



Mitwirkend: die Oberrichter Dr. Claudia Bühler, Vizepräsidentin, und Dr. Daniel Schwander, die Handelsrichter Thomas Steinebrunner, Dr. Felix Graber und Fabio Oetterli sowie die Gerichtsschreiberin Azra Ohnjec

**Beschluss und Urteil vom 16. März 2020**

in Sachen

**A.\_\_\_\_\_ B.V.,**  
Klägerin

vertreten durch Rechtsanwalt lic. iur. X1.\_\_\_\_\_

vertreten durch Rechtsanwalt lic. iur. X2.\_\_\_\_\_

gegen

**B.\_\_\_\_\_ AG,**  
Beklagte

vertreten durch Rechtsanwalt Dr. iur. Y1.\_\_\_\_\_

vertreten durch Rechtsanwalt Dr. iur. Y2.\_\_\_\_\_

betreffend **Forderung**

**Rechtsbegehren gemäss Klageschrift:**

(act. 1 S. 2)

- "1. Die Beklagte sei zu verpflichten, dem Kläger EUR 7'323'883 nebst Zins zu 5% seit 2. Dezember 2011 zu bezahlen.
2. Unter Kosten- und Entschädigungsfolgen zulasten der Beklagten."

**(korrigiertes) Rechtsbegehren gemäss Replik:**

(act. 32 S. 2)

- "1. Die Beklagte sei zu verpflichten, dem Kläger EUR 7'051'068 nebst Zins zu 5% seit 2. Dezember 2011 zu bezahlen.
2. Unter Kosten- und Entschädigungsfolgen zulasten der Beklagten."

**Inhaltsverzeichnis:**

I. (Einleitung) .....	4
1. Sachverhaltsübersicht .....	4
1.1. Parteien und ihre Stellung .....	4
1.2. Prozessgegenstand .....	4
2. Prozessverlauf.....	5
II. (Prozessuales).....	5
1. Zuständigkeit.....	5
1.1. Örtliche Zuständigkeit.....	5
1.2. Sachliche Zuständigkeit .....	6
2. Teilweiser Klagerückzug.....	6
III. (Ausgangslage und Parteistandpunkte).....	6
1. Ausgangslage.....	6
2. Standpunkt der Klägerin .....	21
3. Standpunkt der Beklagten .....	22
IV. (Materielles) .....	23
4. Anwendbares Recht .....	23
5. Vermögensverwaltungsvertrag als Anspruchsgrundlage? .....	23
5.1. Vorliegen einer kreditfinanzierten Anlage? .....	24
5.1.1. Vorbringen der Parteien .....	24
5.1.2. Rechtliches und Würdigung .....	29
5.2. Aufgrund einer umfassenden Interessenwahrungspflicht? .....	34
5.3. Aufgrund der Empfehlung des Gesamtkonzepts? .....	36
5.4. Einheitliches Rechtsverhältnis nach Parteiwillen? .....	39
5.4.1. Parteibehauptungen.....	39
5.4.2. Rechtliches und Würdigung .....	43
5.4.2.1. Grundlagen zur Vertragsauslegung .....	43
5.4.2.2. Auslegung nach Vertrauensprinzip .....	45
5.4.2.3. Tatsächlicher Parteiwille .....	50
5.5. Fazit .....	51
6. Haftung des Kreditgebers.....	51
6.1. Verletzung der Aufklärungspflicht.....	52
6.1.1. Parteibehauptungen.....	52
6.1.2. Rechtliches und Würdigung .....	54
6.2. Verletzung der Beratungspflicht .....	57
6.3. Verletzung der Pflicht zur Diversifikation .....	59
6.4. Verletzung der Treuepflicht .....	60
6.5. Genehmigung bzw. widersprüchliches Verhalten.....	61
6.6. Fazit .....	62
V. (Kosten- und Entschädigungsfolgen) .....	62

## **I. (Einleitung)**

### 1. Sachverhaltsübersicht

#### 1.1. Parteien und ihre Stellung

Die Klägerin ist eine im niederländischen Handelsregister eingetragene Holding-Gesellschaft. Ihr Alleineigentümer und wirtschaftlich Berechtigter ist C.\_\_\_\_\_, Jahrgang 1953, niederländischer Staatsbürger mit Wohnsitz in den Niederlanden (act. 3/2; act. 1 Rz. 10 f.).

Die Beklagte, eine Aktiengesellschaft schweizerischen Rechts mit Sitz in D.\_\_\_\_\_, betreibt eine Bank. Der vorliegende Sachverhalt betrifft Handlungen der Zürcher Zweigniederlassung der Beklagten (act. 3/4-5).

#### 1.2. Prozessgegenstand

Nach dem Verkauf seines Unternehmens im Jahr 2006 suchte C.\_\_\_\_\_ nach Anlagemöglichkeiten für den – formell der Klägerin, wirtschaftlich jedoch ihm gehörenden – Erlös von EUR 28 Mio., wobei er sich überlegte, einen Teil für nicht bankmässige Investitionen liquid zu halten. Nachdem ihm die Beklagte geraten hatte, den ganzen Erlös anzulegen und allfällige nicht bankmässige Investitionen aus Krediten der Beklagten zu decken, entschied er sich für dieses Vorgehen. In der Folge nahm die Klägerin über einen Zeitraum von dreieinhalb Jahren Kredite in der Höhe von schliesslich rund CHF 25 Mio. auf. Die Kreditaufnahme erfolgte auf Anraten der Beklagten in Schweizer Franken. Nachdem der Euro an Wert verloren hatte, entstand der Klägerin ein Schaden, dessen Ersatz sie mit der vorliegenden Klage von der Beklagten verlangt; diese habe ihre Pflichten verletzt, indem sie der Klägerin zur Aufnahme der Kredite überhaupt bzw. zur Aufnahme in der Währung Schweizer Franken riet.

Die Beklagte bestreitet jegliche Haftung. Der geltend gemachte Schaden sei aus der Realisierung des Währungsrisikos entstanden. Das Währungsrisiko sei C.\_\_\_\_\_ bekannt gewesen.

## 2. Prozessverlauf

Am 13. April 2017 (Datum Poststempel) reichte die Klägerin hierorts die Klageschrift ein (act. 1). Den ihr mit Verfügung vom 18. April 2017 auferlegten Vorschuss für die Gerichtskosten leistete sie fristgerecht (Prot. S. 2 f.; act. 7). Am 10. Mai 2017 wurde der Beklagten Frist zur Erstattung einer Klageantwort angesetzt (Prot. S. 4). Die Klageantwortschrift vom 4. September 2017 (act. 13) ging innerhalb der mit Verfügung vom 29. Juni 2017 angesetzten Nachfrist ein (Prot. S. 5 f.). Mit Verfügung vom 5. September 2017 wurde die Leitung des Prozesses an Obergericht Dr. Daniel Schwander als Instruktionsrichter delegiert (Prot. S. 7). Nachdem an der Vergleichsverhandlung vom 8. Dezember 2017 keine Einigung erzielt werden konnte (Prot. S. 8 f.), und auch die aussergerichtlichen Vergleichsgespräche ohne Ergebnis geblieben waren (act. 24), wurde mit Verfügung vom 1. März 2018 ein zweiter Schriftenwechsel angeordnet und der Klägerin Frist zur Replik angesetzt (Prot. S. 10). Die Replik, mit welcher die Klägerin ihr Rechtsbegehren änderte, datiert vom 28. Mai 2018 (act. 32). Der Beklagten wurde am 31. Mai 2018 Frist zur Duplik angesetzt (Prot. S. 11). Die Beklagte erstattete ihre Duplik mit Eingabe vom 17. September 2018 (act. 39). Mit Verfügung vom 21. September 2018 wurde die Duplik der Klägerin zugestellt. Gleichzeitig wurden die Parteien auf den Eintritt des Aktenschlusses hingewiesen (Prot. S. 12). Die Klägerin nahm mit Eingabe vom 5. Oktober 2018 (act. 47) Stellung zur Duplik. Zur klägerischen Eingabe nahm die Beklagte am 19. Oktober 2018 (act. 49) Stellung. Eine weitere Eingabe der Klägerin erfolgte am 29. Oktober 2018 (act. 51). Auf die Durchführung einer Hauptverhandlung haben die Parteien verzichtet (act. 53 und 55). Der Prozess erweist sich als spruchreif.

## **II. (Prozessuales)**

### 1. Zuständigkeit

#### 1.1. Örtliche Zuständigkeit

Die "Verwaltungsvollmacht" vom 26. März 2006 enthält eine Zuständigkeitsvereinbarung zugunsten der Gerichte in D. \_\_\_\_\_ bzw. am Niederlassungsort der Bank, mit der der Mandant eine Geschäftsbeziehung unterhält (act. 3/3 S. 1; act.

1 Rz. 4 f.). Die Kundenbeziehung zwischen den Parteien führte die Zweigniederlassung der Beklagten in Zürich (act. 1 Rz. 5). Aufgrund der Domizile der Parteien in den Niederlanden bzw. der Schweiz liegt der vorliegenden Streitsache ein internationales Verhältnis zugrunde. Im internationalen Verhältnis wird die Zuständigkeit der schweizerischen Gerichte durch das IPRG geregelt, wobei völkerrechtliche Verträge vorbehalten sind (Art. 1 Abs. 1 lit. a und Abs. 2 IPRG). Das Übereinkommen über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen (LugÜ) ist ein solcher Vertrag. Die vorliegende Gerichtsstandsvereinbarung ist im Lichte von Art. 23 lit. a LugÜ nicht zu beanstanden. Die (örtliche) Zuständigkeit des hiesigen Gerichts wird denn auch nicht bestritten.

#### 1.2. Sachliche Zuständigkeit

Die sachliche Zuständigkeit des Handelsgerichtes ist ebenfalls gegeben, da die Beklagte als Firma im schweizerischen Handelsregister eingetragen ist, der hier zu beurteilende Streit sich auf Handelsverhältnisse bezieht und der Streitwert CHF 30'000.– übersteigt (Art. 6 Abs. 2 und 3 ZPO, § 44 lit. b GOG).

#### 2. Teilweiser Klagerückzug

Die Klägerin hat ihr Rechtsbegehren in der Replik um CHF 272'815.– reduziert. In diesem Umfang ist die Klage als durch Rückzug erledigt abzuschreiben.

### **III. (Ausgangslage und Parteistandpunkte)**

#### 1. Ausgangslage

C.\_\_\_\_\_ absolvierte ein Studium an der Höheren Technischen Schule mit Hauptfächern Bautechnik, Bauphysik und Konstruktion. Danach fand er eine Anstellung bei einem grossen Hersteller von Bauwerkstoffen und arbeitete dort zunächst als Aussendienstmitarbeiter, später als Marketing Manager und Geschäftsführer im Londoner Verkaufsbüro seiner Arbeitgeberin sowie schliesslich als Exportmanager. Im Jahr 1986 gründete er die Gesellschaft E.\_\_\_\_\_ BV ("E.\_\_\_\_\_"), eine in den Niederlanden inkorporierte Aktienge-

sellschaft. Für diese war er im Bereich Marketing und Verkauf tätig. Die E.\_\_\_\_\_ wuchs und verfügte schliesslich über sechs Tochtergesellschaften, zwei davon in den Niederlanden, je eine Vertriebsgesellschaft in Deutschland und England sowie je eine Tochtergesellschaft in Belgien und Frankreich ("E.\_\_\_\_\_ Gruppe"). Die E.\_\_\_\_\_ Gruppe stellt Frischluft- und Abgassysteme für Heizungsgeräte und Schornsteine her. Anfang des Jahres 2006 – zwanzig Jahre nach Gründung – wurde die E.\_\_\_\_\_ Gruppe für rund EUR 30 Mio. verkauft (act. 1 Rz. 11 ff.).

F.\_\_\_\_\_ BV ("F.\_\_\_\_\_") – eine in den Niederlanden inkorporierte Holdinggesellschaft – war zur Zeit des Verkaufs im Jahr 2006 Alleinaktionärin der E.\_\_\_\_\_. Die Bezahlung des Erlöses von rund EUR 30 Mio. aus dem Verkauf der E.\_\_\_\_\_ Gruppe erfolgte deshalb an F.\_\_\_\_\_. Alleinaktionärin von F.\_\_\_\_\_ war im Jahr 2006 wiederum die Klägerin (act. 1 Rz. 21 f.). Noch im selben Jahr schüttete F.\_\_\_\_\_ EUR 29 Mio. als Dividende an die Klägerin aus, welche aus steuerrechtlichen Gründen bei dieser belassen und nicht als Dividende an ihren Alleineigentümer C.\_\_\_\_\_ ausgeschüttet wurden (act. 1 Rz. 35).

Für die Anlage des Verkaufserlöses wurde C.\_\_\_\_\_ von seinem Berater bei seiner langjährigen Hausbank G.\_\_\_\_\_ ("G.\_\_\_\_\_") die Beklagte empfohlen. Zum Zeitpunkt des Verkaufs der E.\_\_\_\_\_ Gruppe war G.\_\_\_\_\_ zu 28% an der Beklagten beteiligt, und es bestand zwischen den beiden eine enge Zusammenarbeit (act. 1 Rz. 23-30, 40-45; act. 3/12). Am 13. Februar 2006 fand ein erstes Treffen zwischen den Eheleuten C'.\_\_\_\_\_, deren Beratern bei der G.\_\_\_\_\_ und der Beklagten statt. Anlässlich desselben stellte H.\_\_\_\_\_ die Vermögensverwaltungsdienstleistungen der Beklagten vor (act. 13 Rz. 33; act. 1 Rz. 47). H.\_\_\_\_\_ war zwischen Juni 2003 und Februar 2008 Arbeitnehmer im Rang eines "Executive Director" bei der Beklagten und u.a. zuständig für die Akquisition reicher niederländischer Kunden (act. 1 Rz. 31 f.). Es wurden verschiedene Anlageszenarien besprochen. C.\_\_\_\_\_ überlegte sich, einen gewissen Teil des Verkaufserlöses für allfällige spätere Immobilienkäufe liquid zu halten. Gemäss Ausführungen der Klägerin habe C.\_\_\_\_\_ erklärt, die Familie plane Häuser zu kaufen. Weiter wolle er in Immobilien bzw. Kunstwerke investieren, wenn sich gute Gelegenheiten da-

für böten. Er wolle deshalb lediglich zirka EUR 10 Mio. anlegen (act. 1 Rz. 48). Gemäss Beklagter hingegen sei sich C.\_\_\_\_\_ bezüglich des anzulegenden Betrags noch weitestgehend un schlüssig gewesen (act. 13 Rz. 34). H.\_\_\_\_\_ riet von dieser Variante ab (gemäss Klägerin habe dieser wörtlich gesagt, es wäre "dumm", nicht den gesamten Verkaufserlös anzulegen; act. 1 Rz. 49). Es habe, so die Beklagte, wenig Sinn gemacht, einen Teil des Verkaufserlöses bei geringer Rendite auf dem Konto zu belassen sowie – angesichts der zum damaligen Zeitpunkt tiefen Zinssätze für Kredite – den Verkaufserlös überhaupt für die Finanzierung von Immobilien einzusetzen. Denn die Renditeerwartung bei Anlage der Mittel im Rahmen eines defensiven Vermögensverwaltungsmandates habe nach damaliger Einschätzung bei rund 4-6% gelegen, während die Zinssätze für Kredite zu diesem Zeitpunkt bei rund 2% gelegen hätten. Aus Renditeüberlegungen sei es damit vorteilhafter gewesen, den Verkaufserlös anzulegen und etwaige Immobilienkäufe vollständig über Kredite zu finanzieren (act. 13 Rz. 36 f.). Am Ende der Besprechung vom 13. Februar 2006 erklärte C.\_\_\_\_\_, er brauche Zeit, um sich das weitere Vorgehen zu überlegen (act. 1 Rz. 50).

Einige Tage nach der Besprechung vom 13. Februar 2006, so die Klägerin, habe H.\_\_\_\_\_ bei C.\_\_\_\_\_ nachgehakt und sich erkundigt, ob er schon einen Entschluss gefasst habe. C.\_\_\_\_\_ habe erklärt, die Anlage des Geldes im Rahmen einer Vermögensverwaltung zu erwägen, sei sich jedoch angesichts der beabsichtigten Immobilienkäufe über den anzulegenden Betrag nicht im Klaren. H.\_\_\_\_\_ habe C.\_\_\_\_\_ darauf erneut eindringlich dazu geraten, den ganzen Verkaufserlös bankmässig anzulegen und den Bedarf an Liquidität für Immobilienkäufe mittels Krediten von der Beklagten zu decken. Kredite in Schweizer Franken seien dabei die vorteilhafteste Lösung, denn die Zinsen seien tiefer als bei Krediten in Euro und die Rendite aus der Vermögensverwaltung werde die Zinskosten deutlich übersteigen. Weil H.\_\_\_\_\_ bewusst gewesen sei, so die Klägerin weiter, dass C.\_\_\_\_\_ kein Wechselkursrisiko gewollt habe, habe er betont, der Wechselkurs EUR/CHF sei stabil, weil die Schweizerische Nationalbank diese Stabilität sicherstelle. Daher bestehe für die Klägerin in Wahrheit kein Währungsrisiko (eine solche Zusicherung wird von der Beklagten bestritten, act. 13 Rz. 250 f.). Am Ende des Telefonats habe C.\_\_\_\_\_ versprochen, sich bei H.\_\_\_\_\_ in einigen Tagen

wieder zu melden. C.\_\_\_\_\_ rief H.\_\_\_\_\_ schliesslich am 20. Februar 2006 an und erklärte, dass er seinem Rat folgen wolle und entsprechend bereit sei, im Rahmen einer defensiven Anlagestrategie praktisch den ganzen Verkaufserlös, insgesamt EUR 28 Mio., bei der Beklagten anzulegen (act. 1 Rz. 52 f.).

Am Treffen vom 9. März 2006 im damaligen Wohnhaus der Eheleute C'.\_\_\_\_\_ in I.\_\_\_\_\_ wurden anschliessend diverse Konto-/Depot-Eröffnungsunterlagen unterzeichnet und das für die Erstellung eines Kunden- und Anlageprofils Nötige besprochen. Am 24. März 2006 empfing H.\_\_\_\_\_ die Eheleute C'.\_\_\_\_\_ in den Räumlichkeiten der Zürcher Zweigniederlassung der Beklagten. Der präsentierte Investitionsvorschlag der Beklagten war auf einen anzulegenden Betrag von EUR 28 Mio. ausgerichtet. Er sah – wie am Treffen vom 9. März besprochen – eine defensive Vermögensanlage mit 60% Obligationen, 27% Aktien und 13% alternativen Anlagen vor. Das vorgeschlagene Portfolio bestand insgesamt zu 86% aus Anlagen in der Referenzwährung Euro (act. 3/7 S. 22, 25, 26). Bereits zu Beginn der Präsentation wies H.\_\_\_\_\_ darauf hin, dass die Beklagte empfehle, ausschliesslich Obligationen in Euro zu kaufen und andere Währungen wegen der Währungsrisiken zu meiden: *"Firstly we recommend only to invest in EUR denominated bonds due to currency risks."* (act. 1 Rz. 54 ff.; act. 3/7 S. 3).

Die Eröffnungsunterlagen enthalten die Konto-/Depot-Vereinbarung vom 9. März 2006. Unter anderem wurde in dieser die Klägerin als Antragstellerin und C.\_\_\_\_\_ als Ansprechpartner angegeben (Ziff. 1), der Euro als Referenzwährung (*"Währung, in welcher der Antragsteller rechnet und in der die Performance gemessen wird"*) sowie als Währung des Kontokorrentkontos festgelegt (Ziff. 3 und 4), und als wirtschaftlich Berechtigter C.\_\_\_\_\_ mit seiner damaligen Privatadresse angegeben (Ziff. 10; act. 3/26; act. 1 Rz. 73).

