Tribunale federale
Tribunal federal

{T 0/2}
4C.18/2004 /zga

Urteil vom 3. Dezember 2004
I. Zivilabteilung

Besetzung
Bundesrichter Corboz, Präsident,
Bundesrichter Nyffeler, Bundesrichterin Kiss,
Gerichtsschreiber Widmer.

Parteien
X._____ AG,
Beklagte und Berufungsklägerin, vertreten durch
Rechtsanwalt Roland Schaub,

gegen

Y._____,
Klägerin und Berufungsbeklagte, vertreten durch
Rechtsanwalt Robin Grand.

Gegenstand
Vermögensverwaltungsauftrag,

Berufung gegen das Urteil des Handelsgerichts
des Kantons Zürich vom 18. November 2003.

Sachverhalt:
A.
X._____ verwaltete ab etwa 1980 das in der Schweiz gelegene Vermögen des deutschen Staatsangehörigen A._____. Im Jahre 1986 wurde das Vermögen in die nach liechtensteinischem Recht gegründete Stiftung "Y._____" (Klägerin) mit Sitz in Vaduz eingebracht. X._____ übte seine Verwaltungstätigkeit zunächst als Angestellter verschiedener Banken aus. Im Jahre 1994 gründete er die X._____ AG (Beklagte), die in der Folge mit der Verwaltung des Vermögens der Klägerin betraut wurde und bei der Depotbank eine Vermögensverwaltungsvollmacht erhielt.

Bis im Frühjahr 1999 war das Vermögen der Klägerin hauptsächlich in Obligationen angelegt. Ab Mai 1999 begann die Beklagte, dieses vermehrt in Aktien zu investieren. Nach einem Treffen mit X._____ wies A._____ den Stiftungsrat der Klägerin im Dezember 1999 an, einen Kredit über Fr. 500'000.– zwecks Aktienkäufen aufzunehmen. Mitte August 2001 wies das Depot einen Aktienanteil von 96% auf, wobei es sich überwiegend um an der NASDAQ kotierte Aktien von im Internetbereich tätigen start-up Unternehmen handelte, die zwischen dem 10. Mai 1999 und Ende 2000 erworben worden waren. Der Referenzwert des Portfolios belief sich Ende 1998 auf DEM 1'094'921.– und stieg bis Ende 1999 auf DEM 1'338'541.–. Im August 2001 war er auf DEM 227'652.– zusammengeschmolzen. Die Klägerin entzog der Beklagten daraufhin die Vermögensverwaltungsvollmacht.
B.
Am 27. Februar 2002 belangte die Klägerin die Beklagte beim Handelsgericht des Kantons Zürich auf Bezahlung von USD 494'941.75 sowie EUR 22'281.07 nebst Zins als Schadenersatz aus der Verletzung des Vermögensverwaltungsauftrags. Sie warf der Beklagten im Wesentlichen vor, sie habe die aus dem Auftrag

fliessenden Pflichten verletzt, indem sie unter Missachtung der gebotenen Anlagestrategie namentlich höchst spekulative Aktientitel erworben und Klumpenrisiken gebildet habe. Das Handelsgericht hiess die Klage mit Urteil vom 18. November 2003 teilweise gut und verpflichtete die Beklagte, der Klägerin USD 479'980.– nebst Zins zu bezahlen.
C.
Gegen dieses Urteil erhob die Beklagte eidgenössische Berufung und kantonale Nichtigkeitsbeschwerde. Die Nichtigkeitsbeschwerde hat das Kassationsgericht des Kantons Zürich am 30. Juni 2004 abgewiesen, soweit es darauf eingetreten ist.

Mit ihrer Berufung beantragt die Beklagte dem Bundesgericht, das Urteil des Handelsgerichts aufzuheben und die Klage abzuweisen. Die Klägerin schliesst auf Abweisung der Berufung, soweit darauf einzutreten ist.

