätze der Klägerin und des Fonds verletzt (act. 1 Rz. 176) und ein unzulässiges Klumpenrisiko geschaffen, indem sie diese ungenügende Diversifikation zugelassen habe (act. 1 Rz. 357). Sie wirft ihr zudem vor, die Gewichtung der strukturierten Produkte sei nicht angemessen gewesen (act. 26 Rz. 281)

4.3.2. Standpunkt der Beklagten

Die Beklagte weist zunächst darauf hin, dass der B._____ ARB EUR die Diversifikationsvorschriften des luxemburgischen Anlagefondsrechts wie auch den Vorgaben im Fondsprospekt und den Investment Guidelines stets erfüllt habe (act. 19 Rz. 68-76).

In Bezug auf die verbrieften Kreditrisiken räumt sie unter Bezugnahme auf ihre Privatgutachter ein, dass diese Investitionen rückblickend zu hinterfragen seien (act. 19 Rz. 160). Weil indessen Ausmass und Tragweite der 2007 ausgebrochenen Finanzkrise und des in der Folge eingetretenen Wertverlusts einzelner Finanzprodukte bzw. in einzelnen Produktkategorien "in keiner Weise antizipierbar" war, scheine aus der ex-ante-Perspektive "die Gewichtung des Anteils strukturierter Kreditrisiken durch das Portfolio Management vertretbar" (act. 19 Rz. 160).

In Bezug auf die Investitionen in W._____ und V._____ bringt sie wieder unter Bezugnahme auf ihre Privatgutachter (vgl. act. 20/39 S. 52-53) vor, für diese Unternehmen sei man nach gängiger Markteinschätzung von einer impliziten Staatsgarantie ausgegangen. Die Anleihen könnten nicht als Klumpenrisiko bezeichnet werden, da sie aufgrund der guten Bonität zur Risikoreduktion beigetragen hätten (act. 19 Rz. 162).

In Bezug auf eine Währungsexposure in USD von über 60% wehrt sie sich einerseits gegen die Sichtweise der Klägerin, die von einer Länderexposure in den USA, in Kanada und in Australien von 60% auf eine Währungsexposure in USD in demselben Ausmass schliesse. Anderseits bringt sie vor, das Fremdwährungsri-

siko sei zur Referenzwährung Euro und diese Währung sodann zum Schweizer Franken abgesichert gewesen (act. 19 Rz. 163).

4.3.3. Würdigung

Auch in diesem Zusammenhang ist die Klägerin daran zu erinnern, dass sie die Beklagte nicht als Portfolio Manager des Fonds ins Recht fasste, sondern aus dem Anlageberatungsverhältnis. Falls das Portfolio des B._____ ABR EUR tatsächlich unzureichend diversifiziert gewesen wäre, stellte dies für sich keine Sorgfaltspflichtverletzung im Anlageberatungsverhältnis dar. Unangemessen erschiene die Anlageempfehlung erst, wenn der B._____ ARB EUR unzureichend diversifiziert gewesen wäre und die Beklagte dies nicht erkannte, obwohl sie hierzu in der Lage gewesen wäre.

Der Frage, ob das Portfolio des B._____ ABR unzureichend diversifiziert war, kommt also die Bedeutung einer Vorfrage zu. Dazu ist festzuhalten, dass die Klägerin den überzeugenden Argumenten der Beklagten betreffend Anleihen von V._____ und W._____ sowie betreffend Währungsexposure nicht widerspricht (vgl. act. 26 Rz. 281-289, 435-437) und dass sie sich nicht einlässlich dazu äussert, ob die Richtlinien des luxemburgischen Fondsrechts und das B._____ ARB EUR eingehalten sind (vgl. act. 26 Rz. 234).

Es bleibt zu klären, ob der B._____ ARB EUR aufgrund seiner Investition von rund 25% des Fondsvermögens in strukturierte Kreditrisiken unzureichend diversifiziert war und die Beklagte dies hätte erkennen müssen, obwohl die Anlagerichtlinien und die Diversifikationsvorschriften des luxemburgischen Rechts eingehalten waren. Zu diesem verbleibenden Punkt räumt die Klägerin ein, dass das Portfolio bezüglich der Einzelpositionen hinreichend diversifiziert war. Sie kritisiert, dass die strukturierten Kreditrisiken hinsichtlich der Risikofaktoren "aggregiertes Bonitätsrisiko" und "Liquiditätsrisiko" in der Phase einer Marktverwerfung das Diversifikationspotential beschränken (act. 26 Rz. 288). Es ist unbestritten, dass sich diese Abhängigkeiten rückblickend als problematisch erwiesen (act. 30 Rz. 134.3). Allerdings - dies wurde bereits dargelegt - sind keine Umstände vorgebracht, aufgrund derer Fondsleitung oder die Beklagte in ihrer Rolle als Portfo-

lio Manager oder als Anlageberaterin das Ausmass der problematischen Abhängigkeiten damals hätten erkennen müssen (vgl. oben Ziff. 4.2.4.6 zum Risikomanagement betreffend Liquiditätsrisiken, oben Ziff. 4.2.4.7.3.3 zu den mit der Strukturierung verbundenen Risiken sowie oben Ziff. 4.2.4.8 zu den Bonitätsrisiken). Es wurde auch schon aufgezeigt (vgl. oben Ziff. 4.2.4.6), dass die Beklagte ausführlich darlegte, wie sie die Risiken unter Berücksichtigung der Abhängigkeiten managte (act. 19 Rz. 100-105) und dass sich die Klägerin hierzu nicht äusserte (vgl. act. 26 Rz. 238-261).

Was die Klägerin darüber hinaus vorbringt, ist nicht geeignet, einen Erwerb von Anteilen am B._____ ARB EUR aufgrund seiner Investitionen in strukturierte Kreditrisiken aus damaliger Sicht unangemessen erscheinen zu lassen. Dass die verbrieften Kreditrisiken zum einen vom Total der Bonitätsrisiken und dem Liquiditätsrisiko abhängig sind, dass diese Faktoren miteinander korrelieren und dass diese Umstände einer professionellen Anlageberaterin schon damals klar sein mussten (act. 1 Rz. 176), ist unbestritten (vgl. act. 19 Rz. 300, 160). Damit ist indessen nicht behauptet, in welchem Ausmass die Beklagte die Bedeutung dieser Risiken hätte voraussehen müssen und wie sie sie hätte würdigen müssen. Weiter findet es die Klägerin nicht nachvollziehbar, dass bei einem Engagement von 25% das Risiko nicht teilweise abgesichert wurde (act. 1 Rz. 176). Hier ist sie darauf hinzuweisen, dass sämtlichen Kreditrisiken Sicherheiten zugrunde lagen und dass die Beklagte zusätzliche Sicherheiten in Form von quantitativen Limits geschaffen und eingehalten hatte (act. 30 Rz. 134.3, vgl. act. 20/39 S. 42).

Demgegenüber behauptet die Beklagte gestützt auf ihren Privatgutachter, die Gewichtung der strukturierten Kreditprodukte sei aus damaliger Sicht vertretbar gewesen (act. 19 Rz. 160, vgl. act. 20/39 S. 51-52). Der grosse Wertverlust in einzelnen Produktkategorien sei nicht antizipierbar gewesen. Die fraglichen Positionen hätten damals als sicher beurteilt werden dürfen. Im Zeitraum von 1999 bis Mitte 2007 habe es kaum Ausfälle bei mit privaten und gewerblichen Hypotheken verbrieften Kreditprodukten gegeben. Viele der Anlagen in Securitized Assets hätten über ein hohes Rating verfügt (act. 20/39 S. 51-52). Die Klägerin bestreitet die Ausführungen des beklagtischen Privatgutachters zwar (act. 26 Rz. 281), legt

aber nicht dar, aufgrund welcher damals bekannter Umstände die strukturierten Kreditprodukte anders hätten gewichtet werden müssen. Wenn man ihre Ausführungen weiterdenkt, gelangt man sogar zum umgekehrten Schluss: Sie legt Wert darauf, dass nicht die Diversifikation in der Sektorallokation gemeint sei, sondern bezüglich der Kreditqualitäten (act. 26 Rz. 282). Sie verweist auf die Ausführungen ihres Privatgutachters, wonach die Beachtung herkömmlicher Diversifikationsregeln in Form von Gewichtsbeschränkungen unerlässlich seien (act. 3/6 S. 4). Die Klägerin liess aber gerade die Behauptung, dass diese Gewichtsbeschränkungen, die sich aus den Anlagerichtlinien ergeben und die sich die Beklagte darüber hinaus selber setzte, stets eingehalten waren, unbestritten! Was hier bliebe, ist die schon eingangs erwähnte Frage, ob der B._____ ARB EUR aufgrund der Anlagerichtlinien in verbriefte Kreditrisiken investiert sein durfte (vgl. oben Ziff. 4.2.4.5). Sie führt auch im vorliegenden Zusammenhang nicht weiter als zu den Feststellungen, dass erstens der B._____ ARB EUR angesichts der klaren Angaben im Prospekt objektiv beurteilt prima vista in verbriefte Kreditrisiken investieren durfte und zweitens die Klägerin ohnehin davon ausging, dass der B._____ ARB EUR in verbriefte Kreditrisiken investierte.

4.3.4. Ergebnis

Die Klägerin brachte keine Anhaltspunkte für Umstände vor, unter denen die Empfehlung des B._____ ARB EUR aus damaliger Sicht als unangemessen erschiene, weil der Fonds zu rund 30% in verbriefte Kreditrisiken investiert war. Klumpenrisiken auf Titelebene sind keine ersichtlich.

4.4. B._____ ARB EUR entsprach nicht bisherigem Investment

Die Klägerin wirft der Beklagten vor, der B._____ ARB EUR habe nicht dem bisherigen abzulösenden Investment entsprochen (act. 1 Rz. 232-256). Sie stützt sich auf die Aussage der Beklagten in der Anlageempfehlung vom 12. Januar 2007, sie habe sich für die Empfehlung "von dem bisherigen Investment leiten lassen" und die empfohlene Anlage weise ein "ähnliches Risiko" auf (act. 3/16 S. 5). Sodann legt die Klägerin anhand der mit den Vorgängerinvestitionen oder anderen alternativen Anlagen tatsächlich erzielten oder während des streitgegen-

ständlichen Zeitraumes erzielbaren Renditen dar, dass der B._____ ARB EUR nicht mit diesen Vorgängerinvestitionen vergleichbar war (act. 1 Rz. 242-243, 244, 246).

Ob sich aus den zitierten Aussagen, ableiten liesse, dass die empfohlene Anlage nicht angemessen sei, kann offen bleiben. Der Argumentation der Klägerin kann bereits aus anderen Gründen nicht gefolgt werden:

- Die Klägerin vergleicht die Rendite, die sie im streitgegenständlichen Zeitraum mit einer Anlage in den Global Bonds und Global Bonds 3X hätte erzielen können (6.77%), mit dem erzielten Verlust aus der Anlage in den B._____ ARB EUR (act. 1 Rz. 244). Darin liegt eine rückblickende Betrachtung, aus der sich keine verwertbaren Schlüsse ziehen lassen.

- Die Klägerin führt weiter aus, dass sie in den Jahren 1999 bis 2006 unter der Anlagestrategie Global Bonds eine jährliche Rendite von rund 1.5% erwirtschaftet habe (act. 1 Rz. 243). Diese Rendite sei durch Währungsverluste geschmälert worden, weshalb die neue Anlage ja eine Absicherung des Währungsrisikos beinhalten und damit noch sicherer sein sollte, als die Anlage unter der Global Bonds Strategie (act. 1 Rz. 243). Soweit die Klägerin damit sagen will, die Empfehlung des B._____ ARB EUR sei nicht angemessen, weil damit keine Rendite von 1.5%, sondern ein Verlust erzielt worden sei, läge darin eine wie gesagt unzulässige rückblickende Betrachtung. Soweit die Klägerin damit sagen will, sie habe eine Anlage mit einer jährlichen Rendite von unter 1.5% angestrebt, widerspräche sie ihren eigenen Ausführungen (vgl. oben Ziff. 4.2.3.1). Dies ist augenfällig, wenn man die angestrebte Rendite auf Basis der klägerischen Angaben quantifiziert: Die Klägerin strebte eine Rendite von rund 1-1.5% über einer Anlage in den Geldmarkt an. Selber bezeichnet sie das Zinsniveau einer derartigen Anlage für das Jahr 2007 unter Bezugnahme auf den Citigroup EMU EUR 3M Euro Dep mit 4.20% (act. 1 Rz. 70, vgl. act. 3/20). Ihr Renditeziel muss nach den eigenen Ausführungen also 5.20% bis 5.70% betragen haben. Selbst wenn man zugunsten der Klägerin vom 3-Monats-Libor in Schweizer Franken ausginge, der Anfang 2007 bei rund 2.2% und Mitte 2007 bei rund 2.7% stand, gerät man zu einer angestrebten Rendite von immerhin 3.2-3.7% (Zeitpunkt der Empfehlung) bzw.

3.7%-4.2% (Zeitpunkt des Auftrages). Von einem Renditeziel unter der in den Jahren 1999 bis 2006 erzielten Rendite kann also keine Rede sein, selbst wenn man in der obigen Berechnung noch die Kosten berücksichtigen würde.

Andere relevante Umstände führt die Klägerin nicht an. Sie legt nicht dar, inwiefern sich die empfohlene Anlage und Vorgängeranlage entsprechen müssten und bis zu welchem Grad. Sie nennt weder erwartete Volatilitäten, andere Risikokennzahlen oder Renditen noch zählt sie Risiken auf, die der Vorgängeranlage im Gegensatz zur empfohlenen Anlage nicht inhärent waren.