Basierend auf den Angaben C.\_\_\_\_\_s an den Treffen vom 13. Februar und 9. März 2006 erstellte H.\_\_\_\_\_ ein Kunden- und Anlageprofil (act. 3/14). Das Kunden- und Anlageprofil hält in Ziff. 1 fest, dass der Kontoinhaber nicht mit dem wirtschaftlich Berechtigten identisch ist und das Kundenprofil daher für den wirtschaftlich Berechtigten erstellt wird; bei den Vermögenswerten handelte es sich wirtschaftlich um das private Vermögen der Familie C'.\_\_\_\_\_. Im Kunden- und Anla-

geprofil vermerkte H.\_\_\_\_\_ als durchschnittliches Bruttojahreseinkommen C.\_\_\_\_\_s CHF "100 000 bis 200 000" (Ziff. 4). Als andere Vermögenswerte markierte er die beiden Boxen "Immobilien" und "Beteiligungen" (Ziff. 9). Bei der Frage: "In welchen Anlagen hat der Kunde Erfahrung?" kreuzte H.\_\_\_\_\_ keine der dort aufgezählten Anlagen wie "Obligationen", "Aktien", "Derivative Anlagen" oder "Währungen/Devisen" an (Ziff. 12). Bei der Frage: "Wie risikofreudig ist der Kunde in Bezug auf Anlageentscheidungen?" markierte er die tiefste der drei zur Auswahl stehenden Risikostufen ("Tief"; Ziff. 13). Zur Frage: "Welches Anlageziel verfolgt der Kunde?" hielt H.\_\_\_\_\_ handschriftlich fest: "Sicherstellung aufgebautes Vermögen." (Ziff. 15). Bei der Frage: "Wie lange soll das Kapital investiert bleiben?" kreuzte er einen Anlagehorizont von 8-10 Jahren an (Ziff. 14). Zur Frage: "Sind regelmässig grössere Bezüge geplant?" vermerkte er: "Nein, es sei eine grössere Beteiligung wird gekauft" (Ziff. 16). Bei den "Angaben zur wirtschaftlichen Berechtigung" findet sich die Frage: "Aus welchem Grund wird das Konto nicht direkt im Namen des wirtschaftlich Berechtigten eröffnet (z.B. Nachlassplanung)?" Dort wurde notiert: "Ausschüttung von Dividenden 'kostet' in NL 25% Einkommensteuer (ESt.)" (Ziff. 18.c.; act. 1 Rz. 75-82).

Anlässlich des Treffens vom 24. März 2006 in Zürich unterzeichnete C.\_\_\_\_\_ für die Klägerin den Vermögensverwaltungsvertrag (act. 3/3). Von den zur Verfügung stehenden sechs Risikostufen wurde entsprechend dem Anlageziel, das erarbeitete Vermögen sicherzustellen, und der tiefen Risikofreudigkeit der Eheleute C'.\_\_\_\_\_ die zweitniedrigste Stufe "A - defensive" angekreuzt, welche wie folgt spezifiziert ist: "Vermögen werden im Allgemeinen mit geringem Risiko angelegt. Die meisten Anlagen erfolgen in der nachfolgend genannten Währung. Ziel ist es, den aktuellen Wert des Vermögens zu wahren. Vermögen können fluktuieren." (act. 3/3 S. 2). Des Weiteren bestimmten die Parteien wie schon in den Eröffnungsunterlagen den Euro als Referenzwährung (act. 1 Rz. 83 ff.).

Die Beklagte richtete für die Klägerin fünf Kontokorrent-Konten für die Währungen EUR, CHF, USD, GBP und JPY ein. Die Klägerin überwies mit Valuta 30. März 2006 EUR 28 Mio. auf das EUR-Konto bei der Beklagten (act. 3/24 S. 3). Am 3. April 2006 begann die Beklagte mit der Vermögensverwaltung. Die Zusam-

mensetzung des Depots entsprach an sich während der gesamten Vertragsdauer der vereinbarten defensiven und auf die Referenzwährung Euro ausgerichteten Anlagestrategie (act. 1 Rz. 88 ff.). Die Vermögensverwaltung an sich ist vorliegend auch nicht Gegenstand des Streits.

An dieser Stelle ist vorwegzunehmen, dass die Klägerin in der Folge bei der Beklagten mehrere Kredite zur Deckung der Ausgaben der Familie C'.\_\_\_\_\_ aufnahm. Von September 2006 bis Mai 2010 erfolgten die Kredite ausschliesslich in Schweizer Franken, danach und bis Dezember 2010 in Euro (act. 1 Rz. 99).

Sechs Monate nach dem Abschluss des Vermögensverwaltungsmandats am 24. März 2006 ergab sich für C'.\_\_\_\_\_ die Möglichkeit, sich mit rund EUR 6 Mio. an einem Immobilienprojekt in Frankreich (Bau eines Hotels bzw. einer grösseren Wohnanlage) zu beteiligen. In diesem Zusammenhang ersuchte er im September 2006 die Beklagte erstmals um einen Kredit (act. 1 Rz. 118-121). In diesem Zusammenhang unterzeichnete C'.\_\_\_\_\_ am 4. Oktober 2006 einen ersten Rahmenkreditvertrag in der Höhe von EUR 6 Mio. Darin wurden zur Sicherung des Kredits alle Vermögenswerte der Klägerin bei der Beklagten verpfändet, wobei die Beklagte über die Reihenfolge der Verwertung der Sicherheiten entscheiden konnte. Weiter wurde festgelegt, dass beanspruchte Kredite inkl. einer von der Beklagten zu bestimmenden Sicherheitsmarge jederzeit durch die verpfändeten Vermögenswerte gedeckt sein müssten und die Beklagte beanspruchte Kredite bei ungenügender Deckung sofort kündigen konnte (act. 3/22 S. 2 f.). Am 5. Oktober 2006 gewährte die Beklagte der Klägerin unter dem ersten Rahmenkreditvertrag einen Kredit in Form eines festen Vorschusses in der Höhe von CHF 9'475'000.- (act. 3/23 S. 1). Gemäss Beklagter habe sich C'.\_\_\_\_\_ für einen Kredit in Schweizer Franken entschieden, dies aufgrund der Zinssätze zum damaligen Zeitpunkt von 2.32% für Kredite in Schweizer Franken bzw. 5.58% für Kredite in Euro (act. 3/19 S. 88; act. 3/23 S. 1; act. 13 Rz. 56 f.). Der Kreditbetrag von CHF 9'475'000.- wurde dem CHF-Konto gutgeschrieben, gleichentags wurden dem CHF-Konto CHF 9'484'547.- belastet und dem EUR-Konto entsprechende EUR 5'961'000.- gutgeschrieben (act. 1 Rz. 124; act. 3/24 S. 8 und 10). Zur Verdeutlichung: Die Kreditgewährung in Schweizer Franken erfolgte jeweils so, dass

C.\_\_\_\_\_ den von ihm für eine Investition benötigten Betrag bzw. den gewünschten Kreditbetrag in EUR angab, die Beklagte diesen Betrag (zum aktuellen Währungskurs in CHF umgewandelt) dem CHF-Konto der Klägerin gutschrieb, dieser (bzw. ein minim abweichender) CHF-Betrag dem CHF-Konto anschliessend belastet wurde, um (zum aktuellen Währungskurs in EUR umgewandelt) einem von C.\_\_\_\_\_ angegebenen EUR-Konto gutgeschrieben zu werden.

Am 1. Dezember 2006 ersuchte die Klägerin um Ausstellung einer zugunsten der G.\_\_\_\_\_ lautenden Garantie in der Höhe von EUR 3 Mio. als Sicherheit für Kredite von G.\_\_\_\_\_ an F.\_\_\_\_\_. Aus diesem Anlass wurde ein zweiter Rahmenkreditvertrag unterzeichnet und der bestehende Kreditrahmen von EUR 6 Mio. auf EUR 9 Mio. erhöht (act. 1 Rz. 127 ff.; act. 3/22 S. 5-8).

Das Ergebnis der Verwaltungstätigkeit der Beklagten für das Jahr 2006 und der Status des Depots per 31. Dezember 2006 lassen sich wie folgt zusammenfassen (act. 1 Rz. 130 ff.; act. 3/25 S. 15-27):

Ergebnis Verwaltungstätigkeit 2006:

Erträge	EUR 544'562.-
Kursgewinne/-verluste auf Anlagen:	EUR 319'590.-
Vermögensverwaltungskosten:	EUR -73'929.-
Performance:	EUR 790'223.-
Kreditzinsen	0.-

Depot per 31. Dezember 2006:

Gesamtwert aller Anlagen (inkl. liquide Mittel):	EUR 28'727'023.-
Ausstehende Kredite in CHF:	CHF 9'475'000.-
Ausstehende Kredite umgerechnet in EUR:	EUR 5'915'946.-
Nettovermögen	EUR 22'811'077.-

Für die Finanzierung des Immobilienprojekts in Frankreich beantragte die Klägerin im März 2007 weitere CHF 500'000.- (act. 3/23 S. 7; act. 3/24 S. 16, 20).

Anfang April 2007 unterzeichnete C.\_\_\_\_\_ einen dritten Rahmenkreditvertrag, welcher den zweiten Rahmenkreditvertrag ersetzte und das Kreditlimit von EUR 9 Mio. auf EUR 12 Mio. erhöhte (act. 3/22 S. 19-22).

Ende April 2007 gewährte die Beklagte der Klägerin einen weiteren Kredit von rund EUR 1'200'000.-, welche die Klägerin anschliessend der J.\_\_\_\_\_ BV zur

Verfügung stellte. J.\_\_\_\_\_ BV ist eine niederländische Gesellschaft, an welcher die Kinder der Eheleute C'.\_\_\_\_\_ beteiligt sind und welche 90% der Anteile an der Gesellschaft K.\_\_\_\_\_ BV hält (act. 3/19 S. 6; act. 3/23 S. 10; act. 3/24 S. 16 und 20). Für die K.\_\_\_\_\_ BV nahm die Klägerin von der Beklagten am 23. Mai 2007 einen weiteren Kredit über CHF 850'000.– auf (act. 3/23 S. 11; act. 24 S. 20; act. 1 Rz. 134 ff.).

Im August 2007 nahm die Klägerin zwecks Finanzierung des Kaufpreises des neuen Wohnhauses bei der Beklagten zwei Darlehen auf, ein langfristiges (CHF 3'600'000.–) und ein kurzfristiges (CHF 1'800'000.–) (act. 3/23 S. 19/20). In diesem Zusammenhang unterzeichnete C.\_\_\_\_\_ den vierten Rahmenkreditvertrag, welcher den dritten Rahmenkreditvertrag ersetzte und das Kreditlimit von EUR 12 Mio. auf EUR 17.4 Mio. erhöhte (act. 3/22 S. 23-26; act. 1 Rz. 147 ff.).

Am 29. August 2007 buchte die Beklagte die dannzumal bestehenden Kredite vom Depot "Portefeuille" in das neu eröffnete Depot "Lening" ("Darlehen") um. Die Beklagte entfernte damit die Kredite buchungsmässig aus dem Depot (act. 1 Rz. 151).

Am 20. Dezember 2007 gewährte die Beklagte der Klägerin für das Immobilienprojekt in Frankreich einen weiteren Kredit über CHF 4'300'000.– (damals rund EUR 2.5 Mio.) (act. 3/23 S. 52; act. 1 Rz. 158).

Das Ergebnis der Verwaltungstätigkeit der Beklagten für das Jahr 2007 und der Status des Depots per 31. Dezember 2007 lassen sich wie folgt zusammenfassen (act. 3/25 S. 77-97):

Ergebnis Verwaltungstätigkeit 2007:

Erträge	EUR 547'482.–
Kursgewinne/-verluste auf Anlagen:	EUR -191'022.–
Vermögensverwaltungskosten:	EUR -102'616.–
Performance:	EUR 253'844.–
Kreditzinsen:	EUR -238'387.–
Vermögensveränderung ohne Wechselkursgewinne/-verluste:	EUR 15'458.–
Wechselkursgewinne/-verluste auf Krediten:	EUR 19'968.–
Vermögensveränderung total:	EUR 35'426.–

Depot per 31. Dezember 2007:

Gesamtwert aller Anlagen (inkl. liquide Mittel):	EUR 28'502'632.–
Ausstehende Kredite in CHF:	CHF 22'640'000.–
Ausstehende Kredite umgerechnet in EUR (Kurs von EUR/CHF von 1.6553):	EUR 13'677'279.–
Nettovermögen	EUR 14'825'353.–

Im Januar 2008 benötigte C.\_\_\_\_\_ weitere liquide Mittel von EUR 1 Mio. für Steuern, den Kauf eines Kunstwerkes und die Finanzierung seiner Unternehmen. Die Beklagte zahlte den Kreditbetrag von CHF 1'640'000.– auf das CHF-Konto aus (act. 1 Rz. 166 ff.; act. 3/24 S. 61).

Das Ergebnis der Verwaltungstätigkeit der Beklagten für das Jahr 2008 und der Status des Depots per 31. Dezember 2008 lassen sich wie folgt zusammenfassen (act. 3/25 S. 140-158):

Ergebnis Verwaltungstätigkeit 2008:

Erträge	EUR 493'976.–
Kursgewinne/-verluste auf Anlagen:	EUR -3'397'765.–
Vermögensverwaltungskosten:	EUR -97'774.–
Performance:	EUR -3'001'563.–
Kreditzinsen:	EUR -491'468.–
Vermögensveränderung ohne Wechselkursgewinne/-verluste:	EUR -3'493'031.–
Wechselkursgewinne/-verluste auf Krediten:	EUR -1'704'092.–
Vermögensveränderung total:	EUR -5'197'123.–

Depot per 31. Dezember 2008:

Gesamtwert aller Anlagen (inkl. liquide Mittel):	EUR 24'953'142.–
Ausstehende Kredite in CHF:	CHF 24'280'000.–
Ausstehende Kredite umgerechnet in EUR (Kurs von EUR/CHF von 1.4796):	EUR 16'409'840.–
Nettovermögen	EUR 8'543'302.–

Am 8. April 2009 teilte C.\_\_\_\_\_ L.\_\_\_\_\_ per E-Mail mit, dass er weitere EUR 500'000.– benötige (act. 3/19 S. 57):

*"Darüber hinaus möchte ich (A.\_\_\_\_\_) von euch einen Betrag von € 500'000 leihen. Kannst du mir hierzu bitte ein Angebot machen?"*

L.\_\_\_\_\_ arbeitete seit dem Jahr 2002 bis zu seiner Pensionierung (act. 13 Rz. 238) für die Beklagte, zuletzt in der Stellung eines "Managing Directors", und war seit der Eröffnung der Kundenbeziehung zwischen den Parteien im Jahr 2006 der Vorgesetzte H.\_\_\_\_s. Zunächst war L.\_\_\_\_\_ gemeinsam mit H.\_\_\_\_\_ und nach dessen Weggang im 2008 allein für die Betreuung der Klägerin bzw. C.\_\_\_\_s zuständig (act. 1 Rz. 33). Mit E-Mail vom 9. April 2009 antwortete L.\_\_\_\_\_ wie folgt (act. 3/21 S. 25):

*"Bezüglich des Darlehens denke ich, dass es vernünftig ist, auch dieses Darlehen wieder in CHF aufzunehmen. So hast du einen schön niedrigen Zinssatz und du reduzierst auch den durchschnittlichen Einstiegskurs CHF/EUR etwas. Im Allgemeinen würde ich das Darlehen derzeit noch immer monatlich verlängern. Das kostet derzeit in CHF 0,98% und in EUR 1,75 %. Informiere mich kurz, was du für vernünftig hältst."*

Am 14. April 2009 nahm die Klägerin sodann einen Kredit über CHF 757'000.– auf, was EUR 500'000.– entsprach (act. 1 Rz. 176 ff.; act. 3/23 S. 118).

Am 22. Oktober 2009 teilte C.\_\_\_\_\_ L.\_\_\_\_\_ mit, er benötige weitere EUR 250'000.–. L.\_\_\_\_\_ schrieb daraufhin (act. 3/21 S. 29):

*"Ich schlage also vor, das CHF-Darlehen um den Gegenwert der benötigten EUR 250.000 zu erhöhen; das ist das Billigste im Moment."*

Am 27. Oktober 2009 nahm die Klägerin schliesslich einen weiteren Kredit über CHF 379'000.– auf, was damals EUR 250'000.– entsprach (act. 1 Rz. 182 f.; act. 3/19 S. 78; act. 3/21 S. 29).

Am 6. Dezember 2009 informierte C.\_\_\_\_\_ L.\_\_\_\_\_ per E-Mail, dass er überlege, vorhandene liquide Mittel zur Tilgung der Kredite in Schweizer Franken zu verwenden, und fragte nach dessen Rat dazu (act. 3/21 S. 16). L.\_\_\_\_\_ riet von einer Rückzahlung der Kredite ab. Denn – so die Beklagte – der EUR/CHF-Kurs habe in jenem Zeitpunkt unter dem Einstiegskurs (Kurs bei Abschluss der Kredite) gelegen, so dass durch die Tilgung der Kredite ein Kursverlust realisiert worden wäre. Ihre, die beklagten, Analysten hätten im damaligen Zeitpunkt eine Erholung des Euros erwartet. Gleichzeitig habe bei Anlage der liquiden Mittel eine Rendite resultiert, die über den Kreditkosten gelegen habe. Es sei deshalb vorteilhafter gewesen, die Mittel anzulegen, weshalb sich C.\_\_\_\_\_ gegen eine Til-

gung der Kredite entschieden habe (act. 13 Rz. 302; act. 1 Rz. 185 f.; act. 3/21 S. 17).

Das Ergebnis der Verwaltungstätigkeit der Beklagten für das Jahr 2009 und der Status des Depots per 31. Dezember 2009 lassen sich wie folgt zusammenfassen (act. 3/25 S. 229-247):

Ergebnis Verwaltungstätigkeit 2009:

Erträge	EUR 491'365.–
Kursgewinne/-verluste auf Anlagen:	EUR 3'273'236.–
Vermögensverwaltungskosten:	EUR -93'378.–
Performance:	EUR 3'671'223.–
Kreditzinsen:	EUR -254'087.–
Vermögensveränderung ohne Wechselkursgewinne/-verluste:	EUR 3'417'136.–
Wechselkursgewinne/-verluste auf Krediten:	EUR 34'415.–
Vermögensveränderung total:	EUR 3'451'551.–

Depot per 31. Dezember 2009:

Gesamtwert aller Anlagen (inkl. liquide Mittel):	EUR 28'316'488.–
Ausstehende Kredite in CHF:	CHF 25'416'000.–
Ausstehende Kredite umgerechnet in EUR (Kurs von EUR/CHF von 1.4832):	EUR 17'140'860.–
Nettovermögen	EUR 11'175'628.–

Am 15. März 2010 schrieb C.\_\_\_\_\_ an L.\_\_\_\_\_, er benötige weitere EUR 250'000.–, und fragte ihn, ob er einen Kredit in Schweizer Franken oder in Euro empfehle (act. 3/19 S. 81; act. 3/21 S. 33):

*"Könntest du ferner bitte einen Betrag von € 250.000 auf A.\_\_\_\_\_ auf das bekannte Privatkonto bei der G.\_\_\_\_\_ in M.\_\_\_\_\_ überweisen [ ... ] Könntest du auch einen Vorschlag unterbreiten, wie wir das machen? Empfiehlst du auch, in SFR zu leihen oder in Euro?"*

L.\_\_\_\_\_ antwortete wie folgt (act. 3/21 S. 33):

*"Bezüglich des Darlehens rate ich noch einmal dazu, in SFR zu leihen. Der Kurs ist jetzt so ausserordentlich hoch und es gibt eine sehr große 'Shortposition' EUR/CHF im März, dies muss bald zurückkommen. Lass mich kurz wissen, ob du damit einverstanden bist, die Daten deines Privatkontos haben wir bei uns im System. Sobald ich also höre, ob SFR in Ordnung ist, können wir bezahlen."*

Worauf C.\_\_\_\_\_ schrieb (act. 3/19 S. 81; act. 3/21 S. 35):

*"Leihen in SFR geht in Ordnung. Also bitte die EUR 250'000 auf unser Privatkonto unter der Angabe 'Darlehen gemäss Absprache' überweisen."*

Entsprechend nahm die Klägerin am 18. März 2010 einen weiteren Kredit über CHF 364'000.– auf, was damals dem Betrag von EUR 250'000.– entsprach (act. 1 Rz. 190 ff.; act. 3/23 S. 158).

Am 9. April 2010 schrieb C.\_\_\_\_\_ an L.\_\_\_\_\_, er benötige EUR 180'000.– für den Bau des Hauses seiner Tochter (act. 3/19 S. 83). Darauf fragte L.\_\_\_\_\_ nach, ob dies aus eigenen Mitteln oder aus Darlehen zu finanzieren sei, worauf C.\_\_\_\_\_ antwortete, dass wie bis anhin ein Darlehen aufgenommen werden solle (act. 3/21 S. 38). L.\_\_\_\_\_ riet dazu, das Darlehen in Schweizer Franken aufzunehmen. Dementsprechend nahm die Klägerin am 14. April 2010 ein weiteres Darlehen über CHF 260'000.– auf (damals rund EUR 180'000.–; act. 1 Rz. 195).

Mit E-Mail vom 20. April 2010 beantragte C.\_\_\_\_\_ gegenüber L.\_\_\_\_\_ ein weiteres Darlehen im Betrag von EUR 250'000.– für die Renovierung des Wohnhauses in I.\_\_\_\_\_ (act. 1 Rz. 196; act. 3/21 S. 85).