Das Bundesgericht zieht in Erwägung:
1.
Die Beklagte macht zunächst geltend, die Vorinstanz habe Art. 398 Abs. 2 OR verletzt, indem sie ihr zu Unrecht eine Verletzung der Sorgfaltspflicht vorgeworfen habe. Die Vorinstanz habe bei der Feststellung der zwischen den Parteien vereinbarten Anlagestrategie den mutmasslichen Parteiwillen unrichtig ermittelt und überdies die Regeln über die Beweislastverteilung (Art. 8 ZGB) verletzt.
1.1 Nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung untersteht die Vermögensverwaltung den auftragsrechtlichen Regeln (BGE 124 III 155 E. 2b; 115 II 62 E. 1). Durch die Annahme eines Auftrages verpflichtet sich der Beauftragte, die ihm übertragenen Geschäfte oder Dienste vertragsgemäss zu besorgen (Art. 394 Abs. 1 OR). Er haftet dem Auftraggeber für getreue und sorgfältige Ausführung des ihm übertragenen Geschäfts (Art. 398 Abs. 2 OR). Der Beauftragte hat grundsätzlich nicht für den Erfolg seiner Tätigkeit einzustehen. Haftungsbegründend ist vielmehr eine unsorgfältige oder treuwidrige und den Auftraggeber schädigende Ausführung des Auftrages. Das Mass der Sorgfalt bestimmt sich nach objektiven Kriterien. Erforderlich ist die Sorgfalt, die ein gewissenhafter Beauftragter in der gleichen Lage bei der Besorgung der ihm übertragenen Geschäfte anzuwenden pflegt. Höhere Anforderungen sind an den Beauftragten zu stellen, der seine Tätigkeit berufsmässig, gegen Entgelt ausübt. Dabei ist nach der Art des Auftrages zu differenzieren und auch den besonderen Umständen des Einzelfalles Rechnung zu tragen. Bestehen für eine Berufsart oder ein bestimmtes Gewerbe allgemein befolgte Verhaltensregeln und Usanzen, können sie bei der Bestimmung des
Sorgfaltsmasses herangezogen werden (zum Ganzen BGE 115 II 62 E. 3a mit Hinweisen; vgl. auch BGE 127 III 359 E. 1; Weber, Basler Kommentar, N. 27 zu Art. 398 OR).
1.2 Was den relevanten Zeitraum angeht, für den zu prüfen ist, ob die Beklagte sich eine Vertragsverletzung vorwerfen lassen muss, ist zu beachten, dass die Vorinstanz für die Schadensberechnung auf die Zeitspanne zwischen Ende Dezember 1999 und der Vertragsauflösung im August 2001 abgestellt hat. Die Festsetzung dieses zeitlichen Rahmens für die Entstehung des Schadens der Klägerin wird von keiner der Parteien beanstandet. Demnach ist allein entscheiderheblich, ob die Beklagte während dieses Zeitraumes ihre Sorgfaltspflicht verletzte, indem sie sich nicht an die für die entsprechende Periode vereinbarte Anlagestrategie hielt. Daran ändert nichts, wenn gewisse Anlagetitel schon früher erworben worden sind. Folglich ist die für den entsprechenden Zeitraum vereinbarte Anlagestrategie und die dieser entsprechende Zusammensetzung des klägerischen Depots festzustellen. Soweit die Beklagte sich gegen die vorinstanzlichen Erwägungen über die für die Zeit vor Ende Dezember 1999 vereinbarte Anlagestrategie und über die dieser Strategie entsprechende Ausgestaltung des klägerischen Portfolios wendet, stossen ihre Ausführungen daher ins Leere.
1.3 Der Inhalt eines Vertrags bestimmt sich in erster Linie durch subjektive Auslegung, das heisst nach dem übereinstimmenden wirklichen Parteiwillen (Art. 18 Abs. 1 OR). Nur wenn eine tatsächliche Willensübereinstimmung unbewiesen bleibt, sind zur Ermittlung des mutmasslichen Parteiwillens die Erklärungen der Parteien aufgrund des Vertrauensprinzips so auszulegen, wie sie nach ihrem Wortlaut und Zusammenhang sowie den gesamten Umständen verstanden werden durften und mussten (BGE 130 III 66 E. 3.2; 129 III 118 E.2.5; 128 III 265 E. 3a; 127 III 444 E. 1b). Während das Bundesgericht die objektivierte Vertragsauslegung als Rechtsfrage prüfen kann, beruht die subjektive Vertragsauslegung auf Beweiswürdigung, die vorbehältlich der Ausnahmen von Art. 63 Abs. 2 und Art. 64 OG der bundesgerichtlichen Überprüfung im Berufungsverfahren entzogen ist (BGE 129 III 118 E. 2.5, 702 E. 2.4 S. 707; 128 III 419 E. 2.2; 121 III 118 E.4b/aa S. 123, je mit Hinweisen).
1.4 Die Vorinstanz führte im angefochtenen Urteil aus, es sei unbestritten, dass zwischen den Parteien zunächst