4.5. B._____ ARB EUR illiquide Anlage?

Die Klägerin vertritt sodann den Standpunkt, die vom B._____ ARB EUR gehaltenen Anlagen seien entgegen der Vereinbarung zwischen den Parteien illiquid gewesen, trotzdem habe die Beklagte der Klägerin zum Erwerb des Fonds geraten (act. 1 Rz. 248-254). Die Beklagte bestreitet, dass die Anlagen des B._____ ARB EUR schon im Januar oder im Mai 2007 illquid gewesen seien (act. 19 Rz. 321).

Die Klägerin zeigt nicht auf, welche Anteile im Zeitpunkt der Empfehlung oder des Erwerbs illiquid gewesen sein sollen oder wie in diesem Zeitpunkt vorauszusehen gewesen wäre, dass Illiquidität droht. Blosse Mutmassungen (vgl. act. 1 Rz. 255) reichen hierzu nicht aus.

Im Übrigen machte die Klägerin nicht klar, auf welche Vereinbarung mit der Beklagten sie sich stützt. Die Liquidität der Vermögenswerte des Fonds ist nicht Gegenstand der Abrede zwischen den Parteien. Dass die Anteile am B._____ ABR EUR nicht kurzfristig zurückgegeben hätten werden können, macht die Klägerin nicht geltend. Dies wäre mit Blick auf die jederzeitige Möglichkeit einer Rückgabe der Anteile ("an Bankwerktagen", vgl. act. 19 Rz. 42) ohnehin aussichtslos.

4.6. Interessenkonflikt

4.6.1. Standpunkt der Klägerin

Die Klägerin wirft der Beklagten vor, sie habe sich bereits bei der Empfehlung bzw. im Zeitpunkt des Erwerbes der Anlage in einem selbstgeschaffenen Interes-

senkonflikt befunden, weil sie der Klägerin mit dem B._____ ARB EUR ein eigenes Produkt empfahl (act. 1 Rz. 236, vgl. auch act. 1 Rz. 298, act. 26 Rz. 140, 450-461). Als gegenläufige Interessen bezeichnet die Klägerin einerseits ihr Interesse an einer unabhängigen, professionellen und sorgfältigen Beratung und anderseits das Interesse der Beklagten, ein eigenes Produkt bestmöglich zu platzieren und selber möglichst gut daran zu verdienen. Die Klägerin räumt ein, dass die Beklagte im Vertrag auf mögliche Konflikte hingewiesen habe. Sie erkennt die Pflichtverletzung darin, dass die Beklagte "sehenden Auges kein taugliches Mittel fand oder installierte, womit dieser Interessenkonflikt hätte entschärft werden können" (act. 1 Rz. 236).

4.6.2. Standpunkt der Beklagten

Die Beklagte entgegnet unter anderem, es hätten im Zeitpunkt der Empfehlung bzw. des Erwerbes gar keine entgegengesetzten Interessen bestanden, da der B._____ ARB EUR bis dahin positive absolute Renditen erzielt habe (act. 19 Rz. 241).

4.6.3. Rechtliches

Einer Bank ist es nicht verwehrt, neben den fremden Interessen, zu deren Wahrung sie sich vertraglich verpflichtet hat oder sie von Gesetzes wegen verpflichtet ist, gleichzeitig auch eigene Interessen zu verfolgen (vgl. GUTZWILLER, a.a.O., S. 170; ROMEO CERUTTI, Rechtliche Aspekte der Vermögensverwaltung im Schweizer Universalbankensystem, ZSR 2008 I 69 ff., S. 83). Wenn die Bank gruppeneigene Finanzprodukte vertreibt und gleichzeitig als Anlageberaterin oder Vermögensverwalterin tätig ist, liegt die Möglichkeit von Interessenkonflikten auf der Hand. Das Bundesgericht bezeichnet es denn auch als systemimmanent, dass Finanzintermediäre im Zusammenhang mit einem Anlagefonds eigene, von den Interessen des Kunden abweichende Interessen haben (Entscheid des BGer vom 3. November 2011, 4A_274/2011, Erw. 6.7). Trotzdem ist im Einzelfall ein allfälliger Verstoss gegen die Treuepflicht stets zu prüfen, ob für die betreffende Handlung oder Unterlassung im betreffenden Zeitpunkt tatsächlich gegenläufige Interessen bestanden. Falls die Interessen nicht gegenläufig, sondern parallel ver-

laufen, liegt von vornherein kein relevanter Interessenkonflikt vor (vgl. BAHAR/STUPP, Basler Kommentar zum Börsengesetz, 2. Aufl. 2011, N 84 zu Art. 11 BEHG). Falls die Interessen gegenläufig waren, ist zu prüfen, wie die Bank mit dem Interessenkonflikt umgegangen ist. Nach der Rechtslage, wie sie die Klägerin selber beschreibt, muss die Bank aus der Pflicht zur Gewähr einwandfreier Geschäftstätigkeit gemäss Art. 3 Abs. 2 lit. c BankG bzw. aus Art. 11 Abs. 1 lit. c BEHG bei der Verwaltung fremden Vermögens entweder zweckdienliche organisatorische Massnahmen treffen, um Interessenkonflikte zu vermeiden, oder, wenn sich dies nicht verhindern lässt, den Kunden über Interessenkonflikte informieren (act. 26 Rz. 452). Hierzu ist nur anzufügen, dass die als Anlageberaterin auftretende Bank zu diesem Verhalten auch aus der auftragsrechtlichen Treuepflicht, Art. 398 Abs. 2 OR, verpflichtet ist und dass das für die Vermögensverwaltung Gesagte *mutatis mutandis* für die Anlageberatung gilt.

4.6.4. Würdigung

Dass die Beklagte mit der Empfehlung des B._____ ARB EUR auch gruppeneigene Interessen verfolgte, ist in der Tat (vgl. die Behauptung der Klägerin act. 26 Rz. 456) derart offensichtlich, dass es der Klägerin, die eine realistische Sichtweise des Kundengeschäftes der Beklagten hatte (worauf sogleich näher einzugehen sein wird, vgl. unten Ziff. 5.3), schon damals nicht entgangen sein konnte. Warum die Empfehlung aber den Interessen der Klägerin zuwider gelaufen sein soll, führt die Klägerin nicht aus (vgl. act. 26 Rz. 456). Mit dem Vorwurf, die Beklagte habe ihr gezielt ein eigenes Anlageprodukt verkauft, ohne alternative B._____-fremde Anlageprodukte zu unterbreiten (act. 26 Rz. 456), tönt sie bloss eine Möglichkeit zur Abstützung eines Interessenkonfliktes an. Sie behauptet aber nicht, dass andere, gruppenfremde Anlagemöglichkeiten aus damaliger Perspektive oder rückblickend besser geeignet gewesen wären. Sie zeigt auch sonst nicht auf, inwiefern die Empfehlung des B._____ ARB EUR damals ihren Interessen zuwider gelaufen sein soll. Den Vorbringen der Beklagten, wonach der B._____ ARB EUR bis Anfang 2007 stets positive Renditen erzielt hatte und sich punkto Rendite und Volatilität bis Juni 2007 innerhalb der Erwartungen bewegte (act. 19 Rz. 241, vgl. Rz. 124-126.2), hält sie nichts entgegen. Ein "interner Verkaufsdruck", der nach

Ansicht der Klägerin zu vermuten sei, weil die Beklagte neben dem B._____ ARB EUR keine gruppenfremden Produkte im Sinne von Alternativen empfohlen habe (act. 26 Rz. 457), bedeutet - zumindest in der vorgetragenen vagen Form der Vermutung - nicht, dass J._____ bei seiner Empfehlung im Januar 2007 den Interessen der Klägerin nicht oder nicht hinreichend Rechnung trug.

4.6.5. Ergebnis

Im Zeitpunkt der Empfehlung bzw. des Erwerbs des B._____ ARB EUR lag ein virulenter Interessenkonflikt entgegen der Ansicht der Klägerin nicht vor. Da die Beklagte mit dem B._____ ARB EUR ein gruppeneigenes Produkt empfahl, lag die Möglichkeit von Interessenkonflikten offensichtlich auf der Hand; sie kann der Klägerin aufgrund ihrer Fachkunde nicht entgangen sein. Im Übrigen wurde die Klägerin im Vertrag sogar noch ausdrücklich auf die Möglichkeit von Interessenkonflikten hingewiesen. Eine Verletzung der Treuepflicht ist weder im Zeitpunkt der Empfehlung noch im Zeitpunkt des Erwerbs des B._____ ARB EUR zu erkennen.

4.7. B._____ ARB EUR keine traditionelle Anlage

Die Klägerin wirft der Beklagten vor, die Empfehlung des B._____ ARB EUR sei unangemessen gewesen, weil es sich dabei nicht um eine traditionelle Anlage handelte (act. 1 Rz. 232-256).

Der Vorwurf verfängt nicht. Es trifft wohl zu, dass der B._____ ARB EUR aufgrund seiner Anlagestrategie und seines Anlageuniversums nicht als traditionelle Anlage einzuschätzen ist (vgl. URS EMCH/HUGO RENZ/RETO ARPAGAUS, Das schweizerische Bankgeschäft, 7. Aufl. 2011, N 1888). Im Unterschied zu traditionellen, banküblichen Anlagen sind nicht-traditionelle Anlagen aber nicht generell spekulativ, sondern bloss "nicht üblich". Aufgrund dieser Einschätzung darf der Anlageberater nicht ohne weiteres davon ausgehen, die Anlage sei dem Kunden geläufig. Dies führt dazu, dass eine Empfehlung unter Umständen mit einer Erläuterung der Besonderheiten einhergehen muss. Darauf ist sogleich (vgl. Ziff. 5.4) einzugehen. Mehr lässt sich daraus nicht ableiten.

4.8. Fazit

Die Klägerin spricht zwar davon, dass eine Analyse der vom B._____ ARB EUR gehaltenen Anlagen ergebe, dass diese viel risikobehafteter gewesen seien, als es ihr versprochen worden war (act.1 Rz. 266). Es zeigte sich aber, dass die Klägerin bereit war, zugunsten einer über dem Geldmarkt liegenden Rendite gewisse Risiken einzugehen und dass die empfohlene Anlage diesem Anlageziel aus damaliger Sicht angemessen war. Es bestehen keine Hinweise darauf, dass die Information, dass der B._____ ARB EUR nicht dem Risikoprofil der A._____ entsprochen habe, im Beratungszeitpunkt zweifelsfrei vorhanden gewesen wäre, wie die Klägerin behauptet (act. 26 Rz. 393). Dies in erster Linie deshalb, weil die Klägerin ihren Standpunkt überwiegend auf nachträglich eingetretene Umstände stützte. Auch eine Verletzung der Treuepflicht lässt sich nicht erkennen. Insgesamt sind keine Umstände vorgebracht, die die Empfehlung des B._____ ARB EUR im Januar 2007 bzw. Ende Mai 2007 als unangemessen erscheinen lassen könnten.

5. Zweiter Hauptstandpunkt der Klägerin: Fehlende oder unrichtige Informationen im Zeitpunkt der Empfehlung

5.1. Standpunkt der Klägerin

Die Klägerin wirft der Beklagten vor, sie habe sie nicht umfassend über die Risiken der Anlage aufgeklärt, obwohl sie darum wusste bzw. hätte wissen müssen (act. 1 Rz. 269). Im Einzelnen bringt die Klägerin vor, die Beklagte habe sie nicht auf die besonderen Risiken der Anlage hingewiesen, namentlich die Marktrisiken, das Liquiditätsrisiko, das Grössenrisiko, das Liquidationsrisiko oder das Systemrisiko (act. 1 Rz. 264). Dies obwohl die Beklagte mit den mit Anlagefonds verbundenen Risiken bestens vertraut gewesen sei (act. 1 Rz. 270). Sodann wirft sie der Beklagten vor, sie habe sie im Anlagevorschlag, im Fund Spotlight oder im Verkaufsprospekt nicht darauf aufmerksam gemacht, dass sie mit der Anlage über die Hälfte des investierten Kapitals verlieren könnte oder dass ein Verlust in dieser Grössenordnung auch nur im Bereich des Möglichen liege (act. 1 Rz. 278, 282 und 284).

5.2. Standpunkt der Beklagten

Die Beklagte stellt sich auf den Standpunkt, dass gegenüber professionellen Anlegern keine Aufklärungspflicht bestehe. Sie entfalle daher gegenüber der Klägerin, die eine institutionelle Anlegerin sei, deren Vertreter eigentliche Investment-Profis seien und im Group-Treasury, also der professionellen Tresorerie der A._____-Gruppe, beschäftigt waren (act. 19 Rz. 228-229). Weiter wendet die Beklagte ein, sie habe die Klägerin ohnehin umfassend informiert (act. 19 Rz. 225-226).

5.3. Gegenstand und Umfang der Informationspflicht

5.3.1. Rechtliches

Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichts (kürzlich etwa Entscheide vom 27. Juni 2011, 4A_140/2011, Erw. 3 und vom 10. Dezember 2012, 4A_444/2012, Erw. 3) unterstehen Anlageberater bei der Anbahnung und Abwicklung von Verträgen über die Vermögensverwaltung und Anlageberatung einer besonderen Aufklärungspflicht. Der Kunde ist hinsichtlich der Risiken der beabsichtigten Investitionen aufzuklären, nach Bedarf in Bezug auf die einzelnen Anlagemöglichkeiten sachgerecht zu beraten und vor übereilten Entschlüssen zu warnen. Als Faustregel gilt, dass die Risikoaufklärung vollständig, fachlich richtig, für den Kunden verständlich sowie zweckmässig und angemessen sein muss (EMCH/RENZ/ARPAGAUS, a.a.O., Rz. 1618). Richtschnur ist die vollständige Information des Kunden im Hinblick auf den Anlageentscheid.

