

## § 1. Einleitung

---

Die altbewährten Formen der Geldanlage haben Konkurrenz durch die renditestarken erfahren. Das Sparbuch kommt aus der Mode und wird von Aktien, Fondsanteilen bzw Zertifikaten abgelöst. Anlageberatung blühte in den letzten zehn Jahren auf wie noch nie zuvor.<sup>1</sup> Risikoaversen Anlegern wurden hochriskante Papiere als sichere Investition mit hoher Rendite empfohlen. Oft wurden die gesamten Ersparnisse als Basis für eine Vermögensanlage zur Verfügung gestellt, die dann schlussendlich zu einem finanziellen Desaster führte; gelegentlich wurde dafür sogar Kredit in Anspruch genommen. Die Gerichte müssen heute zahlreiche Fälle fehlerhafter Anlageberatung abarbeiten. Grund dafür sind oft die vom Provisionssystem<sup>2</sup> angetriebenen Berater, die an risikoscheue Anleger zumeist hochvolatile Papiere empfohlen haben, um ihren Unterhalt bestreiten zu können. Dass dabei nicht immer ein für den konkreten Kunden maßgeschneidertes Paket an Investments verkauft wurde, liegt auf der Hand. Das eigentliche Problem, das zu den zahlreichen Prozessen geführt hat, lässt sich aber mit einem Wort umschreiben: *Volatilität*. Darunter versteht man im Allgemeinen die Schwankungsbreite eines Marktes; sie wird auch für die Risikobewertung eines Finanzproduktes herangezogen. Dieser Begriff wirft komplexe Fragen auf, die durch Lehre und Rechtsprechung zu lösen versucht wurden. Viele einschlägige Regelungen im ABGB gehen von gänzlich anderen Parametern aus. So spricht zB § 1332 ABGB vom Ersatz des gemeinen Wertes bei Beschädigung einer körperlichen Sache. Bei Wertpapieren kann dieser in Sekundenschnelle wechseln; das Spektrum des Möglichen reicht von nahezu wertlos bis exorbitant teuer. Das führt etwa bei der Schadensberechnung zu großen Problemen. Im Schadenersatzrecht sind noch zahlreiche weitere Fragen zu klären.

Die Vermögensveranlagung spielt in Zeiten steigender Inflation und den Nachwehen der Finanzkrise eine immer gewichtigere Rolle. Nicht nur die

---

1 <http://www.oenb.at/isaweb/report.do?report=4.1.1> (21.8.2012).

2 S etwa *Baum*, ÖBA 2010, 278.

institutionellen Vermögensanleger tummeln sich auf dem Kapitalmarkt, auch die Klein- und Kleinstanleger erschließen dieses Gebiet für sich. Gelockt vom Spruch „Das Geld vermehrt sich selbst“ pilgern immer mehr Verbraucher zu den Geldinstituten ihres Vertrauens, um eine Geldveranlagung zu tätigen. Dabei ist zumeist ein Wissensdefizit der potentiellen Anleger festzustellen: Das progressiv-proportionale Verhältnis zwischen Renditenhöhe und Verlustrisiko ist Anlegern oft nicht bewusst. Daher ist eine *anlage- und anlegergerechte Beratung* das entscheidende Instrument, um Wissenslücken zu schließen und dem Anleger eine wohlüberlegte Entscheidung zu ermöglichen.

Gerade hier steige ich mit meiner Abhandlung in die Materie ein. Ist dem Anlageberater bzw dem beratenden Bankangestellten bei der Aufklärung ein Fehler unterlaufen und hat er deswegen falsche Informationen weitergegeben, so wird dem Anleger zumeist ein wichtiges Detail vorenthalten: *Die Volatilität von bestimmten Vermögenswerten*. Damit ist schon der Kern meines Themas angesprochen: Die Wertschwankungen stellen das 30. Hauptstück des ABGB auf die Probe; für die auftretenden Probleme gibt es kaum noch Lösungsansätze, die bis dato nicht vertreten wurden. Vor allem der Beweis der „hypothetischen Alternativanlage“<sup>3</sup> bereitet erhebliche (praktische) Probleme. Die literarische Landschaft rund um die Anlageberaterhaftung wurde durch zahlreiche, einander diametral gegenüberstehende Entscheidungen des OGH getrübt; die wissenschaftliche Diskussion hat ein nahezu unüberschaubares Ausmaß angenommen, das nur durch eine grundlegende Aufarbeitung und Systematisierung bewältigt werden kann.