eine konservative Anlagestrategie vereinbart worden sei, indem das anvertraute Stiftungsvermögen "in einer auf Sicherheit und Vermögensverwahrung bzw. kontrolliertem Wachstum beruhenden Anlagestrategie" verwaltet werden sollte. Für den massgeblichen Zeitraum mache die Beklagte geltend, es sei eine andere Anlagestrategie vereinbart worden. Sie berufe sich zunächst darauf, dass A._____ X._____ anlässlich eines Treffens im Mai 1999 den Auftrag erteilt habe, eine Reihe von NASDAQ-Werten zu kaufen; man habe entschieden, in diese Richtung zu gehen. Diese Behauptung werde indessen von der Klägerin bestritten. Da die Beklagte es unterlassen habe, konkrete und substanziierte Behauptungen zum Inhalt des stattgefundenen Gesprächs aufzustellen, über die Beweis hätte geführt werden können, sei es nicht möglich, eine rechtliche Würdigung der Frage vorzunehmen, ob (und dass) anlässlich dieses Gesprächs vereinbart worden sei, die Anlagestrategie im behaupteten Sinn zu ändern.

In der Folge kam die Vorinstanz allerdings aufgrund von weiteren Sachverhaltselementen zum Schluss, dass ab Ende 1999 nicht mehr von einem konservativen Anlageverhalten der Klägerin gesprochen werden könne. So habe A._____ den Stiftungsrat der Klägerin am 14. Dezember 1999 im Anschluss an ein Treffen mit X._____ unbestrittenermassen beauftragt, einen Kredit über Fr. 500'000.– zwecks Aktienkäufen aufzunehmen. Damit habe sich der Aktienanteil des Depots erheblich erhöht und eine Abwendung von der bisherigen, konservativen Anlagestrategie stattgefunden. Zum einen stelle ein Wertschriftenerwerb auf Kredit per se eine risikoreiche Anlagetätigkeit dar, könne die kreditgebende Bank bei sinkendem Handelswert doch Nachschüsse oder gar die Liquidation des als Sicherheit für den Kredit verpfändeten Depots verlangen. Zum anderen hätten angesichts des Umstandes, dass von der erzielten Rendite nunmehr vorab die Kreditzinsen hätten bezahlt werden müssen, tendenziell etwas spekulativere Anlagen getätigt werden müssen. Werde ursprünglich eine konservative Anlagestrategie vereinbart, einigten sich die Parteien in der Folge aber darauf einen Kredit zum Kauf von Aktien aufzunehmen, dürften die zu erwerbenden Aktien, resp. ein Teil davon,
demnach zwar aus einem etwas risikobehafteteren Segment als Blue chips stammen. Jedoch sei auch dabei das Risiko im Rahmen zu halten und eine Diversifikation nach Branchen vorzunehmen. Eine Abkehr von der bis anhin verfolgten Anlagestrategie in dem Sinn, dass das Vermögen nunmehr überwiegend in hochspekulative Titel von im Internetbereich tätigen start-up Unternehmen zu investieren gewesen wäre, könne daraus nicht abgeleitet werden. Dies müsse insbesondere dann gelten, wenn zwischen den Vertragsparteien, wie hier, weder etwas anderes besprochen noch schriftlich festgehalten worden sei. Zu keinem anderen Ergebnis führe es, wenn davon ausgegangen werde, dass die Parteien sich im Mai 1999 tatsächlich darauf geeinigt hätten, an der NASDAQ in Aktien zu investieren. Die Vereinbarung einer derart erhöhten Risikobereitschaft der Klägerin lasse sich auch weder daraus herleiten, dass sich im Zeitpunkt der Kreditaufnahme bereits diverse NASDAQ-Titel im Depot befunden hätten, noch daraus, dass A._____, was er zudem bestreite, anlässlich des Treffens im Dezember 1999 einen Depotauszug entgegengenommen und sich über die erzielten Resultate gefreut habe. Allein aus der Aufnahme des Kredites könne die Beklagte auch nicht ableiten, es sei ihr
nunmehr erlaubt gewesen, das gesamte klägerische Vermögen in Aktien zu investieren.