Mit E-Mail vom 27. Mai 2010 informierte C.\_\_\_\_\_ L.\_\_\_\_\_, dass er für den Ausbau des neuen Wohnhauses und des Hauses seiner Tochter insgesamt weitere EUR 370'000.– benötige, und verlangte explizit und zum ersten Mal ein Darlehen in Euro (act. 3/19 S. 86). In diesem Zusammenhang wurde der fünfte letzte Rahmenkreditvertrag datierend vom 3. Juni 2010 abgeschlossen (act. 3/22 S. 43 ff.). Unter besagtem Rahmenkreditvertrag nahm C.\_\_\_\_\_ namens der Klägerin in der Folge weitere Kredite im Betrag von total EUR 1'360'000.– auf, allesamt zur Finanzierung des neuen Wohnhauses der Familie bzw. desjenigen der Tochter. Auch diese Kredite wurden auf ausdrücklichen Wunsch von C.\_\_\_\_\_ in Euro aufgenommen (act. 1 Rz. 197 ff.; act. 13 Rz. 122).

Am 29. November 2010 gelangte C.\_\_\_\_\_ mit einem Darlehensgesuch an L.\_\_\_\_\_. Es ging darum, eine für das Immobilienprojekt in Frankreich von einem Dritten gewährte Finanzierung über EUR 3 Mio. für EUR 2'650'000.– abzulösen. Zudem informierte C.\_\_\_\_\_ L.\_\_\_\_\_, dass er noch einmal EUR 500'000.– für den Ausbau seines Hauses sowie des Hauses seiner Tochter benötige, damit alles fertiggestellt werden könne (act. 3/21 S. 49). L.\_\_\_\_\_ antwortete mit E-Mail vom selben Tag (act. 3/19 S. 104):

*"[...] Die Position von A.\_\_\_\_\_ ist derzeit so, dass wir noch ca. 2,5 Mio. EUR leihen könnten. Angesichts der derzeitigen Probleme mit dem Euro, die natürlich für den Schweizer Franken sprechen, schlage ich vor, diese Marge zum jetzigen Zeitpunkt noch zu behalten. Wenn du noch einmal 500.000 EUR benötigst, ist das kein Problem – aber mehr kann ich wirklich nicht leihen. Das ist zwar möglich, aber ich finde es zu gefährlich, zu eng zu planen. Wir können natürlich kurzfristig versuchen, eine Lösung zu finden, aber*

*ich möchte auf keinen Fall in die Situation geraten, in der plötzlich die Marge nicht mehr ausreicht. [...]*"

C.\_\_\_\_\_ antwortete mit E-Mail vom nächsten Tag (act. 3/21 S. 51):

*"[...] Ich fände es sehr angenehm, wenn du das Darlehen über EUR 2.5 Mio. vorbereiten könntest. Das wäre entscheidend für unser Projekt in Frankreich, und wir können sofort eine schöne Rendite mit meiner Holding damit machen. [...]"*

L.\_\_\_\_\_ sagte zu, die EUR 250'000.– zu überweisen, und stellte in Aussicht, die Kreditgewährung über EUR 2'500'000.– mit einem Kollegen zu besprechen (act. 3/21 S. 51; act. 1 Rz. 210 ff.; act. 13 Rz. 129).

Am 7. Dezember 2010 informierte L.\_\_\_\_\_ C.\_\_\_\_\_ schliesslich per E-Mail über den damaligen Stand der Darlehen sowie den Spielraum für weitere Darlehen (Zahlen in EUR; act. 3/21 S. 52; act. 1 Rz. 213):

*"[...]*  
*Total value assets per 7.12.2010 29'372'684*  
***Total lending value as per 7.12.2010 23'922'456 81.44% of assets***  
*Total loans per 7.12.2010 22'190'614*  
*Free lending capacity 1'731'842*  
*Required additional loan 2'650'000*  
*Required buffer for currency exposure 1'000'000*  
*Required new lending value 27'572'456 93.87% of assets*  
*[...]"*

Am 15. Dezember 2010 gewährte die Beklagte das für die Refinanzierung des Immobilienprojekts in Frankreich beantragte Darlehen von EUR 2'650'000.– (act. 3/23 S. 206; act. 1 Rz. 214).

Am 21. Dezember 2010 schrieb L.\_\_\_\_\_ C.\_\_\_\_\_ mit den Worten (act. 3/21 S. 54):

*"C.\_\_\_\_\_, Es sieht nicht gut aus mit dem EUR/CHF-Wechselkurs. Wir haben zwar noch etwas Luft, aber bei 1,25 beginnt es eng zu werden. Was sollen wir machen, wenn der Kurs unter 1,25 sackt? Hast du andere Quellen zur Finanzierung oder sollen wir die Position schließen / reduzieren?"*

C.\_\_\_\_\_ teilte am 24. Dezember 2010 mit, keine anderen Quellen zu haben (act. 3/21 S. 54).

Das Ergebnis der Verwaltungstätigkeit der Beklagten für das Jahr 2010 und der Status des Depots per 31. Dezember 2010 lassen sich wie folgt zusammenfassen (act. 3/25 S. 362-388):

Ergebnis Verwaltungstätigkeit 2010:

Erträge	EUR 720'576.–
Kursgewinne/-verluste auf Anlagen:	EUR 1'092'482.–
Vermögensverwaltungskosten:	EUR -139'841.–
Performance:	EUR 1'673'217.–
Kreditzinsen:	EUR -242'597.–
Vermögensveränderung ohne Wechselkursgewinne/-verluste:	EUR 1'430'620.–
Wechselkursgewinne/-verluste auf Krediten:	EUR -3'295'404.–
Vermögensveränderung total:	EUR -1'864'784.–

Depot per 31. Dezember 2010:

Gesamtwert aller Anlagen (inkl. liquide Mittel):	EUR 29'771'564.–
Ausstehende Kredite in CHF:	CHF 26'400'000.–
Ausstehende Kredite umgerechnet in EUR (Kurs von EUR/CHF 1.2505):	EUR 21'111'555.–
Nettovermögen	EUR 4'635'387.–

Am 6. Januar 2011 rief L. \_\_\_\_\_ C. \_\_\_\_\_ an und schlug vor, den Aktivsaldo auf dem CHF-Konto zum Abbau der CHF-Kredite zu nutzen und zugleich die EUR-Kredite entsprechend zu erhöhen. Die Währungsverluste empfahl er einstweilen "auszusitzen" (act. 3/21 S. 55). Die Klägerin folgte L. \_\_\_\_\_s Rat. Die Kreditbeträge betragen neu CHF 22'405'000.– (statt CHF 22'800'000.–) sowie EUR 4'942'500.– (statt EUR 4'631'500.–) (act. 1 Rz. 222 f.; act. 3/23 S. 212-214).

Im 16. März 2011 ersuchte C. \_\_\_\_\_ um einen Kredit von weiteren EUR 250'000.–. Die Antwort L. \_\_\_\_\_s in der E-Mail vom 16. März 2011 war die folgende (act. 1 Rz. 224; act. 3/21 S. 58):

*"[...] Bezüglich des Darlehens rate ich noch einmal dazu, in SFR zu leihen. Der Kurs ist jetzt so ausserordentlich hoch und es gibt eine sehr große 'Shortposition' EUR/CHF im März, dies muss bald zurückkommen. Lass mich kurz wissen, ob du damit einverstanden bist, [...]."*

Es kam jedoch nicht zu einer weiteren Darlehensgewährung. Am 19. März 2011 trafen sich L. \_\_\_\_\_ und die Eheleute C'. \_\_\_\_\_. L. \_\_\_\_\_ notierte, dass das Wohnhaus nun fast fertig sei, das Immobilienprojekt in Frankreich gut laufe und sämtliche Immobilien der Familie nun vermietet seien. Entsprechend bräuchten die Eheleute C'. \_\_\_\_\_ keine Kredite mehr (act. 1 Rz. 226; act. 3/21 S. 59).

Am 25. Mai 2011 schrieb L. \_\_\_\_\_ C. \_\_\_\_\_, er mache sich "Sorgen wegen der Schweizer Franken", könne ihn aber nicht erreichen (act. 3/21 S. 62). Der Wech-

selkurs EUR/CHF war mittlerweile auf 1.23 gefallen. Am 30. Mai 2011 schrieb L.\_\_\_\_\_ C.\_\_\_\_\_ per E-Mail Folgendes (act. 1 Rz. 227 f.; act. 3/21 S. 64):

*"Ich habe soeben den Auftrag erteilt, die ein oder andere Position zu verkaufen, so dass wieder genug Freiraum vorhanden ist. Dieses Geld kommt dann zur Einlage, wo es wirklich nicht viel einbringt. Aus diesem Grund schlage ich vor, dieses Geld zu nehmen, um mindestens deine EUR-Darlehen zu tilgen. Was mir mit den CHF-Darlehen machen, müssen wir noch besprechen."*

Mit E-Mail vom 31. Mai 2011 liess L.\_\_\_\_\_ C.\_\_\_\_\_ im Anhang eine Aufstellung betreffend das verwaltete Vermögen und die Darlehen zukommen. Die Beklagte legte zwei Optionen für das weitere Vorgehen dar. Dabei empfahl sie, mit den vorhandenen Barmitteln von rund EUR 10 Mio. den Euro-Kredit über EUR 4'950'000.– zu tilgen und den Rest für den Abbau der Kredite in Schweizer Franken zu nutzen (act. 1 Rz. 229). Die Tilgung der EUR-Kredite – so die Beklagte – sei deshalb sinnvoll erschienen, weil es ökonomisch keinen Sinn gemacht hätte, die durch den Verkauf der Anlagen frei gewordenen Barmittel bei einer ungefähren Rendite von 1% als Sicherheit auf dem Konto zu belassen, während die ausstehenden EUR-Kredite gleichzeitig 1.7% an Zins gekostet hätten. Mit der Tilgung der CHF-Kredite sei in Absprache mit C.\_\_\_\_\_ dagegen einstweilen zugewartet worden, um zu sehen, wie sich die Griechenland-Krise (und damit der Euro-Kurs) weiterentwickeln würden (act. 13 Rz. 132 f.; act. 3/21 S. 65):

*"Called C.\_\_\_\_\_ to discuss our proposal to reduce the loans. of particular urgency is the repayment of the EUR loan with EUR deposits. to hold the position in tact does economically not make any sense whatsoever. C.\_\_\_\_\_ agrees and gave me instructions to do so. With respect to the CHF loans we agreed that we wait until the Greek situation has been cleared and then decide. further i promised him to visit him soon."*

Am 4. Juli 2011 besuchte L.\_\_\_\_\_ die Eheleute C'.\_\_\_\_\_ in deren neuem Wohnhaus in I.\_\_\_\_\_. Anlässlich des Besuchs wurde die Währungssituation besprochen. Der EUR/CHF-Kurs lag zu diesem Zeitpunkt bei 1.23 Schweizer Franken (act. 1 Rz. 231; act. 13 Rz. 134; act. 3/21 S. 66):

*"Long discussion with C.\_\_\_\_\_ and his wife N.\_\_\_\_\_ about the CHF loan which they started in 2007 based on a recommendation by H.\_\_\_\_\_, a former employee. Given the unexpected strong rise in the CHF against the EUR C.\_\_\_\_\_ has incurred a loss of approximately EUR 3 mio. Needless to say he is not very happy with the situation and was asking our advice. He said he entered the transaction based on our advice and would like to know what we now think. Our economic research department foresees the EUR to rise to 1.34 at the end of the year. Although i told him that this is an expectation and not a guarantee we agreed to wait for a rebound in the EUR and then reduce the EURCHF loan position by switching part of the loan into EUR. [...]"*

In der Folge fiel der Kurs jedoch auf unter 1.20 Schweizer Franken. Der weitere Wertverlust des Euro führte dazu, dass die Darlehensposition durch die bestehenden Sicherheiten nicht mehr hinreichend gedeckt war. Mit E-Mail vom 12. Juli 2011, der Kurs war zu diesem Zeitpunkt bereits auf 1.16 Schweizer Franken gefallen, informierte L.\_\_\_\_\_ C.\_\_\_\_\_ über die Situation und teilte mit, dass nun das weitere Vorgehen entschieden werden müsse. L.\_\_\_\_\_ empfahl, weitere Anlagen zu verkaufen, um damit die Darlehen abzubauen (act. 1 Rz. 232; act. 13 Rz. 136; act. 3/21 S. 67):

*"[...] Gemäß unserer internen Regelung ist die Position jetzt schon nicht mehr gedeckt, wir müssen immer eine Mindestmarge von 10 % einhalten. Wir können immer noch das ein oder andere verkaufen, um wieder auf die 10 % Marge zu kommen, aber das ist auch nicht die Lösung. Im Moment beträgt der Gesamtwert deiner Anlagen EUR 24.365.000,-, die CHF-Darlehen haben bei einem Wechselkurs von 1.1677 einen Wert von EUR 22.276.000,-. Wir haben also noch eine Marge von gerade 8,50 %! Der Wechselkurs ist heute Morgen auf 1.1550 gefallen und es lässt sich echt nicht prognostizieren, wie weit wir noch fallen werden! Wenn wir alles verkaufen würden, blieben derzeit noch gut EUR 2.41 Mio. übrig. Der Breakevenpunkt liegt also bei 1.0965 und wir können nicht ausschließen, dass es noch so weit kommt. Niemand weiß, wo dies hin führt, aber ich denke es ist besser, einen Teil der Position zu schließen. Wir können morgen bei 1.05 oder bei 1.20 stehen, aber bei diesen Bewegungen ist das nur noch Glücksspiel. [...]"*

In Absprache mit C.\_\_\_\_\_ gab L.\_\_\_\_\_ am 15. Juli 2011 bankintern einen Stop-Loss-Auftrag, CHF 13 Mio. zu kaufen, um damit das Währungsrisiko der ausstehenden CHF-Kredite in entsprechender Höhe zu beseitigen. Der Auftrag wurde kurz darauf ausgeführt (act. 1 Rz. 233; act. 3/19 S. 127-134; act. 3/21 S. 68 und 72). In der Folge wurde das Portfolio stufenweise veräussert und die bestehenden CHF-Kredite abgelöst. Der nach dem Verkauf der Anlagen und der Ablösung der Kredite verbleibende Restbetrag von EUR 1'330'000.- wurde auf das Konto der Klägerin bei der G.\_\_\_\_\_ überwiesen (act. 1 Rz. 241 ff.; act. 13 Rz. 138).

Aufgrund des Wertverlusts des Euros im Nachgang zur Finanzkrise resultierte auf den CHF-Krediten der Klägerin per 31. Dezember 2011 ein Währungs- bzw. Kursverlust in der Höhe von EUR 2'463'550.- (act. 3/25 S. 450; act. 13 Rz. 139 sowie act. 32 Rz. 421; nicht EUR 2'736'365.- wie in act. 1 Rz. 252 aufgeführt).

## 2. Standpunkt der Klägerin

Die Klägerin fordert von der Beklagten Schadenersatz wegen Pflichtverletzungen im Zusammenhang mit der Kreditvergabe und beruft sich dabei auf den

zwischen den Parteien bestehenden Vermögensverwaltungsvertrag; die daraus resultierenden Pflichten der Beklagten seien auch für die Kreditvergabe massgebend (die Vermögensverwaltung an sich wird nicht beanstandet). Pflichtwidrig sei es gewesen, der Klägerin zu raten, nicht bankmässige Investitionen nicht aus dem eigenen Vermögen zu tätigen, sondern das gesamte Vermögen anzulegen und andere Investitionen und Ausgaben aus Krediten der Beklagten zu finanzieren (Verletzung der Beratungspflicht durch den Rat zur Kreditaufnahme). Die Kreditgewährungen hätten aufgrund des Leverage-Effekts automatisch zu einer unpassenden Erhöhung der Risiken geführt. Dies habe dem risikoaversen Profil der Klägerin und dem anvisierten Ziel der Vermögenssicherung widersprochen (act. 1 Rz. 275 ff.).

Eine zusätzliche Sorgfaltswidrigkeit sei gewesen, der Klägerin zur Aufnahme der Kredite in Schweizer Franken statt in Euro zu raten (Verletzung der Beratungspflicht durch den Rat zur Kreditaufnahme in Schweizer Franken). Vorliegend sei durch die massive Kreditgewährung in Schweizer Franken ein Währungsrisiko entstanden, welches dem Vermögensverwaltungsvertrag und dem risikoaversen Profil der Klägerin diametral widersprochen habe (act. 32 Rz. 92 ff.).

Schliesslich seien Vermögensverwaltung und Kredite nach dem (tatsächlichen wie objektivierten) Willen der Parteien keine voneinander unabhängigen Verträge gewesen, sondern hätten ein einheitliches Rechtsverhältnis mit dem Gegenstand der Vermögensverwaltung gebildet (act. 32 Rz. 51).

### 3. Standpunkt der Beklagten

Die Beklagte bestreitet, dass die vorliegende Streitigkeit in einem Zusammenhang mit dem Vermögensverwaltungsvertrag stehe. Die Klägerin mache einen durch die Kreditaufnahme in Schweizer Franken erlittenen Währungsverlust geltend. Diese Kredite seien im Rahmen einer separaten Kreditbeziehung (und unter separaten Rahmenkreditverträgen) aufgenommen worden und hätten zu keinem Zeitpunkt Teil des Vermögensverwaltungsmandats gebildet. Es habe zu keinem Zeitpunkt dem Verständnis der Parteien entsprochen, dass auch die später aufgenommenen Kredite in irgendeiner Form Bestandteil des Vermögensver-

waltungsmandates bilden würden (act. 13 Rz. 68). Massgeblich seien vorliegend vielmehr die im Rahmen einer Kreditbeziehung bestehenden – eingeschränkten – Aufklärungs- und Beratungspflichten und nicht die spezifischen Pflichten des Vermögensverwaltungsvertrages (act. 13 Rz. 89).

Angesichts der zu erwartenden Rendite bei Anlage des Verkaufserlöses und der niedrigen Zinssätze für Kredite sei es für die Klägerin aus damaliger Sicht vorteilhafter gewesen, den gesamten Verkaufserlös anzulegen und die Immobilienprojekte über Kredite zu finanzieren. Die Klägerin habe mit diesem Vorgehen (Wechselkursverluste ausgeklammert) eine deutlich über den Zinskosten für die Kredite liegende Rendite erwirtschaftet (act. 13 Rz. 184 f.). Die Klägerin habe sich ganz bewusst für die Aufnahme von Krediten in Schweizer Franken entschieden, um vom Zinsvorteil gegenüber EUR-Krediten zu profitieren. Das mit der Kreditaufnahme in Schweizer Franken verbundene Währungsrisiko sei der Klägerin bekannt gewesen (act. 13 Rz. 165).

#### **IV. (Materielles)**

##### 4. Anwendbares Recht

In der "Verwaltungsvollmacht" vom 24. März 2006 (act. 3/3 S. 1) haben die Parteien auf ihre Rechtsbeziehung Schweizer Recht für anwendbar erklärt. Damit wurde im Sinne von Art. 116 IPRG die Rechtswahl zugunsten Schweizer Rechts gültig getroffen.

##### 5. Vermögensverwaltungsvertrag als Anspruchsgrundlage?

Zunächst ist zu prüfen, ob sich die im Zusammenhang mit den streitgegenständlichen Kreditgewährungen geltenden Pflichten der Beklagten aus dem zwischen ihr und der Klägerin vorliegenden Vermögensverwaltungsvertrag ergeben bzw. ableiten lassen.

## 5.1. Vorliegen einer kreditfinanzierten Anlage?

### 5.1.1. Vorbringen der Parteien

Für ihren Standpunkt, dass vorliegend auftragsrechtliche Aufklärungspflichten massgebend sind, beruft sich die Klägerin auf die bundesgerichtliche Rechtsprechung, wonach im Rahmen der Anlageberatung bzw. Vermögensverwaltung die Anforderungen an die Aufklärungspflicht der Bank höher sind, wenn der Kunde nicht nur mit seinem Vermögen, sondern auch mit von der Bank gewährten Krediten spekuliert. Vorliegend handle es sich um eine faktisch kreditfinanzierte Anlage. Daher seien die Kredite nicht vom Vermögensverwaltungsvertrag getrennt zu betrachten, so dass die erhöhten Aufklärungspflichten auch im vorliegenden Streitgegenstand zur Anwendung kämen.