## A. Der Begriff „Volatilität“

Der zentrale Begriff, um den sich dieses Werk dreht, ist die *Volatilität*. Unter Volatilität wird die *Schwankungsbreite eines Basiswertes innerhalb eines bestimmten Zeitraumes* verstanden. Sie stellt ein *Risikomaß* dar, das die Höhe von Schwankungen eines Preises oder Basiswertes von Zinsen, Renditen, Rohstoffen, Wechsel- oder Aktienkursen widerspiegelt. Die Volatilität ist somit ausschlaggebend für die Beurteilung des *Risikogehalts*.<sup>4</sup> Daraus ergibt sich, dass bei hoher Volatilität hohe Verluste, aber auch hohe Gewinne möglich sind.<sup>5</sup> Bei Anlagen spiegelt sich die Volatilität typischerweise im Kurs-

---

3 S dazu unter § 3. C. VI.

4 Dabei wird aber keine Indikation über die Höhe der Wahrscheinlichkeit von Kursveränderungen nach oben bzw unten hin angegeben (s *Hirschbeck*, Volatilität 3).

5 *Hirschbeck*, Volatilität, 2 f. Die Volatilität verhält sich *heteroskedastisch*, was bedeutet, dass die Schwankung in einer Zeitreihe nicht konstant ist, sondern eine

wert wider. *Stabile* Papiere sind im Gegensatz zu volatilen einem solchen *Schwankungsrisiko nicht (in diesem Ausmaß) ausgesetzt*, als Beispiel soll hier das fix verzinste Sparbuch dienen. Nach einer gewissen Laufzeit wird das Vermögen – vermehrt um die (zumeist) niedrigen Zinsen – wieder freigegeben; mit Verlusten ist nicht zu rechnen. Erwirbt man dagegen volatile Papiere – etwa Aktien – um eine höhere Rendite (in kürzerer Zeit) zu lukrieren, kann das veranlagte Kapital sogar zur Gänze verloren gehen. Die Volatilität von Vermögenswerten *an sich* stellt jedoch keinen Schaden dar; es kommt entscheidend auf das Interesse des Anlegers an: Die Fallkonstellationen in Anlageberatungsfällen zeichnen sich dadurch aus, dass der Anleger aufgrund der fehlerhaften Beratung *unbewusst* und *ungewollt* (hoch-)volatile Papiere erwirbt. Dabei sind verschiedene Sachverhaltsvarianten denkbar; beim unrichtig beratenen Anleger mit *durchschnittlicher Risikobereitschaft* treten die größten Schwierigkeiten auf.<sup>6</sup> Die Volatilität von Vermögenswerten war auch Grund dafür, dass das Höchstgericht nun für die Schadensberechnung eine von der herrschenden Ansicht<sup>7</sup> abweichende Lösung vertritt. Im Zusammenhang mit der Berechnung des Schadens sprach das Höchstgericht aus, dass die sehr *volatilen* Papieren immanenten Kurschwankungen es rechtfertigten, der *subjektiv-konkreten Schadensberechnung gegenüber der objektiv-abstrakten den Vorzug einzuräumen*.<sup>8</sup> Jedoch könnte man wie *Graf*<sup>9</sup> dagegen einwenden, dass nunmehr in Zeiten der Finanzkrise kaum eindeutig unterschieden werden kann, *was* einen volatilen Vermögenswert darstellt und was nicht. Es wird unter § 4. D. untersucht, welche Ansicht die überzeugenderen Argumente für sich hat und ob den

---

unterschiedliche Streuung innerhalb einer bestimmten Zeitreihe vorhanden ist. Die Volatilität kann als *historische* und als *implizite* gemessen werden. Die Berechnung der historischen Volatilität erfolgt durch Heranziehung von historischen Kursen, die implizite wird aus Optionspreisen ermittelt. Bei der Berechnung der impliziten Volatilität wird für die Optionspreise die Formel des *Black-Scholes-Modells* verwendet. Eine Aktienoption hängt dem Modell zufolge von fünf Größen ab: Der Volatilität, dem aktuellen Aktienpreis, dem Basispreis einer Aktie, der Restlaufzeit und dem risikolosen stetigen Zinssatz. Die implizite Volatilität wird verwendet, um sich eine Marktmeinung über eine bestimmte Aktie bilden zu können, die historische zieht vergangene Kurse heran. Die implizite blickt sozusagen im Gegensatz zur historischen *in die Zukunft* (*Hirschbeck*, Volatilität 3, 8 f, 45, 49 u 58).

- 6 Die hier behandelten Fallkonstellationen werden im folgenden Kapitel (§ 2. B.) beschrieben und erläutert.
- 7 *Koziol*, Haftpflichtrecht I<sup>3</sup> Rz 2/56 ff; *F. Bydlinski*, Schadensverursachung 28 ff; *ders.*, System 190 ff; aA *Reischauer* in Rummel II<sup>3</sup> § 1323 Rz 3 f.
- 8 OGH 1 Ob 46/11p JBl 2011, 713 = *ecolex* 2011/349, 902 (*Wilhelm*) = Zak 2011/807, 423 (*Zollner*) = ZFR 2012/6, 18 (*Graf*) = EvBl 2012/53, 364 (*Karner*). Dazu noch genauer unter § 4. D.
- 9 ZFR 2012, 22 FN 23.

erwähnten Ausführungen die Relevanz zukommt, die ihnen vom Höchstgericht bzw von *Graf* beigemessen werden.