Für gewisse Aspekte rechtfertigt es sich, den Umfang der geschuldeten Informationen unter der Aufklärungs- und der Beratungspflicht zusammen zu betrachten. Aufklärungs- und Beratungspflicht zielen in dieselbe Richtung und lassen sich nicht immer klar voneinander abgrenzen. Unter dem Titel Aufklärungspflicht ist der Berater verpflichtet, unaufgefordert auf Risiken hinzuweisen. Die Aufklärung des Kunden hat nach der Rechtsprechung des Bundesgerichts keinen Selbstzweck. Sie dient dazu, Informationsdefizite auszugleichen. Kennt der Kunde die Risiken der Spekulationstätigkeit, braucht er keine Aufklärung (BGE 133 III 97,

Erw. 7.1.1; 119 II 333, Erw. 5a, vgl. Entscheid des BGer vom 3. Februar 2012, 4A_525/2011, Erw. 5.3). Die Beratungspflicht wird demgegenüber weiter verstanden. In ihrem Rahmen muss der Berater den Kunden generell über alle für den Anlageentscheid relevanten Umstände informieren. Auch diese weitere Informationspflicht hat keinen Selbstzweck, sondern dient dazu, Informationsdefizite auszugleichen. Wenn der Kunde eine Information bereits hat, braucht er nicht informiert zu werden. Diesbezüglich sind Aufklärungs- und Beratungspflicht deckungsgleich.
Daraus ergibt sich generell, dass über übliche Risiken nicht aufgeklärt werden muss (vgl. Entscheid des BGer vom 3. Februar 2012, 4A_525/2011, Erw. 3.3). Zu den üblichen Risiken werden unter anderem das Emittenten-, das Bonitäts- und das Währungsrisiko sowie die Risiken, die auf allgemeine Marktfaktoren zurückgehen, gezählt (vgl. Art. 3 der Verhaltensregeln für Effektenhändler-SBVg 2008).

Sodann hat der Berater den Kunden über die für den Kunden wesentlichen Umstände und Risiken zu informieren. Bezüglich Risiken ist indessen eine Auswahl zu treffen. Risiko ist das Produkt aus der Eintrittswahrscheinlichkeit und den möglichen unerwünschten Folgen eines Ereignisses. Ob ein Risiko wesentlich ist, beurteilt sich zum einen nach dem Risikoprofil des Anlegers unter Berücksichtigung der Anlageempfehlung und zum anderen nach der Eintretenswahrscheinlichkeit. Während das erste Kriterium eine dem konkreten Anleger gerecht werdende Aufklärung garantiert, sorgt das zweite dafür, dass die Aufklärung einen vernünftigen Rahmen nicht überschreitet und sich diese somit am Menschenverstand orientiert. Demnach ergibt sich aus dem Grundsatz von Treu und Glauben hinsichtlich Risiken, deren Eintritt unwahrscheinlich ist, und solchen, die keinen Zusammenhang mit dem Anleger oder seiner Anlage haben, keine Aufklärungspflicht (vgl. Entscheid des Handelsgerichts Zürich vom 23. Mai 2011, HG090087, S. 19 f.).

Aufzuklären ist über Risiken, die dem Beauftragten klar sind, nicht aber dem Kunden. Entsprechend klar feststellen lassen sich diese im Dienste des Kundenschutzes und der Markttransparenz stehenden Pflichten bei der Empfehlung und Vermittlung von spekulativen, zum Teil auf Kredit finanzierten Geschäften, die erfahrungsgemäss risikobehaftet sind. Weniger einfach fällt dagegen die Einschät-

zung aus, wenn es sich um die ungewissen und vielfältigen (aber unwahrscheinlichen) Risiken relativ sicherer Geschäfte handelt.

Wie bereits erwähnt lässt sich darüber hinaus nicht allgemein festlegen, wie weit Aufklärungs- und Beratungspflicht bei der Anlageberatung im Einzelnen gehen. Deren Ausmass hängt von den Umständen des Einzelfalls ab, namentlich von der Ausgestaltung des jeweiligen Beratungsverhältnisses, der Art des konkreten Anlagegeschäftes sowie der Erfahrung und den Kenntnissen des Kunden (Entscheide des BGer vom 21. Februar 2007, 4C.205/2006, Erw. 3.2, und vom 3. Februar 2012, 4A_525/2011, Erw. 3.2). Was die Erfahrung und Kenntnisse des Kunden angeht, lässt sich aus der bundesgerichtlichen Rechtsprechung die folgende Typologie herauslesen: Auf der einen Seite stehen jene Kunden, bei denen ohne weiteres ersichtlich ist, dass sie von den Risiken keine Ahnung haben (BGE 133 III 97, Erw. 7.1.1). Auf der anderen Seite stehen die sachkundigen Anleger, die die mit einem Anlagekonzept verbundenen Gefahren von Anfang an erkennen (vgl. Entscheid des BGer vom 27. Juni 2011, 4A_140/2011, Erw. 3.3). Im Einzelnen schützte das Bundesgericht auch Entscheide, die eine Aufklärungspflicht ausserhalb dieser Typologie bezüglich bestimmter Risiken verneinten, weil diese Risiken dem Anleger bekannt waren.

Der Umfang der Informationspflicht vergrössert sich mit zunehmendem Risikopotenzial und zunehmender Komplexität der Risikostruktur einer Effektenart (Art. 3 der Verhaltensregeln für Effektenhändler-SBVg 2008).

Es obliegt grundsätzlich dem Beauftragten, sich durch Befragung einlässlich über den Wissensstand des Kunden zu informieren (Entscheide des BGer vom 13. Juni 2008, 4C.68/2007, Erw. 7.1, und vom 27. Juni 2011, 4A_140/2011, Erw. 3.1, beide unter Verweis auf BGE 124 III 155, Erw. 3a). Um das Fachwissen und die Erfahrung des Kunden festzustellen, kann der Beauftragte auf den Gesamteindruck, wie er sich aus dem persönlichen Kontakt und den weiteren, für ihn erkennbaren Umständen ergibt, abstellen. Die Sachkunde kann sich dabei namentlich auch aus äusseren, objektiven Umständen ergeben. In der Rechtsprechung wird insbesondere auf die Ausbildung, die berufliche Tätigkeit und das Auftreten gegenüber dem Beauftragten abgestellt, soweit sich daraus hinreichend konkrete

tatsächliche Schlüsse auf Wissenstand und Erfahrung ziehen lassen (Entscheid des BGer vom 27. Juni 2011, 4A_140/2011, Erw. 3.2; vgl. Entscheid des BGer vom 4A_436/2011, Erw. 5.1.2).

5.3.2. Kenntnisse und Erfahrungen der Klägerin

Die Klägerin bewirtschaftet das Finanzvermögen der A._____ Group. Sie verwaltete so Vermögenswerte von über CHF 2 Milliarden unter Beachtung der Anlagepolitik der A._____ und stellte sicher, dass im Konzern ausreichend Liquidität vorhanden war (act. 1 Rz. 28. act. 26 Rz. 101). Von diesen Vermögenswerten ist rund ein Viertel in Wertschriften angelegt. Hierfür verfügt die Klägerin über ein eigenständiges Risikomanagement (act. 26 Rz. 108-109, act. 19 Rz. 15). Die Aktien- und Cashanlagen verwaltet die Klägerin selber (act. 30 Rz. 38.3, act. 34 Rz. 43); nur ein Bruchteil des Vermögens wurde zur Bewirtschaftung bzw. zur Verwaltung der Beklagten übergeben. Für die Klägerin waren damals C._____, E._____ und D._____ tätig. Diese Personen waren im Rahmen ihres Arbeitsverhältnisses - also von Berufs wegen - mit der Verwaltung und Anlage eines Vermögens beauftragt. Für eine derartige Funktion wird nur eingestellt, wer neben einer entsprechenden Grundausbildung auch profunde Fachkenntnisse und einschlägige Erfahrung vorweisen kann. Diese Kenntnisse und Erfahrungen muss sich die Klägerin anrechnen lassen. Schon angesichts dieser Umstände ist bei der Klägerin Fachwissen und Erfahrung zu erblicken, die eine Aufklärung im Prinzip obsolet machen. In der Lehre wird eine derartige Vermutung regelmässig angestellt und als ausreichend erachtet, um eine Aufklärungs- bzw. Informationspflicht über Risiken dahin fallen zu lassen (vgl. EMCH/RENZ/ARPAGAUS, a.a.O., N 1822; ROTH, a.a.O., S. 231).

Hinzu kommt im vorliegenden Fall, dass sich die Vertreter bzw. Organe der Parteien regelmässig zum Gedankenaustausch trafen (act. 30 Rz. 38.7). Die Beklagte nutzte diese Gelegenheiten, um der Klägerin Anlagemöglichkeiten vorzustellen, zum Beispiel am 19. April 2005 und am 6. Juli 2006. Die Beklagte erstellte hierzu Anlagekonzepte, die konkret auf die Bedürfnisse und Wünsche der Klägerin zugeschnitten sein sollten. Die Unterlagen, die sie für die Präsentation verwendete, sind punkto Sprache und Komplexität nur für Anleger verständlich, die über be-

sondere Sachkunde verfügen (Präsentationsunterlagen vom 19. April 2005, act. 20/22, und vom 6. Juli 2006, act. 20/20). Sie waren offenbar adressatengerecht formuliert, denn die Klägerin liess sich die Präsentationsunterlagen vom 6. Juli 2006 später, im August 2006, zustellen, damit sie das Konzept intern vorstellen könne (act. 19 Rz. 33, act. 26 Rz. 166-169, vgl. act. 20/23-24). Diesen Eindruck bestätigen diverse von den Vertretern der Klägerin verfasste und von der Beklagten ins Recht gelegte Dokumente, mit denen der Vertreter der Klägerin in Fachsprache Weisungen zum angelegten Vermögen erteilte (act. 20/5-9), zum Teil ohne sich hierbei auf Rat oder Unterstützung der Beklagten abstützen zu müssen (act. 19 Rz 64, act. 26 Rz. 124).

Dass die Vertreter der Klägerin offenbar auch direkt mit dem jeweils zuständigen Portfolio Manager, die erfahrungsgemäss weniger Geduld für die Erläuterung aufbringen als Kundenberater, in Kontakt standen, rundet diesen Eindruck noch ab. Derartige Kontakte fanden sowohl vor (act. 19 Rz. 21.2, vgl. act. 20/6), als auch während (act. 20/120, act. 19 Rz. 181, act. 26 Rz. 310, vgl. oben zum Sachverhalt Zlff. II.4.7) der streitgegenständlichen Anlage statt.

Das Argument der Klägerin, dass sie im Bereich Absolute Return Produkte oder im Bereich verbriefter Hypothekenmarkt der USA offensichtlich unerfahren gewesen sei (act. 26 Rz. 100, Rz. 421), ist haltlos. Wer über profunde Finanzmarkterfahrung verfügt, ist auch in der Lage, neue, ihm bisher nicht bekannte Produkte und Konzepte zu beurteilen. Dies gilt nach dem Gesagten für die Vertreter der Klägerin.

Aus den dargelegten Umständen ergibt sich, dass sich die Vertreter der Parteien fachlich grundsätzlich auf Augenhöhe begegneten. Angesichts dessen und angesichts der bei der Klägerin ersichtlichen Umstände durften die Vertreter der Beklagten davon ausgehen, dass es sich bei der Klägerin um eine Anlegerin mit besonderer Sachkunde handelt, die über Fachwissen und Erfahrung verfügt oder zumindest in der Lage wäre, sich das notwendige Wissen zu verschaffen, indem sie Unklarheiten erkennen und benennen könnte.

5.3.3. Ausgestaltung des Beratungsverhältnisses

Dass sich die Vertreter der Parteien grundsätzlich auf Augenhöhe begegneten, zeigt sich auch an der abgeklärten Einschätzung, die die Vertreter der Klägerin von den "Verkaufsveranstaltungen" J._____s hatten (vgl. act. 26 Rz. 27, Rz. 166). Diese Einschätzung belegt, dass die Vertreter der Klägerin die Bemühungen der Beklagten sehr wohl richtig einzuschätzen vermochten. Damit ist nicht vereinbar, wenn die Klägerin an anderen Stellen geltend macht, sie sei dem Rat J._____s in vollem Vertrauen quasi blind gefolgt (zum Beispiel act. 26 Rz. 410).

Im Rahmen des Vermögensverwaltungsauftrages, der der streitgegenständlichen Anlage voran ging, überwachten die Vertreter der Klägerin die Anlagen offenbar und beeinflussten mittels Weisungen deren strategische Ausrichtung. So versuchte die Klägerin das Portfolio im Hinblick auf erwartete Marktveränderungen günstig auszurichten (act. 26 Rz. 125), mit der Strategie der selber verwalteten Assets abzustimmen (act. 26 Rz. 124) oder von unerwünschten Risiken zu befreien (act. 26 Rz. 126).