Zwar seien die Anlagen unter dem Verwaltungsvertrag vollständig aus eigenen Mitteln – dem der Beklagten überwiesenen Erlös aus dem Unternehmensverkauf – finanziert worden. Nach erfolgter Vermögensanlage habe die Beklagte der Klägerin allerdings Kredite für Ausgaben und nicht bankmässige Investitionen gewährt, wobei das Depot jeweils unangetastet geblieben und als Kreditsicherheit gedient habe. Eine solche Vermögensanlage sei aus folgenden Überlegungen als kreditfinanziert zu betrachten: Ein Anleger könne nur das Geld bankenmässig anlegen, welches ihm effektiv für die bankmässige Anlage zur Verfügung stehe. Ob ein Anleger die Anlagen bei der Bank von Anfang an aus Krediten der Bank finanziert oder die Anlagen zunächst aus eigenen Mitteln erwirbt, danach aber Ausgaben und nicht bankmässige Investitionen aus Krediten der Bank finanziert, mache wirtschaftlich betrachtet keinen Unterschied. In beiden Fällen lege der Anleger bei der Bank einen Geldbetrag an bzw. lasse einen Geldbetrag weiterhin angelegt, welchen er der Bank aus eigener Kraft nicht zur Verwaltung hätte übergeben können. Denn der Anleger könne in beiden Fällen nur deshalb einen bestimmten Betrag anlegen bzw. angelegt lassen, weil ihm die Bank Kredite gewährt. Damit sei seine bankmässige Vermögensanlage wirtschaftlich betrachtet in beiden Fällen gleichermassen fremdfinanziert (act. 1 Rz. 108-111). Benötigt ein Anleger, der sein Vermögen von einer Million CHF bei einer Bank angelegt hat, für eine nicht bankmässige Investition in ein Kunstwerk eine halbe Million CHF, müsste er die

Hälfte seiner bankmässigen Anlagen verkaufen, um das Kunstwerk erwerben zu können. Würde er stattdessen von der Bank (gegen Verpfändung aller Anlagen) einen Kredit für den Kauf des Kunstwerkes aufnehmen, bewirkte das zwangsläufig eine Erhöhung des Risikos, eigene Mittel zu verlieren: Das Verlustrisiko aus den beibehaltenen bankmässigen Anlagen würde in diesem Fall unverändert bestehen bleiben, und das Risiko, auf der Investition in das Kunstwerk ebenfalls einen Verlust zu erleiden, hinzukommen. Dass die Bank formal den Kredit zum Zweck erteilt, das Kunstwerk zu erwerben, ändere nichts daran, dass der Anleger nun doppelt so viel Geld bankmässig angelegt hat (eine Million), als ihm aus eigenen Mitteln zur Verfügung stehe (eine halbe Million; act. 1 Rz. 112).

Dass nicht die formale, sondern diese wirtschaftliche Betrachtungsweise massgebend sei, ergebe sich schon ohne weiteres daraus, dass die Kernfrage bei der Vermögensanlage darin bestehe, welche Chancen und Risiken mit einer bestimmten Vermögensanlage für den Anleger verbunden seien und ob der Anleger fähig und willens sei, diese Risiken einzugehen. Der Begriff des "Risikos" sei dabei immer ein wirtschaftlicher. Immer gehe es um die materielle Beurteilung der Frage, ob der Anleger zugunsten von Renditechancen ein bestimmtes Risiko, einen finanziellen Verlust auf dem eigenen Vermögen zu erleiden, eingehen könne und wolle. Die Beurteilung dieser Frage falle aber gleich aus, ob der Anleger von Beginn weg bankmässige Anlagen auf Kredit tätigt oder ob er zunächst alles eigene Geld anlegt und erst später gegen Verpfändung der bankmässigen Anlagen Kredite für die Finanzierung von Ausgaben und nicht bankmässigen Investitionen von der Bank erhält (act. 1 Rz. 113).

Hinsichtlich der Pflichten einer Bank könne es keine Rolle spielen, ob der Kunde im Rahmen einer Vermögensverwaltung von Beginn weg auf Kredit anlegt, womit die auftragsrechtliche Sorgfalts- und Treuepflicht gemäss bundesgerichtlicher Praxis in erhöhtem Masse anwendbar wäre, oder ob er, so wie die Klägerin vorliegend, zuerst nur eigene Mittel anlegt, und anschliessend zur Bestreitung anderer Ausgaben Kredite aufnimmt, damit die angelegten Mittel weiterhin angelegt bleiben können. In beiden Fällen bestehe zwischen den Parteien ein Vermögensverwaltungsvertrag, und die Fälle seien auch wirtschaftlich gleich, insbesondere

die für den Kunden bestehenden Risiken. Die sorgfältige und professionelle Handhabung dieser Risiken sei der Kern jeder Beratung oder Vermögensverwaltung durch eine Bank. Entsprechend fehle eine Rechtfertigung dafür, weshalb die Pflichten der Bank in den beiden Konstellationen verschieden sein sollen (act. 32 Rz. 57).

Dass es keinen Unterschied mache, ob ein Anleger von Beginn weg Fremdmittel anlegt oder nachträglich Kredite für Ausgaben und nicht bankmässige Investitionen aufnimmt, und die Kredite in beiden Fällen in die Betrachtung der Vermögensanlage miteinzubeziehen seien, liege auch dem EDV-System der Beklagten zu Grunde. Das belege der Eintrag L.\_\_\_\_s vom 27. August 2009 in den Contact Reports, wo dieser Folgendes festgehalten habe (act. 3/21 S. 40): *"changed risk profile to high, because system always includes the loan when calculating the asset allocation. the real risk profile of the client for his investments remains defensif."* Das EDV-System der Beklagten habe eine Warnung generiert, weil die Vermögensanlage im Fall der Klägerin nicht mit dem defensiven Anlageprofil vereinbar gewesen sei. Dies, weil das EDV-System der Beklagten die Sachlage als teilweise kreditfinanzierte Anlage bewertet habe (*"system always includes the loan when calculating the asset allocation"*). Entsprechend habe das EDV-System festgestellt, dass das Depot der Klägerin wegen des mit kreditfinanzierten Anlagen verbundenen Leverage-Effekts gemessen am vereinbarten defensiven Profil zu hohe Risiken aufgewiesen habe. L.\_\_\_\_ habe auf diese Situation reagiert, indem er das defensive Risikoprofil der Klägerin im EDV-System auf *"high"* abgeändert habe (act. 1 Rz. 114 f.).

Weiter stellt sich die Klägerin auf den Standpunkt, der Rat zur Kreditaufnahme für die Finanzierung von nicht bankmässigen Investitionen sei pflichtwidrig gewesen, da die Kreditgewährung aufgrund des – für kreditfinanzierte Anlagen typischen – Leverage-Effekts automatisch zu einer unpassenden Erhöhung der Risiken für die Klägerin geführt habe. Vor der ersten Kreditgewährung sei das Depot den Bedürfnissen und Zielen der Klägerin entsprechend zusammengesetzt gewesen. Jede Risikoerhöhung habe automatisch dazu geführt, dass die Risiken nun das erlaubte Mass überschritten und die Vermögensanlage nicht mehr den Bedürfnis-

sen und Zielen der Klägerin entsprochen habe (act. 1 Rz. 103 ff., 278). In der Replik ergänzt die Klägerin, dass sowohl im Fall, in welchem die Bank von Beginn weg einen Lombardkredit gewährt, als auch im Fall, in welchem zunächst Eigenmittel angelegt werden und anschliessend ein Lombardkredit gewährt wird, das den Leverage-Effekt auslösende Element vorhanden sei: Der Anleger lege mit Hilfe der Kredite der Bank mehr Geld an, als er aus eigener Kraft anlegen könnte. Die Anlagen seien in der zweiten Variante indirekt kreditfinanziert, weil sie ohne die Krediterteilungen verkauft werden müssten. Identisch mit der Sachlage bei bereits anfänglicher Kreditgewährung sei auch, dass die Anlagen als Sicherheit dienten, also ein Lombardkredit vorlag (act. 32 Rz. 455). Weiter habe das für fremdfinanzierte Anlagen typische Verschuldungsrisiko auch vorliegend bestanden: Bei einem Totalverlust der bankmässigen Anlagen und/oder einem Wertverlust der aus Krediten erworbenen Vermögenswerte hätten die Vermögenswerte je nach konkreter Entwicklung nicht ausgereicht, um die Kredite zu tilgen (act. 32 Rz. 468).

Die Beklagte bestreitet das Vorliegen einer kreditfinanzierten Anlage. Das für kreditfinanzierte Anlagen typische Überschuldungsrisiko – im Falle eines Totalverlustes verliert der Anleger nicht nur seine Eigenmittel, sondern hat auch die aufgenommenen Kredite zurückzubezahlen – habe vorliegend gerade nicht bestanden, da die Klägerin (anders als bei einer kreditfinanzierten Anlage) mit den aufgenommenen Krediten nicht die Anlagen unter dem Vermögensverwaltungsvertrag, sondern vornehmlich den Erwerb von Immobilien finanziert habe. Selbst bei einem Totalverlust der Anlagen unter dem Vermögensverwaltungsvertrag habe den aufgenommenen Krediten ein Wert in Form der erworbenen Immobilien gegenübergestanden, welcher zur Tilgung des jeweiligen Kredits hätte herangezogen werden können. Es handle sich damit von vornherein um eine andere Ausgangslage als bei einer kreditfinanzierten Anlage. So gelte gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung eine Spekulation nicht als riskanter, als wenn der Bankkunde mit eigenem Vermögen spekuliert, wenn der für die Spekulationen verwendete Bankkredit durch die Verpfändung von Wertpapieren gesichert war (act. 13 Rz. 180 ff.; act. 13 Rz. 219 m.H.a. Urteil des Bundesgerichts 4C.265/2001 vom 15. Januar 2002).

Die Beklagte bestreitet, dass ihr EDV-System die Sachlage als kreditfinanzierte Anlage bewertet haben soll. Hintergrund des Contact Report vom 27. August 2009 (act. 3/21 S. 27) sei eine Unzulänglichkeit im damaligen System gewesen: Ihr elektronisches Risikobewertungssystem sei zu jenem Zeitpunkt nicht in der Lage gewesen, verschiedene Depots des Kunden unabhängig voneinander zu betrachten. Das System sei so ausgerichtet gewesen, dass es sämtliche Aktiven und Passiven eines Kunden konsolidiert und gesamthaft betrachtet habe – auch bei voneinander unabhängigen Depots und Anlagen. So habe das System bei der Risikobewertung der Anlagen der Klägerin auch die separat geführten Kredite miteinbezogen und das Risiko fälschlicherweise als *"high"* eingestuft. Denn die (zu jenem Zeitpunkt bereits umfangreichen) Kredite hätten in Schweizer Franken gelautet und das System sei durch den Einbezug der Kredite irrtümlich von einer Konzentration (*"allocation"*) der Vermögensanlage in der Fremdwährung Schweizer Franken ausgegangen. In der Folge habe das System eine automatische Warnmeldung generiert, weil sich das vermeintliche Risiko der Anlage nicht mit dem hinterlegten defensiven Profil gedeckt habe (act. 39 Rz. 269 f.).

Im Zusammenhang mit dem von der Klägerin geltend gemachten Leverage-Effekt – durch die aufgenommenen Kredite habe sich das Risiko der Anlagen unter dem Vermögensverwaltungsvertrag erhöht, so dass die Vermögensanlage nicht mehr einem defensiven Mandat entsprochen habe (act. 1 Rz. 103 ff. und 278) – weist die Beklagte darauf hin, dass die Kreditaufnahme an der Wahrscheinlichkeit, mit der Vermögensanlage überhaupt einen Verlust zu erleiden, nichts geändert habe. Die Beklagte habe die Vermögenswerte der Klägerin vereinbarungsgemäss im Rahmen eines defensiven Vermögensverwaltungsmandates angelegt und verwaltet. Die Kredite seien vollkommen unabhängig vom Vermögensverwaltungsmandat aufgenommen worden und hätten auf die Anlage der Vermögenswerte keinerlei Einfluss gehabt. Sie hätten weder an der Zusammensetzung des Depots, noch an den getroffenen Anlageentscheiden noch am Risiko der Anlagen etwas geändert. Das Vermögensverwaltungsmandat habe während der gesamten Vertragsdauer einem defensiven Anlageprofil entsprochen und wäre von der Beklagten ohne die aufgenommen Kredite in genau derselben Art und Weise verwaltet worden. Der einzige Unterschied habe letztlich darin bestanden, dass mehr Mittel an-

gelegt gewesen seien, als wenn keine Kredite aufgenommen worden wären. Dies sei wiederum ein bewusster Entscheid der Klägerin und nicht etwa ein Anlageentscheid der Beklagten gewesen (act. 13 Rz. 168 ff., act. 39 Rz. 215 ff.).

Selbst wenn sich die Kredite in irgendeiner Form auf die bestehenden Anlagen ausgewirkt hätten und sich das Risiko der Anlagen dadurch in irgendeiner Weise erhöht hätte, mit dem von der Klägerin erlittenen Währungsverlust – die Klägerin mache ja diesen geltend – habe dies nicht das Geringste zu tun gehabt. Es gehe vorliegend nicht darum, dass die Klägerin durch die angebliche Erhöhung des Risikos der Anlagen einen Verlust erlitten habe. Vorliegend habe sich nicht das angeblich erhöhte Risiko der Vermögensanlage realisiert, sondern das mit den Krediten eingegangene Währungsrisiko (act. 13 Rz. 166 f.).

#### 5.1.2. Rechtliches und Würdigung

In der Tat geht die Rechtsprechung des Bundesgerichts davon aus, dass die Anforderungen an die Aufklärungspflicht eines Vermögensverwalters höher sind, wenn der Kunde als Auftraggeber nicht nur mit seinem Vermögen, sondern auch mit von der Bank gewährten Krediten spekuliert (Urteil 4A\_140/2011 vom 27. Juni 2011 E. 3.1; BGE 133 III 102 f.; BGE 119 II 335; BGE 115 II 66 f.). Der Grund liegt im Umstand, dass die Spekulation mit Krediten speziell risikobehaftet ist (BGE 115 II 62 E. 3c). Bei einer ganz oder teilweise kreditfinanzierten Anlagestrategie ist der Anleger erhöhten Verlustrisiken ausgesetzt. Im "worst case" (vollständiger Wertverlust der investierten Anlagen und Finanzprodukte) verliert er nicht nur sein eigenes Vermögen; zusätzlich besitzen die mit fremdem (geliehenem) Geld finanzierten Anlagen keinen Gegenwert mehr, aber der Kredit muss trotzdem (samt Zinsen) gleichwohl bedient werden. Zur Verlustgefahr tritt hier somit die Verschuldungsgefahr hinzu, auf welche der Vermögensverwalter einen hierüber nicht bereits aufgeklärten und erfahrenen Anleger in aller Deutlichkeit hinzuweisen hat (JEAN-MARC SCHALLER, Handbuch des Vermögensverwaltungsrechts, Zürich 2013, N 141 f.). Im Zusammenhang mit erhöhten Anforderungen an die Aufklärungspflicht bei Spekulation mit Krediten hielt das Bundesgericht indessen fest, dass die Spekulation nicht als riskanter gelten kann, als wenn der Bankkunde mit eigenem Vermögen spekuliert, wenn der für die Spekulation verwendete Bank-

kredit durch die Verpfändung von Wertpapieren gesichert war (Urteil 4C.26/2001 vom 15. Januar 2002 E. 2b.cc). Das Bundesgericht erwog dies in einem Fall, in welchem ein Kunde Kredite aufnahm, um Optionsgeschäfte zu tätigen, wobei die Kredite durch bereits bestehende, bei der Bank hinterlegte Wertschriften des Kunden besichert waren.

Wie die Optionsgeschäfte in dieser Bundesgerichtsentscheid wurden die Investitionen der Klägerin vorliegend über einen Lombardkredit finanziert. Im zitierten Entscheid dienten bereits bestehende, bei der Bank hinterlegte Wertschriften des Kunden als Kreditsicherheit. Vorliegend dienten die durch die Klägerin im Rahmen des defensiven Vermögensverwaltungsmandats verwalteten Wertschriften als Sicherheit für die Kredite. In beiden Fällen wurden die Geschäfte also über Lombardkredite finanziert, welche durch anderweitige Aktiven des Bankkunden gesichert waren. Damit fehlt hier das bei kreditfinanzierten Anlagen typische Überschuldungsrisiko (vgl. auch art. 13 Rz. 219 f.), wonach der Kunde bei einem Totalverlust der Anlagen neben dem Verlust der Eigenmittel auch noch den aufgenommenen Kredit zurückzahlen hat. Die Klägerin hat den Kredit nicht zur Finanzierung der Anlagen unter dem Vermögensverwaltungsvertrag eingesetzt, sondern hat damit vorwiegend Immobilien finanziert. In ihrem Fall verfügt sie bei einem Totalverlust bzw. Wertverlust der aus den Krediten finanzierten Vermögenswerte noch über den Gegenwert der Anlagen unter dem Verwaltungsvertrag, und könnte diesen zur Tilgung des Kredits heranziehen. In einem solchen Fall besteht für sie kein höheres Risiko, als wenn sie für die Investitionen statt der Kredite ihr eigenes Vermögen direkt einsetzt. Dies ist anders als bei einem Totalverlust der Anlagen ohne bestehende Kreditsicherheit, wo unter Umständen kein Vermögen vorhanden ist, mit welchem die Kreditschuld getilgt werden könnte. Dass es die beiden Fälle auseinanderzuhalten gilt, beleuchtet schliesslich auch der Umstand, dass andernfalls jede – zu welchem Zweck auch immer erfolgte – Kreditaufnahme eines Kunden, welcher mit der Bank einen Vermögensverwaltungsvertrag abgeschlossen hat, die Anlage unter dem Vermögensverwaltungsvertrag zu einer kreditfinanzierten Anlage machen würde.

Die Klägerin wendet ein, dieser Bundesgerichtsentscheid sei nicht einschlägig, da das Bundesgericht davon ausgegangen sei, dass die hinterlegten Wertschriften den Kredit vollständig abdeckten; vorliegend sei aber erstens nicht gewährleistet gewesen, dass die Kredite durch die verpfändeten Wertpapiere gesichert gewesen seien, sondern es habe das Risiko bestanden, dass der Wert der verpfändeten Anlagen gesunken wäre und der Wert der Sicherheit zur Deckung der Kredite nicht mehr ausgereicht hätte. Zweitens sei auch nicht gewährleistet, dass die bankmässigen Anlagen und die aus den Krediten finanzierten Vermögenswerte insgesamt zur Rückzahlung der Kredite ausgereicht hätten (act. 32 Rz. 468-471). Dem ist zu entgegnen, dass vorliegend bei einem Totalverlust der mit den Krediten finanzierten Werte (Immobilien usw.) die den Kredit sichernden und defensiv angelegten Werte unter dem Vermögensverwaltungsvertrag zur Deckung der Kredite gereicht hätte. Nach den Rahmenkreditverträgen mussten die beanspruchten Kredite inkl. einer Sicherheitsmarge jederzeit durch die verpfändeten Vermögenswerte gedeckt sein (u.a. act. 3/22 S. 3; vgl. dazu auch oben Ziffer III.1). Wie die Beklagte richtig ausführt (act. 39 Rz. 225 f.), weist die Klägerin auch nicht nach, dass der Wert der erworbenen Liegenschaften nicht den Wert der Kredite (inkl. Fremdkapitalkosten; vgl. dazu act. 32 Rz. 473 f. und act. 39 Rz. 227) erreicht hätte. Weiter handelt es sich bei Immobilien um grundsätzlich wertsichere und wertbeständige Anlagen; dass es vorliegend anders sein soll, hat die Klägerin auch nicht behauptet. Davon, dass ein Wertverlust der bankmässigen Anlagen und der aus den Krediten erworbenen bzw. damit finanzierten Vermögenswerte in der Art erfolgen würde, dass die Vermögenswerte insgesamt zur Tilgung der Kredite nicht ausreichen würden, muss für das Vorliegen einer gesicherten Anlage nicht ausgegangen werden.

Hinsichtlich des Eintrags L. \_\_\_\_\_s in den Contact Reports vom 27. August 2009 *"changed risk profile to high, because system always includes the loan when calculating the asset allocation. the real risk profile of the client for his investments remains defensif."* (act. 3/21 S. 40) ist die Erklärung der Beklagten (vgl. act. 13 Rz. 270) nachvollziehbar und entspricht dem Wortlaut des Contact Report, wonach das EDV-System das Risiko der Anlagen unter dem Vermögensverwaltungsvertrag nicht (im Gegensatz zur Klägerin, vgl. act. 1 Rz. 114 f.) deshalb als

hoch einstuft, weil es von einer kreditfinanzierten Anlage oder einem Leverage-Effekt ausging, sondern weil die zu jenem Zeitpunkt bereits umfangreichen Kredite in Schweizer Franken lauteten und es durch den Einbezug der Kredite (*"system always includes the loan"*) irrtümlich von einer Konzentration (*"allocation"*) der Vermögensanlage in der Fremdwährung Schweizer Franken ausging, weshalb das Risikoprofil der Anlagen im System angepasst werden musste; das Risikoprofil habe zu jeder Zeit dem vereinbarten defensiven Anlageprofil entsprochen (*"the real risk profile of the client for his investments remains defensif"*). Somit kann auch aus diesem Eintrag bzw. dem EDV-System der Beklagten nicht auf das Vorliegen einer kreditfinanzierten Anlage geschlossen werden.