Die Volatilität von Vermögenswerten dient hier in erster Linie als *Problembeschreibung*; es soll keine Analyse des derzeitigen Kapitalmarkts angestellt werden, sondern vielmehr das Faktum der Volatilität von Vermögenswerten nach geltendem Schadenersatz- und Prozessrecht beurteilt und bewältigt werden. Bevor in medias res gegangen wird, sollen noch die Grundlagen als Basis dieser Untersuchung dargestellt werden. Dabei wird immerzu versucht, sowohl wissenschaftlichen Anforderungen als auch praktischen Bedürfnissen zu genügen.

## B. Gang der Untersuchung

In einem ersten Kapitel wird der *Schaden* als Grundvoraussetzung für jeden Haftungsanspruch im österreichischen Zivilrecht behandelt. Dabei wird auf den Begriff an sich, den Eintritt, die Berechnung und den dafür maßgeblichen Zeitpunkt, die rechtliche Ausprägung und die rechtliche Kategorisierung eingegangen.

Nach der Lösung dieser Fragen sollen Probleme bei der *Wiedergutmachung des Schadens* angesprochen werden. Dabei wird vor allem der Begriff der „Naturalrestitution“ einer genauen Untersuchung unterzogen, um die bei den Anlageberaterfällen auftretenden Fragestellungen beantworten zu können. Diesbezüglich wird auch die grundsätzliche Frage nach der Zulässigkeit eines kompensatorischen Geldersatzes untersucht, der in der Literatur immer wieder als möglicher „Ausweg aus der Misere“ angeführt wird. Außerdem wird hier der Frage nach dem zulässigen Rechtsschutzinstrument nachgegangen: Welche Klagsart ist zulässig und zweckmäßig? Dabei wird besonderes Augenmerk auf die Erfordernisse einer *Feststellungsklage* gelegt, vor allem deshalb, weil die Rsp in diesem Zusammenhang zu diametralen Ergebnissen kam, die alles andere als befriedigend sind. Aber auch Probleme iZm dem Exekutionsrecht sollen gelöst werden.

Im Anschluss daran wird das praktisch zentrale Problem der *Kausalität* erörtert und im ersten Schritt versucht, ein System der bisherigen Ansätze und Entscheidungen zu erstellen, das als Grundlage für den weiteren Gang der Untersuchung dienen soll. Diese Aufarbeitung soll einerseits einen Überblick ermöglichen und andererseits vermeiden, dass gewisse Gesichtspunkte bei der eigenen Meinungsfindung übersehen werden bzw unberücksichtigt bleiben. Dabei fließen wiederum *prozessrechtliche Fragestellungen* in die Arbeit ein, vor allem solche nach dem Beweismaß und dessen Reduktion.

Zu guter Letzt soll ein Fragenkomplex untersucht werden, der sich bei der Anlageberaterhaftung so wie bei jedem anderen Anspruch aufdrängt: *Die Verjährung*. In diesem Zusammenhang soll vor allem auf nachträgliche Beschwichtigungen durch den Berater eingegangen und deren verjährungsrechtliche Bedeutung untersucht werden.



## § 2. Problemaufriss und Fallbeispiele

---

Um die unter § 1. kurz erwähnten Probleme plastischer darstellen zu können, soll im Folgenden ein Fallbeispiel gefunden werden, das den zahlreichen OGH-Entscheidungen entnommen wurde. Daneben wird hier auch dargelegt, welche Prämissen dieser Arbeit zugrunde liegen.

### A. Prämissen und äußerster Rahmen der Untersuchung

In dieser Monographie soll vor allem folgenden Problembereichen Aufmerksamkeit zukommen: Dem *Schaden des geschädigten Anlegers* und dessen *Wiedergutmachung*, der *Kausalität* des Beraterverhaltens, der *Verjährung* der Schadenersatzansprüche und den damit einhergehenden prozessrechtlichen Fragestellungen vor allem zur *Zulässigkeit einer Feststellungsklage*. Dabei kann auf die Rechtswidrigkeit des Beraterverhaltens bzw auf dessen Verschulden nur ausnahmsweise<sup>10</sup> eingegangen werden. Der für diese Untersuchung zur Verfügung stehende Rahmen würde gesprengt, käme auch diesen Aspekten dieselbe wissenschaftliche Aufmerksamkeit zu. Dieser abgesteckte Bereich, in dem die Aufarbeitung und Untersuchung ihren Mittelpunkt findet, macht es notwendig, gewisse Prämissen aufzustellen: In diesem Sinn wird im Weiteren davon ausgegangen, dass der Berater den Anleger *rechtswidrig und schuldhaft*<sup>11</sup> fehlberaten hat. Es ist hierbei festzuhalten, dass die Begriffe Rechtswidrigkeit und Verschulden als Oberbegriffe verstanden werden, womit auch sämtliche Detailfragen erfasst sind.<sup>12</sup>