Auch über die streitgegenständliche Anlage entschied die Klägerin selbständig. Dies zeigt sich schon daran, dass sie nicht dem Anlagevorschlag der Beklagten folgte. Die Beklagte empfahl ihr am 12. Januar 2007, den gesamten frei werdenden Betrag von rund CHF 92 Mio in den B._____ ARB CHF und einen Wandelanleihenfonds zu investieren. Dabei erwähnte sie den B._____ ARB EUR im Sinne einer Alternative (act. 3/16 S. 3, 6). Erst am 16. Mai 2007 oder kurz danach gab die Klägerin der Beklagten mittels Zustellung des unterzeichneten Vertrages (act. 3/3) zu verstehen, dass sie mit rund der Hälfte des frei werdenden Betrages, also CHF 46 Mio., Anteile am B._____ ABS EUR erwerben wolle. In den dazwischenliegenden vier Monaten nahm die Klägerin keine Beratung der Beklagten in Anspruch. Die Klägerin behauptet zwar, von J._____ im Nachgang zum Investitionsvorschlag weitere, konkretere Empfehlungen erhalten zu haben (act. 26 Rz. 177). Die Beklagte bestreitet dies (act. 30 Rz. 276). Da nicht behauptet ist, wann und wie die Klägerin mit J._____ kommuniziert haben soll, bleibt die Behauptung für die vorliegende Frage unerheblich. Es steht daher fest, dass während diesen vier Monaten keine Beratung stattfand. Insbesondere auf den Hin-

weis in der schriftlichen Empfehlung, die Beklagte würde den Einsatz des B._____ ARB EUR gerne als Alternative mit der Klägerin besprechen (act. 3/16 S. 3), ging die Klägerin nicht ein. Vor diesem Hintergrund bestand für die Beklagte kein Anlass, der Klägerin spontan weitere Informationen über den B._____ ARB EUR zukommen zu lassen. Auch die Mitteilung des Anlageentscheides gab keinen Anlass, im Gegenteil: Die Beklagte durfte wie oben dargelegt davon ausgehen, dass die Klägerin Unklarheiten erkennen und benennen könnte. Sie durfte angesichts der bei der Klägerin vorhandenen Fachkunde und des eigenen Risikomanagements weiter davon ausgehen, dass die Klägerin in den vergangenen vier Monaten nicht untätig war, sondern ihrerseits Informationen zum geplanten Investment einholte. Dies namentlich im Wissen darum, dass sich die Klägerin selber über den Bloomberg Ticker informierte (act. 19 Rz. 39, act. 26 Rz. 109). Die Klägerin beobachtete den B._____ ARB EUR in den erwähnten vier Monaten, um den optimalen Einstiegszeitpunkt zu ermitteln (act. 19 Rz. 40-41). Was die Klägerin dagegen einwendet (act. 26 Rz. 184), ist nicht stichhaltig, weil ihr der zu unterzeichnende Vertrag seit dem 25. Januar 2007 vorlag (vgl. oben zum Sachverhalt Ziff. II.4.5), sie aber keine Umstände geltend macht, die einer früheren Unterzeichnung entgegen gestanden wären.

Schliesslich bestätigte die Klägerin am 16. Mai 2007 schriftlich, dass sie mit dem B._____ ARB EUR vertraut sei, dass sie die damit verbundenen Risiken verstehe und akzeptiere sowie dass sie auf weitere Informationen verzichte (act. 3/3 Ziff. 2). Dort fand sich auch der - für einen sachkundigen Anleger an sich nicht notwendige - Hinweis, dass Fondsreglement und Verkaufsprospekt bei der Fondsleitung bezogen werden könnten. Unter diesen Umständen hilft es der Klägerin nicht, wenn sie der Beklagten vorwirft, sie habe den Fondsprospekt nicht zugestellt erhalten.

Aus den vorgehenden Erwägungen ergibt sich, dass die Beklagte aufgrund des konkreten Beratungsverhältnisses davon ausgehen durfte, dass die Klägerin ausreichend informiert war, sei dies zufolge der Informationen der Beklagten oder von Informationen, die die Klägerin selber beschaffte.

5.3.4. Anmerkung zur börsengesetzlichen Informationspflicht

Da sich die Klägerin unter anderem auch auf die Informationspflicht gemäss Art. 11 BEHG stützt (act. 26 Rz. 418), ist folgendes anzumerken: Es ist anerkannt, dass die vertragsrechtliche Informationspflicht durch die Informationspflicht gemäss Art. 11 BEHG im Sinne eines Minimalstandards ergänzt wird. Gemäss Art. 11 Abs. 1 lit. a BEHG ist der Effektenhändler zur Information zu verpflichtet; er hat seine Kunden insbesondere auf die mit einer bestimmten Geschäftsart verbundenen Risiken hinzuweisen. Es handelt sich dabei um eine Doppelnorm aufsichtsrechtlicher und privatrechtlicher Natur. Die Informationspflicht hinsichtlich der mit einer bestimmten Geschäftsart verbundenen Risiken bedeutet, dass der Effektenhändler über die Risiken einer Geschäftsart an sich, dagegen nicht über die Risiken einer konkreten Effektenhandelstransaktion informieren muss (BGE 133 III 97 E. 5.3 S. 100). Aus der Abstufung nach Absatz 2 ergibt sich sodann, dass der Effektenhändler nur über "nicht-übliche" Risiken aufklären muss. Der Effektenhändler darf grundsätzlich davon ausgehen, dass jeder Kunde die Risiken kennt, die üblicherweise mit dem Kauf, Verkauf und Halten von Effekten verbunden sind. Zu diesen Standardrisiken gehören insbesondere Bonitäts- und Kursrisiken (BAHAR/STUPP, a.a.O., N 45 zu Art. 11 BEHG).

Im vorliegenden Fall ist das Börsengesetz massgebend, da die Beklagte zugleich als Effektenhändlerin tätig war. Indessen ergeben sich aus dem Börsengesetz keine weitergehenden Informationsansprüche der Klägerin. Zum einen besteht die Auskunftspflicht des Effektenhändlers nicht gegenüber qualifizierten Anlegern. Die Klägerin verfügt über eine professionelle Tresorerie bzw. sie besorgt die professionelle Tresorerie ihres Mutterhauses und gilt zufolge Art. 10 Abs. 3 KAG als qualifizierte Anlegerin. Gegenüber derartigen Anlegern besteht keine Informationspflicht (BAHAR/STUPP, a.a.O., N 50 zu Art. 11 BEHG). Im Übrigen würde die nach Börsengesetz geschuldeten Informationen ohnehin nicht über die nach Auftragsrecht geschuldeten Informationen hinausgehen.

5.3.5. Fazit

Die Klägerin war nicht offensichtlich unerfahren, wie sie sich selber darstellt. Die Erwägungen zeigen, dass die Klägerin und ihre Vertreter sachkundig und erfahren waren und dass sich die Parteien auf Augenhöhe begegneten. Für die weitere Behandlung der klägerischen Vorwürfe sind in Bezug auf die Informationspflichten die folgenden Schlüsse zu beachten:

Unter diesen Umständen musste die Beklagte nicht über übliche Risiken informieren. Im nachfolgenden wird zu prüfen sein, inwiefern sich dies auf die wesentlichen, aus Sicht der Beklagten mit dem B._____ ARB EUR offensichtlich verbundenen Risiken auswirkt. Es ist aber auch klar, dass die Beklagte nicht verpflichtet war, ohne Anlass mit der Klägerin generell über weitere denkbare Risiken zu diskutieren.

An einem kleinen Ort sind vor diesem Hintergrund auch die Informationspflichten in Bezug auf die konkrete Anlage. Selbstverständlich hatte die Beklagte grundsätzlich vollständig und unbedingt richtig zu informieren. Nachdem die Beklagte die Klägerin grundsätzlich über das Absolute Return Konzept und den B._____ ARB EUR informiert hatte, war es der Klägerin zuzumuten, weitere Informationen entsprechend dem vertraglichen vereinbarten Informationsregime zu beschaffen.

5.4. Risiken von Absolute Return Konzepten - Keine traditionellen Anlagen

Die Klägerin wirft der Beklagten vor, die Empfehlung des B._____ ARB EUR sei unangemessen gewesen, weil es sich dabei nicht um eine traditionelle Anlage handelte (act. 1 Rz. 232-256). Es wurde bereits erwähnt, dass die Empfehlung aus diesem Grund nicht unangemessen sein muss, weil eine nicht-bankübliche Anlage nicht notwendig mit höheren Risiken behaftet sein muss als eine traditionelle, bankübliche Anlage (vgl. oben Ziff. 4.7). Die Einschätzung kann jedoch das Ausmass der zu vermittelnden Informationen beeinflussen. Nach den Richtlinien der Bankiervereinigung für Vermögensverwaltungsaufträge ist die Vermögensverwaltung grundsätzlich auf die banküblichen Anlageinstrumente beschränkt (Art. 8 VVRL). Andere Anlagen dürfen nur nach besonderer Abrede mit dem Kun-

den eingesetzt werden, wobei der Kunde über die damit einhergehenden Risiken informiert werden muss. Bei den Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge handelt es sich um schriftlich niedergelegte Konkretisierungen der geschuldeten Sorgfalt. Eine Bank, die sich nicht an die Richtlinien hält, handelt vermutungsweise unsorgfältig. Die Richtlinien sind für die Anlageberatung sinngemäss heranzuziehen (GUTZWILLER, a.a.O., S. 57, S. 144).

Die Beklagte empfahl der Klägerin mit dem B._____ ARB EUR eine nichttraditionelle Anlage. Vorab und zusammen mit dem Vorschlag informierte sie über das Anlagekonzept und die damit verbundenen, wesentlichen Risiken (vgl. oben zum Sachverhalt Ziff. II.4.1-4.2 sowie act. 20/20, 22, 24, 28). Neuartig war das Konzept, stets eine positive Rendite zu erzielen, die 1-2% über dem Geldmarkt-Zinssatz liegen sollte. Inwiefern die Klägerin diesbezüglich Aufklärung benötigt hätte, ist nicht dargelegt. Wie der klägerische Privatgutachter ausführte, sollte die zusätzliche, über dem als risikolos bezeichneten Geldmarktzinssatz liegende Rendite durch Investitionen in Neuemissionen und in High-Yield- bzw. Non-Investment-Grade Anleihen erzielt werden (act. 3/6 S. 2). Bezüglich dieser Risiken macht die Klägerin keine unterlassene Aufklärung geltend. Es finden sich in den Rechtsschriften auch keine konkreten Behauptungen, dass die Klägerin unzureichend über das Konzept und die damit verbundenen, wesentlichen Risiken informiert worden wäre und dass die Klägerin ansonsten, wäre sie darüber informiert worden, keine Anteile am B._____ ARB EUR erworben hätte.

Demzufolge kann nach den Behauptungen der Klägerin nicht festgestellt werden, dass die Beklagte die Klägerin im Zusammenhang mit dem Absolute Return Konzept unzureichend informiert hätte.

5.5. Risiken von Anlagefonds

Die Klägerin beruft sich in der Klageschrift pauschal darauf, sie sei nicht auf die Liquidationsrisiken aufmerksam gemacht worden (act. 1 Rz. 264, vgl. auch Rz. 270-271). Vermutlich ist damit das Risiko angesprochen, dass ein Fonds unter Umständen liquidiert und der Anleger ausbezahlt werden muss, wie es im vorliegenden Fall geschah. Dass die Klägerin keine Anteile am B._____ ARB EUR

erworben hätte, wenn sie auf das Liquidationsrisiko aufmerksam gemacht worden wäre, ist indessen nicht behauptet. Mangels Kausalität ist der Vorwurf daher haltlos. Trotzdem ist darauf, in der gebotenen Kürze, einzugehen:

Mit dem B._____ ARB EUR empfahl die Beklagte der Klägerin Anteile an einem Anlagefonds zu erwerben. Abgesehen davon, dass es sich bei Absolute Return Produkten um ein neuartiges Konzept handeln mag, lässt sich entgegen den Ausführungen der Klägerin (act. 26 Rz. 421) nicht sagen, dass es sich um eine neue Geschäftsart oder gar ein neues und unbekanntes Konstrukt handelte. Anlagefonds waren für die Klägerin nicht neu; sie hatte bereits bei früheren Anlagen Fondsanteile erworben (vgl. oben zum Sachverhalt, Ziff. II.3.). Anlagefonds gelten im Übrigen grundsätzlich als traditionelle Anlagen, von den besonderen Investitionen des Fondsvermögens in nicht traditionelle Anlagen abgesehen (vgl. EMCH/RENZ/ARPAGAUS, a.a.O., N 1881). Aufgrund der klägerischen Fachkunde und Erfahrung durfte die Beklagte ohne weiteres davon ausgehen, dass der Klägerin die Risiken, die sich aus der Struktur von Anlagefonds namentlich aus dem Umstand, dass der Anleger nicht direkt über die Assets des Fondsvermögens verfügen kann, ergeben können, bekannt sind.

Dass diese Einschätzung zutrifft, liessen die Vertreter der Klägerin überdies an den gegenüber der Beklagten geäusserten Absichten erkennen. So wählte die Klägerin bewusst den grösseren Fonds, unter anderem weil so bei einem Ausstieg mehr Flexibilität bestünde (act. 1 Rz. 65). Vor dem Investment spielten die Vertreter der Klägerin im Gespräch mit J._____ sogar mit dem Gedanken, einen Fonds abzubilden und die einzelnen Assets selber im Depot zu halten (act. 20/4). Und als man sich entschied, aus dem B._____ ARB EUR auszusteigen, wünschte die Klägerin mit der Kündigung ausdrücklich eine *redemption in kind* (act. 1 Rz. 122). Alles weist darauf hin, dass die Vertreter der Klägerin relativ genau über die Chancen und Risiken von Anlagefonds im Bilde waren.

Demzufolge bestand im Zusammenhang mit den Risiken eines Anlagefonds keine Aufklärungspflicht der Beklagten.

5.6. Risiken aus der Strukturierung, Korrelationsrisiken und Liquiditätsrisiken der verbrieften Kreditrisiken

5.6.1. Standpunkt der Klägerin

Die Klägerin geht davon aus, dass die grossen Verluste des B._____ ARB EUR durch Positionen in verbrieften Kreditrisiken verursacht worden seien (act. 1 Rz. 151-154). Oben wurde dargelegt, dass die Klägerin der Beklagten vorwirft, sie habe die mit diesen Produkten verbundenen Risiken nicht erkannt oder zumindest unterschätzt (act. 1 Rz. 173-174). Vereinzelt wirft die Klägerin der Beklagten sogar vor, sie habe diese Risiken gekannt, sie aber nicht darüber aufgeklärt (act. 1 Titel vor Rz. 269).