Aus der genannten Rechtsprechung des Bundesgerichts, wonach die Anforderungen an die Aufklärungspflicht eines Vermögensverwalters höher sind, wenn der Auftraggeber nicht nur mit seinem Vermögen, sondern auch mit von der Bank gewährten Krediten spekuliert, könnte die Klägerin auch bei Vorliegen einer kreditfinanzierten Anlage ohnehin nichts ableiten. Denn diese Rechtsprechung betraf Fälle, welche die Haftung der Bank für die im Rahmen der Anlageberatung bzw. Vermögensverwaltung zum Nachteil des Kunden verursachten Verluste zum Thema hatten. Die erhöhten Anforderungen betrafen dabei die Aufklärung im Rahmen der Anlageberatung bzw. Vermögensverwaltung und begründeten sich in der Finanzierung der Anlagen durch Kredite. Die Klägerin macht vorliegend aber eine Pflichtverletzung im Zusammenhang mit der Kreditgewährung geltend, nämlich das Unterlassen einer Aufklärung über die massiven Währungsrisiken; der Schaden wurde hier durch den Währungsverlust verursacht. Die Verwaltung des Vermögens unter dem zwischen den Parteien bestehenden Vermögensverwaltungsvertrag bemängelt die Klägerin nicht; auch liegt kein im Rahmen der Vermögensverwaltung entstandener Schaden vor. Insofern ist der vorliegende Sachverhalt mit demjenigen im Bundesgerichtsentscheid auch nicht vergleichbar, als dort die Pflichtverletzung der Bank hinsichtlich der Optionsgeschäfte (mit Krediten erworbene Werte) Thema ist, hier aber die Pflichtverletzung im Zusammenhang mit der Kreditgewährung selber geltend gemacht wird. Was mit den Krediten finanziert wurde, spielt für die Beziehung der Klägerin zur Beklagten keine Rolle.

Weiter stellt sich die Klägerin auf den Standpunkt, die Kreditgewährung habe aufgrund des – für kreditfinanzierte Anlagen typischen – Leverage-Effekts automatisch zu einer unpassenden Erhöhung der Risiken für sie geführt. Vor der ersten Kreditgewährung sei das Vermögensverwaltungs-Depot den Bedürfnissen und Zielen der Klägerin entsprechend zusammengesetzt gewesen. Jede Risikohöherung habe automatisch dazu geführt, dass die Risiken das erlaubte Mass überschritten und die Vermögensanlage nicht mehr den Bedürfnissen und Zielen der Klägerin entsprochen habe (vgl. oben Ziffer 5.1.1). Als Leverage-Effekt wird die Hebelwirkung beim Einsatz von Fremdkapital bezeichnet. Bei einer kreditfinanzierten Anlage nimmt der Kunde zusätzlich zu seinen eigenen Mitteln Fremdkapital auf, um damit Anlagen zu tätigen. Da dem Kunden durch die Aufnahme von Krediten zusätzliche Mittel zur Anlage zur Verfügung stehen, kann er aufgrund der vergrösserten Anlagesumme absolut gesehen einen höheren Gewinn erzielen. Gleichzeitig hat der Kunde aufgrund der höheren Anlagesumme aber auch ein höheres Verlustrisiko. Hinzu kommt, dass der Kunde bei einem Totalverlust nicht nur seine Eigenmittel verliert (Verlustgefahr), sondern auch noch die aufgenommenen Kredite (samt Zinsen) zurückzahlen hat (Verschuldungsgefahr). Der Hebeleffekt ist direkt durch den prozentualen Anteil des Kredits am Gesamtvermögen bestimmt: je höher dieser Anteil (Leverage) ist, desto stärker steigen sowohl der erwartete Ertrag als auch das Portfoliorisiko (vgl. JEAN-MARC SCHALLER, Handbuch des Vermögensverwaltungsrechts, Zürich 2013, N 141 f.; MARTINA LANDOLT, Kreditfinanzierte Vermögensanlagen: Chancen und Risiken aus Sicht eines Privatanlegers, Bern 2009, S. 33 f.). Wie die Beklagte richtig vorträgt (vgl. act. 13 Rz. 179 f.), hat die Kreditaufnahme vorliegend nicht zu einer für den Leverage-Effekt typischen Erhöhung des Gewinnpotentials bzw. Verlustrisikos der Vermögensanlage geführt. Denn das Portfolio entsprach dem vereinbarten defensiven Anlageprofil, und auf die getroffenen Anlageentscheide hatte die Kreditaufnahme keinen Einfluss. So weist die Klägerin selbst darauf hin, dass in einem Fall wie dem vorliegenden – wo die Kreditaufnahme zwecks Finanzierung nicht bankmässiger Investitionen erfolgt – das Verlustrisiko aus den beibehaltenen bankmässigen Anlagen unverändert bestehen bleibt (vgl. act. 1 Rz. 112). Insofern ist ein Leverage-Effekt hier nicht gegeben. Wie die Klägerin selbst ausführt

(vgl. oben Ziffer 5.1.1), ist dieser für kreditfinanzierte Anlagen typisch. Eine solche liegt hier aber aufgrund der den Kredit sichernden Anlagen nicht vor.

Schliesslich ist unter dem Gesichtspunkt des Kausalzusammenhangs zwischen dem Schaden und der allfälligen Pflichtverletzung durch die Beklagte (vgl. oben Ziffer 5.1.1, act. 13 Rz. 166 f.) zu erwähnen, dass die Klägerin mit der vorliegenden Klage den sich aus dem Währungsrisiko verwirklichten Schaden geltend macht. Selbst wenn man davon ausginge, dass mit der vorliegenden Kreditgewährung ein Leverage-Effekt entstanden wäre und damit ein erhöhtes Risiko für die Anlagen unter dem Vermögensverwaltungsvertrag bestanden hätte, wäre ein Kausalzusammenhang zum geltend gemachten Schaden nicht ersichtlich. Denn das für die Anlagen bestehende Risiko hat sich vorliegend nicht in einem Schaden manifestiert.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass hier keine kreditfinanzierte Anlage vorliegt und sich daher daraus ein auf dem Vermögensverwaltungsvertrag basierender Anspruch nicht ableiten lässt.

## 5.2. Aufgrund einer umfassenden Interessenwahrungspflicht?

Für ihren Standpunkt, bei der Gewährung der Kredite seien Pflichten aus dem Vermögensverwaltungsvertrag massgebend, beruft sich die Klägerin weiter darauf, dass das Bundesgericht in ständiger Praxis betone, dass die Interessenwahrungspflicht der Bank aus einem Vermögensverwaltungsvertrag umfassend sei. Wenn eine Bank wegen des vom Kunden unerwünschten Währungsrisikos nicht zu substanziellen Anlagen in Fremdwährungen raten dürfe, handle sie ebenso sorgfaltswidrig, wenn sie dem Kunden dazu rät, dasselbe unerwünschte Währungsrisiko durch Kreditaufnahme in Fremdwährungen zu schaffen. Die formalistische Vorstellung, die Bank dürfe den Hut als Vermögensverwalterin ablegen und ungeachtet ihrer umfassenden Interessenwahrungspflicht aus dem Mandat nun (massiv) Kredite in Fremdwährungen empfehlen, sei nicht haltbar (act. 1 Rz. 288). Infolge des Vorliegens eines Vermögensverwaltungsvertrages habe die Beklagte in jedem Fall die Pflicht gehabt, die Klägerin sorgfältig aufzuklären und zu beraten, selbst wenn es sich beim Vermögensverwaltungsvertrag und den

Kreditverhältnissen um separate Rechtsverhältnisse gehandelt hätte. Denn bei Vorliegen eines Vermögensverwaltungsvertrages habe die Bank immer eine umfassende Interessenwahrungspflicht (act. 32 Rz. 59 f. m.H.a. Urteil 4A\_364/2013 vom 19. November 2012 E. 6). Gemäss Bundesgericht habe eine Bank deshalb auch bei der Vergabe eines Kredits eine Interessenwahrungspflicht, wenn mit dem Kreditnehmer ein Vermögensverwaltungsvertrag besteht. Oder, wie es das Bundesgericht formuliere, die Bank habe nur dann keine Interessenwahrungspflicht bei der Kreditvergabe, wenn mit dem Kreditnehmer kein Vermögensverwaltungsvertrag besteht (act. 32 Rz. 60 f. m.H.a. Urteil 4C.205/2006 vom 21. Februar 2007 E. 3.4.2).

Im von der Klägerin erwähnten Urteil hielt das Bundesgericht fest, dass von den drei möglichen Formen von Verträgen für die börsenmässige Vermögensanlage – die blossе Konto-/Depotbeziehung, die Anlageberatung und die eigentliche Vermögensverwaltung – die Aufklärungs- und Beratungspflicht bei der Vermögensverwaltung am umfassendsten sei (Urteil 4A\_364/2013 vom 19. November 2012 E. 6). Im betreffenden Fall hatte eine ausgebildete Krankenschwester, welche zuletzt als Mitarbeiterin der O.\_\_\_\_\_ gearbeitet und über ein Einkommen von CHF 4'500.– sowie ein Vermögen von CHF 13'000.– verfügt hatte, sich nach einer substantiellen Erbschaft in den Ruhestand gesetzt und einer Bank die Erbschaft mit der Absicht zur Verwaltung übergeben, daraus künftig ihren Lebensunterhalt zu bestreiten. In der Streitigkeit ging es um Verluste aus von der Bank getätigten Investitionen, für welche diese schliesslich haftete. Dieser Fall ist mit dem vorliegenden jedoch nicht vergleichbar, da hier unbestritten ist, dass die Beklagte das Vermögen der Klägerin wie vereinbart verwaltet hat, die Haftung im Zusammenhang mit dem zur Verwaltung überlassenen Vermögen somit kein Thema ist. Die Auffassung der Klägerin, wonach eine Bank, welche wegen des vom Kunden unerwünschten Währungsrisikos nicht zu substanziellen Anlagen in Fremdwährungen raten dürfe, – infolge der umfassenden Interessenwahrungspflicht – ebenso sorgfaltswidrig handle, wenn sie dem Kunden dazu rät, dasselbe unerwünschte Währungsrisiko durch Kreditaufnahme in Fremdwährungen einzugehen, trifft hier nicht zu. Im Vergleich zur blossen Konto-/Depotbeziehung und Anlageberatung gelten bei der Vermögensverwaltung erhöhte und umfassende Sorgfaltspflichten.

Diese rühren daher, dass der Kunde bei der Vermögensverwaltung den Entscheid über die einzelnen vorzunehmenden Investitionen (im Rahmen der im Vermögensverwaltungsvertrag vereinbarten Konditionen) vollumfänglich der Bank überlässt, das heisst, dass die Bank vor der Vornahme einer Investition mit dem Kunden keine Rücksprache nehmen oder von ihm eine Einwilligung einholen muss. Die streitgegenständlichen Kredite in Schweizer Franken aufzunehmen, sich damit anders als bei der Vermögensverwaltung gefahrenen Strategie dem Währungsrisiko auszusetzen, war ein Entscheid, den die Klägerin – zwar nach Empfehlung der Beklagten – jedoch selbst getroffen hat. Vor diesem Hintergrund fehlt es an der Rechtfertigung für die Anwendung der erhöhten und umfassenden Sorgfaltspflichten auf die Kreditgewährung.

Wie die Beklagte zu Recht bemerkt hat (act. 39 Rz. 92 f.), und im Gegensatz zu klägerischen Ausführungen (vgl. act. 32 Rz. 60), hat das Bundesgericht in einem weiteren von der Klägerin angeführten Urteil nicht entschieden, dass die Bank auch bei der Vergabe eines Kredits eine umfassende Interessenwahrungspflicht treffe. In diesem Entscheid waren Kredite nicht Streitgegenstand, sondern es ging um Verluste aus Investitionen, die der Kunde auf Empfehlung der Bank hin getätigt hatte. Das Bundesgericht hat wörtlich festgehalten: "*Le Tribunal fédéral a précisé à plusieurs reprises qu'en l'absence de mandat de gestion, la banque qui s'engage à exécuter des instructions ponctuelles de son mandant n'est pas tenue à une sauvegarde générale des intérêts du mandant.*" (vgl. Urteil 4C.205/2006 vom 21. Februar 2007 E. 3.4.2). Das heisst, dass ohne Vermögensverwaltungsvertrag keine umfassende Interessenwahrungspflicht besteht. Daraus kann jedoch nicht der Umkehrschluss gezogen werden, dass bei Vorliegen eines Vermögensverwaltungsvertrages stets eine umfassende Interessenwahrungspflicht besteht, die – so will es die Klägerin – darüber hinaus auch ausserhalb des Vermögensverwaltungsvertrages – hier bei der Gewährung von Krediten – zu beachten wäre.

### 5.3. Aufgrund der Empfehlung des Gesamtkonzepts?

Die Klägerin argumentiert weiter, dass sich die Aufklärungs- und Beratungspflichten subeventuell auch aus den Kreditverträgen selbst herleiten liessen. Es sei wie im betreffenden Bundesgerichtsentscheid die Beklagte gewesen, die der

Klägerin die Kreditaufnahmen empfohlen habe (*"lorsque la banque recommande au client la conclusion d'un contrat de crédit"*). Zudem habe die Klägerin bei jeder Kreditwährung um Rat gefragt und die Beklagte immer zur Aufnahme der Kredite in Schweizer Franken geraten. Auf diesen Rat habe sich die mit Fremdwährungskrediten unerfahrene Klägerin erkennbar in guten Treuen verlassen. Die Beklagte hätte diesen Rat entsprechend mit aller Sorgfalt erteilen und die Klägerin aufklären müssen (*"lorsqu'un client inexpérimenté se fie de manière reconnaissable aux renseignements, conseils et informations de la banque..."*; act. 32 Rz. 62 m.H.a. Urteil des Bundesgerichts 4C.205/2006 vom 21. Februar 2007 E. 3.4.2). Die Empfehlung der Beklagten sei der einzige Grund gewesen, weshalb die Klägerin jeweils um Kreditgewährung ersucht habe, anstatt eigene Mittel zu verwenden (act. 32 Rz. 476).

Die Beklagte habe von Beginn weg Kredite in Schweizer Franken empfohlen, da ihr Konzept mit EUR-Krediten gar keinen Sinn ergeben hätte. Die Zinsen für Kredite in Euro hätten zwischen rund 4-6%, die Zinsen für Kredite in Schweizer Franken jeweils rund 2% tiefer gelegen. Kein konservativer Anleger würde Kredite zu einem Zinssatz zwischen 4-6% aufnehmen, um Anlagen zu behalten, die eine Rendite von 4-6% erzielen. Als H. \_\_\_\_\_ schon am ersten Treffen vom 13. Februar 2006 für das Kreditkonzept mit der Begründung geworben habe, es wäre *"dumm"*, das Vermögen nicht anzulegen, weil die Beklagte Kredite zu einem Zinssatz offeriere, der wesentlich unter der aus der Vermögensverwaltung zu erwartenden Rendite liege, habe er entsprechend Kredite in Schweizer Franken gemeint. Die Empfehlung "Kredite" habe zwangsläufig auch die Empfehlung "Schweizer Franken" und damit auch die Wechselkursrisiken beinhaltet. Es sei daher grundlegend falsch, wenn die Beklagte behauptet, die Wechselkursverluste hätten mit den Krediten an sich nichts zu tun gehabt (act. 32 Rz. 31 ff., 481).

Die Beklagte führt aus, die Rendite des Vermögensverwaltungsmandats habe mit Ausnahme des Jahres 2008 jeweils über den Zinskosten für die aufgenommenen Kredite gelegen: Im Jahr 2006 habe sich die Netto-Rendite auf EUR 790'223.– belaufen, Zinskosten seien keine belastet worden. Im Jahr 2007 habe die Rendite des Vermögensverwaltungsmandats EUR 253'844.– und die Kredit-

zinsen hätten EUR 238'385.– [recte: EUR 238'387.–] betragen. Im Jahr 2009 wiederum habe die Rendite bei EUR 3'671'223.– gelegen, die Kreditzinsen bei EUR 254'087.–. Im Jahr 2010 habe die Rendite EUR 1'673'217.– betragen, die Kreditzinsen EUR 242'597.–. Im Jahr 2011 habe die Klägerin schliesslich eine Rendite von EUR 629'796.– erzielt. Die Zinskosten für die Kredite hätten EUR 272'814.– betragen (act. 39 Rz. 755 f.; vgl. auch vorne Ziffer III.1). Die Zahlen zeigten, dass die Anlage des gesamten Verkaufserlöses und die Aufnahme von Krediten aus Renditeüberlegungen Sinn gemacht hätten. Die Verluste im Jahr 2008 seien eine Folge der globalen Finanzkrise und hätten mit der grundsätzlichen Empfehlung der Beklagten nichts zu tun gehabt (act. 39 Rz. 757). Zu Beginn der Beziehung seien sowohl EUR- wie auch CHF-Kredite mit der Klägerin diskutiert worden. Diese habe sich aufgrund der günstigeren Zinsen jedoch bewusst für die Kreditaufnahme in Schweizer Franken entschieden. Die Kredite in Schweizer Franken hätten auch bei einer vorsichtigeren Einschätzung der Renditeerwartung ein besseres Ergebnis versprochen als die Anlage nur eines Teils der Vermögenswerte (act. 39 Rz. 134, 137).

Die im Rahmen der Vermögensverwaltung geltenden erhöhten Aufklärungs- und Sorgfaltspflichten analog auf die vorliegende Empfehlung zur Kreditaufnahme zu übertragen, geht nicht an. Denn hier fehlt es an der die Erhöhung der Aufklärungs- und Sorgfaltspflichten begründenden Entscheidelegation an die Bank (vgl. auch oben Ziffer 5.2). Auch ist der von der Klägerin zitierte Bundesgerichtsentscheid nicht einschlägig, geht es in diesem doch – wiederum – um zum Zweck der Vermögensanlage aufgenommene Kredite *"lorsque la banque recommande au client la conclusion d'un contrat de crédit lié à certains placements financiers"* (Urteil des Bundesgerichts 4C.205/2006 vom 21. Februar 2007 E. 3.4.2), hier aber eine solche kreditfinanzierte Anlage wie erörtert (vgl. oben Ziffer 5.1.2) nicht vorliegt. Ausserdem geht es dort – wiederum – um eine im Zusammenhang mit der Vermögensanlage erfolgte Pflichtverletzung. Hier hingegen wird eine Pflichtverletzung im Zusammenhang mit der Kreditempfehlung geltend gemacht.

#### 5.4. Einheitliches Rechtsverhältnis nach Parteiwillen?

##### 5.4.1. Parteibehauptungen

In der Replik bringt die Klägerin vor, dass die Vermögensverwaltung und Kredite nach dem Willen der Parteien keine voneinander unabhängigen Verträge gewesen seien, sondern ein einheitliches Rechtsverhältnis mit dem Gegenstand der Vermögensverwaltung gebildet hätten. Sowohl nach dem tatsächlichen als auch nach dem objektivierten Willen der Parteien habe es keine "separaten" Rechtsverhältnisse gegeben. Die Beklagte sei eine auf Private Banking spezialisierte Bank, die damit geworben habe, alle Bedürfnisse ihrer Kunden in Geldangelegenheiten besonders gut zu kennen und danach zu handeln. Für die Klägerin sei die Beklagte somit ein "one stop shop" gewesen, d.h. die Klägerin habe die berechtigte und von der Beklagten eigens geweckte Erwartung gehabt, von der Beklagten mit aller Sorgfalt und fokussiert auf die individuellen Bedürfnisse umfassend beraten zu werden, auch im Zusammenhang mit allfälligen Krediten. C.\_\_\_\_\_ sei auch nicht wegen Krediten, sondern wegen der Vermögensverwaltung an die Beklagte gelangt. Die Beklagte habe sodann den Einsatz von Krediten empfohlen. Ohne diesen Rat, den die Beklagte als Vermögensverwalterin und nicht als Kreditgeberin erteilt habe, hätte sich die Frage nach Krediten gar nicht erst gestellt (act. 32 Rz. 51 f.).

Die Parteien hätten sich auch nach Vertragsschluss jahrelang so verhalten, dass die Klägerin stets um Rat gefragt und die Beklagte jedes Mal einen Rat erteilt habe, auch bezüglich der Kredite. Nach übereinstimmenden Willen beider Parteien habe es deshalb nur ein einheitliches Rechtsverhältnis gegeben, das Vermögensverwaltung und sämtliche Kreditverträge umfasst habe. Weder die Klägerin noch die Beklagte hätten zudem die Erklärungen und das Verhalten der anderen Partei vernünftigerweise anders verstehen können. Erst *ex post*, als das Thema Haftung für die Fremdwährungsverluste aufgekommen sei, habe die Beklagte argumentiert, die Kredite seien Gegenstand einer separaten Rechtsbeziehung gewesen (act. 32 Rz. 53).