Zusammenfassend stellte die Vorinstanz damit hinsichtlich des die Anlagestrategie betreffenden Inhalts des Vermögensverwaltungsauftrags fest, dass ursprünglich eine konservative Strategie vereinbart worden sei. Mit der Kreditaufnahme könne zwar nicht mehr von einem konservativen Anlageverhalten der Klägerin gesprochen werden und sei von einer Änderung in dem Sinne auszugehen, dass fortan tendenziell etwas spekulativere Anlagen getätigt werden müssten. Es lägen jedoch keine Umstände vor, aus denen auf eine Abkehr von der bis anhin verfolgten, konservativen Anlagestrategie in dem Sinne geschlossen werden könne, dass die Klägerin als Anlegerin mit einer hohen Risikobereitschaft betrachtet werden oder dass das ganze Vermögen in Aktien angelegt werden durfte.
1.5 Was die Beklagte gegen diese Feststellungen über die vereinbarte Anlagestrategie vorbringt, ist unbehelflich. Sie wirft der Vorinstanz vor, widersprüchliche Feststellungen (vgl. betreffend tatsächlicher Feststellungen Art. 51 lit. c OG) hinsichtlich der für den massgeblichen Zeitraum vereinbarten Anlagestrategie getroffen und Art. 8 ZGB verletzt zu haben, indem sie zuerst eine Änderung der Strategie zu spekulativeren Anlagen ausdrücklich bestätige, hernach aber behaupte, die Beklagte hätte die Änderung der Anlagestrategie zu beweisen und dies sei nicht hinreichend dargetan worden.

Die Vorinstanz hat zwar zunächst festgehalten, mit der Kreditaufnahme könne nicht mehr von einem konserva-

tiven Anlageverhalten der Klägerin ausgegangen werden. Diese Feststellung hat sie in der Folge mit Rücksicht auf die weiteren tatsächlichen Umstände des Falles aber dahingehend präzisiert, dass die Klägerin nicht als Anlegerin mit einer hohen Risikobereitschaft betrachtet werden oder dass das ganze Vermögen in Aktien angelegt werden durfte. Ein Widerspruch in den vorinstanzlichen Feststellungen ist darin - auch nach dem in vorstehender Erwägung 1.4 Ausgeführten - nicht auszumachen.

Auch die Rüge der Verletzung von Art. 8 ZGB geht offensichtlich fehl. Nachdem zwischen den Parteien ursprünglich unbestrittenermassen eine konservative, auf Vermögenserhaltung ausgerichtete Anlagestrategie vereinbart worden war und die Beklagte davon abgewichen ist, liegt die Beweislast für die zu ihrer Entlastung vorgebrachte Behauptung, die Strategie sei nachträglich geändert worden, klarerweise bei der Beklagten (vgl. BGE 130 III 478 E. 3.3; 128 III 271 E. 2a/aa).