5.6.2. Standpunkt der Beklagten

Die Beklagte behauptet demgegenüber, wie bereits erwähnt (vgl. oben Ziff. 4.2.4.7.2), sie sei sich der Risiken aus den positiven Korrelationen, wie sie sich unter anderem, aber nicht nur bei strukturierten Kreditprodukten ergaben, und der Liquiditätsrisiken bewusst gewesen (act. 19 Rz. 152, act. 30 Rz. 100.2). Sie gesteht ein, dass sie diese Risiken gestützt auf ihre Modelle unterschätzte. Die Wahrscheinlichkeit eines solch dramatischen Anstiegs der Ausfallhäufigkeiten, wie er während der Finanzkrise in den Jahren 2007 und 2008 eingetreten sei, sei an historischen Massstäben gemessen schlicht verschwindend gering erschienen (act. 19 Rz. 152).

5.6.3. Würdigung

Die Klägerin bietet zur Stützung ihres Standpunktes verschiedene Darstellungen an. Nach ihren Ausführungen soll die Beklagte die Risiken entweder nicht gekannt, oder gekannt aber unterschätzt, oder in dem Ausmass erkannt haben, in dem sie sich später verwirklicht haben. Der beklagtischen Darstellung, wonach die Risiken bekannt waren, aber die Wahrscheinlichkeit ihres Eintritts an historischen Massstäben gemessen verschwindend gering erschienen seien, widersprach sie nicht im Einzelnen. Von diesem Sachverhalt ist entsprechend auszugehen.

Demzufolge handelt es sich um nicht naheliegende Risiken, deren Eintritt aus damaliger Sicht sehr unwahrscheinlich war. Eine Information über derartige Risiken war nicht geeignet, den Entscheid der Klägerin über den Erwerb von Anteilen am B._____ ARB EUR zu beeinflussen. Entsprechend bestand für diese Risiken - unabhängig davon, ob die Klägerin diese Risiken selber kannte - keine Aufklärungs- oder Informationspflicht der Beklagten.

Dass diese Risiken nicht Gegenstand der Aufklärungs- oder Informationspflicht waren, zeigt auch die folgende Kontrollüberlegung: Die Eintrittswahrscheinlichkeit dieser Risiken wurde aus damaliger Sicht als sehr gering beurteilt. Es handelte sich also um nicht naheliegende, geringe Risiken eines an sich sicheren Produktes. Alle Finanzanlagen bergen derartige entfernte, geringe Risiken, die unter ausserordentlichen Umständen erhebliche Verluste verursachen können. Sie werden beim Anlageentscheid in der Regel ausser Acht gelassen. Den Anlageberater oder Vermögensverwalter im Nachhinein, nachdem aufgrund ausserordentlicher Umstände erhebliche Verluste eingetreten sind, auf einer unterlassenen Aufklärung über derartige Risiken zu behaften, hiesse nichts anderes, als ihn letztlich für den Eintritt dieser entfernten Risiken zur Verantwortung zu ziehen. Denn wenn sich eine Anlage negativ entwickelt, lässt sich im Nachhinein stets ein Risiko benennen, das sich konkret verwirklicht hat. Der Anlageberater oder Vermögensverwalter haftet aber nicht für den Erfolg der Anlage. Das allgemeine Risiko der Anlage, darunter auch das Risiko, dass Risiken wie im vorliegenden Fall unterschätzt werden, trägt der Anleger. Eine Haftung stünde höchstens dann zur Diskussion, wenn der Anlageberater oder Vermögensverwalter die Risiken aus einer Unsorgfalt heraus unterschätzt hätte. Dies bringt die Klägerin im vorliegenden Fall aber nicht vor (vgl. act. 1 Rz. 173-174, act. 26 Rz. 273)

5.7. Risiko eines substantiellen Verlustes

Ein weiteres Hauptargument der Klägerin, vor allem in der Klageschrift, lautet, die Beklagte habe die Klägerin nicht darauf hingewiesen, dass sie mit einer Investition in den B._____ ARB EUR auch einen substantiellen Verlust erleiden könnte (vgl. act. 1 Rz. 147, 264, 282; act. 26 Rz. 147, 221). Die Klägerin behauptet, ihr sei ein derartiges Verlustpotential nicht bekannt gewesen (act. 26 Rz. 81) - sie

spricht sogar von der Wahrscheinlichkeit eines substantiellen Verlustes (act. 1 Rz. 71).

Die Beklagte bringt zu Recht vor, dass die Klägerin als Anlegerin mit besonderer Sachkunde sich des Risikos eines erheblichen Kapitalverlustes habe bewusst sein müssen (act. 19 Rz. 8, 54). Die Klägerin kritisiert diese Sichtweise nicht ernsthaft. Der Vergleich mit dem Arzt, der sich beim Misslingen einer einfachen und sicheren Operation auch nicht mit dem Hinweis, dass jeder einmal sterben müsse, aus der Affäre ziehen könne, hinkt (act. 26 Rz. 67). Auch bei einfachen und sicheren Handlungen können schwere Schäden eintreten. Für die Risiken einer Vermögensanlage zeigten die Beklagte und ihre Privatgutachter überzeugend auf, dass auch eine sehr risikoarme Anlage mit sehr geringer Wahrscheinlichkeit einen erheblichen Verlust nach sich ziehen kann (act. 19 Rz. 212, act. 20/39 S. 60). Dass eine Investition in den B._____ ARB EUR das kleine Risiko eines erheblichen Verlustes in sich trug, musste den fachkundigen Vertretern der Klägerin klar sein.

Die Klägerin wirft der Beklagten in diesem Zusammenhang weiter vor, ihre Risikoangaben seien zu wenig konkret gewesen (act. 1 Rz. 280). Dabei geht es um den Anspruch auf vollständige und richtige Beratung, der der Klägerin als Partei des Anlageberatungsvertrages unabhängig von ihrer Sachkunde zusteht. Soweit der Vorwurf näher konkretisiert wurde, ist er nicht nachvollziehbar. Die bemängelten Unterlassungen ergeben sich klar aus den Informationen, die die Beklagte vermittelte. Es ist unbestritten, dass die Beklagte in den Präsentationsunterlagen vom August 2007 die Ausfallswahrscheinlichkeit mit der folgenden Aussage angab (act. 19 Rz. 34, act. 26 Rz. 46, vgl. act. 20/24): "Im schlechtest zu erwartenden Fall - mit 97.5% Wahrscheinlichkeit* - ist der ursprünglich eingesetzte Kapitalbetrag nach ca. 1.25 Jahren wieder erreicht". Beide Parteien bringen sodann übereinstimmend vor, dass die erwartete Volatilität auf Basis historischer Werte mit 3% kommuniziert wurde (act. 19 Rz. 52, act. 26 Rz. 198). Weitere Angaben, die die Klägerin über die erwähnten Angaben hinaus erwartet hätte, benennt sie im vorliegenden Verfahren nicht. Ein unabhängiges Rating, das eine Risikobeurteilung durch eine weitere Komponente erleichtert hätte, war für die B._____ ARB

EUR nicht verfügbar. Die Klägerin entschied selber anstelle des B._____ ARB CHF, der über ein Rating verfügt hätte, zugunsten einer höheren Renditeerwartung in den B._____ ARB EUR zu investieren. Dass die Risikobeurteilung damit um eine Komponente ärmer wurde, hat sie demnach selber zu vertreten.

5.8. Marktrisiken und Systemrisiko

Die Klägerin wirft der Beklagten vor, sie habe sie nicht über Markt- und Systemrisiko aufgeklärt (act. 1 Rz. 264). Dabei handelt es sich um Risiken, die üblicherweise mit dem Kauf, Verkauf und Halten von Effekten verbunden sind. Gemäss Art. 3 Abs. 2 der Verhaltensregeln für Effektenhändler der SBVg darf der Effektenhändler davon ausgehen, dass der Kunde diese Risiken kennt. Angesichts der bei der Klägerin vorhandenen grossen Sachkunde musste die Beklagte über derartige Risiken nicht besonders aufklären.

5.9. B._____ ARB EUR identisch mit B._____ ARB CHF

Die Klägerin wirft der Beklagten weiter vor, J._____ habe ihr den B._____ ARB EUR als inhaltlich weitestgehend identisch mit dem B._____ ARB CHF angepriesen (act. 26 Rz. 163-165, 172, 174, 178, 189, 197-205). Namentlich sei das Fund Spotlight B._____ ARB CHF (act. 20/29) mit dem Hinweis präsentiert worden, dass es inhaltlich weitgehend demjenigen des B._____ ARB EUR entspräche (act. 26 Rz. 174). Diese Verwechslung habe die Klägerin erst bei der Lektüre der Klageantwort bemerkt (act. 26 Rz. 198). Darin liege eine falsche Beratung. Die Beklagte bestreitet diese Vorbringen (act. 30 Rz. 75-80, 50.3-50.5).

Unbestritten ist, dass B._____ ARB CHF zu 90% in Investment Grade Anleihen investiert sein musste und zu höchstens 10% in übrige Anlagen investiert sein durfte. Er verfügte über ein Rating der Agentur Moody's, was die Beklagte der Klägerin mit dem Anlagevorschlag vom 12. Januar 2007 mitteilte (vgl. oben zum Sachverhalt Ziff. II.4.2, act. 20/30). Demgegenüber musste der B._____ ARB EUR nur zu mindestens 60% in Investment Grade Anleihen investiert sein; er durfte zu je 20% in High-Yield und Emerging Markets-Anleihen investiert sein. Er verfügte nicht über ein Rating.

Mit diesen Behauptungen wirft die Klägerin der Beklagten vor, es seien ihr unrichtige Informationen über das Anlageprodukt vermittelt worden. Für die Richtigkeit der ergangenen Information hat die Beklagte als Anlageberaterin auch gegenüber einer fachkundigen Anlegerin wie der Klägerin einzustehen. Die Behauptungen führen jedoch nicht zu einem Anspruch der Klägerin. Sie weichen von der Linie ihres Hauptstandpunktes ab. Dort macht die Klägerin geltend, sie hätte von einer Investition in den B._____ ARB EUR abgesehen, wenn sie über die Risiken aufgeklärt worden wäre bzw. wenn sie nicht eine unangemessene Empfehlung erhalten hätte. Hier macht sie geltend, sie habe in den B._____ ARB EUR investiert in der Annahme, er habe die tiefere Risikoexposition des B._____ ARB CHF ausgewiesen. Falls dies zuträfe und falls dies tatsächlich auf eine unrichtige Information der Beklagten zurückzuführen wäre, müsste der aus dieser Pflichtverletzung entstandene Schaden bestimmt werden. Hierzu stellt die Klägerin keine Behauptungen auf. Einfach anzunehmen, die Klägerin hätte bei korrekter Information keine Investition getätigt, wie die Klägerin beim Hauptstandpunkt argumentiert, wäre nicht anzunehmen. Möglich, aber nicht behauptet, wäre eine Investition in den B._____ ARB CHF. Wie hoch ein Schaden dann ausgefallen wäre (der B._____ ARB CHF wurde nach der Darstellung der Klägerin am 29. Juni 2009 liquidiert, act. 34 Rz. 88), berechnet die Klägerin nicht. Demzufolge braucht der Vorwurf mangels hinreichender Begründung nicht weiter behandelt zu werden.

In der gebotenen Kürze sei angemerkt, dass der Standpunkt der Klägerin darüber hinaus widersprüchlich und ohne Grundlage ist. Widersprüchlich ist er, weil die Klägerin bzw. ihr Rechtsvertreter die Verwechslung erst nach Analyse der Klageantwort bemerkt haben will, demgegenüber aber bereits in der Klageschrift (act. 1 Rz. 345) und im Privatgutachten (act. 3/6 S. 4) mit den für den B._____ ARB EUR vorgesehen Anlagebegrenzungen argumentierte, worauf die Beklagte zu Recht hinweist (act. 30 Rz. 78). Ohne Grundlage ist er, weil den vagen Angaben der Klägerin zu den behaupteten Aussagen von J._____, bei denen offen blieb, wann er sie gegenüber wem gemacht haben soll, keinerlei Erläuterungen beigefügt sind, warum die behaupteten Aussagen gegenüber den klaren gegenteiligen Angaben in den schriftlichen Unterlagen (act. 20/20 S. 12-15, act. 20/22 S. 8, 10-12, 13-15, act. 20/24, S. 16) und im Anlagevorschlag (act. 3/16 S. 6) Be-

stand haben konnten. Der Standpunkt scheint einzig auf eine Aussage in der Klageantwort abzustellen (vgl. act. 19 Rz. 36.3). In der Tat liess die Beklagte damals ausführen; "Das Fund Spotlight für den Institutional ARB Fund CHF vom Februar 2005. Dieses entspricht inhaltlich weitestgehend demjenigen für den Institutional ARB Fund EUR […], ist aber mit diesem naturgemäss nicht vollkommen identisch." Diese Aussage wird von der Beklagten in der Duplik indessen nicht aufrecht erhalten (act. 30 Rz. 76.1).

5.10. Verletzung der Anlagerichtlinien

Die Klägerin wirft der Beklagten sodann vor, sie habe sie nicht darüber informiert, dass bei der Verwaltung des Fondsvermögens die Anlagerichtlinien verletzt worden seien (act. 1 Rz. 291).

Nachdem bereits oben festgestellt wurde, dass nicht behauptet ist, dass die Klägerin davon ausgegangen wäre, dass der B._____ ARB EUR in strukturierte Kreditrisiken investiert sei oder nicht, erweist sich dieser Vorwurf auch hier als unbegründet. Selbst wenn die Anlagerichtlinien objektiv betrachtet verletzt gewesen wären, hätte die Beklagte, die stets davon ausging, dass die Investition in strukturierte Kreditrisiken zulässig sind, keinen Anlass gehabt, eine Verletzung der Anlagerichtlinien zu erkennen. Umstände hierfür seine keine vorgebracht.

5.11. Fazit

Die Erwägungen zeigen, dass die Klägerin und ihre Vertreter sachkundig und erfahren waren und dass sich die Parteien auf Augenhöhe begegneten. Unter diesen Umständen musste die Beklagte nicht über übliche Risiken wie Markt- und Systemrisiken, das Risiko eines substantiellen Verlustes oder die mit Anlagefonds im Allgemeinen verbundenen Risiken informieren. Über das Absolute Return Konzept informierte die Beklagte die Klägerin hinreichend; dies liess sich aufgrund des unbestrittenen Sachverhaltes feststellen. Bei den Risiken aus der Strukturierung der verbrieften Kreditrisiken, den Korrelationsrisiken und Liquiditätsrisiken, handelte es sich im massgeblichen Zeitpunkt um nicht naheliegende Risiken, deren Eintritt aus damaliger Sicht sehr unwahrscheinlich war. Diese Risi-

ken unterlagen keiner Aufklärungs- oder Informationspflicht der Beklagten. Dass die Beklagte die Klägerin unrichtig über die Unterschiede zwischen dem B._____ ARB EUR und dem B._____ ARB CHF informiert hätte, ist ein zweifelhafter Standpunkt, der aber nicht beurteilt zu werden braucht, da für den Fall einer Pflichtverletzung in diesem Zusammenhang kein durch sie verursachter Schaden behauptet ist.

6. Dritter Hauptstandpunkt der Klägerin: Fehlende oder unrichtige Information während des laufenden Investments

6.1. Standpunkt der Klägerin

Die Klägerin wirft der Beklagten vor, sie habe ihre Pflichten verletzt, während die Klägerin in den B._____ ARB EUR investiert war. Es geht hierbei vor allem um unterlassene Informationen und unterschlagene Warnungen. Die Vorwürfe lauten wie folgt:

Die Klägerin wirft der Beklagten *erstens* vor, sie habe die Pflicht zur Überwachung des B._____ ARB EUR verletzt und sie habe während des Vertragsverhältnisses nicht sicher gestellt, dass der B._____ ARB EUR dauernd mit der Anlagestrategie übereinstimmte (act. 1 Rz. 294-295, act. 26 S. 142).

Die Klägerin wirft der Beklagten *zweitens* vor, sie habe sie während des Vertragsverhältnisses im Glauben belassen, dass die maximale Gewichtung der Anlagesegmente des B._____ ARB EUR derjenigen des als angeblich inhaltlich weitestgehend identischen bezeichneten B._____ ARB CHF entsprechen würde, obwohl die Beklagte gewusst habe, dass die Klägerin dies meinte (act. 26 S. 142).

Drittens wirft die Klägerin der Beklagten vor, sie habe spätestens Ende Juli 2007 gewusst, dass beim Exposure gegenüber dem US-Immobilienmarkt, insbesondere im Subprime-Bereich sowie hinsichtlich der vom B._____ ARB EUR in diesem Zusammenhang eingegangen Risikopositionen in verbriefte strukturierte Kreditprodukte für den Fonds existenzielle Probleme entstehen würden (act. 1 Rz. 181-197, act. 26 S. 142). Konkret wirft sie ihr vor, dass sie spätestens Ende Juli 2007 - als die Preise für die AAA-Papiere deutlich nachgaben und der Handel zum Erlie-

gen kam - erkannt habe, dass sie sich zu Unrecht auf die Bewertungen der Rating-Agenturen verlassen habe. Es sei ihr in diesem Zeitpunkt bewusst gewesen, dass sich das Risikoprofil des B._____ ARB EUR fundamental verändert habe (act. 26 Rz. 53). Trotzdem habe die Beklagte die Klägerin nicht gewarnt (act. 1 Rz. 197; act. 26 Rz. 57). Sie stützt sich für diesen Vorwurf auf einen Bericht der Beklagten ("Shareholder Report on B._____ Write-Downs" (act. 3/59), den Bericht der FINMA ("Finanzmarktkrise und Finanzmarktaufsicht", act. 3/60) und den Transparenzbericht (act. 3/61).

Der *vierte* Vorwurf lautet, die Beklagte habe es unterlassen, der Klägerin zum Ausstieg aus dem B._____ ARB EUR zu raten, und zwar zu einem Zeitpunkt, als sie dies anderen Kunden bereits ausdrücklich empfohlen habe (act. 1 Rz. 97-98, act. 26 S. 143). Es sei unbestritten, dass die Beklagte ihren Regionalniederlassungen in Basel im Dezember 2007 mitgeteilt habe, dass sich das Risikoprofil des B._____ ARB EUR verschlechtert habe und empfohlen habe, die Kunden auf diese Entwicklung hinzuweisen. Die Klägerin sei demgegenüber nicht informiert worden (act. 1 Rz. 97, act. 26 Rz. 61-62).

Die Klägerin wirft der Beklagten *fünftens* vor, sie habe sie nach dem Erwerb des B._____ ARB EUR wider besseres Wissen falsch beraten und ungenügend aufgeklärt, indem sie der Klägerin trotz der sich abzeichnenden Verluste und der enormen Rücknahme von Fondsanteilen nicht empfahl, aus dem Fonds auszusteigen, sondern im Gegenteil ausdrücklich von einem Ausstieg aus dem Fonds abriet (act. 1 Rz. 296-305, vgl. act. 1 Rz. 99). Konkret lautet der Vorwurf hier, sie hätte ihr spätestens per Ende 2007 - als der Mittelabfluss aus dem Subfonds 58.2% betragen habe - dringend zum Ausstieg aus dem B._____ ARB EUR raten müssen (act. 1 Rz. 299, vgl. act. 1 Rz. 96). Die Beklagte habe ihr diese Umstände aber pflichtwidrig verschwiegen (act. 1 Rz. 90)

Sechstens wirft die Klägerin der Beklagten vor, sie habe ihre eigenen Interessen gegenüber den Interessen der Klägerin in den Vordergrund gestellt, indem sie ihr spätestens ab Juli 2007 nicht zur Rückgabe der Fondsanteile geraten habe bzw. sie nicht abgemahnt habe (act. 26 Rz. 459).

Siebtens wirft die Klägerin der Beklagten vor, sie habe der Klägerin bewusst verschwiegen, dass kurzfristig das Risiko einer Schliessung und Liquidation des B._____ ARB EUR bestand (act. 26 Rz. 318).

In den rechtlichen Erwägungen und in der Zusammenfassung wirft die Klägerin der Beklagten schliesslich vor, dass sie es zugelassen habe, dass der B._____ ARB EUR in nicht den Anlagerichtlinien entsprechende Anlagen investiert habe, und dass sie sie nicht darüber informiert habe (act. 1 Rz. 291, vgl. act. 1 Rz. 357). Der Vorwurf lautet hier, die Beklagte hätte gegenüber der Fondsverwaltung einschreiten müssen und die Klägerin informieren müssen (vgl. act. 1 Rz. 357).

6.2. Standpunkt der Beklagten

Die Beklagte äussert sich zu diesen Vorwürfen im Einzelnen und bestreitet die ihnen zugrunde liegenden Tatsachen weitgehend (vgl. die Übersicht in der Klageantwort mit Verweisen, act. 1 Rz. 234-243, sowie act. 30 Rz. 75-80, 99-101, 157-173). Überdies wendet sie gegen die Vorwürfe, die den vorliegenden Zeitraum des Sachverhaltes betreffen, generell ein, die Vorwürfe seien unzureichend substantiiert: Der aus allfälligen Vorwürfen entstandene Schaden sei bezüglich Kausalität und Höhe nicht behauptet (act. 30 Rz. 33).

Weil Letzteres zutrifft, wie im Folgenden gezeigt wird, kann darauf verzichtet werden, die Bestreitungen der einzelnen Vorwürfe aufzuführen.

6.3. Schaden nicht hinreichend behauptet

Die Klägerin wirft der Beklagten vor, sie habe sich diverse Pflichtverletzungen zuschulden lassen kommen, während die Klägerin in den B._____ ARB EUR investiert war. Es geht hierbei vor allem um unterlassene Informationen und unterschlagene Warnungen. In welchem Zeitpunkt die Klägerin hätte informiert oder gewarnt werden müssen, ergibt sich für das Gros der Vorwürfe nicht exakt aus dem Vortrag der Klägerin. Wenn überhaupt gibt die Klägerin für die Unterlassungen eine Zeitspanne mit einem spätesten Zeitpunkt, wie zum Beispiel "spätestens Ende Juli 2007", an. Zum Teil liessen sich die ungefähren Zeitpunkte auch anhand der im jeweiligen Zusammenhang genannten Dokumente oder Vorkomm-

nisse ungefähr verorten. Dies mag für die gerichtliche Feststellung einer Pflichtverletzung noch angehen, auch wenn Bestreitung, Beweiserhebung und Beweiswürdigung dadurch erschwert werden. Es kann indessen offen bleiben, ob die Klägerin die Umstände der behaupteten Pflichtverletzung hinreichend dargetan hat.

6.3.1. Rechtliches

Denn was für die Behauptung einer Pflichtverletzung noch angehen mag, reicht nicht unbedingt für die Behauptung eines Schadens aus. Der Schaden ist vom Geschädigten grundsätzlich ziffernmässig nachzuweisen (Art. 42 Abs. 1 OR). Ist das nicht möglich, ist der Schaden vom Richter "mit Rücksicht auf den gewöhnlichen Lauf der Dinge" abzuschätzen (Art. 42 Abs. 2 OR). Diese Bestimmung bezieht sich sowohl auf das Vorhandensein wie auf die Höhe des Schadens (BGE 132 III 379, Erw. 3.1; 122 III 219, Erw. 3a). Eine Anwendung von Art. 42 Abs. 2 OR setzt voraus, dass ein strikter Schadensbeweis nach der Natur der Sache nicht möglich oder nicht zumutbar ist. Dies trifft insbesondere auf den zukünftigen Schaden zu (BREHM, Berner Kommentar, 3. Aufl. 2006, N 63 zu Art. 42 OR). Die Herabsetzung des Beweismasses darf im Ergebnis nicht zu einer Umkehr der Beweislast führen. Die beweispflichtige Partei hat alle Umstände, die für die Verwirklichung des behaupteten Sachverhalts sprechen, soweit möglich und zumutbar zu behaupten und zu beweisen (BGE 128 III 271, Erw. 2b/aa). Soweit geschätzt wird, unterbleibt eine Beweisaufnahme. Ein Beweisverfahren ist über die Grundlagen der Schätzung nach Art. 42 Abs. 2 OR durchzuführen, soweit diese streitig sind.

6.3.2. Keine Schadensberechnung

Die Klägerin macht zum Schaden, der ihr aus einer unterlassenen Information oder Warnung während der Anlagedauer entstanden sein soll, praktisch keine Angaben. Sie scheint davon auszugehen, dass sie die Anteile am B._____ ARB EUR umgehend zurück gegeben hätte, wenn sie richtig informiert oder gewarnt worden wäre (act. 26 Rz. 57). Welchen Erlös sie mit der jeweils umgehenden Rückgabe noch erzielt hätte, bringt sie nicht vor. Auch wenn sich die Klägerin für

einzelne Aspekte des vorliegenden Falles wohl zu Recht auf eine Schätzung nach Art. 42 Abs. 2 OR beruft (zum Beispiel im Rahmen der Passivhypothese oder für eine Vergleichsinvestition, vgl. act. 1 Rz. 308, 321), entbindet es sie nicht davon, jene Umstände, die sie vorbringen kann, vorzubringen. In diesem Zusammenhang beruft sich die Klägerin nicht auf eine Schätzung, die auch nicht angemessen wäre. Dass eine Berechnung in diesen Punkten nicht zumutbar wäre, bringt die Klägerin auch nicht vor.

Die Berechnung könnte für bestimmte Zeitpunkte ähnlich erfolgen, wie sie die Klägerin für den Schaden aus der gesamten Investition von Mai 2007 bis zur Rückzahlung des Liquidationsbetreffs am 7. April 2009 aufstellt (act. 1 Rz. 309). Die Schadensberechnung für den Fall, dass die Beklagte erst ab einem gewissen Zeitpunkt für die erlittenen Verluste einstehen müsste, weil nicht die Empfehlung sondern erst eine spätere Unterlassung haftungsbegründend wäre, dürfte wohl ähnlich erfolgen. Sie kann aber offensichtlich nicht gleich erfolgen. Differenziert werden müsste bezüglich Stempelsteuer und Gebühren. Sodann ist unklar, wie die Anteilswerte bei einer unterjährigen Rückgabe berechnet würde. Das Gericht müsste hier Annahmen treffen. Schon deswegen ist die Klage bezüglich dieser Vorwürfe nicht hinreichend begründet.

6.3.3. Keine Angaben zum Nettoinventarwert ausser per 31.12.2007

Die Klägerin bringt - von einer Ausnahme abgesehen - nicht einmal vor, welchen Nettoinventarwert ihre Anteile während der Anlagedauer oder in bestimmten Zeitpunkten hatten. Einzig für den 31. Dezember 2007 behauptet sie einen Nettoinventarwert von CHF 146.03 (act. 1 Rz. 299). Für alle anderen Zeitpunkte ist ein Nettoinventarwert nicht behauptet, und eine Schadensberechnung oder Schätzung von vornherein ausgeschlossen. Die Angabe des aktuellen oder sonst relevanten Nettoinventarwertes ist notwendige Grundlage für eine Schadensberechnung und auch für jede Schätzung des Schadens. Es ist nicht ersichtlich, inwiefern diese Angaben für die Klägerin unzumutbar sein sollten.

6.3.4. Ergebnis

Für allfällige pflichtwidrige Unterlassungen im Zeitraum während der streitgegenständlichen Anlage fehlt eine Schadensberechnung. Mit einer Ausnahme fehlt es selbst an der Angabe eines Nettoinventarwertes, weshalb eine Schadensberechnung oder -schätzung von vornherein nicht möglich ist. Für den 31. Dezember 2007 ist zwar ein Nettoinventarwert behauptet. Aber auch für diesen Zeitpunkt fehlt eine konkrete Schadensberechnung. Angaben, die für eine Schadensschätzung ausreichen würden und der Klägerin zumutbar erscheinen, sind auch für diesen Zeitpunkt keine vorhanden. Die Klage ist bezüglich des Schadenersatzanspruches aus pflichtwidrigen Unterlassungen im Zeitraum während der streitgegenständlichen Anlage schon aus diesem Grund nicht ausreichend begründet.

6.4. Kausalität einer Unterlassung am 31. Dezember 2007?

Zwar hat sich die Klage im Zusammenhang mit diesen Vorwürfen bereits mangels Schadensberechnung als nicht hinreichend begründet erwiesen. Trotzdem ist auch noch auf die Frage der Kausalität einzugehen, vor allem im Hinblick auf eine pflichtwidrige Unterlassung am 31. Dezember 2007, einem Zeitpunkt, für den eine Schadensschätzung wegen unzureichender Behauptungen zwar nicht angezeigt, aber theoretisch möglich wäre.

Die Klägerin stellt nur wenige und sehr vage Behauptungen zum Zusammenhang zwischen den angeblich pflichtwidrig unterlassenen Informationen und einem dadurch entstandenen Schaden auf: Zum einen behauptet sie, sie hätte - wenn sie angemessen beraten worden wäre - keine Anteile am B._____ ARB EUR erworben, sondern kurzfristige Geldmarktanlagen getätigt (act. 1 Rz. 353-355). Diese Behauptung bezieht sich auf allfällige Pflichtverletzungen vor dem Erwerb. Zum andern "erklärt" sie "glaubhaft", dass sie umgehend ausgestiegen wäre, wenn sie damals, "allerspätestens Ende Juli 2007" in angemessener Weise auf die veränderte Risikolage hingewiesen worden wäre (act. 26 Rz. 57). Und sie behauptet, wenn ihr die Beklagte anlässlich der Telefonkonferenz vom 11. September 2007 zum Ausstieg geraten hätte, wäre sie diesem Rat selbstredend gefolgt (act. 26 Rz. 302). Diese Behauptungen beziehen sich auf die Verur-

sachung eines Schadens durch unterlassene Informationen bzw. Warnungen Ende Juli 2007 und im September 2007. Inwiefern andere, spätere Unterlassungen, namentlich Unterlassungen am 31. Dezember 2007, für die eine Schadensschätzung theoretisch noch möglich wäre, einen Schaden verursacht haben soll, behauptet die Klägerin nicht. Die Klage ist diesbezüglich von vornherein, unabhängig von der Behauptung des Schadens, nicht schlüssig, weil die Kausalität nicht behauptet ist.

Die Kausalität von Unterlassungen am 31. Dezember 2007 oder einem späteren Zeitpunkt liesse sich nicht ohne weiteres behaupten. Ähnlich vage Behauptungen, wie sie oben für den Zeitpunkt vor dem Erwerb, für Ende Juli 2007 oder für den 11. September 2007 aufgeführt wurden, reichten hierzu nicht aus. Die Klägerin müsste aufzeigen, wie sie mit dem Investment verfahren wäre, wenn die Beklagte mit den einzelnen, als pflichtwidrig unterlassen gerügten Informationen an einem behaupteten Datum an die Klägerin gelangt wäre. Dürfte man gestützt auf eine einfache Erklärung annehmen, dass die Klägerin ihre Anteile am B._____ ARB EUR im Anschluss an die Information jeweils umgehend zurückgegeben hätte? Verschiedenes spricht gegen diesen stark vereinfachenden Schluss.

Zunächst ist die Ausgangslage eines Anlegers, der bereits investiert hat, eine andere, als jene des Anlegers, der eine Anlage erst erwerben will. Bei diesem ist der Schluss, dass er einfach eine andere, seinem Risikoprofil angemessene Anlage erworben hätte, zulässig. Der bereits investierte Investor müsste indessen einen Verlust realisieren, wenn er aus dem Investment aussteigt. Die Klägerin bestreitet zwar, dass H._____ angeordnet habe, von der Realisierung von Buchverlusten abzusehen (act. 26 Rz. 322). Damit ist sie aber immer noch weit davon entfernt, die Umstände darzutun, aufgrund derer man davon ausgehen könnte, die entscheidenden Organe oder Vertreter hätten umgehend den sofortigen Ausstieg beschlossen.

Dass sich die Risikoexposition einer Anlage verschlechtert oder dass man Kenntnis davon erhält, dass andere Anleger aus der Anlage aussteigen, führt in der Regel dazu, dass man seine eigene Position überdenkt. Allein deswegen ohne weitere Abklärungen aus der Anlage auszusteigen, wäre ungewöhnlich. Ein sofor-

tiger Ausstieg käme allenfalls aufgrund eigener Limits oder einer beschränkten Risikofähigkeit in Betracht. Derartige objektive Gründe, die keine Alternativen zu einem sofortigen Ausstieg offen gelassen hätten, sind aus dem vorgetragenen Sachverhalt jedoch nicht ersichtlich. Die Beklagte war aufgrund der Grösse ihres Vermögens ohne weiteres in der Lage, mit dem in den B._____ ARB EUR investierten Teil des Vermögens auch höhere Risiken zu tragen.

Sodann werden Einstiegs- und Ausstiegszeitpunkt gerade durch sachkundige Anleger in der Regel genau analysiert. Sie werden vielfach als Schlüssel zum Erfolg des eigenen Portfolio Management betrachtet. Dies dürfte auch bei der sachkundigen Klägerin eine Rolle gespielt haben, was sich zum Beispiel an der bei der Beendigung des Vertrages am 30. September 2008 gewünschten *redemption in kind* zeigte. Damit wollte die Klägerin die Anlagen des B._____ ARB EUR übernehmen und in einem späteren Zeitpunkt verkaufen, wenn sich die Märkte beruhigt hätten (act. 1 Rz. 122). Die Klägerin versucht mit der Replik zwar, sich von diesen Aussagen zu distanzieren (vgl. act. 26 Rz. 86). Es gelingt ihr allerdings nicht, denn beim Wunsch nach der *redemption in kind* ging es, worauf die Beklagte hinweist (act. 30 Rz. 31.1), nach der Natur der Sache um ein Festhalten an der Anlage. Dieser Wunsch zeigt, dass die Klägerin zumindest am 30. September 2008 den richtigen Zeitpunkt für einen Ausstieg suchte und bereit war, die Anlagen noch länger zu halten und also keinen sofortigen Ausstieg beschloss. Warum diese Einschätzung im vorangehenden Jahr unter ähnlich schwierigen Marktbedingungen und unter dem Eindruck eines zu realisierenden Verlustes anders gewesen sein soll, müsste für die Behauptung der Kausalität dargelegt werden.

Die Ausführungen zeigen, dass die Kausalität zwischen angeblich pflichtwidrig unterlassenen Informationen während einer laufenden Anlage und einem dadurch eingetretenen Schaden nicht ohne weiteres vermutet werden könnte. Ein Kausalzusammenhang wurde von der Klägerin für Pflichtverletzungen während der laufenden Anlage nicht behauptet, namentlich nicht für die vorgeworfenen Unterlassungen am 31. Dezember 2007. Die Klage erweist sich daher auch deswegen als nicht schlüssig.

6.5. Fazit

Für die Pflichten, die die Beklagte während der Anlagedauer verletzt haben soll, ist die Klage mangels hinreichend konkreter Behauptung des Schadens bzw. mangels Benennung der Grundlagen für dessen Berechnung und mangels Behauptungen zur Kausalität nicht ausreichend begründet. Welche Pflichten die Beklagte über eine sorgfältige und getreue Beratung hinaus, namentlich Überwachungs- und Warnpflichten, überhaupt gehabt hätte, kann daher offen bleiben.

7. Weiterer Standpunkt der Klägerin: Schaden bei der Abwicklung

7.1. Standpunkt der Klägerin

Die Klägerin macht geltend, der Wert ihrer Anteile am B._____ ARB EUR habe zum Zeitpunkt der Kündigung am 9. Oktober 2008 noch CHF 27'271'257.00 betragen und ein umgehender Verkauf hätte lediglich zu einem Verlust von CHF 19'462'567.10 geführt. Ihr Verlust belaufe sich jedoch auf CHF 24'808'940.85. Demzufolge habe die Liquidationstätigkeit der Beklagten zu einem zusätzlichen Schaden von CHF 5'346'373.75 geführt (act. 26 Rz. 328, vgl. act. 1 Rz. 315). Sie unterstellt der Beklagten, sie habe die Assets einfach nur schnellstmöglich abgestossen, anstatt sie zu einem angemessenen Preis zu verkaufen (act. 26 Rz. 371). Überdies verdächtigt sie die Beklagte, Assets selber erworben zu haben und dies womöglich zu einem nicht adäquaten Preis (act. 26 Rz. 371).

7.2. Standpunkt der Beklagten

Die Beklagte räumt ein, dass sie mit der Liquidationstätigkeit des B._____ ARB EUR befasst war, indem sie anführt, Dr. O._____ sei massgeblich daran beteiligt gewesen. Sie weist sodann zunächst darauf hin, dass ein aus der Liquidationstätigkeit entstandener Verlust falsch berechnet wäre: Die Klägerin verwende den Wert des Fonds am 9. Oktober 2008. Dagegen habe sie die Liquidationstätigkeit erst ab dem 10. November 2008 aufgenommen (act. 30 Rz. 166). Sie kritisiert weiter, allfällige Pflichtverletzungen seien unzureichend substantiiert (act. 30 Rz. 167). Sodann bestreitet sie die behaupteten Pflichtverletzungen und zeigt auf,

nach welchen Kriterien der Fonds abgewickelt wurde (act. 30 Rz. 167-169). Sie reicht überdies eine komplette Übersicht über sämtliche Transaktionen des Fonds für den Zeitraum zwischen 1. November 2008 und 31. Januar 2009 ein (act. 31/26). Sie zeigt anhand von Stichproben daraus, wie die Transaktionen abgewickelt wurden (act. 30 Rz. 171-171.5, vgl. act. 31/27).

7.3. Würdigung

In den Ausführungen der Klägerin bleibt unklar, auf welche Grundlage sie den hier geltend gemachten Anspruch stützt. Unter dem "institutionellen Vermögensverwaltungsvertrag" vom 16. Mai 2007 bzw. 21. Mai 2007 (act. 3/3), der im fraglichen Zeitpunkt bereits beendet war, war die sorgfältige Liquidation des Fondsvermögens nicht geschuldet. Es dürfte sich hierbei in erster Linie um einen Anspruch gegenüber der Fondsgesellschaft handeln, die nicht Partei dieses Verfahrens ist. Ob der Anspruch auch gegenüber der Beklagten bestünde, kann indessen offen bleiben. Denn die Klage ist auch in dieser Hinsicht unzureichend begründet.

Zum einen ist auch für diese Pflichtverletzungen ein Schaden nicht hinreichend behauptet. Die Klägerin vergleicht den tatsächlichen Erlös mit dem Wert ihrer Anteile am 9. Oktober 2008. Die Differenz führt sie auf die Liquidationstätigkeit der Beklagten zurück. Die Beklagte nahm die Liquidationstätigkeit jedoch erst am 10. November 2008 auf. Für den Wertverlust, den die Klägerin im Zeitraum zwischen dem 9. Oktober 2008 und dem 10. November 2008 erlitt, nennt sie keine Haftungsgrundlage. Die Vertragsbeziehung war bereits aufgelöst und die Liquidationstätigkeit war noch nicht aufgenommen. Zum Wert des B._____ ARB EUR am 10. November 2008 stellte die Klägerin keine Behauptungen auf. Damit lässt sich nicht beurteilen, welcher Anteil des gesamten zusätzlichen Verlustes von CHF 5'346'373.75 allein von der Klägerin zu tragen wäre und welcher Anteil für eine allfällige Haftung aus der Liquidationstätigkeit in Frage käme.

Zum andern sind die Pflichtverletzungen, die die Klägerin der Beklagten vorwirft, zu vage und zu allgemein gehalten, als dass darüber ein Beweisverfahren durchgeführt werden könnte. Die Klägerin verlangt die Edition diverser Unterlagen, "um zu beurteilen, ob dieser zusätzliche Schaden durch die Liquidationstätigkeit der

Beklagten adäquat-kausal verschuldet ist" (act. 26 Rz. 329). An der Begründung der Editionsanträge zeigt sich, dass die Klägerin mit den zu edierenden Unterlagen vor allem auch die Pflichtverletzungen substantiieren will (act. 26 Rz. 371). Ob das Vorgehen der Klägerin überhaupt statthaft ist, kann aus der folgenden Überlegung offen bleiben.

Mit der Replik verlangte die Klägerin unter anderem die Edition der folgenden Urkunden (act. 26 BO zu Rz. 329):

- "Dokumentation, aus welcher hervorgeht, wann, an wen und zu welchem Preis die einzelnen Anlagen (Assets) des B._____ ARB EUR nach dem Liquidationsentscheid verkauft wurden"
- "Dokumentation, aus welcher hervorgeht, wie die Bewertung der Liquidationsverkäufe und das Zustandekommen des jeweiligen Verkaufspreises vorgenommen wurden".

Mit der Duplik reichte die Beklagte die folgenden Unterlagen ein:

- Order Execution Policy von B._____ Global AM in der ab 1.11.07 gültigen Fassung, act. 31/24
- Transaktionsübersicht für den B._____ ARB EUR für den Zeitraum vom 1.11.2008 bis 31.01.09, act. 31/26

Aus diesen Unterlagen ergeben sich schon viele der von der Klägerin für die Substantiierung gewünschten Angaben. Damit hätten sich die anfänglich bloss vermuteten und für möglich gehaltenen Pflichtverletzungen detailliert behaupten lassen. Anstatt aber ihren Sachvortrag im Rahmen ihres Novenrechts zu ergänzen, bezeichnet die Klägerin diese Urkunden nun, mit ihrer Stellungnahme vom 1. November 2012 (act. 34), als "nicht aussagekräftig" (act. 34, Rz. 89, 95). Spätestens damit genügte sie den Anforderungen an die Begründung der Klage nicht.

7.4. Fazit

Aus dem Gesagten ergibt sich, dass die Klage bezüglich einer Haftung aus unsorgfältiger Liquidationstätigkeit punkto Pflichtverletzung und Schaden nicht hinreichend bzw. nicht schlüssig begründet ist.

8. Eventualstandpunkt der Klägerin

8.1. Standpunkt der Klägerin

Im Sinne eines Eventualstandpunktes, falls das Gericht zum Schluss kommen sollte, dass der B._____ ARB EUR für die Anlageziele der Klägerin geeignet gewesen sei, macht die Klägerin geltend, sie habe aufgrund der verfügbaren Informationen nicht mit einem derartigen Verlust rechnen müssen (vgl. act. 1 Rz. 332 ff.). Die Klägerin macht weiter geltend, dass das Verlustpotential bei Einhaltung der Anlagerichtlinien bei maximal 28% des investierten Vermögens läge. Sie macht jenen Betrag, den sie über die maximale Quote hinaus als Verlust erlitt, als Schadenersatz geltend (act. 1 Rz. 352).

8.2. Standpunkt der Beklagten

Die Beklagte bestreitet, dass sich die von der Klägerin eingegangenen Risiken nicht in einem Verlust von über 28% hätten äussern dürfen (act. 19 Rz. 340). Zudem kritisiert sie die Art und Weise der Schadensberechnung (act. 19 Rz. 203-214).

8.3. Würdigung

Dem Eventualstandpunkt kann, zum Teil unter Verweis auf das bereits Ausgeführte, nicht gefolgt werden.

Erstens enthält der Eventualstandpunkt bloss eine eventuelle Schadensberechnung, nicht aber einen weiteren Vorwurf einer Pflichtverletzung, den die Beklagte bestreiten und das Gericht prüfen könnte. Soweit sich die Klägerin auch hierfür auf die Verletzung der Anlagerichtlinien stützen wollte, wird auf die obigen Ausführungen verwiesen, namentlich auf den Hinweis, dass es sich dabei primär um eine Frage der Haftung der Fondsleitung handelt, die nicht Gegenstand des vorliegenden Verfahrens ist (vgl. oben Ziff. 3.4.2, 3.4.3, 4.2.4.5.3). Falls die Anlagerichtlinien verletzt wären, würde das nicht ohne weiteres eine Pflichtverletzung der Beklagten gegenüber der Klägerin im Anlageberatungsverhältnis darstellen. Aus der mit Hilfe von Privatgutachtern geführten Diskussion (act. 3/6 S. 9-10, act. 20/39 S. 35-36, act. 27/9 S. 9-13) ist ersichtlich, dass die in Frage stehenden

Sammelbezeichnungen in deutscher und englischer Sprache (Pfandbriefanleihen, mortgage-backed securities, covered bonds) Unschärfen mit sich bringen. Ob sich derartige Unschärfen in einem internationalen, verschiedenen Rechtsordnungen unterworfenen und sich schnell entwickelnden Umfeld wie dem Finanzmarkt verhindern lassen, sei dahingestellt. Unbestritten ist, dass der B._____ ARB EUR stets in strukturierte Kreditrisiken investiert war, was sich konkret aus der Liste der Portfolio Holdings ergab. Vor diesem Hintergrund wirft die Klägerin J._____ und seinen Mitarbeitern nicht vor, sie hätten die relevanten Dokumente hinterfragen und eine Diskrepanz feststellen müssen. Ob die Investition in strukturierte Kreditrisiken gegen die Anlagerichtlinien verstiess, kann daher auch hier offen bleiben. Falls gegen die Anlagerichtlinien verstossen worden sein sollte, liesse sich darin keine Pflichtverletzung der Beklagten aus dem Anlageberatungsverhältnis erblicken. Im Übrigen hätte die Beklagte bzw. ihre Mitarbeiter einen Verstoss gegen die Anlagerichtlinien unter den gegeben Umständen nicht erkennen müssen.

Zweitens basiert die Schadensberechnung auf falschen Annahmen. Die Klägerin will für die Schadensberechnung bzw. Schadensschätzung auf den mit grosser Wahrscheinlichkeit höchstmöglichen Verlust eines Vergleichsportfolios abstellen. Zu diskutieren wäre hier, wie das Vergleichsportfolio zusammenzusetzen ist. Die Klägerin führt hierzu aus, es gehe um jene Risiken, mit denen aufgrund der verfügbaren Informationen gerechnet werden musste (act. 1 Rz. 332). Soweit kann ihr gefolgt werden. Dann aber stellen sie und der von ihr beigezogene Privatgutachter für die Schadensberechnung auf ein hypothetisches Vergleichsportfolio ab, das im Unterscheid zum B._____ ARB EUR keine strukturierten Kreditrisiken enthält. Dieses Vorgehen kritisiert die Beklagte zu Recht (vgl. act. 19 Rz. 202.2). Von der Annahme, dass der B._____ ARB EUR nicht in strukturierte Kreditrisiken investiert hätte, gingen bei Empfehlung und Erwerb der Anteile am B._____ ARB EUR im Januar und Mai 2007 wie oben dargelegt weder die Klägerin noch die Beklagte aus (vgl. oben Ziff. 4.2.4.5.3). Wie dargelegt, verfügte die Klägerin schon damals über wesentlich genauere Informationen, als ihr Privatgutachter heute bei objektiver Betrachtung aus den Anlagerichtlinien ableitet. Namentlich behauptete die Klägerin nicht, sie bzw. die für sie handelnden Vertreter hätten damals nicht gewusst oder nicht verstanden, dass der B._____ ARB EUR in strukturierte Kre-

ditrisiken investiert war. Es ist unbestritten, dass sie bzw. ihre Vertreter nur wenige Monate später von diesem Umstand nicht überrascht waren. Bei dieser Ausgangslage ist es aber selbst nach dem Programm der Klägerin ("Risiken, mit denen aufgrund der verfügbaren Informationen gerechnet werden musste") nicht folgerichtig, den Schaden anhand eines Portfolios, das keine strukturierten Kreditrisiken enthält, zu berechnen.

Drittens wäre die Schadensberechnung der Klägerin selbst dann unzulässig, wenn sie auf einem richtig zusammengesetzten Portfolio beruhte. Denn sie enthält, wie ebenfalls bereits erwähnt, einen untauglichen Vergleich. Der tatsächlich eingetretene Verlust des tatsächlichen Portfolios steht demjenigen Verlust gegenüber, der auf einem hypothetischen Portfolio "nur mit sehr, sehr kleiner Wahrscheinlichkeit erwartet werden musste" (vgl. oben Ziff. 4.2.4.4.2). Das führt nicht zum Ziel. Es ist nicht einzusehen, warum das hypothetische Vergleichsportfolio nicht "durch die Finanzkrise geschickt" werden könnte, und so derjenige Verlust errechnet werden könnte, der auf dem hypothetischen Portfolio während derselben Zeitspanne eingetreten wäre.

So scheint auch dieser Vorwurf letztlich mit einer Annahme der Klägerin begründet zu sein, die sich so nicht halten lässt. Der klägerische Privatgutachter formuliert diese Annahme wie folgt: "Während ein Anleger auch bei sicheren Produkten ein Verlustrisiko trägt, darf sich dieses Risiko nicht in einem beliebig hohen Verlust manifestieren" (act. 3/6 S. 1). Demgegenüber haben die Beklagte und ihre Privatgutachter überzeugend aufgezeigt, dass der mögliche Verlust einer Anlage, die nicht risikolos ist, mit sehr geringer Wahrscheinlichkeit, d.h. unter ausserordentlichen Umständen, auch sehr hoch ausfallen kann (act. 19 Rz. 212, act. 20/39 S. 60). Die Klägerin suchte eine Anlage, mit der sie gegenüber einer Geldmarktanlage eine Mehrrendite von mindestens 1%-1.5% erzielen konnte und bei der sie eine erwartete Volatilität von 3% in Kauf nahm. Eine derartige Anlage ist nicht risikolos. Entsprechend kann ein Verlust unter ausserordentlichen Umständen in Tat und Wahrheit erheblich höher ausfallen, als dies im vornherein nur für eine sehr geringe Wahrscheinlichkeit erwartet werden musste.

8.4. Fazit

Die zusätzliche Schadensberechnung, die die Klägerin als Eventualstandpunkt präsentiert, erweist sich als unhaltbar, weil es an einer kausalen Pflichtverletzung fehlt und weil die Berechnung von falschen Annahmen ausgeht.

IV. Zusammenfassung

Der Prozess zeigte, dass die Klägerin im Mai 2007 bereit war, zugunsten einer über dem Geldmarkt liegenden Rendite gewisse Risiken einzugehen und dass die empfohlene Anlage diesem Anlageziel aus damaliger Sicht angemessen war. Die Klägerin brachte keine Umstände vor, die die Empfehlung des B._____ ARB EUR im Januar 2007 bzw. Ende Mai 2007 als unangemessen hätten erscheinen lassen.

Soweit die Beklagte die sachkundige und ihr auf Augenhöhe begegnende Klägerin über Art und Weise der Anlage informierte bzw. über Risiken der Anlage überhaupt informieren musste, erfolgte die Information und Aufklärung richtig und hinreichend. Dass der Klägerin ein Schaden entstanden sei, weil sie von der Beklagten über den Unterschied von B._____ ARB EUR und B._____ ARB CHF falsch informiert worden wäre, weil sei von der Beklagten während des Investments falsch beraten oder zu Unrecht nicht gewarnt worden wäre oder weil die Beklagte bei der Abwicklung des B._____ ARB EUR ihre Pflichten verletzt hätte, lässt sich mangels hinreichend konkreter Behauptungen vorwiegend zum Schaden und zu dessen Verursachung nicht sagen.

V. Kosten- und Entschädigungsfolgen

Die Prozesskosten (Art. 95 Abs. 1 ZPO) werden gemäss Art. 106 Abs. 1 i.V.m. Art. 105 ZPO der unterliegenden Partei auferlegt.

Die Höhe der Gerichtsgebühr bestimmt sich nach der Gebührenverordnung des Obergerichts (Art. 96 ZPO i.V.m. Art. 199 Abs. 1 GOG) und richtet sich in erster Linie nach dem Streitwert bzw. nach dem tatsächlichen Streitinteresse (§ 2 Abs. 1 lit. a GebV OG). Massgeblicher Zeitpunkt für die Bestimmung des Streitwerts ist der Zeitpunkt der Klageeinreichung beim Gericht (RÜEGG, Basler Kommentar zur Schweizerischen Zivilprozessordnung, 2. Aufl. 2013, N 4 ff. zu Art. 91 ZPO). Eingeklagt ist der Betrag von CHF 24'808'940.85. Zusätzlich verlangt die Klägerin Zinsen auf Kapital, das sie nicht mit der Hauptforderung einklagt. Dabei handelt es sich um selbständige Forderungen, die den Streitwert erhöhen. Der Streitwert erhöht sich indessen nicht um die gesamte Zinsforderung, sondern nur um die Zinsforderung auf jenem Betrag, der den eingeklagten Betrag übersteigt. Beispielsweise führt die erste Zinsforderung (5% auf CHF 46'786'747.00 vom 25.05.2007 bis 15.06.2007) zu einer Erhöhung von CHF 63'223.80 (entsprechend 5% für den verlangten Zeitraum auf CHF 46'787'747 - CHF 24'808'940.85). Entsprechend erhöht sich der Streitwert um insgesamt CHF 1'840'163.75. Dies führt zu einem Streitwert von insgesamt CHF 26'649'105.--. Unter Berücksichtigung von § 4 Abs. 1 und 2 GebV OG sowie angesichts der durchgeführten Vergleichsverhandlung und des umfangreichen Prozessstoffes ist die Gerichtsgebühr auf vier Drittel der Grundgebühr festzusetzen.

Die Parteientschädigung ist nach der Verordnung über die Anwaltsgebühren zu bemessen (Art. 105 Abs. 2 ZPO). Grundlage ist auch hier der Streitwert (§ 2 Abs. 1 lit. a AnwGebV). Die Grundgebühr ist mit der Begründung bzw. Beantwortung der Klage verdient; für jede zusätzliche Verhandlung und jede weitere Rechtsschrift ist ein Zuschlag zu gewähren (§ 11 Abs. 1 und 2 AnwGebV i.V.m. § 4 Abs. 1 AnwGebV). Daher ist der Beklagten eine Parteientschädigung im Umfang von 150% der Grundgebühr zuzusprechen.

Das Handelsgericht erkennt:

1. Die Klage wird abgewiesen.

2. Die Gerichtsgebühr wird festgesetzt auf CHF 272'000.–.

3. Die Kosten werden der Klägerin auferlegt und aus dem von ihr geleisteten Kostenvorschuss bezogen.

4. Die Klägerin wird verpflichtet, der Beklagten eine Parteientschädigung von CHF 284'000.– zu bezahlen.

5. Schriftliche Mitteilung an die Parteien.

6. Eine bundesrechtliche Beschwerde gegen diesen Entscheid ist innerhalb von 30 Tagen von der Zustellung an beim Schweizerischen Bundesgericht, 1000 Lausanne 14, einzureichen. Zulässigkeit und Form einer solchen Beschwerde richten sich nach Art. 72 ff. (Beschwerde in Zivilsachen) oder Art. 113 ff. (subsidiäre Verfassungsbeschwerde) in Verbindung mit Art. 42 und 90 ff. des Bundesgesetzes über das Bundesgericht (BGG). Der Streitwert beträgt CHF 26'649'105.–.

Zürich, 14. April 2014

HANDELSGERICHT DES KANTONS ZÜRICH

Vorsitzender	Gerichtsschreiberin
Dr. Heinrich Andreas Müller	Claudia Feier