Personell sei die Rechtsbeziehung ebenfalls einheitlich gehandhabt worden: Der Private Banker H.\_\_\_\_\_ und nicht etwa eine Ansprechperson aus der Kreditabteilung habe das Kreditkonzept empfohlen. Jahrelang habe C.\_\_\_\_\_ sodann den Private Banker L.\_\_\_\_\_ um Rat bezüglich der Kredite gefragt, wobei dieser auch jahrelang Rat erteilt habe. Dabei habe die Klägerin von beiden dieselbe Sorgfalt und Treue wie bei der Anlage der Vermögenswerte erwarten dürfen (act. 32 Rz. 54; act. 3/7 S. 18).

Das Argument, die Kredite seien von der Vermögensverwaltung zu trennen, widerspreche der bundesgerichtlichen Praxis, insbesondere dem Urteil 4A\_13/2012 vom 19. November 2012. Hier seien wie dort Vermögensverwaltung und Kredite *"nach dem Willen der Parteien in der Art miteinander verknüpft und voneinander abhängig, dass ein gemischter oder zusammengesetzter Vertrag vorliegt"*. Entsprechend sei die Frage nach der Sorgfaltspflicht einheitlich zu beantworten, und zwar nach Auftragsrecht, das eindeutig im Vordergrund stehe (act. 32 Rz. 58).

Die Beklagte hält hingegen schon in der Klageantwort dafür, dass es zu keinem Zeitpunkt dem Verständnis der Parteien entsprochen habe, dass auch die später aufgenommenen Kredite in irgendeiner Form Bestandteil des Vermögensverwaltungsmandates bildeten. Die Kredite seien denn auch weder im Investment-Vorschlag vom 24. März 2006 (act. 3/7) noch im Vermögensverwaltungsvertrag vom 24. März 2006 (act. 3/3) erwähnt. Inhalt des Vermögensverwaltungsvertrages vom 24. März 2006 habe die Verwaltung des der Beklagten anvertrauten Verkaufserlöses von EUR 28 Mio. gebildet. Die Kredite seien auch nicht im Rahmen der Vermögensverwaltungstätigkeit aufgenommen worden, sondern unabhängig davon durch die Klägerin selbst (act. 13 Rz. 67 f.).

Dass Kredite integrierenden Bestandteil eines Vermögensverwaltungsmandats bildeten, sei in der Bankenpraxis zudem auch vollkommen unüblich. So sähen die Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge der Schweizerischen Bankiervereinigung (SwissBanking) ausdrücklich vor, dass aufgrund eines Vermögensverwaltungsauftrags weder Kredite aufgenommen noch potentielle Sollpositionen eingegangen werden dürfen. Die Kreditaufnahme sei nach den genannten Richtlinien nur zulässig, wenn der Kunde seine ausdrückliche Zustimmung zu einem derarti-

gen Vermögensverwaltungsmandat erteilt. Der Vermögensverwaltungsvertrag zwischen den Parteien enthalte keine solche Formulierung (act. 3/3; act. 15/10 Art. 11). Die einzige Verbindung zwischen den Krediten und dem Vermögensverwaltungsmandat habe darin bestanden, dass das Vermögensverwaltungsportfolio als Sicherheit für die aufgenommenen Kredite gedient habe, was einem üblichen Vorgehen entspreche (act. 13 Rz. 70 f.).

In der Duplik ergänzt die Beklagte, dass weder ein tatsächlicher noch ein objektiver Parteiwille, dass es sich bei Krediten und dem Vermögensverwaltungsvertrag um ein einheitliches Rechtsverhältnis handeln soll, bestanden habe. Das zeige sich darin, dass die Aufnahme der Kredite erst nach Abschluss des Vermögensverwaltungsvertrages erfolgt sei. Bei Abschluss des Mandats am 24. März 2006 sei der Umfang allfälliger Kredite noch gar nicht klar gewesen. Die Kredite hätten daher auch nicht Teil desselben gebildet (act. 39 Rz. 62 f.).

Darüber hinaus zeige auch das gelebte Verhalten der Parteien, dass die Kredite nicht Teil des Vermögensverwaltungsmandats gebildet hätten. Während die Beklagte unter dem Vermögensverwaltungsmandat die klägerischen Vermögenswerte im Rahmen der vereinbarten Anlagestrategie angelegt, sämtliche Anlageentscheide selbst getroffen und sich die Klägerin diesbezüglich nie mit Weisungen an die Beklagte gewandt habe, habe bezüglich der Kredite die Klägerin sämtliche Entscheidungen getroffen. Sie habe sich bei jedem neuen Liquiditätsbedarf an die Beklagte gewandt, ausdrücklich um einen Kredit ersucht und jeweils genaue Anweisungen bezüglich des Kreditumfangs erteilt. Es habe sich um zwei separate Beziehungen gehandelt, die auch vollkommen unterschiedlich gelebt worden seien (act. 39 Rz. 71).

Die Beklagte habe gegenüber der Klägerin auch zu keinem Zeitpunkt den Eindruck erweckt, dass es sich bei Krediten und dem Vermögensverwaltungsmandat um ein einheitliches Rechtsverhältnis handeln würde. Die Kredite seien in einem separaten Depot (mit separaten Depotauszügen) gebucht gewesen. Es sei für die Klägerin somit jederzeit ersichtlich gewesen, dass es sich um getrennte Beziehungen gehandelt habe. Daran ändere auch nichts, dass die Kredite zu Beginn der Geschäftsbeziehung für kurze Zeit im selben Depot gebucht gewesen seien.

Dabei habe es sich um ein Versehen gehandelt, welches im August 2007 korrigiert worden sei (act. 39 Rz. 73; act. 13 Rz. 288).

Daraus, dass die Anlagen unter dem Vermögensverwaltungsvertrag als Sicherheit für die aufgenommenen Kredite gedient haben, könne nicht gefolgert werden, dass die Kredite automatisch Teil des Vermögensverwaltungsmandats gebildet hätten. Nach dieser Argumentation würden bei jedem Kunden, der neben seinem Vermögensverwaltungsmandat auch einen Kredit aufnimmt, die weitreichenden Pflichten des Vermögensverwaltungsvertrages zur Anwendung gelangen. Die Bank träfen damit im Rahmen der Kreditbeziehung dieselben umfassenden Aufklärungs-, Beratungs- und Überwachungspflichten wie im Vermögensverwaltungsmandat. Beispielsweise müsste eine Bank auch im Hypothekengeschäft die umfassenden Pflichten des Vermögensverwaltungsvertrages beachten, wenn mit dem Kunden gleichzeitig auch noch ein Vermögensverwaltungsmandat bestehe. Das würde das Kreditgeschäft und die in diesem Zusammenhang bestehenden Pflichten der Banken nachhaltig verändern und hätte weitreichende praktische Auswirkungen (act. 39 Rz. 78 ff.).

Anders als im Vermögensverwaltungsgeschäft, wo die Bank zur umfassenden Interessenwahrung verpflichtet ist und dafür auch eine Gebühr verlangt, werde im Kreditgeschäft lediglich ein Kreditzins als Entgelt für die Zurverfügungstellung des Kapitals verrechnet. Hätte die Bank auch im Kreditgeschäft die umfassenden Pflichten aus dem Vermögensverwaltungsvertrag zu beachten, hätte dies zwangsläufig einen Einfluss auf die Gebührenstruktur. Dass die Kredite nicht Teil des Vermögensverwaltungsmandats bildeten, zeige sich vorliegend denn nicht zuletzt darin, dass sich die Vermögensverwaltungsgebühren der Beklagten lediglich auf die angelegten Vermögenswerte bezogen. Diese seien – wie die Klägerin selbst ausführe (act. 32 Rz. 137 f.) – von der Höhe der angelegten Mittel abhängig gewesen. Die Kredite hätten keinen Faktor in Bezug auf die Höhe der Gebühren gebildet. Hätten die (umfangreichen) Kredite tatsächlich Teil des Vermögensverwaltungsmandats gebildet und träfen die Beklagte bei den Krediten dieselben Pflichten wie im Rahmen des Vermögensverwaltungsvertrages, hätte sie dafür

zusätzlich zum Kreditzins) auch ein entsprechendes Entgelt verlangt (act. 39 Rz. 81 f.).

#### 5.4.2. Rechtliches und Würdigung

##### 5.4.2.1. Grundlagen zur Vertragsauslegung

Das Ziel der richterlichen Vertragsauslegung besteht in der Feststellung des übereinstimmenden wirklichen Willens, den die Parteien ausdrücklich oder stillschweigend erklärt haben (subjektive Auslegung). Lässt sich dieser übereinstimmende wirkliche Wille feststellen, so bestimmt sich der Vertragsinhalt nach dem festgestellten wirklichen Willen der Parteien. Lässt sich der übereinstimmende wirkliche Wille der Parteien indes nicht mehr mit Sicherheit feststellen, hat der Richter durch objektivierte Auslegung den Vertragswillen zu ermitteln, den die Parteien mutmasslich gehabt haben. Hierbei hat der Richter das als Vertragswille anzusehen, was vernünftig und korrekt handelnde Parteien unter den gegebenen, auch persönlichen Umständen durch die Verwendung der auszulegenden Worte oder ihr sonstiges Verhalten ausgedrückt und folglich gewollt haben würden. Massgebend ist hier also der objektive Sinn des Erklärten, dessen Ermittlung eine Wertung erfordert: Das Gericht hat nach einem sachgerechten Resultat zu suchen, weil nicht anzunehmen ist, dass die Parteien eine unangemessene Lösung gewollt haben (statt vieler GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, Schweizerisches Obligationenrecht, AT, Band I, 10. Aufl., Zürich 2014, Rz. 1200 f.; BGE 131 III 611, 132 III 632, 119 II 372). Dabei ist jede einzelne Willenserklärung nach dem Vertrauensprinzip so auszulegen, wie sie vom Empfänger in guten Treuen verstanden werden durfte und musste (GAUCH ET AL., a.a.O., Rz. 207 ff. und 1226).

Das *primäre* Auslegungsmittel ist der Wortlaut der von den Parteien verwendeten Worte (GAUCH ET AL., a.a.O., Rz. 1206 m.w.H.). Der Wortlaut ist auch primäres Willensindiz Bei der Auslegung nach dem Wortlaut kommt dem Sinngehalt des Wortes, den ihm der allgemeine Sprachgebrauch zulegt, entscheidende Bedeutung zu. Denn mangels anderer Anhaltspunkte ist anzunehmen, dass die Parteien

ein von ihnen verwendetes Wort gemäss dem allgemeinen Sprachgebrauch zur Zeit des Vertragsabschlusses, somit im Sinne der damaligen Alltags- oder Umgangssprache, verwendet haben. Abzustellen ist demnach auf den gebräuchlichen Wortsinn, der sich auch aus üblichen Wörterbüchern und Lexika ergeben kann (BGE 115 II 264 E. 5a S. 269; 116 II 189 E. 2a mit Hinweis). Erst in zweiter Linie sind die sog. *ergänzenden* Auslegungsmittel zu beachten. Sie werden oft auch als Umstände des Vertragsschlusses bezeichnet. Zu ihnen gehören namentlich die Vertragsverhandlungen, das Verhalten der Parteien nach Vertragsschluss sowie der Vertragszweck (GAUCH ET AL., a.a.O., Rz. 1212 ff.). Immer dann, wenn die ergänzenden Auslegungsmittel nicht sicher einen anderen Schluss erlauben, hat es beim Wortlaut sein Bewenden (JÄGGI/GAUCH/HARTMANN, in: Zürcher Kommentar Obligationenrecht, 4. Aufl. 2014, N 369 zu Art. 18). Für eine Auslegung sind im Weiteren die Umstände mitzuberücksichtigen, die den Parteien bei Vertragsschluss bekannt oder erkennbar waren. Es ist somit der Zeitpunkt des Vertragsabschlusses massgebend, weshalb bei der Auslegung nach Vertrauensprinzip nachträgliches Parteiverhalten nicht von Bedeutung ist. Später eintretende Umstände – wie das nachträgliche Verhalten der Parteien – lassen dagegen erkennen, wie sie selbst den Vertrag seinerzeit gemeint bzw. ihre Erklärungen tatsächlich verstanden haben. Das ergibt aber den wirklichen, nicht den hypothetischen Parteiwillen (BGE 107 II 417 E. 6; BGE 129 III 675 E. 2.3). Von den Auslegungsregeln kommt derjenigen der sogenannten ganzheitlichen Auslegung eine überragende Bedeutung zu. Danach sind die einzelnen Vertragsbestimmungen unter Mitberücksichtigung des Vertragsganzen auszulegen. Dabei dient jede vertragliche Bestimmung zugleich als Auslegungshilfe für die andere (GAUCH ET AL., a.a.O., Rz. 1229).

Die Behauptungs- und Beweislast für den Bestand und den Inhalt eines vom objektivierten Auslegungsergebnis abweichenden subjektiven Vertragswillens trägt jene Partei, welche aus diesem Willen zu ihren Gunsten eine Rechtsfolge ableitet (GAUCH ET AL., a.a.O., Rz. 1201a; BGE 121 III 123). Unter übereinstimmenden tatsächlichen Willen ist das übereinstimmende tatsächliche Verständnis der Parteien zu den ausgetauschten Erklärungen zu verstehen. Weil es sich beim wirklichen Willen um eine innere Tatsache handelt, kann er nicht direkt bewiesen wer-

den. Daher ist der Wille anhand von Indizien zu ergründen. Zu diesem Zweck werden sämtliche Umstände des Vertragsschlusses herangezogen, welche für die Willensabgabe relevant waren. Als weitere Indizien kommen die Begleitumstände, die Beweggründe und das Verhalten der Parteien vor und nach Vertragsschluss infrage (BGer 5A\_927/2017 vom 8. März 2018 E. 5.1).

Zuerst ist somit – trotz des Vorrangs des durch die subjektive Auslegung ermittelten Willens – eine Auslegung der relevanten Vertragsbestimmungen nach Vertrauensprinzip vorzunehmen. Je nach dem Vertragsinhalt gemäss Vertrauensprinzip trägt nämlich die Klägerin oder die Beklagte die Behauptungs- und Beweislast für einen vom Auslegungsergebnis abweichend behaupteten tatsächlichen Konsens und bleibt es für den Fall des Misslingens dieses Beweises beim Auslegungsergebnis.

#### 5.4.2.2. Auslegung nach Vertrauensprinzip

Die Klägerin hält dafür, dass das Verhalten bzw. die Willen der Parteien nach Vertrauensprinzip im Sinne eines einheitlichen Vertragsverhältnisses auszulegen sind. Die Frage stellt sich, zu welchem Zeitpunkt ein solcher Vertragswille entstanden sein soll. Einerseits könnte der – mit Februar 2006 am weitesten zurückliegende – Zeitpunkt des Vorschlags des Konzepts, das gesamte Vermögen im Rahmen des Vermögensverwaltungsmandats anzulegen und die Investitionen über Kredite zu finanzieren, in Frage kommen, andererseits der Zeitpunkt des Abschlusses des Vermögensverwaltungsvertrages am 24. März 2006. Schliesslich könnte auch auf den Zeitpunkt der ersten Kreditaufnahme im September 2006 abgestellt werden. Die Parteien äussern sich hinsichtlich des relevanten Zeitpunkts nicht. Der Zeitpunkt spielt insofern eine Rolle, als bei der Auslegung nach Vertrauensprinzip nachträgliches Partieverhalten irrelevant ist.

Weder die Klägerin noch die Beklagte behauptet, dass sich die Parteien schon zum Zeitpunkt des Vorschlags des Gesamtkonzepts bzw. des Entscheids von C.\_\_\_\_\_, das ganze Vermögen anzulegen und die Investitionen über Kredite zu tätigen, auf die Kreditwährung Schweizer Franken geeinigt hätten. Die Beklagte führt aus, die Parteien hätten zu Beginn der Beziehung sowohl über Kredite in Eu-

ro als auch in Schweizer Franken gesprochen. Die Klägerin hingegen behauptet, im Zusammenhang mit dem Vorschlag der Beklagten, die Investitionen über Kredite zu finanzieren, wären aufgrund der Zinsen nur Kredite in Schweizer Franken in Frage gekommen (vgl. dazu oben Ziffer 5.3). Eine entsprechende Einigung zu diesem Zeitpunkt behauptet sie jedoch nicht. Auch zum Zeitpunkt des Abschlusses des Vermögensverwaltungsvertrags am 24. März 2006 war nicht vereinbart, in welcher Währung allfällige Kredite aufgenommen würden. Die Kredite finden im Vermögensverwaltungsvertrag (act. 3/3) auch keine Erwähnung. Erst zum Zeitpunkt der Aufnahme des ersten Kredits im September 2006 entschied sich die Klägerin – zum ersten Mal – für die Währung Schweizer Franken.

Die Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge der Schweizerischen Bankiervereinigung (SwissBanking) sehen vor, dass in Ausübung des Vermögensverwaltungsauftrags weder Kredite aufgenommen noch potenzielle Sollpositionen eingegangen werden dürfen. Gemäss Ausführungsbestimmungen bedeutet das, dass die Bank ohne ausdrückliche Zustimmung des Kunden nicht ermächtigt ist, Kreditoperationen oder ähnliche Geschäfte zu tätigen, und zwar auch dann nicht, wenn die von der Bank intern festgelegte Sicherheitsmarge eingehalten werden kann (vgl. Art. 11 der Fassung von 2010 bzw. Art. 12 der aktuellen Fassung von 2017). Diese Bestimmungen bieten für die Beurteilung der vorliegenden Situation keine Grundlage, denn sie beziehen sich auf Kredite, welche durch die Vermögensverwaltung bedingt sind bzw. mit dieser im Zusammenhang stehen und ohne Zustimmung des Kunden erfolgen. So können gemäss Ausführungsbestimmungen von dieser Bestimmung kurzfristige Kontoüberziehungen ausgenommen werden, die durch in naher Zukunft eingehende Erträge oder angekündigte Rückzahlungen von Obligationen gedeckt sind oder durch Valutaverschiebungen bei Arbitragegeschäften entstehen. Vorliegende Kredite sind einerseits von der Vermögensverwaltung unabhängig und andererseits auf Antrag der Klägerin als Kundin erfolgt.

Die Klägerin argumentiert, die Rechtsbeziehung sei personell einheitlich gehandhabt worden, da die Private Banker H.\_\_\_\_\_ und L.\_\_\_\_\_ (und nicht eine Person aus der Kreditabteilung) das Kreditkonzept empfohlen und Rat bezüglich der Kre-

dite erteilt hätten. Dass – wie die Beklagte ausführt (act. 39 Rz. 75) – bei ihr jeweils ein Berater (Relationship Manager) für die Betreuung des Kunden zuständig ist und die Kommunikation zwischen Bank und Kunde prinzipiell über den Kundenberater erfolgt, ist unbestritten. Die Beklagte weist auch darauf hin, dass bankintern die Kredite von der Kreditabteilung gehandhabt und die Kreditverträge mit der Klägerin jeweils durch einen Mitarbeiter der Kreditabteilung unterzeichnet bzw. mitunterzeichnet wurden (vgl. act. 39 Rz. 76; act. 3/22 S. 4, 8, 22 und 26). Ausserdem gibt die Klägerin selbst an, dass sie sich hinsichtlich der Kredite an L. \_\_\_\_\_ gewandt hat. Sie selbst hat ihn also als Ansprechperson hinsichtlich jeglicher Fragen betrachtet. Nur aufgrund dieses Umstandes allein kann nicht von einem einheitlichen Vertragsverhältnis in Bezug auf alle geschäftlichen Tätigkeiten ausgegangen werden. Aus der Tatsache, dass die Beklagte ihre Kunden umfassend berät, kann nicht geschlossen werden, dass ihre unterschiedlichen Dienstleistungen unter ein einheitliches Vertragsverhältnis fallen. Auch der Umstand, dass das Vermögensverwaltungsportfolio als Sicherheit für die aufgenommenen Kredite diene, spricht für sich alleine nicht für das Vorliegen eines einheitlichen Vertrages. Denn es ist unbestritten, dass dies einem üblichen Vorgehen entsprach (act. 13 Rz. 71; act. 32 Rz. 347).