Die Beklagte tut sodann in keiner Weise dar (Art. 55 Abs. 1 lit. c OG) und es ist nicht ersichtlich, inwiefern die Vorinstanz bei der Ermittlung des Vertragsinhaltes nach dem Vertrauensprinzip Bundesrecht verletzt haben soll, indem sie aufgrund der nachgewiesenen Willensäusserungen der Parteien und Umstände schloss, dass die Beklagte bei der Klägerin nicht von einer Anlegerin mit hoher Risikobereitschaft und der Vereinbarung einer auf dieses Kundenprofil zugeschnittenen Anlagestrategie ausgehen durfte.
1.6 Auch dass die Vorinstanz in der Folge (mit Auswirkung auf die Schadensberechnung) dafür hielt, die Beklagte hätte das anvertraute Anlagevermögen nicht fast ausschliesslich, d.h. konkret nicht zu mehr als 53% in Aktien anlegen dürfen, ist bundesrechtlich nicht zu beanstanden, soweit darin nicht ohnehin eine tatsächliche Feststellung liegt, mit der festgehalten wird, welche Depotzusammensetzung in tatsächlicher Hinsicht der vereinbarten Anlagestrategie entspricht (Art. 63 Abs. 2 OG; vgl. BGE 115 II 62 E. 3c). Soweit die Beklagte Umstände anführt, die dafür sprechen sollen, dass die Klägerin grundsätzlich damit einverstanden war, dass überhaupt an der NASDAQ kotierte Aktien erworben werden durften, dass nicht nur ein Aktien-Engagement in Blue chips eingegangen werden sollte und dass die Anlagen in US-Dollar zu erfolgen hatten, stossen ihre Vorbringen ins Leere. Denn die Vorinstanz ist von nichts anderem ausgegangen. Hingegen hat die Vorinstanz festgehalten, dass die Beklagte aufgrund der vereinbarten Anlagestrategie nicht dazu befugt gewesen wäre, praktisch das gesamte Vermögen der Klägerin in hochspekulative Aktien von überwiegend im Internetbereich tätigen Jungunternehmen anzulegen, ohne risikovermindernd nach Branchen zu
diversifizieren. Auf diese Feststellungen, die nicht zu beanstanden sind, soweit sie nicht überhaupt tatsächlicher Natur und damit für das Bundesgericht verbindlich sind, geht die Beklagte mit keinem Wort ein (Art. 55 Abs. 1 lit. c OG). Weitere Ausführungen dazu erübrigen sich daher.
1.7 Was die von der Beklagten getätigten Investitionen anbelangt, stellte die Vorinstanz verbindlich fest (Art. 63 Abs. 2 OG), dass sich der Bestand des klägerischen Depots im August 2001 zu fast 100% aus Aktien zusammensetzte, bei denen es sich überwiegend um hochspekulative Titel von Jungunternehmen aus dem Internetbereich handle, die überwiegend aus derselben Branche stammten und zudem auf Kredit gekauft worden seien.

Daraus ergibt sich eindeutig, dass die Beklagte durch übermässige Spekulationen und mangelnde Diversifikation der Anlagen Risiken eingegangen ist, die ein berufsmässiger, gewissenhafter Vermögensverwalter in der gleichen Lage vermieden hätte. Damit hat sie ihre Sorgfaltspflicht verletzt, wie die Vorinstanz zutreffend festgestellt hat. Daran ändert nichts, wenn auch ein sorgfältig agierender Vermögensverwalter zumindest einen Teil der klägerischen Werte in die tendenziell etwas spekulativeren und zur massgeblichen Zeit "im Trend liegenden" NASDAQ-Werte investiert hätte, wie die Beklagte unter Berufung auf die Ausführungen der Vorinstanz geltend macht. Denn vorliegend ist die Beklagte nach den vorinstanzlichen Feststellungen weit grössere Risiken eingegangen. Zudem unterschlägt die Beklagte, dass auch die Vorinstanz an der zitierten Stelle Anlagen in hochspekulative Titel, wie sie von der Beklagten erworben wurden, bei der vereinbarten Anlagestrategie ausdrücklich ausgeschlossen hat.
1.8 Die Beklagte bringt zu ihrer Entlastung sinngemäss vor, die Klägerin habe die getätigten Anlagen genehmigt, indem sie diese nie beanstandet habe, obwohl sie regelmässig über die Depotstruktur resp. deren Wert orientiert worden sei. Diese von der Beklagten zu ihrer Entlastung vorgebrachte Behauptung hinsichtlich der erfolgten Information der Klägerin, für die sie entgegen ihrer Ansicht offensichtlich die Beweislast trägt (vgl. BGE 130 III 478 E. 3.3; 128 III 271 E. 2a/aa), findet in den Sachverhaltsfeststellungen im angefochtenen Urteil