---

10 Das Verschulden wird etwa bei der Untersuchung, ob der Anlegerschaden in positiven Schaden und entgangenen Gewinn geteilt werden kann, eine nicht untergeordnete Rolle spielen; s dazu unter § 4. D. IV. 2.

11 Unproblematisch erscheint die Schuldhaftigkeit des Beraterverhaltens, § 1298 ABGB bürdet dem Berater wegen der Verletzung seiner (vor-)vertraglichen Aufklärungspflicht den Freibeweis auf, der in den meisten Fällen nicht gelingen wird.

12 So wird in dieser Arbeit auf den Rechtswidrigkeitszusammenhang ebenso wenig wie auf den Schutzzweck der Norm als Detailfrage der Rechtswidrigkeit eines Verhaltens eingegangen. Genausowenig kommt das Mitverschulden zur Sprache,

Der zentrale Untersuchungsgegenstand dieser Dissertation ist das Schadenersatzrecht. Mit gleicher Sorgfalt und Tiefe sollen auch Fragestellungen, die ihren Ursprung im Prozessrecht haben, behandelt werden; die formellrechtlichen Probleme sind aber gegenüber den materiellrechtlichen Fragestellungen in deutlich geringerer Anzahl vorhanden. Wie oben schon ausgeführt, sollen vor allem die Auswirkungen der Volatilität auf die Voraussetzungen eines Schadenersatzanspruches untersucht werden.

Grundsätzlich unterscheidet man bei Börsengeschäften die verschiedenen Handelsplattformen. Auf dem *Primärmarkt* beschaffen sich Unternehmen durch Emission ihrer Papiere (meist Aktien) Kapital; in der Regel von institutionellen Anlegern, wie Banken und Versicherungen (uU auch von Privatanlegern mit entsprechendem Anlagevolumen).<sup>13</sup> Nach der Emission der Papiere findet der Handel auf dem *Sekundärmarkt* statt, wo sich auch Kleinanleger zur Kapitalsvermehrung tummeln.<sup>14</sup> In dieser Abhandlung werden ausschließlich *Transaktionen auf dem Sekundärmarkt* behandelt, weil hier vor allem auch Privatanleger ihre Finanzgeschäfte tätigen. Auf dem Primärmarkt sind sie kaum anzutreffen.

Die Anlageberaterhaftung ist durch Regeln unseres ABGB determiniert. Es gibt aber auch andernorts Normen, die zumindest einen anderen Teil von Fragen iZm fehlerhafter Anlageberatung behandeln. So wird in § 11 KMG die *Prospekthaftung* geregelt, nach der ein Anleger seinen Schaden aufgrund einer unrichtigen Prospektinformation gegen die dort genannte Anspruchsgegner geltend machen kann. Fragen rund um eine Prospekthaftung sollen in dieser Abhandlung jedoch nicht Thema sein, weil sie auf ein ganz anderes personales Verhältnis der Beteiligten abstellen, schließlich geht der Anleger dabei ua gegen den Anlageemittenten vor. Das WAG 2007 enthält Normen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die gewisse Leistungen im Zusammenhang mit Wertpapieren anbieten, darunter auch die Anlageberatung. Darin findet man etwa „Wohlverhaltensregeln“, welche Kriterien einer gesetzeskonformen Beratung aufstellen (§§ 40 ff und §§ 43 ff WAG 2007) oder auch Regelungen zum arbeitsteiligen Vertrieb von Wertpapieren durch die erfassten Unternehmen (§ 27 WAG 2007)<sup>15</sup>. Die Frage nach der rechtlichen Natur ist umstritten; den Regelungen im WAG wird ein „janusköpfiger

---

das dem Anleger einerseits bereits beim Erwerb, andererseits auch danach, etwa bei vorzeitigem Verkauf bzw Nichtverkauf, vorgeworfen werden könnte.

13 Zur Findung des Ausgabekurses siehe *Brauneis/Mestel*, ÖBA 2014, 232, die die Lage zwar für *Aktien* beschreiben, diese stellt sich jedoch bei sämtlichen auf dem Finanzmarkt gehandelten Anlagen im Wesentlichen gleich dar.

14 *Brauneis/Mestel*, ÖBA 2014, 232.

15 Nachweise in FN 18.