Der Argumentation der Klägerin folgend, müsste – wie die Beklagte richtig ausführt (act. 39 Rz. 80) – eine Bank beispielsweise auch im Hypothekengeschäft die umfassenden Pflichten des Vermögensverwaltungsvertrages beachten, wenn mit dem Kunden auch ein Vermögensverwaltungsmandat besteht. Somit würde bei der Kreditvergabe hinsichtlich der darauf anzuwendenden Sorgfaltspflichten zwischen Kunden, mit welchen ein Vermögensverwaltungsvertrag besteht, und solchen ohne gleichzeitige Vermögensverwaltung unterschieden werden. Auch müsste jeweils die hinsichtlich der Vermögensverwaltung geltende Anlagestrategie auch auf den Kreditvertrag angewandt werden. Dies würde die Konsequenz haben, dass bei einem Kunden mit einer risikoreicheren Anlagestrategie bei der Kreditvergabe tiefere Anforderungen an die Aufklärungs- und Sorgfaltspflicht gelten würden als bei der Kreditvergabe an einen Kunden mit einer defensiven Anlagestrategie. Eine solche einheitliche Betrachtung lässt sich nicht rechtfertigen.

Letztlich muss die Frage nach Vorliegen eines einheitlichen Vertragsverhältnisses aber auch nicht entschieden werden, denn nach Bundesgericht wäre – wie die Beklagte im Übrigen richtig bemerkt (act. 39 Rz. 389) – selbst bei Annahme eines einheitlichen Rechtsverhältnisses für jede Rechtsfrage der vertragliche Regelungsschwerpunkt einzeln zu ermitteln (vgl. Urteil 4A\_13/2012 vom 19. November 2012 E. 3.3). Die Klägerin beruft sich auf diesen Bundesgerichtsentscheid und argumentiert, auch in casu liege ein einheitlicher Vertrag vor und die Frage nach der Sorgfaltspflicht sei einheitlich zu beantworten, und zwar nach Auftragsrecht, welches eindeutig im Vordergrund stehe (act. 32 Rz. 58). Im genannten Entscheid ging es um Kredite, welche zur Finanzierung von Optionsgeschäften aufgenommen wurden. Das Bundesgericht erwog, dass die Kredite und Optionskontrakte derart eng miteinander verknüpft und voneinander abhängig waren, dass von einem einheitlichen Rechtsverhältnis auszugehen war und es sich rechtfertigte, die auftragsrechtlichen Herausgabe- und Rechenschaftspflichten auch auf das Kreditverhältnis anzuwenden (E. 3.4). Es bestand eine enge Verknüpfung zwischen Krediten und Optionskontrakten, denn die fraglichen Kredite wurden gerade zur Durchführung der Optionsgeschäfte aufgenommen. Einerseits ist mit der Beklagten (act. 39 Rz. 86 f.) festzuhalten, dass vorliegend eine solche enge Verknüpfung zwischen dem Vermögensverwaltungsvertrag und den Krediten nicht gegeben ist. Die Klägerin nahm die Kredite bei der Beklagten nicht deshalb auf, um damit Anlagen unter dem Vermögensverwaltungsvertrag tätigen zu können, sondern – völlig unabhängig vom Vermögensverwaltungsvertrag – zur Finanzierung von Liegenschaften und anderen Investitionen. Andererseits war im angeführten Entscheid die auftragsrechtliche Herausgabe- und Rechenschaftspflicht zu beurteilen, während es vorliegend um die Anwendung der auftragsrechtlichen Sorgfaltspflichten geht. Gemäss Bundesgericht ist, wie gesagt, bei Annahme eines einheitlichen Rechtsverhältnisses für jede Rechtsfrage der vertragliche Regelungsschwerpunkt einzeln zu ermitteln. Die weitreichenden auftragsrechtlichen Sorgfaltspflichten auf die Kreditvergabe anzuwenden, lässt sich vorliegend jedenfalls nicht rechtfertigen. Wie die Beklagte richtig bemerkt (act. 39 Rz. 71), unterschied das gelebte Parteiverhalten nämlich sehr wohl zwischen den beiden Vertragsarten: Unter dem Vermögensverwaltungsmandat legte die Beklagte die klä-

gerischen Vermögenswerte im Rahmen der vereinbarten Anlagestrategie an, traf sämtliche Anlageentscheidungen selbst und erhielt diesbezüglich keinerlei Weisungen von der Klägerin. Im Zusammenhang mit den Krediten war es hingegen so, dass die Klägerin bei jedem neuen Liquiditätsbedarf an die Beklagte gelangte und ausdrücklich um einen Kredit in bestimmter Höhe ersuchte, über dessen Währung sie – auch wenn nach Empfehlung der Beklagten – schliesslich selbst den Entscheid traf und diesen der Beklagten mitteilte, welche erst danach und der Weisung der Klägerin entsprechend den Kreditbetrag überwies. Bezüglich der einzelnen Kreditaufnahmen war es nicht die Beklagte, welche sie initiierte oder über deren Höhe oder Währung entschied.

Unter dem rechtlichen Aspekt ist es auch so, dass – wie die Beklagte richtig ausführt (act. 39 Rz. 64 ff.) – die Delegation der Entscheidungsbefugnis an die Bank ein wesentliches Abgrenzungsmerkmal der Vermögensverwaltung zu anderen Vertragsverhältnissen zwischen Kunde und Bank wie namentlich der Anlageberatung oder der reinen Konto-/Depotbeziehung darstellt (Urteil 4A\_593/2015 vom 13. Dezember 2016 E. 7.1.3; Urteil 4A\_168/2008 vom 11. Juni 2008 E. 2.1). Die Delegation der Entscheidungsbefugnis bei der Vermögensverwaltung hat die erhöhte Sorgfaltspflicht der Bank zur Folge. Diese spezifischen Pflichten bei Annahme eines einheitlichen Rechtsverhältnisses auf die vorliegende Kreditbeziehung auszudehnen, bei welcher eine Delegation der Entscheidungsbefugnis fehlt, geht nicht an (vgl. auch oben Ziffern 5.2 und 5.3).

Schliesslich ist auch zu berücksichtigen, dass die Beklagte für die Zurverfügungstellung des Kreditbetrages lediglich einen Kreditzins als Entgelt verlangt hat; auf die im Rahmen des Vermögensverwaltungsmandates erhobene Gebühr hatten die aufgenommenen Kredite keinerlei Einfluss. Die Vermögensverwaltungsgebühr hing lediglich von der Höhe der angelegten Mittel ab. Wie die Beklagte richtig ausführt (vgl. act. 32 Rz. 137 f.), spricht auch der Umstand, dass sich die Kredite nicht in der – die erhöhten Sorgfaltspflichten entgeltenden – Vermögensverwaltungsgebühr abgebildet haben, gegen die Anwendung der erhöhten Sorgfaltspflichten.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass ein einheitliches Rechtsverhältnis nicht vorliegt und es sich selbst bei Annahme eines solchen nicht rechtfertigen würde, die auftragsrechtlichen Sorgfaltspflichten auf das Kreditverhältnis anzuwenden.

#### 5.4.2.3. Tatsächlicher Parteiwille

Die Klägerin beruft sich auf das tatsächliche Verständnis bzw. den übereinstimmenden Willen beider Parteien, wonach es nur ein einheitliches Rechtsverhältnis gegeben habe, welches Vermögensverwaltung und sämtliche Kreditverträge umfasst habe (act. 32 Rz. 53 ff.).

Damit macht sie einen vom Ergebnis der objektivierten Auslegung abweichenden tatsächlichen Parteiwillen geltend und trägt sie die Behauptungs- und Beweislast für den Bestand und den Inhalt des tatsächlichen Parteiwillens. Wie oben dargelegt (Ziffer 5.4.2.1), ist massgebend, ob sich die Parteien tatsächlich übereinstimmend geäußert, verstanden und in diesem Verständnis geeinigt haben. Der wirkliche Wille kann als innere Tatsache nicht direkt bewiesen werden, sondern ist anhand von Indizien zu ergründen. Entsprechend obliegt es der Klägerin, zum einen die gegenseitigen Willensäußerungen und zum andern die konkreten Umstände darzutun, aufgrund derer auf den wirklichen Willen geschlossen werden kann. Dieser Obliegenheit kommt die Klägerin aber nicht nach, wenn sie von dem von ihr gewollten Auslegungsergebnis ausgeht und lediglich behauptet, dieses sei das tatsächliche Verständnis bzw. der innere Wille der Parteien gewesen. Ausführungen zu den abgegebenen Erklärungen der betreffenden Personen bzw. den Umständen, aus welchen die Klägerin auf den tatsächlichen Willen der Parteien schliessen will, fehlen gänzlich. Die Klägerin kommt ihrer Substantiierungspflicht hinsichtlich des tatsächlichen Parteiwillens nicht nach, so dass darüber auch nicht Beweis geführt werden kann.

Selbst wenn die Parteien im Sinne einer tatsächlichen Einigung von einem einheitlichen Rechtsverhältnis ausgegangen wären, würde es sich jedoch nicht rechtfertigen, die auftragsrechtlichen Sorgfaltspflichten auf den hier vorliegenden

Streitgegenstand der Kreditgewährung anzuwenden (vgl. dazu vorstehend Ziffer 5.4.2.2): Welche Normen bei einem einheitlichen Rechtsverhältnis auf einen konkreten Sachverhaltsabschnitt zur Anwendung kommen, ist eine Rechtsfrage und als solche vom Parteiwillen nicht erfasst. Die Klägerin macht den Parteiwillen denn auch (nur) hinsichtlich des Vorliegens eines einheitlichen Verhältnisses geltend und behauptet nicht, der Parteiwille hätte eine Einigung darüber erfasst, dass auf die Kreditvergabe die für die Vermögensverwaltung geltende Sorgfaltspflicht anwendbar sein soll.

## 5.5. Fazit

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass sich die Pflichten der Beklagten im Zusammenhang mit der Kreditgewährung nicht aus dem Vermögensverwaltungsvertrag ableiten und die im Rahmen der Vermögensverwaltung geltenden Sorgfaltspflichten keine Anwendung finden auf die Kreditvergabe.

## 6. Haftung des Kreditgebers

Die dogmatische Begründung der Haftung aus Verletzung (vor)vertraglicher Nebenpflichten aus dem Darlehens- oder Krediteröffnungsvertrag ist umstritten. Während nach traditioneller Auffassung Ansprüche wegen Verstosses gegen Aufklärungspflichten im vorvertraglichen Verhältnis als culpa in contrahendo und nach Abschluss des Vertrages als Verletzung vertraglicher Nebenpflichten zu begreifen sind, sollen Aufklärungspflichten nach neuerer Auffassung Ausfluss eines gesetzlichen Schuldverhältnisses sein, deren Verletzung eine Vertrauenshaftung auslöst. Einigkeit besteht aber darüber, dass den Darleiher oder die kreditgebende Bank keine allgemeine Aufklärungspflicht über die Zweckmässigkeit der Kreditaufnahme, die Angemessenheit der Konditionen des gewählten Kredits oder die Risiken des damit finanzierten Geschäfts trifft (SCHÄRER/MAURENBRECHER, in: WIDMER LÜCHINGER/OSER [Hrsg.], Basler Kommentar Obligationenrecht I, 7. Aufl., Basel 2020, Art. 312 N 67 ff. m.w.H.). Eine allfällige Haftung des Darleihers (insbesondere der kreditgebenden Bank), vor allem wegen Verletzung von Aufklärungspflichten, ist nur mit Zurückhaltung anzunehmen (vgl. auch SCHÖNENBER-

GER, in: MÜLLER-CHEN/HUGUENIN [Hrsg.], CHK-Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art. 184-318 OR, 3. Aufl., Zürich 2016, Art. 312 N 8).

## 6.1. Verletzung der Aufklärungspflicht

### 6.1.1. Parteibehauptungen

In der Klageschrift wirft die Klägerin der Beklagten vor, sie nie über das Währungsrisiko aufgeklärt zu haben. Im Gegenteil, indem H.\_\_\_\_\_ am Treffen im Februar 2006 betont habe, der Wechselkurs EUR/CHF sei stabil, weil die Schweizerische Nationalbank diese Stabilität sicherstelle, habe die Beklagte es als gesichert dargestellt, dass die Schweizerische Nationalbank den Wechselkurs stabil halten werde. Daher bestehe für die Klägerin in Wahrheit kein Währungsrisiko, anders als es z.B. beim Wechselkurs CHF/USD der Fall sei, bei dem keine Stabilität sichergestellt sei (act. 1 Rz. 52 und 302). H.\_\_\_\_\_ habe bei C.\_\_\_\_\_ den Eindruck erweckt, das Währungsrisiko EUR/CHF sei in Wahrheit unerheblich und stehe daher in Einklang mit den Anlagezielen und der Risikobereitschaft der Klägerin. Die Klägerin und die Eheleute C'.\_\_\_\_\_ hätten mangels Erfahrung nicht abschätzen können, ob der Wechselkurs effektiv besonders stabil war, und insbesondere, ob die Schweizerische Nationalbank tatsächlich stabilisierend wirkte (act. 32 Rz. 112). Auch nach dem starken Absinken des Euros im Jahr 2008 und den Wechselkursverlusten der Klägerin von mehr als EUR 1.7 Mio. habe L.\_\_\_\_\_ weiterhin zur Kreditaufnahme in Schweizer Franken geraten, nun auch mit dem Argument, damit könne der "Einstiegskurs" reduziert werden (act. 1 Rz. 180).

In der Replik bringt die Klägerin vor, es sei zwar allgemein bekannt, dass Währungskurse schwanken können. Das blosse Grundwissen, dass Währungen schwanken können, bedeute aber nicht, dass C.\_\_\_\_\_ bzw. die Klägerin die mit dem "Kreditkonzept Schweizer Franken" verbundenen Währungsrisiken erkannt und deshalb keine Aufklärung benötigt habe. Dass das "Kreditkonzept Schweizer Franken" in Wahrheit Währungsrisiken in Millionenhöhe mit sich bringen würde, sei der Klägerin und C.\_\_\_\_\_ aber nicht bekannt gewesen. Nur schon die Kennt-

nis der Bandbreite von Währungsschwankungen erfordere ein Mass an Erfahrung und Fachwissen, das die Klägerin nicht gehabt habe. Weiter unterscheide sich die Bandbreite von Währungsschwankungen je nach Währung stark. Die Gefahr einer Abwertung und somit das Risiko, effektiv einen Verlust zu erleiden, hänge zudem von komplexen volkswirtschaftlichen Vorgängen ab. Diese Überlegungen gälten umso mehr, als es sich vorliegend um Kredite in zweistelliger Millionenhöhe gehandelt habe (act. 32 Rz. 92 ff.).

Die Beklagte hingegen hält dafür, dass sich die Klägerin von vornherein bewusst gewesen sei, dass mit den Krediten in Schweizer Franken ein Währungsrisiko verbunden war. C.\_\_\_\_\_ habe eine international tätige Unternehmensgruppe geleitet und sich damit zwangsläufig mit Währungsfragen beschäftigen müssen (act. 13 Rz. 150). Auch sei die Frage des Währungsrisikos sowohl zu Beginn der Geschäftsbeziehung als auch während der Dauer derselben mehrfach mit C.\_\_\_\_\_ besprochen worden (act. 13 Rz. 156).

Der Klägerin bzw. C.\_\_\_\_\_ sei das Währungsrisiko jedenfalls spätestens ab dem Jahr 2008 bekannt gewesen, als die Klägerin durch den Anstieg des Schweizer Frankens erstmals einen Währungsverlust erlitt und sich das bestehende Währungsrisiko manifestierte. Dennoch habe C.\_\_\_\_\_ in der Folge in eigener Entscheidung und in Kenntnis des offensichtlich bestehenden Währungsrisikos weiterhin Kredite in Schweizer Franken aufgenommen. C.\_\_\_\_\_ hätte sich nach den ersten Verlusten im Jahr 2008 jederzeit entscheiden können, die Kredite fortan in Euro aufzunehmen. Er habe sich jedoch weiterhin für Kredite in Schweizer Franken entschieden, um von den günstigeren Zinskonditionen zu profitieren. Das Währungsrisiko habe er dabei bewusst in Kauf genommen (act. 13 Rz. 154).

Die Beklagte habe der Klägerin beim Abschluss des ersten Rahmenkreditvertrages dazu geraten, allfällige Kredite lieber in Schweizer Franken als in US Dollar aufzunehmen, da der EUR/CHF-Wechselkurs in der Vergangenheit relativ stabil gewesen und das Währungsrisiko bei Krediten in US Dollar als höher eingeschätzt worden sei (act. 13 Rz. 61). H.\_\_\_\_\_ möge ausgeführt haben, dass der EUR/CHF-Kurs in der Vergangenheit (d.h. noch vor der Finanzkrise) relativ stabil gewesen sei. Es sei aber nicht so, dass er der Klägerin in irgendeiner Form ga-

rantiert habe und sich die Klägerin darauf verlassen habe, dass dies auch in Zukunft der Fall sein würde und deshalb überhaupt kein Währungsrisiko bestehe (act. 13 Rz. 157). Die Beklagte habe eine Zusicherung, dass die Schweizerische Nationalbank den Wechselkurs stabil halten würde, weder abgegeben, noch in irgendeiner Form den Eindruck erweckt, es bestehe aufgrund der Währungspolitik der Schweizerischen Nationalbank kein (oder nur ein eingeschränktes) Wechselkursrisiko (act. 39 Rz. 130).

Als L.\_\_\_\_\_ der Klägerin nach den ersten Währungsverlusten im Jahr 2008 empfahl, die Kredite weiterhin in Schweizer Franken aufzunehmen, habe diese Empfehlung auf der damaligen, professionellen Markteinschätzung der Beklagten beruht, welche mittelfristig von einer Erholung des EUR/CHF-Kurses ausgegangen sei. Die Einschätzung der Beklagten habe sich mit der Sichtweise anderer Banken gedeckt und die generelle Markteinschätzung zu jener Zeit widerspiegelt (act. 13 Rz. 163).

#### 6.1.2. Rechtliches und Würdigung

Unter dem Titel Aufklärungspflicht ist der Berater verpflichtet, unaufgefordert auf Risiken hinzuweisen. Die Beratungspflicht wird demgegenüber weiter verstanden. In ihrem Rahmen muss der Berater den Kunden generell über alle für den Anlageentscheid relevanten Umstände informieren. Die Aufklärung und Beratung des Kunden haben nach der Rechtsprechung des Bundesgerichts keinen Selbstzweck. Sie dienen dazu, Informationsdefizite auszugleichen. Kennt der Kunde die Risiken der Spekulationstätigkeit, braucht er keine Aufklärung. Wenn der Kunde eine Information bereits hat, braucht er nicht informiert zu werden (BGE 133 III 97 E. 7.1.1; 119 II 333 E. 5a, vgl. Urteil des Bundesgerichts 4A\_140/2011 vom 27. Juni 2011 E. 3.3; 4A\_525/2011 vom 3. Februar 2012 E. 5.3; 4A\_364/2013 vom 5. März 2014 E. 6.6.1; 4A\_436/2016 vom 7. Februar 2017 E. 4.3; Urteil des Handelsgerichts Zürich HG110039 vom 14. April 2014 E. 5.3.1; PROJER/VON DER CRONE, Kundensegmentierung in der Anlageberatung, in: SZW 2015, S. 163 f.; JENTSCH/VON DER CRONE, Informationspflichten der Bank bei der Vermögensverwaltung: Kundenprofil und Risikoaufklärung, in: SZW 2011, S. 650 ff.). Daraus ergibt sich generell, dass über übliche Risiken nicht aufgeklärt

werden muss (vgl. Urteil des Bundesgerichts 4A\_525/2011 vom 3. Februar 2012 E. 3.3). Beim Effektenhandel darf der Effekthändler grundsätzlich davon ausgehen, dass jeder Kunde die Risiken kennt, die üblicherweise mit dem Kauf, Verkauf und Halten von Effekten verbunden sind (Art. 3 Abs. 2 der Verhaltensregeln für Effekthändler-SBVg 2008). Die Kursrisiken, die auf Zins- und Währungsschwankungen oder auf allgemeine Marktfaktoren zurückgehen, gehören zu den üblichen Risiken. Die Informationspflicht bezieht sich deshalb auf die über diese allgemeinen Risiken hinausgehenden Risikofaktoren bei Geschäftsarten mit erhöhtem Risikopotenzial (z.B. Derivaten) oder mit komplexem Risikoprofil (vgl. Art. 3 der Verhaltensregeln für Effekthändler-SBVg 2008, N 6; vgl. zudem auch BAHAR/STUPP, Basler Kommentar zum Börsengesetz (BEHG), 2. Aufl., Basel 2011, Art. 11 N 45). Der Effekthändler darf von der Vermutung ausgehen, dass der Kunde die üblichen Risiken kennt, solange er nicht konkrete Hinweise darauf besitzt, dass der Kunde auch diesbezüglich völlig unerfahren ist (Art. 3 der Verhaltensregeln für Effekthändler-SBVg 2008, N 7).

Hinsichtlich der Aufnahme der Kredite in Schweizer Franken ist somit zu folgern, dass das damit einhergehende Währungsrisiko zu den (üblichen) Risiken gehört, über welche nicht aufgeklärt werden muss. Ausserdem führt die Klägerin selbst aus, dass bekannt sei, dass Währungskurse schwanken können. Dass zwischen den Parteien über das Währungsrisiko gesprochen wurde, ist unbestritten (vgl. act. 1 Rz. 59 und act. 13 Rz. 53 im Zusammenhang mit der Vermögensanlage; act. 1 Rz. 52 und act. 13 Rz. 61 im Zusammenhang mit den Krediten). War der Klägerin das Währungsrisiko auch bekannt, brauchte sie auch aus diesem Grund keine Aufklärung.

Die Klägerin argumentiert in der Replik, es gehe vorliegend nicht um das allgemeine Wissen, dass Währungen schwanken können, sondern um das Erkennen der mit dem "Kreditkonzept Schweizer Franken" verbundenen Währungsrisiken in Millionenhöhe. Über das für die Kenntnis der Bandbreite von Währungsschwankungen erforderliche Mass an Erfahrung und Fachwissen sowie die Kenntnis der komplexen volkswirtschaftlichen Vorgänge, von welchen das Verlustrisiko abhängt, habe sie, die Klägerin, nicht verfügt. Wie die Beklagte richtig festhält (act. 39

Rz. 110 ff.), musste die Klägerin nicht die exakten (komplexen) volkswirtschaftlichen Abläufe kennen, die zu Wechselkursschwankungen führen können, sondern nur wissen, dass Währungen schwanken können. Beim Schweizer Franken und Euro handelt es sich um gängige und nicht um exotische Währungen. Darüber hinaus ist betreffend die Bandbreite bzw. die "Währungsrisiken in Millionenhöhe" ebenfalls festzuhalten, dass diese von der Höhe der Kreditsumme abhängen. Die Klägerin hat nicht dargetan, dass die Beklagte bei der Eingehung der Geschäftsbeziehung von der schliesslich erreichten Kreditsumme von über EUR 20 Mio. ausgehen musste. Vielmehr erfolgten die Kreditaufnahmen in Schweizer Franken in mehreren Tranchen über eine Periode von rund dreieinhalb Jahren (von September 2006 bis Mai 2010), in welcher die Kreditsumme und der aufgrund von Währungsschwankungen potentiell zu verlierende Betrag stetig anstiegen. Insofern kann die Klägerin der Beklagten schon aus diesem Grund nicht vorwerfen, sie nicht über "Währungsrisiken in Millionenhöhe" aufgeklärt zu haben.

Die Klägerin behauptet, H.\_\_\_\_\_ habe erklärt, der Wechselkurs EUR/CHF sei stabil, weil die Schweizerische Nationalbank diese Stabilität sicherstelle, somit für die Klägerin in Wahrheit kein Währungsrisiko bestehe (act. 1 Rz. 52). Demgegenüber bestreitet die Beklagte, dass H.\_\_\_\_\_ eine solche Zusicherung jemals abgegeben oder in irgendeiner Form den Eindruck erweckt haben soll, es bestehe aufgrund der Währungspolitik der Schweizerischen Nationalbank kein (oder nur ein eingeschränktes) Wechselkursrisiko (vgl. oben Ziffer 6.1.1). Eine Zusicherung, wonach der Währungskurs stabil bleiben würde bzw. die Schweizerische Nationalbank diese Stabilität sicherstelle, würde mit der Währungsentwicklung auf einem zukünftigen und ungewissen Ereignis basieren. Die Klägerin führt aus, dass nicht voraussehbar gewesen sei, wie sich der Wechselkurs entwickeln würde, ob und wie die Schweizerische Nationalbank intervenieren und überhaupt fähig sein würde, den Wechselkurs tatsächlich stabil zu halten (act. 1 Rz. 289 ff.; zwar mit der Schlussfolgerung, dass dies einem Fachmann, nicht aber einem Laien bekannt sein müsse). Dass auf einen Rat, der auf einem zukünftigen und ungewissen Ereignis basiert, kein sicherer Verlass sein kann (vgl. dazu näher unten Ziffer 6.2), hätte die Klägerin wissen müssen. Ist sie dem Rat, dem eine unsichere Prognose zugrunde lag, dennoch gefolgt, hat sie das Risiko selber zu tragen. Zu-

dem ist es auch fraglich, ob die Klägerin eine solche (bestrittene) Äusserung H.\_\_\_\_s überhaupt als eine Zusicherung hinsichtlich des CHF/EUR-Währungskurses hätte verstehen können und dürfen. Denn es ist nicht nachvollziehbar, dass C.\_\_\_\_ tatsächlich davon ausgegangen sein kann, dass die Schweizerische Nationalbank den Währungskurs so beeinflussen würde, dass gar keine Währungsschwankungen bestehen würden, und dies erst noch auf unbestimmte Zeit. Mindestens von minimalen Schwankungen hätte C.\_\_\_\_ ohnehin ausgehen müssen. Daher hätte ihm eine Aussage, dass "in Wahrheit kein Währungsrisiko" bestehe, als von vornherein unrealistisch erscheinen müssen. Umso weniger hätte er diese als eine Zusicherung verstehen können und dürfen. Spätestens ab den ersten Verlusten im Jahr 2008 in der Höhe von EUR 1.7 Mio. kann die Klägerin nicht mehr behaupten, dass die Kreditaufnahme in Schweizer Franken aufgrund der "Zusicherung" der Beklagten erfolgt sein soll. Denn zu diesem Zeitpunkt hatte sich ein "Verlust in Millionenhöhe" bereits manifestiert.

Demzufolge liegt im Zusammenhang mit der Kreditgewährung keine Verletzung der Aufklärungspflicht durch die Beklagte vor.

## 6.2. Verletzung der Beratungspflicht

Die Klägerin hält dafür, dass es – neben der Sorgfaltswidrigkeit des Rates zur Kreditaufnahme – eine zusätzliche Sorgfaltswidrigkeit gewesen sei, ihr zur Kreditaufnahme in Schweizer Franken anstatt in Euro zu raten. Denn die Referenzwährung der Anlagen sei der Euro gewesen, so dass Anlagen in anderen Währungen nur ausnahmsweise und nur in geringem Masse zulässig gewesen seien. Entgegen dieser Vereinbarung und wider die Bedürfnisse und das Profil der Klägerin habe die Beklagte ihr jedoch aktiv von Beginn weg und während der Vertragsdauer immer wieder empfohlen, Kredite in Schweizer Franken aufzunehmen (act. 1 Rz. 285 ff.).

Die Beklagte weist in diesem Zusammenhang darauf hin, dass sich die Vereinbarung, wonach die Anlage der Vermögenswerte vornehmlich in der Referenzwährung Euro erfolgt und Währungsrisiken zu vermeiden sind (act. 3/3 S. 2), ausschliesslich auf die Anlage der Vermögenswerte im Rahmen des Vermögens-

verwaltungsmandats bezogen – und bei der Vermögensanlage auch befolgt worden sei – und mit den Krediten nichts zu tun gehabt habe. Auch wenn die Klägerin im Rahmen des Vermögensverwaltungsmandates die Anlage der Vermögenswerte in Euro gewünscht habe, habe sie sich bei den Krediten jeweils selbst für die Währung Schweizer Franken entschieden (act. 13 Rz. 159 ff.).

Die Bank haftet für eine Empfehlung nur, wenn diese im Zeitpunkt der Erteilung offensichtlich unvernünftig war. Denn der Kunde muss wissen, dass auf einen Rat, der ein zukünftiges und ungewisses Ereignis zur Grundlage hat, kein sicherer Verlass sein kann; er hat somit das Risiko grundsätzlich auch dann selber zu tragen, wenn er der Empfehlung der Bank gefolgt ist (BGE 119 II 333 E. 7a; Urteile des Bundesgerichts 4A\_444/2012 vom 10. Dezember 2012 E. 3.2, 4A\_140/2011 vom 27. Juni 2011 E. 2.1, 4C.205/2006 vom 21. Februar 2007 E. 3.4.1, 4A\_336/2014 vom 18. Dezember 2014 E. 5.2; FELLMANN, Berner Kommentar, Der einfache Auftrag, 4. Aufl., Bern 1992, Art. 394 N 97 f.). Da die zukünftige Börsen- und Währungsentwicklung immer unsicher ist, trifft Personen, die Empfehlungen abgeben, keine Erfolgshaftung, d.h. sie können nicht haftbar gemacht werden, wenn eine ihrer Empfehlungen nicht zum Erfolg führt (URS SCHENKER, Zwischen Marktrisiko und Haftung - Das Haftungsrisiko beim Anlagegeschäft, Zürich 2011, S. 35).

Dass die Festlegung der Referenzwährung Euro sowie der defensiven Anlagestrategie im Rahmen des Vermögensverwaltungsmandats erfolgte und sich auf die angelegten 28 Mio. Euro bezog, ist unbestritten. Diese Vereinbarung war im Zusammenhang mit der Vermögensverwaltung auch nötig, denn dieser ist immanent, dass der Kunde die Entscheidungsbefugnis an die Bank delegiert, so dass diese die einzelnen Anlageentscheide anschliessend selbst (ohne vorgängig mit dem Kunden Rücksprache zu halten) trifft. Hingegen war es bei der Kreditaufnahme die Klägerin, welche bei jedem Kredit – zwar nach Empfehlung der Beklagten – den Entscheid über die Währung Schweizer Franken jeweils selbst getroffen und der Beklagten mitgeteilt hat, welche erst danach und der Weisung der Klägerin entsprechend den Kreditbetrag überwiesen hat (vgl. dazu auch oben Ziffer 5.4.2.2). Hat die Klägerin sich selber zu Krediten in Schweizer Franken ent-

schieden, verhält sie sich widersprüchlich, wenn sie nun geltend macht, die Kredite hätten – aufgrund der im Rahmen der Vermögensverwaltung abgeschlossenen Vereinbarung – ausschliesslich in Euro erfolgen dürfen.

Hinsichtlich der Empfehlung zur Aufnahme von Krediten ist darauf hinzuweisen, dass die Bank für eine Empfehlung nur haftet, wenn diese im Zeitpunkt der Erteilung offensichtlich unvernünftig war. Es ist unbestritten, dass die Rendite des Vermögensverwaltungsmandates die Kreditkosten jeweils überstieg, die Anlage des gesamten Verkaufserlöses und die Aufnahme von Krediten aus Renditeüberlegungen somit Sinn machte. Wie die Beklagte richtig ausführt (act. 39 Rz. 757), waren die Verluste im Jahr 2008 eine Folge der globalen Finanzkrise und hatten mit der grundsätzlichen Empfehlung der Beklagten nichts zu tun. Will die Klägerin geltend machen, dass gewisse einzelnen Kreditaufnahmen in Schweizer Franken offensichtlich unvernünftig gewesen sein sollen, hätte sie dies konkret darlegen müssen. Wie schon oben festgehalten (vgl. Ziffer 6.1.2), handelt es sich bei der Währungsentwicklung bzw. bei Kursrisiken um ein zukünftiges und ungewisses Ereignis, und kann auf einen Rat, der ein zukünftiges und ungewisses Ereignis zur Grundlage hat, kein sicherer Verlass sein. Vor diesem Hintergrund hätte die Klägerin das Risiko ohnehin auch dann selber zu tragen, wenn sie der Empfehlung der Beklagten gefolgt wäre.

Folglich liegt im Zusammenhang mit der Kreditgewährung auch keine Verletzung der Beratungspflicht vor.

### 6.3. Verletzung der Pflicht zur Diversifikation

Die Klägerin macht weiter geltend, dass durch die Aufnahme der Kredite in Schweizer Franken ein Klumpenrisiko resultiert sei, welches die Beklagte dem Grundsatz der Diversifikation folgend hätte vermeiden sollen; Klumpenrisiken zu vermeiden sei ein unbestrittener Grundsatz der Vermögensanlage (act. 1 Rz. 303 ff.).

Wie die Beklagte zu Recht erwidert (act. 13 Rz. 195 ff.), vermischt die Klägerin hier wiederum die im Rahmen der Vermögensverwaltung geltenden Grundsät-

ze mit denjenigen der streitgegenständlichen Kreditbeziehung. Es gilt auch hier (vgl. auch oben Ziffern 5.4.2.2 und 6.2), dass die Klägerin – zwar nach Empfehlung der Beklagten – über die Währung der Kredite in Schweizer Franken jeweils selber entschieden hat. Das von der Klägerin geltend gemachte Klumpenrisiko ist nicht etwa durch die Beklagte im Alleingang eingegangen worden – so wie dies im Rahmen der Vermögensverwaltung erfolgt, wo die Bank die Anlageentscheide ohne vorgängige Rücksprache mit dem Kunden trifft. Der Vermögensverwaltungsvertrag und die Kredite haben keine Einheit gebildet und die Klägerin kann sich im Zusammenhang mit den Krediten nicht auf die für das Vermögensverwaltungsmandat geltenden Grundsätze berufen.

#### 6.4. Verletzung der Treuepflicht

Weiter macht die Klägerin eine Treuepflichtverletzung geltend. Die Beklagte habe C.\_\_\_\_\_ die Anlage des gesamten Verkaufserlöses und die Finanzierung der Immobilienprojekte aus riskanten Krediten lediglich deshalb empfohlen, um das Mandat für sich besonders lukrativ auszugestalten. Es habe sich für die Beklagte ertragssteigernd ausgewirkt, wenn die Klägerin die Investitionen über Kredite statt aus dem Verkauf von Anlagen finanziere. Denn die Höhe des Vermögensverwaltungshonorars sei vom Umfang des verwalteten Vermögens abhängig gewesen. So habe die Beklagte ein Verwaltungshonorar auf dem gesamten Verkaufserlös einnehmen und auf den aufgenommenen Krediten gleichzeitig eine Zinsmarge verdienen können (act. 1 Rz. 311 ff.). Die Klägerin bestreitet die Vorwürfe (act. 13 Rz. 201 ff.).

Auch hier ist zu betonen, dass eine Bank für eine Empfehlung nur haftet, wenn diese im Zeitpunkt der Erteilung offensichtlich unvernünftig war, und dass auf einen Rat, der ein zukünftiges und ungewisses Ereignis zur Grundlage hat, kein sicherer Verlass sein kann (vgl. oben Ziffer 6.2). Einerseits ist unbestritten, dass (wie die Beklagte vorbringt, act. 39 Rz. 755 ff.) die Rendite des Vermögensverwaltungsmandats mit Ausnahme des von der Finanzkrise am stärksten betroffenen Jahres 2008 jeweils über den Zinskosten für die aufgenommenen Kredite lag, die Anlage des gesamten Verkaufserlöses und die Aufnahme von Krediten aus Renditeüberlegungen also nicht offensichtlich unvernünftig gewesen sein

konnte. Andererseits hat die Klägerin, wenn sie den Rat zur Aufnahme der Kredite in Schweizer Franken bemängelt, das damit einhergehende Risiko selbst zu tragen. Denn dieser Rat basiert mit der Währungsentwicklung auf einem künftigen und ungewissen Ereignis.

#### 6.5. Genehmigung bzw. widersprüchliches Verhalten

Ist davon auszugehen, dass ein Kunde einem Anlageentscheid der Bank ausdrücklich oder stillschweigend zugestimmt hat, wird eine allfällige Sorgfaltspflichtverletzung der Bank geheilt. Die Genehmigung hat zur Folge, dass Schadenersatzansprüche des Kunden gegenüber der Bank verwirken (ABEGGLEN/SCHOTT, Einsatz alternativer Anlagen in der Vermögensverwaltung, GesKR 2010, S. 488 f.; GUTZWILLER, Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, 2008, S. 60 f.; Urteile des Bundesgerichts 4C\_342/2003 vom 8. April 2005 E. 2.4 und 4C\_194/2005 vom 28. September 2005 E. 3.2.4). Ein Bankkunde verhält sich widersprüchlich, wenn er sich im Nachhinein darauf beruft, die gewählte Anlagestrategie hätte nicht seinem Risikoprofil entsprochen, nachdem er sich zuvor bewusst für dieses Vorgehen entschieden hatte (Urteil des Bundesgerichts 4A\_140/2011 vom 27. Juni 2011 E.2).

Wie die Beklagte zutreffend ausführt (act. 13 Rz. 189), kann sich die Klägerin, nachdem sie sich selbst für die Aufnahme von Krediten entschieden und diesen Entscheid über die gesamte Vertragsdauer fortlaufend bekräftigt hat, nicht nachträglich darauf berufen, die Beklagte hätte ihr anlässlich der ersten Besprechung gar nie zur Anlage des gesamten Verkaufserlöses und Aufnahme von Krediten raten dürfen. Hinsichtlich der Kredite in Schweizer Franken ist festzuhalten, dass Währungsrisiken als bekannt vorzusetzen sind, mithin auch der Klägerin bekannt sein mussten. Zudem nahm die Klägerin, auch nachdem sie anhand der per Ende Jahr jeweils ausgestellten Vermögensaufstellung von Währungsschwankungen Kenntnis erhalten hatte, weiterhin Kredite in Schweizer Franken auf. Auch nachdem sich im Jahr 2008 ein Verlust von EUR 1.7 Mio. manifestiert hatte, nahm die Klägerin – zwar auf Empfehlung der Beklagten hin – neue Kredite

in Schweizer Franken auf. Ein solches über Jahre andauerndes und nach grossen Währungsverlusten unverändertes Verhalten mit Unwissenheit betreffend die Währungsrisiken in Millionenhöhe bzw. mit der durch die Beklagte abgegebenen Zusicherung nach Währungsstabilität zu begründen, erscheint widersprüchlich.

#### 6.6. Fazit

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Beklagte für die von der Klägerin geltend gemachten, im Zusammenhang mit der Krediten in Schweizer Franken erlittenen Verluste, nicht haftet. Demgemäss ist die Klage abzuweisen, soweit sie nicht als zurückgezogen gilt.

### **V. (Kosten- und Entschädigungsfolgen)**

Der Streitwert richtet sich nach dem Rechtsbegehren zum Zeitpunkt der Klageeinreichung beim Gericht (RÜEGG, in: SPÜHLER/TENCHIO/INFANGER [Hrsg.], Basler Kommentar Schweizerische Zivilprozessordnung, 3. Aufl., Basel 2017, Art. 91 N 3 ff.). Er beträgt nach Massgabe der bei Einreichung der Klageschrift geltenden Währungskurse CHF 7'823'520.– [EUR 7'323'883.–; Kurs EUR 1 = CHF 1,06822 am 13. April 2017; vgl. oanda.com].

Ausgangsgemäss wird die Klägerin kosten- und entschädigungspflichtig (Art. 106 Abs. 1 ZPO). Die Höhe der Gerichtsgebühr bestimmt sich nach der Gebührenverordnung des Obergerichts vom 8. September 2010 (Art. 96 ZPO i.V.m. § 199 Abs. 1 GOG), während die Höhe der Parteientschädigung gemäss der Verordnung über die Anwaltsgebühren vom 8. September 2010 festzusetzen ist (Art. 96 ZPO i.V.m. § 48 Abs. 1 lit. c und Abs. 2 des Anwaltsgesetzes vom 17. November 2003). Sowohl die Gerichtsgebühr als auch die Parteientschädigung richten sich in erster Linie nach dem Streitwert bzw. nach dem Streitinteresse (§ 2 Abs. 1 lit. a GebV OG; § 2 Abs. 1 lit. a AnwGebV). In Anbetracht des Schwierigkeitsgrades und des Aufwandes rechtfertigt es sich, die Gerichtsgebühr gemäss § 4 Abs. 1 GebV OG um die Hälfte zu erhöhen (§ 4 Abs. 2 GebV OG).

Bei der Festsetzung der Parteientschädigung sind die eingereichten Rechtsschriften und die durchgeführte Vergleichsverhandlung zu berücksichtigen, weshalb die Grundgebühr um einen Drittel zu erhöhen ist (§§ 4 und 11 AnwGebV).

**Das Handelsgericht beschliesst:**

1. Die Klage wird im Umfang von CHF 272'815.– als durch Rückzug erledigt abgeschrieben.
2. Schriftliche Mitteilung und Rechtsmittelbelehrung mit nachfolgendem Erkenntnis.

**und erkennt:**

1. Im übrigen wird die Klage abgewiesen.
2. Die Gerichtsgebühr wird festgesetzt auf CHF 150'000.–.
3. Die Kosten werden der Klägerin auferlegt und teilweise aus der von ihr geleisteten Kautionsdeckung gedeckt; im nicht gedeckten Betrag werden die Kosten nachgefordert.
4. Die Klägerin wird verpflichtet, der Beklagten eine Parteientschädigung von CHF 130'000.– 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 7'823'520.–.

Zürich, 16. März 2020

Handelsgericht des Kantons Zürich

Vizepräsidentin:

Gerichtsschreiberin:

Dr. Claudia Bühler

Azra Ohnjec