keine Stütze. Die Beklagte ruft dazu auch keine Ausnahme im Sinne von Art.63 Abs. 2 und Art. 64 OG an, die dem Bundesgericht eine Überprüfung der tatsächlichen Feststellungen des Sachgerichts erlauben (vgl. BGE 130 III 102 E. 2.2; 127 III 248 E. 2c; 125 III 193 E. 1e S. 205). Dasselbe gilt für die - in gewissem Widerspruch dazu aufgestellten - Behauptungen, A._____ habe die grösstmögliche Diskretion gewünscht und daher weder Post noch Telefonanrufe gewollt. Sie ist daher insoweit nicht zu hören.

Immerhin ist dazu festzuhalten, dass ein Vermögensverwalter seinen Auftraggeber nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung von sich aus über Chancen und Risiken der Auftragsausführung aufzuklären hat (BGE 127 III 357 E. 1d; 119 II 333 E. 5a; 115 II 62 E. 3a). Dieser Pflicht vermag er mit einer blossen Orientierung über die "Depotstruktur resp. deren Wert", wie sie die Beklagte behauptet, ohnehin nicht zu genügen. Wie die Vorinstanz in tatsächlicher Hinsicht festgehalten hat, wäre A._____ selbst bei Übergabe eines Depotauszuges nicht in der Lage gewesen, eine Einschätzung des Risikopotenzials der erworbenen Aktien vorzunehmen, so dass daraus auf ein Einverständnis mit den getätigten Anlagen geschlossen werden könnte. Von einer stillschweigenden Genehmigung der Handlungsweise des Beauftragten kann aber nur dann ausgegangen werden, wenn er die Leistung des Beauftragten in Kenntnis ihrer Weisungswidrigkeit vorbehaltlos annimmt (vgl. dazu Fellmann, Berner Kommentar, N. 169 f. zu Art. 397 OR; ferner Kramer/Schmidlin, Berner Kommentar, N. 9 ff. zu Art. 1 OR). Von einer solchen Kenntnis kann vorliegend nach den Sachverhaltsfeststellungen der Vorinstanz hinsichtlich der Information der Klägerin und ihrer fehlenden Sachkunde im
Anlagegeschäft nicht ausgegangen werden.

Aus diesen Gründen ist es sodann nicht entscheidwesentlich, ob sich die Beklagte als externe Vermögensverwalterin gegenüber der Klägerin, die mit der Depotbank eine Vereinbarung über die banklagernde Zustellung der Korrespondenz geschlossen hat, auf die darin stipulierte Zustellungs- und Genehmigungsfiktion berufen kann. Die Vorinstanz hat insoweit festgehalten, es obliege dem externen Vermögensverwalter, seine Klientin über die von ihm getätigten Anlagen zu informieren. Es sei nicht Aufgabe des Auftraggebers, die von der Bank auf entsprechenden Auftrag des externen Vermögensverwalters hin getätigten Anlagen auf ihre Richtigkeit zu prüfen, weshalb das Nichtreagieren der Klägerin oder A._____s auf die banklagernd zugestellte Korrespondenz nicht zweifelsfrei als Genehmigung der getätigten Anlagen habe verstanden werden dürfen. Dem ist zuzustimmen. So kann sich auch die Bank selber, wenn sie, wie hier, in klarer Verletzung der Sorgfaltspflicht von der vereinbarten Anlagestrategie abgewichen ist und eine abenteuerliche Verwaltung des Vermögens betrieben hat, gegenüber dem in Bankgeschäften nicht versierten Kunden nicht darauf berufen, die getätigten Anlagen seien durch dessen Stillschweigen genehmigt worden (in diesem Sinn:
unveröffentlichter Entscheid des Bundesgerichts 4C.96/1997 vom 8. Oktober 1997 E. 4c). Der in Anlagegeschäften unerfahrene Klient, der sein Vermögen durch einen Spezialisten verwalten lässt, muss - soweit er nicht besonders informiert wird - darauf vertrauen können, dass dieser sich tatsächlich an die vereinbarte Anlagestrategie hält und Anlagen mit einem Risikopotential tätigt, die dieser entsprechen. Er ist nicht gehalten, die getätigten Investitionen selber auf ihr Risiko hin zu analysieren.
1.9 Zusammenfassend hat die Vorinstanz zutreffend entschieden, dass die Beklagte mit der von ihr verfolgten Anlagestrategie ihre aus dem Vermögensverwaltungsauftrag fliessenden Sorgfaltspflichten verletzt hat.
2.
Die Beklagte rügt, die Schadensberechnung der Vorinstanz verstosse gegen Bundesrecht. Im Berufungsverfahren wird als Rechtsfrage geprüft, ob das Sachgericht dem angefochtenen Urteil einen zutreffenden Rechtsbegriff des Schadens zugrunde gelegt und den Schaden nach zutreffenden Rechtsgrundsätzen berechnet hat; dagegen beschlagen Feststellungen zu Bestand und Umfang eines Schadens grundsätzlich vom kantonalen Gericht abschliessend zu beurteilende Tatfragen (Art. 63 Abs. 2 OG; BGE 127 III 73 E. 3c mit Hinweisen).
2.1 Die Vorinstanz legte der Schadensberechnung das Erfüllungsinteresse zugrunde, d.h. sie ging davon aus, es sei der Vermögensstand herzustellen, der bei richtiger Vertragserfüllung, nämlich bei Anwendung der pflichtgemässen Sorgfalt vorliegen würde. Auszugehen sei daher vom aktuellen Vermögensstand, der durch die unsorgfältige Verwaltung herbeigeführt worden sei. Den erlittenen Schaden bilde die Differenz zu jenem Vermögensstand, der sich aus den Dispositionen eines Vermögensverwalters ergeben würde, der den Zielen des Kunden entsprechende Anlagen getätigt hätte, aufgrund des in der Branche vorauszusetzenden Wissens und der damals herrschenden Markterwartungen. Massgebend für die Schadensberechnung sei nicht, was ein im Nachhinein gesehen besonders erfolgreicher Verwalter getan hätte, sondern was der im massgebenden Zeitpunkt allgemei-

nen Tendenz üblicher Vermögensanlagen entsprach, unter Berücksichtigung der Zielsetzung des Kunden. Der Entwicklung des pflichtwidrig verwalteten Portfolios sei somit jene eines hypothetischen Portfolios gleichen Umfangs und während des gleichen Zeitraums gegenüberzustellen, das gemäss den vertraglichen Instruktionen verwaltet wurde.
2.2 Die Beklagte rügt, die Vorinstanz habe sich bei der Schadensberechnung von unzulässigen Kriterien leiten lassen, macht insoweit allerdings einzig geltend, es sei nicht massgebend, was ein besonders erfolgreicher Anlageberater getan hätte. Diese Rüge stösst ins Leere, ist doch auch die Vorinstanz von nichts anderem ausgegangen (vorstehende Erwägung 2.1). Inwieweit die Vorinstanz der Schadensberechnung anderweitig nach Bundesrecht unmassgebliche Kriterien zugrunde gelegt und den bundesrechtlichen Schadensbegriff (vgl. dazu BGE 127 III 73 E. 4a mit Hinweisen) verkannt haben soll, legt die Beklagte nicht dar (Art. 55 Abs. 1 lit. c OG) und ist nicht zu sehen.

Soweit die Beklagte der Vorinstanz vorwirft, den Inhalt des hypothetischen Vergleichsportfolios unrichtig bestimmt zu haben, gehen ihre Vorbringen schon deshalb fehl, weil sie dabei von der - nach dem in vorstehender Erwägung 1 Dargelegten falschen - Grundlage ausgeht, die Parteien hätten eine neue Anlagestrategie gewählt und "in keinster Weise eine konservative Anlagepolitik mehr verfolgt". Davon abgesehen ist die Frage, welche konkrete Depotzusammensetzung risikomässig der vereinbarten Anlagestrategie entspricht, tatsächlicher Natur und daher vom Bundesgericht im Berufungsverfahren nicht überprüfbar (Art. 63 Abs. 2 OG; BGE 115 II 62 E. 3c). Denn um zu beantworten wie ein Depot mit einem bestimmten Risikoprofil zusammengesetzt werden muss, ist zunächst zu bestimmen, welche Aktien oder Obligationen, welches Risikopotential aufweisen, was klarerweise Tatsächliches beschlägt.
3.
Die Beklagte bestreitet sodann, dass ihr Verhalten für den von der Vorinstanz festgestellten Schaden adäquat kausal war.
3.1 Nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung hat ein Ereignis als adäquate Ursache eines Erfolges zu gelten, wenn es nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge und nach der allgemeinen Lebenserfahrung an sich geeignet ist, einen Erfolg von der Art des eingetretenen herbeizuführen, der Eintritt des Erfolges also durch das Ereignis allgemein als begünstigt erscheint (BGE 123 III 110 E. 3a S. 112 mit zahlreichen Hinweisen). Die Frage nach der Adäquanz des Kausalzusammenhangs ist rechtlicher Natur und unterliegt der Prüfung im Verfahren der Berufung (BGE 116 II 519 E. 4a S. 524).
3.2 Die Beklagte geht bei ihrer Bestreitung der Adäquanz von der Prämisse aus, die gekauften Titel hätten durchaus der Parteiabrede entsprochen bzw. die Klägerin sei damit zumindest konkludent einverstanden gewesen, was sich nach dem vorstehend (Erwägung 1) Ausgeführten nicht halten lässt. Es ist schon daher von vornherein unbehelflich, wenn sie auf dieser Grundlage geltend macht, der Entscheid zum Erwerb der gekauften Titel sei kein Fehlentscheid gewesen, der nicht adäquat kausal für den eingetretenen Wertverlust sei und es sei keine Erfolgsgarantie vereinbart gewesen. Auszugehen ist vielmehr davon, dass die Beklagte ihre Anlagen für die Klägerin in Abweichung von der vereinbarten Strategie getätigt hat. Inwiefern diese Pflichtverletzung nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge und nach der allgemeinen Lebenserfahrung an sich nicht geeignet sein soll, den von der Vorinstanz festgestellten Vermögensschaden im Sinne der Differenz zwischen dem Wert eines pflichtwidrig und demjenigen eines instruktionsgemäss verwalteten Depots herbeizuführen, der Eintritt dieses Schadens also durch das Verhalten der Beklagten nicht allgemein als begünstigt erscheinen soll, ist unerfindlich.
3.3 Für die Ersatzpflicht der Beklagten ist schliesslich allein massgeblich, ob im Zeitpunkt der Vertragsauflösung im August 2001 ein sorgfaltspflichtswidrig und adäquat kausal verursachter Schaden vorlag. Es vermag daher der Beklagten auch von vornherein nicht zu helfen, wenn sie geltend macht, die Klägerin haben den adäquaten Kausalzusammenhang unterbrochen, indem sie die Aktien im August 2001, als die Kurse den tiefsten Punkt erreicht hätten, eigenmächtig verkauft und die Titel nicht gehalten habe, bis die Kurse wieder gestiegen seien (zu den Anforderungen an eine Unterbrechung des Kausalzusammenhangs vgl. im Übrigen BGE 130 III 182 E. 5.4 S. 188).
4.
Nach dem Ausgeführten ist die Berufung abzuweisen. Bei diesem Ausgang des Verfahrens wird die Beklagte kosten- und entschädigungspflichtig (Art. 156 Abs. 1 und Art. 159 Abs. 2 OG).

Demnach erkennt das Bundesgericht:
1.
Die Berufung wird abgewiesen.
2.
Die Gerichtsgebühr von Fr. 9'000.– wird der Beklagten auferlegt.
3.
Die Beklagte hat die Klägerin für das bundesgerichtliche Verfahren mit Fr. 10'000.– zu entschädigen.
4.
Dieses Urteil wird den Parteien und dem Handelsgericht des Kantons Zürich schriftlich mitgeteilt.
Lausanne, 3. Dezember 2004
Im Namen der I. Zivilabteilung
des Schweizerischen Bundesgerichts
Der Präsident: Der Gerichtsschreiber: