

Une banque suisse exploitait à Dubaï une société de services financiers dont elle détenait 60 % des actions. Dans le cadre d'un procès civil tenu aux Emirats arabes unis, la banque suisse a été condamnée solidairement avec sa filiale de Dubaï à payer plus de USD 35 millions à des investisseurs, au motif qu'elle n'avait pas obtenu pour les opérations litigieuses l'autorisation requise par la législation locale. Cette législation prévoyait en effet qu'en cas de défaut d'autorisation, la banque devait rembourser les investisseurs et les indemniser pour les pertes subies, indépendamment du fait que ces pertes soient dues ou non à l'absence d'autorisation de pratiquer.

La banque suisse était assurée en **responsabilité civile professionnelle** dans un **contrat d'assurance soumis au droit suisse** qui prévoyait l'assurance de la responsabilité civile de la banque et de ses employés pour des dommages purement pécuniaires fondée sur les dispositions légales suisses en matière de responsabilité civile ou sur des dispositions nationales comparables et juridiquement valables. Le contrat contenait également des exclusions de couverture pour des prétentions fondées sur des « *punitive ou exemplary damages* ».

En substance, la banque assurée soutenait que la présence de l'exclusion pour *punitive damages* permettait d'admettre que tout autre type de prétentions était couvert. Le Tribunal fédéral retient qu'il s'agit-là d'une interprétation trop large de la police d'assurance. Il rappelle que **toute assurance repose sur la possibilité d'évaluer l'importance du risque assuré sur la base d'études statistiques**. En optant pour une couverture des responsabilités fondées sur le droit suisse ou sur des règles comparables, l'assureur vise précisément à ne pas devoir garder un œil sur tous les systèmes juridiques du monde, mais à se baser uniquement sur le droit suisse pour déterminer la probabilité de survenance du risque assuré. Dans ce contexte, les exclusions (comme celles des *punitive damages*) ne peuvent pas être considérées comme signifiant que tout autre dommage serait couvert, mais constituent davantage des exemples de ce qui n'est précisément pas couvert par l'assurance. Dans le cas d'espèce, la banque assurée a dû indemniser ses investisseurs pour un dommage qui aurait été subi même si elle avait adopté un comportement correct (à savoir requis l'autorisation des autorités de Dubaï) ; ce mécanisme est inconnu du droit suisse, qui ne retient une responsabilité civile que lorsque le dommage a été causé de manière adéquate. Les règles de Dubaï selon lesquelles la banque suisse a été condamnée ne sont donc pas comparables à celles de notre pays, et un tel sinistre n'est pas couvert.

Auteur : Alexandre Guyaz, avocat à Lausanne

Beschwerde gegen das Urteil des Handelsgerichts des Kantons Zürich vom 24. August 2022 (HG180036-O).

Sachverhalt:

A.

Die Bank C. AG (heute: Bank A. AG; Versicherte; Beschwerdeführerin) und die D. (heute: B. AG; Versicherung; Beschwerdegegnerin) schlossen vom 1. Februar 2007 bis zum 31. Januar 2008 eine "Kombinierte Berufshaftpflicht-, Vertrauensschaden- und Computerstraftatenversicherung". Die Police wurde mit Abänderungen, unter neuer Policennummer vom 1. Februar 2008 bis zum 31. Januar 2011 weitergeführt.

A.a. Die "Bank E. Limited" war eine in Dubai ansässige im DIFC (Dubai International Financial Centre) inkorporierte und durch die "Dubai Financial Services Authority" (nachfolgend: "DFSA") regulierte Gesellschaft, die als Joint Venture zwischen der Versicherten (diese hielt 60 % der Aktien) und der "F. Corporation Limited", einer in Jersey ansässigen Gesellschaft, gegründet worden war. Sie war befugt, gewisse Finanzdienstleistungen zu erbringen wie das Arrangieren von Krediten, Investments und Aufbewahrungsdiensten oder die Beratung betreffend Finanzprodukte oder Kredite. Es handelte sich dabei aber (trotz des Namens) nicht um eine Bank. Gemäss der Vereinbarung der Partner des Joint Venture bestand ihr Geschäft vielmehr in der Vermarktung von Private Banking und Asset Management Produkten sowie dazugehörigen Dienstleistungen der Versicherten beziehungsweise deren Tochtergesellschaften in festgelegten Regionen. Am XX.XX.2016 wurde sie von den DIFC-Gerichten liquidiert, weil sie ihr auferlegte Schadenersatzzahlungen nicht begleichen konnte.

A.b. Die Versicherte hat mit Familienmitgliedern einer vermögenden Familie in V. (nachfolgend: Anleger) Investitionen in strukturierte Finanzprodukte (sog. Notes) im Umfang von ca. 190 Mio. USD getätigt, wobei als Verbindung zwischen ihr und den Anlegern ein Mitarbeiter und ein Chief Executive Officer (Verbindungsleute) der Bank E. Limited amtierten. Die zum Teil fremdfinanzierten Investitionen führten im Rahmen der Finanzkrise 2008 zu Verlusten, in deren Folge die Versicherte die Anlagen (nach mehreren erfolglosen margin calls) liquidierte. Für die Verluste machten sie die Anleger verantwortlich.

A.b.a. Obwohl alle Verträge die Anwendbarkeit schweizerischen Rechts und einen Gerichtsstand in der Schweiz vorsahen und die Versicherte in Dubai kein Personal beschäftigte, wurde sie von den Anlegern (neben der Bank E. Limited) vor den Gerichten des DIFC eingeklagt. Das DIFC-Berufungsgericht erachtete die Gerichtsstandsklauseln als forum non conveniens und trat auch mit Bezug auf die Versicherte auf die Klagen ein.

A.b.b. Im Wesentlichen ging es darum, dass die Bank E. Limited gegen die Standards für die Praktiken und das Geschäftsverhalten ("Conduct of Business") im DIFC (sog. "COB-Regeln") verstossen habe, da sie mit den Anlegern Geschäfte getätigt habe, obwohl diese nicht als "Klienten" im Sinne der COB-Regeln qualifiziert werden könnten (Anlagegeschäfte durften nach diesen Regeln nicht mit Privatkunden, sondern nur mit Klienten abgeschlossen werden, d.h. mit Personen, die nachweislich über flüssige Mittel von mehr als 1 Mio. USD verfügten, ausreichend Erfahrung und Verständnis für die Teilnahme an den Finanzmärkten besaßen und zudem schriftlich bestätigten, als Klienten behandelt werden zu wollen). Dabei hätten Mitarbeiter der Bank E. Limited von den Anlegern unvollständig retournierte Dokumente, die der Abklärung dienten, ob die Anleger als Klienten zu qualifizieren seien, unrichtig ergänzt, um den Eindruck zu erwecken, die Angaben stammten von den Anlegern selbst und es bestünden Dokumente, gestützt auf welche die Entscheidung über die Aufnahme als Klienten hätte getroffen werden können. Alles in der Absicht, die Anleger als Klienten aufnehmen zu können, obwohl sie die Anforderungen nicht erfüllten. Im Rahmen der Eröffnung der Kundenbeziehungen seien auch noch weitere Dokumente gefälscht worden. Zudem habe die Bank E. Limited die Anleger in Bezug auf die getätigten Anlagen und Kredite nicht angemessen beraten bzw. ungeeignete Empfehlungen abgegeben.

A.b.c. In Bezug auf die Versicherte stellte das DIFC-Gericht fest, sie habe Finanzdienstleistungen ohne entsprechende Bewilligung erbracht. Die Bank E. Limited habe nicht als Mittelsmann fungiert, sondern deren Mitarbeiter seien von der Versicherten als eigene Kundenberater (und damit als faktische Angestellte) für die Zwecke der Geschäftsbeziehung mit den Anlegern behandelt worden. Somit sei die Versicherte im DIFC ohne Bewilligung tätig geworden. Verträge, die in Verletzung des

Finanzdienstleistungsverbots abgeschlossen wurden, können zivilrechtlich von der verletzenden Partei nicht durchgesetzt werden. Die andere Partei konnte daher bereits getätigte Zahlungen zurückfordern und zudem eine Entschädigung für aus den getätigten Zahlungen resultierende Verluste verlangen. Von diesen Rechtsfolgen konnte abgesehen werden, wenn die verletzende Partei vernünftigerweise davon ausgehen durfte, sie verstosse nicht gegen das Finanzdienstleistungsverbot. Letzteres machte die Versicherte geltend und berief sich dafür auf eine Rechtsauskunft ("Legal Advice") über das im DIFC geltende Aufsichtsrecht und die Struktur ihres Joint Ventures mit der F. Corporation Limited (d.h. ihrer Zusammenarbeit mit der Bank E. Limited). Zudem stützte sie sich auf die Zeugenaussage ihres damaligen Head of Legal and Compliance, der darin auf eine Rechtsauskunft bei der Gründung der Bank E. Limited verwiesen hatte. Allerdings weigerte sie sich, die Ergebnisse des Legal Advice sowie Belege dafür, dass sie diesem gefolgt war, den DIFC-Gerichten vorzulegen, obwohl sie darauf hingewiesen worden war, dass das Gericht die Zeugenaussage sonst ignorieren könnte. Die Gerichte kamen zum Schluss, es sei unmöglich, zur Überzeugung zu gelangen, die Versicherte habe vernünftigerweise annehmen dürfen, ihre Tätigkeit verstosse nicht gegen das Finanzdienstleistungsverbot. Vielmehr habe sie ein Geschäftsmodell betrieben, das dazu führe, dass gegen das Finanzdienstleistungsverbot verstossen werde. Entsprechend verpflichtete das Gericht die Versicherte zu einer Entschädigung aus dem Regulatory Claim. Dies bestätigte der Court of Appeal. Vor diesem machte die Versicherte zudem geltend, sie sei von der Pflicht zur Zahlung von Entschädigungen zu befreien, da die Verluste der Anleger nicht auf ihr Verhalten, sondern auf die Nichterfüllung der Nachschusspflicht zurückzuführen seien. Darauf ging der Court of Appeal nicht ein und wies die Versicherte an, die Argumente im Berufungsverfahren gegen die Urteile betreffend das Quantum vorzubringen, was die Versicherte jedoch unterliess.

A.b.d. In Bezug auf den Contractual and Breach of Duty Claim hielt das DIFC-Gericht fest, der Mitarbeiter der Bank E. Limited habe vorgegeben, für die Versicherte tätig zu sein, und diese habe dies hingenommen und sein diesbezügliches Verhalten geduldet. Es stellte aber keine Verletzung der zwischen den Anlegern und der Versicherten zustande gekommenen Verträge fest und wies auch den Negligence Claim ab. Auf die Berufung bezüglich des Contractual and Breach of Duty sowie des Negligence Claims ging der Court of Appeal aufgrund der Abweisung der Berufung gegen den Regulatory Claim gar nicht ein.

A.b.e. Im Rahmen mehrerer Urteile betreffend das Quantum wurde die Versicherte solidarisch mit der Bank E. Limited verpflichtet, den Anlegern als Entschädigung insgesamt USD 35'028'474.-- zu bezahlen und USD 1'000'000.-- an die Parteientschädigung, wobei bezüglich zweier Punkte (Zinsen und Parteientschädigung) noch Verfahren hängig waren.

A.b.f. Was die Bank E. Limited anbelangt, erachtete es das DIFC-Gericht als erstellt, dass sie nicht nur absichtlich, sondern auch in besonders schwerwiegender und anstössiger Weise gegen die COB-Regeln verstossen habe. Daher verpflichtete es die Bank E. Limited zur doppelten Entschädigungszahlung. Insoweit besteht keine Solidarität mit der Versicherten.

A.c. Bereits mit Schreiben vom 22. Mai 2009 hatte die Versicherte die Versicherung über den Schadensfall informiert. Die Versicherung nahm zur Deckung provisorisch (mit Ausnahme gewisser Vorbehalte grundsätzlich positiv) Stellung und kam zum Schluss, zum Zweck der Abwehr unberechtigter Ansprüche könne als Arbeitshypothese einstweilen von einer Deckung ausgegangen werden unter dem Vorbehalt einer allenfalls abweichenden, späteren Beurteilung aufgrund neuer Angaben zum Sachverhalt oder sonstiger Erkenntnisse. Die Stellungnahme sei weder endgültig noch bindend. Sie gab weitere provisorische Stellungnahmen zur Deckung ab und brachte weitere

Vorbehalte an. Eine verbindliche Deckungszusage oder -ablehnung machte sie vom Vorliegen eines endgültigen Urteils abhängig. Sie leistete aber unter Vorbehalt der Rückforderung per 30. Oktober 2015 eine Vorschusszahlung von Fr. 5'000'000.-- an die geltend gemachten Anwaltskosten. Mit Schreiben vom 10. Dezember 2015 teilte die Versicherung mit, die Deckung müsse wahrscheinlich abgelehnt werden. Nach Zustellung des DIFC-Berufungsurteils vom 3. März 2016 lehnte die Versicherung am 30. Juni 2016 die Deckung definitiv ab und verlangte den bezahlten Vorschuss zurück. Diesen setzte sie später in Betreuung.

B.

Am 8. März 2018 reichte die Versicherte beim Handelsgericht des Kantons Zürich Klage ein und verlangte von der Versicherung im Wesentlichen Fr. 10'000'000.-- nebst Zins, während diese mit Widerklage die Fr. 5'000'000.-- nebst Zins zurückforderte. Mit Urteil vom 24. August 2022 wies das Handelsgericht die Klage ab und verpflichtete die Versicherte, der Versicherung Fr. 5'000'000.-- nebst Zins zu bezahlen. Es sah verschiedene Deckungsvoraussetzungen nicht als erfüllt an, diverse Deckungsausschlüsse dagegen sehr wohl. Daher hiess es die Widerklage gut, zumal es die im Rahmen des ersten Parteivortrags vorgebrachten Einwände, wonach der mit der Widerklage verlangte Betrag auch bei fehlender Deckung nicht zurückverlangt werden könne (ein Teil der Versicherung bilde eine Rechtsschutzversicherung, und es sei bewusst keine Rückzahlungspflicht vereinbart worden), in tatsächlicher Hinsicht als verspätet erachtete.

C.

Mit Beschwerde in Zivilsachen verlangt die Versicherte im Wesentlichen die Abweisung der Widerklage und von der Versicherung Fr. 10'000'000.-- nebst Zins. Ihr Gesuch um Gewährung der aufschiebenden Wirkung wies das Bundesgericht am 23. November 2022 ab. Die Beschwerdegegnerin schliesst auf kostenfällige Abweisung der Beschwerde, soweit darauf einzutreten sei, während das Handelsgericht auf Vernehmlassung verzichtet. Die Parteien haben unaufgefordert eine Beschwerdereplik und -duplik eingereicht.

Erwägungen:

1.

Der Deckungsumfang der Berufshaftpflichtversicherung wird in Ziff. 3.1 der Police wie folgt umschrieben:

" Versichert ist die auf schweizerischen gesetzlichen Haftpflichtbestimmungen oder anwendbare, vergleichbare, rechtsgültige nationale Vorschriften beruhende Haftpflicht der versicherten Bank und ihrer Angestellten für reine Vermögensschäden, soweit ein diesbezüglicher Haftpflichtanspruch vom Geschädigten gegenüber der versicherten Bank oder einem ihrer Angestellten während der Vertragsdauer schriftlich geltend gemacht wird.

Pflichtverletzungen schliessen auch grobe Fahrlässigkeit ein. Die B. AG wird sich bei grober Fahrlässigkeit nicht auf den bei Beginn der jeweiligen Versicherungsperiode gültigen Art. 14 Abs. 2 des schweizerischen Bundesgesetzes über den Versicherungsvertrag (VVG) berufen."

Dabei werden reine Vermögensschäden in Ziff. 5.1.7 als in Geld messbare Schäden definiert, die nicht auf einen Personen- oder Sachschaden zurückzuführen sind und in funktionalem Zusammenhang mit den versicherten Bankdienstleistungen stehen. Als Pflichtverletzung gilt nach Ziff. 5.2.1.2 jede angebliche oder tatsächliche Handlung oder Unterlassung eines Angestellten, welche zu einer gesetzlichen Haftung der versicherten Bank führt.

1.1. Um die Deckungsvoraussetzungen zu umschreiben, legte die Vorinstanz den Vertrag nach dessen Wortlaut und Systematik aus. Sie berücksichtigte zudem den Sinn und Zweck jeder Berufshaftpflichtversicherung. Gestützt auf diese Elemente ergaben sich für die Vorinstanz folgende fünf Deckungsvoraussetzungen:

1.1.1. Bei der Erbringung von versicherten Bankdienstleistungen führen Pflichtverletzungen von Angestellten der Beschwerdeführerin zu einem Vermögensschaden bei einem Dritten.

1.1.2. Die Pflichtverletzungen stellen eine Verwirklichung des berufsspezifischen Risikos bei der Erbringung von Bankdienstleistungen dar.

1.1.3. Der Dritte macht aufgrund des Vermögensschadens einen Haftpflichtanspruch gegen die Beschwerdeführerin geltend.

1.1.4. Der geltend gemachte Haftpflichtanspruch basiert auf schweizerischen gesetzlichen Haftpflichtbestimmungen oder anwendbaren, vergleichbaren, rechtsgültigen nationalen Vorschriften.

1.1.5. Der Haftpflichtanspruch wird während der Vertragsdauer gegen die Beschwerdeführerin geltend gemacht.

1.2. Nach Ansicht der Beschwerdeführerin bestehen demgegenüber nur folgende Deckungsvoraussetzungen:

1.2.1. Haftpflicht der Beschwerdeführerin.

1.2.2. Verletzung von schweizerischen gesetzlichen Haftpflichtbestimmungen oder vergleichbaren nationalen Vorschriften.

1.2.3. Funktionaler Zusammenhang zwischen Vermögensschaden und versicherter Bankdienstleistung.

1.2.4. Geltendmachung der Haftpflichtansprüche gegenüber der Beschwerdeführerin während der Vertragsdauer der Police.

1.3. Die Vorinstanz sah die von ihr angenommenen Deckungsvoraussetzungen unter mehreren Gesichtspunkten als nicht erfüllt an:

1.3.1. Gemäss der Vorinstanz besteht nur Deckung, wenn die (allenfalls lokalen) behördlichen Bewilligungen für die entfalteten Tätigkeiten vorliegen. Andernfalls handle es sich nicht um eine versicherte Bankdienstleistung. Zudem fehle es an einer Pflichtverletzung eines Angestellten der Beschwerdeführerin, weil diese ihre vertraglichen Pflichten gegenüber den Anlegern nicht verletzt habe. Der Verstoss gegen das Finanzdienstleistungsverbot stelle keine Pflichtverletzung im Sinne der Police dar. Zudem unterlasse es die Beschwerdeführerin darzulegen, welcher ihrer Angestellten die angebliche Pflichtverletzung begangen haben sollte. Die beiden Mitarbeiter der Bank E. Limited, die für die Beschwerdeführerin tätig geworden seien, hätten absichtlich und in besonders schwerwiegender Weise rücksichtslos gegen die Verhaltensregeln im DIFC verstossen, womit eine Deckung nach Art. 14 Abs. 1 VVG ausgeschlossen wäre. Zudem fehle es an einer adäquat-kausalen

Verbindung der Angestellten der Beschwerdeführerin zum den Anlegern entstandenen Vermögensschaden, da der gesamte Schaden auch entstanden wäre, wenn sich die Beschwerdeführerin rechtmässig verhalten und über die lokalen Bewilligungen verfügt hätte. Ursache des Schadens der Anleger seien vielmehr die Pflichtverletzungen der Mitarbeiter der Bank E. Limited gewesen.

1.3.2. Nach Ansicht der Vorinstanz stellt ein Verstoss gegen das Finanzdienstleistungsverbot, ohne dass es zu konkreten Fehlern bei der Vertragserfüllung kommt, gar keine unter der Berufshaftpflichtversicherung versicherte Pflichtverletzung dar. Dies ergebe sich aus den allgemeingültigen Grundlagen einer jeden Berufshaftpflichtversicherung. Diese Grundlagen seien zumindest implizite Voraussetzung für den Abschluss der Police gewesen.

1.3.3. Die Vorinstanz erkannte überdies, die gegenüber der Beschwerdeführerin geltend gemachten Ansprüche stellten keine klassischen Haftpflichtansprüche nach schweizerischem Rechtsverständnis dar, da in der Schweiz ein Verstoss gegen eine Bewilligungspflicht aufsichts- und allenfalls strafrechtliche Konsequenzen hätte, ohne weitere Voraussetzung wie die Verletzung vertraglicher Pflichten, aber kaum zivilrechtliche Rückforderungs- oder Schadenersatzansprüche. Zumindest handle es sich bei Art. 65 Regulatory Law, auf den sich der Anspruch der Anleger stütze, nicht um eine den schweizerischen Bestimmungen vergleichbare Haftungsbestimmung, zumal sie keinen adäquaten Kausalzusammenhang zwischen dem entstandenen Schaden und dem Verstoss gegen das Finanzdienstleistungsverbot voraussetze.

1.4. Andererseits sah die Vorinstanz auch zwei Deckungsausschlüsse als erfüllt an.

1.4.1. Ziff. 4.2.1 der Police trägt den Titel "Besondere Ausschlüsse für die Berufshaftpflichtversicherung". Ziff. 4.2.1.6 schliesst neben anderem unter dem Titel Wertminderung Ansprüche aus für Schäden "durch, in Zusammenhang mit oder auf irgendeine Weise direkt oder indirekt verbunden mit" einem Wertverlust (oder fehlender Werteinschätzung) eines Investments einschliesslich Wertpapieren, Geld, Währungen, Optionen, Termingeschäften, Sach- oder anderen Wertgegenständen; ausser wenn diese Wertminderung oder der Wertverlust durch eine Pflichtverletzung eines Angestellten bei der Erbringung oder Umsetzung von Bankdienstleistungen verursacht wird. Die Vorinstanz wies darauf hin, der Wertverlust der von den Anlegern gekauften Notes im Jahr 2008 habe zum Entstehen der Nachschusspflicht geführt und deren Nichtbefolgung durch die Anleger zum Verkauf der Notes und zum Vermögensverlust. Die Ausnahmeregelung im zweiten Absatz des Deckungsausschlusses sah die Vorinstanz nicht als erfüllt an, zumal ein Verstoss gegen das Finanzdienstleistungsverbot keine Pflichtverletzung im Sinne der Police darstelle. Ursache des Wertverlustes seien, wie die Beschwerdeführerin selbst darlege, einzig die durch die Finanzkrise bedingten starken Kursverluste gewesen.

1.4.2. Mit Blick auf die entstandene Nachschusspflicht, deren Nichtbefolgung die Kündigung der Kredite der Anleger zur Folge hatte, sah die Vorinstanz auch den in der Police enthaltenen Ausschluss von Ansprüchen im Zusammenhang mit Kreditgewährung (wieder unter Vorbehalt von Ansprüchen, die durch die Pflichtverletzung eines Angestellten bei der Erbringung oder Umsetzung von Bankdienstleistungen verursacht werden) als gegeben an.

1.5. Die Beschwerdeführerin rügt zunächst eine unvollständige Feststellung des Sachverhalts.

1.5.1. Sie macht geltend, sie habe tatsächlich bei der Aufsichtsbehörde vorgängig zur Gründung ihrer Kooperationspartnerin, der Bank E. Limited, eine Bewilligung für die Vermarktung und Vermittlung von Finanzprodukten und -dienstleistungen der Beschwerdeführerin beantragt und auch erhalten.

1.5.2. Die Vorinstanz mass den entsprechenden Vorbringen zwar keine massgebende Bedeutung zu, sie hielt andernorts aber fest, es sei an sich unbestritten geblieben, dass sich die Beschwerdeführerin bei der Wahl und dem Aufsetzen ihres Geschäftsmodells von zwei Anwaltskanzleien habe beraten lassen und dass gestützt auf diese Beratungen ein Bewilligungsverfahren eingeleitet beziehungsweise das gewählte Geschäftsmodell gegenüber der DFSA transparent gemacht und von dieser auch bewilligt worden sei.

1.5.3. Die Beschwerdeführerin macht geltend, zum Verhängnis sei ihr nicht etwa - wie dies die Vorinstanz an verschiedenen Stellen erwogen habe - geworden, dass keine Bewilligung für die Vermarktung und den Vertrieb von Finanzprodukten und -dienstleistungen der Beschwerdeführerin im DIFC bestanden hätte. Ihr sei vielmehr im konkreten Einzelfall die Überschreitung der bestehenden Bewilligung zum Verhängnis geworden, weil sich die Mitarbeiter der Bank E. Limited gegenüber den Anlegern nicht hinreichend klar als Mitarbeiter der Bank E. Limited ausgewiesen hätten. Die Beschwerdeführerin führt allerdings selbst aus, dass die Vorinstanz Letzteres selbst festgestellt hat. In der Tat gibt die Vorinstanz die Feststellung des DIFC-Gerichts wieder, wonach insbesondere ein Mitarbeiter der Bank E. Limited gegenüber den Anlegern vorgegeben habe, er handle für die Beschwerdeführerin, und die Beschwerdeführerin habe dies geduldet und sogar unterstützt. Daher habe das Gericht die Angestellten der Bank E. Limited als faktische Angestellte der Beschwerdeführerin angesehen und deshalb kam der Tatsache Bedeutung zu, dass die Beschwerdeführerin selbst keine Bewilligung zu einer derartigen Geschäftstätigkeit hatte. Eine unvollständige Sachverhaltsfeststellung ist auch insoweit nicht dargetan.

1.6. Sodann bemängelt die Beschwerdeführerin die Auslegung der Versicherungspolice nach dem Vertrauensprinzip in mehreren Punkten:

1.6.1. Sie ist der Auffassung, die Auslegung der Vorinstanz impliziere über den klaren Wortlaut der Police hinweg nirgends vereinbarte Deckungsvoraussetzungen und missachte den Zweck der Police. Dieser sei, dass die Beschwerdegegnerin Versicherungsdeckung leiste, wenn aus dem Betrieb der Beschwerdeführerin (und ihren Tochtergesellschaften) Haftung gegenüber Dritten entstehe - und zwar unabhängig davon, wie diese Haftung entstehe, wobei in Ziff. 1.7 ein örtlich unbeschränkter Anwendungsbereich vereinbart worden sei. Bei den Ausschlüssen wie "unlauterer Wettbewerb", "Geldwäscherei", "strafbare Handlungen" und "Marktmissbrauch" handle es sich um Verhaltensweisen, die offensichtlich ausserhalb der einer Bank erteilten Bewilligung lägen. Dies zeige, dass auch regulatorische Verstösse gedeckt seien, falls nicht ein Deckungsausschluss vereinbart worden sei. Da auch Tochtergesellschaften und Fonds der Beschwerdeführerin mitversichert seien und Letztere über keine Bankbewilligung verfügten, hänge die Frage, ob eine "versicherte Bankdienstleistung" vorliege, nicht vom Bestehen einer Bankenbewilligung ab. Die Beschwerdeführerin rügt eine Verletzung von Art. 33 VVG, indem die Vorinstanz implizite Deckungsausschlüsse angenommen habe. Sie macht geltend, bei den von ihr erbrachten Dienstleistungen habe es sich entgegen der Ansicht der Vorinstanz klar um Bankdienstleistungen gehandelt, und sie zitiert Präjudizien aus dem In- und Ausland, aus denen sie ableitet, eine Haftpflichtversicherung decke auch Handlungen ohne Bewilligung.

1.6.2. Sodann bemängelt die Beschwerdeführerin den aus Ziffer 3.1 Abs. 2 der Police gezogenen Schluss der Vorinstanz, es sei eine vereinbarte Deckungsvoraussetzung, dass eine "Pflichtverletzung" der Beschwerdeführerin bzw. eines Angestellten der Beschwerdeführerin vorliege, sowie die Annahme, nach Schweizer Recht sei der einzige Zweck einer Berufshaftpflichtversicherung "die Folgen der fehlerhaften Vertragserfüllung zu versichern". Zudem beanstandet sie die Ansicht der Vorinstanz, allein ein Verstoss gegen die Bestimmungen des Regulatory Law stelle keine versicherte Pflichtverletzung dar.

1.6.2.1. Die Beschwerdeführerin macht geltend, der Wortlaut der Police setze keine Pflichtverletzung voraus, sondern lediglich die Haftpflicht der versicherten Bank. Ziff. 3.1 Abs. 2 der Police stelle einzig klar, dass die Parteien den gesetzlichen Reduktionsgrund gemäss Art. 14 Abs. 2 VVG (Herabsetzung der Versicherungsleistung bei Grobfahrlässigkeit) wegbedungen hätten. Allerdings ist sie selbst der Auffassung, es habe eine Pflichtverletzung vorgelegen, wobei nicht notwendig sei, dass Pflichtverletzungen eine Verwirklichung des berufsspezifischen Risikos bei der Erbringung von Bankdienstleistungen darstellten. Auch dies sieht die Beschwerdeführerin in den Deckungsausschlüssen bestätigt, in denen es in keiner Weise bloss darum gehe, "die Folgen der fehlerhaften Vertragserfüllung" zu versichern. Der Konnex zu den Bankdienstleistungen werde nicht über die Pflichtverletzung, sondern durch Ziffer 3.1 i.V.m. Ziffer 5.1.7 der Police sichergestellt, wonach reine Vermögensschäden in Geld messbare Schäden sind, die nicht auf einen Personen- oder Sachschaden zurückzuführen sind und in funktionalem Zusammenhang mit den versicherten Bankdienstleistungen stehen. Damit handle es sich auch bei einem Verstoss gegen das Regulatory Law um eine von der Police gedeckte Pflichtverletzung.

1.6.2.2. Nicht vorausgesetzt sei dabei, dass die Pflichtverletzung durch einen Angestellten erfolge. Vereinbart sei einzig, dass eine Pflichtverletzung von einer zum versicherten Konzern gehörenden Person begangen werde. Zudem gälten auch die Angestellten der Bank E. Limited als Angestellte der Beschwerdeführerin. Zum Anderen seien sie vom DIFC-Gericht in gewisser Beziehung als faktische Angestellte der Beschwerdeführerin angesehen worden.

1.6.2.3. Mit dem Vorwurf, die Beschwerdeführerin hätte nicht behauptet und bewiesen, welcher bzw. welche Angestellte genau gegen das Finanzdienstleistungsverbot verstossen habe, setze die Vorinstanz rechtswidrige Substanziierungsanforderungen.

1.6.3. Auch die adäquat-kausale Verursachung eines Vermögensschadens ist nach Ansicht der Beschwerdeführerin keine Deckungsvoraussetzung. Ein separates Kausalitätserfordernis sei nach dem klaren Wortlaut nicht vereinbart worden. Bei der abgeschlossenen Versicherung gehe es einzig um den Ausgleich von Vermögensschäden, welche die Beschwerdeführerin erleide, weil sie gegenüber Dritten haftpflichtig geworden sei. Neben den eigentlichen Deckungsausschlüssen hätten die Parteien den Begriff "Haftpflicht" nur insoweit in Ziff. 3.1 Abs. 1 der Police näher eingeschränkt, als es eine Voraussetzung ist, dass die Haftpflicht "auf schweizerischen gesetzlichen Haftpflichtbestimmungen oder anwendbaren, vergleichbaren, rechtsgültigen nationalen Vorschriften beruhen" müsse. Auch dies zeige, dass die Frage der Kausalität eine Frage der Haftung sei. Die Haftung aber werde in einem separaten, dem Deckungsprozess vorgelagerten Verfahren nach dem auf die Haftung anwendbaren Recht geklärt. Folglich werde auch die Frage der Kausalität, sofern sie denn eine Frage der Haftung sei, im Haftungsprozess geklärt. Die Beschwerdeführerin ist der Ansicht, die Frage der Haftungsbegründung sei von der Frage der Deckung zu trennen. Gemäss der Definition des Begriffs "Pflichtverletzung" in Ziffer 5.2.1.2 genüge bereits "jede angebliche" Handlung oder Unterlassung. Wenn aber bereits ein bloss "angebliches" Verhalten genügt, könne auf Ebene der Deckung auch nicht

verlangt sein, dass Kausalität eine Voraussetzung sei. Denn zwischen einer blossen "angeblichen" (also gar nicht nachgewiesenen) Handlung oder Unterlassung und einem Schaden scheitere jeder Kausalitätstest. Massgebend sei, dass die "Pflichtverletzung" (der Verstoss gegen Art. 41 Regulatory Law) ursächlich für den Vermögensschaden der Beschwerdeführerin sei.

1.6.4. Weiter beanstandet die Beschwerdeführerin in Bezug auf die Voraussetzung "auf schweizerischen gesetzlichen Haftpflichtbestimmungen oder anwendbare, vergleichbare, rechtsgültige nationale Vorschriften beruhende Haftpflicht" die Annahme der Vorinstanz, nach schweizerischem Rechtsverständnis handle es sich nur dann um einen "Haftpflichtanspruch", wenn die Anspruchsgrundlage die vier kumulativen Voraussetzungen der ausservertraglichen Haftung nach Schweizer Recht (Art. 41 OR) erfüllen würde, nämlich Schaden, (adäquater) Kausalzusammenhang, Widerrechtlichkeit und Verschulden. Die Beschwerdeführerin ist dagegen der Auffassung, der Begriff "Haftpflicht" meine nach Treu und Glauben jede Haftung gegenüber einem Dritten, unabhängig weshalb und nicht lediglich ausservertragliche Haftpflicht. Es sei widersprüchlich, wenn die Vorinstanz im Zusammenhang mit der Auslegung des Begriffs "Pflichtverletzung" festhalte, mit einer Berufshaftpflichtversicherung würden nur "die Folgen der fehlerhaften Vertragserfüllung" versichert, nur um dann die Police auf den Ersatz von ausservertraglicher Haftpflicht zu reduzieren. Nach Art. 59 VVG umschlossen Haftpflichtversicherungen in allgemeiner Form alle Versicherungen, welche die Schadenersatzpflicht gegenüber Fremden aufgrund einer gesetzlichen Vorschrift abdeckten, also grundsätzlich jede Haftung. Die Beschwerdeführerin sei gegenüber den Anlegern haftpflichtig geworden und habe diese finanziell so stellen müssen, wie wenn das Geschäft nie getätigt worden wäre; im Schweizer Recht bestens bekannt als Haftung für das "negative Interesse", also die Haftung für den Ersatz des aus dem Dahinfallen des Vertrages erwachsenen Schadens. Die Beschwerdeführerin sieht ihre Auffassung von einem weiten Haftpflichtbegriff durch Deckungsausschlüsse für Ansprüche bestätigt (wie beispielsweise für "punitive oder exemplary damages"), die es nach schweizerischem Rechtsverständnis gar nicht gebe. Entscheidend sei, dass eine zu beurteilende ausländische Vorschrift gemessen am in der Schweiz geltenden System "vergleichbar" sein müsse, das heisst dem Schweizer Recht nicht völlig fremde Elemente aufweise. Das schweizerische Recht kenne auch Haftung ohne Pflichtverletzung und auch dass die Verletzung einer Bewilligungspflicht zum Wegfall eines Vertrages führe, sei dem schweizerischen Recht nicht fremd. Das Regulatory Law 2004 sei direkt dem englischen Recht entnommen, einer Rechtsordnung, die als vergleichbar anzusehen sei. Auch diese Auffassung sieht die Beschwerdeführerin wieder mit Blick auf die Ausschlüsse bestätigt.

1.7. Schliesslich legt die Beschwerdeführerin noch dar, weshalb nach ihrer Auffassung die beiden von der Vorinstanz angenommenen Deckungsausschlüsse Kreditgewährung und Wertverminderung nicht zur Anwendung gelangten.

1.8. Was die Widerklage anbelangt, beanstandet die Beschwerdeführerin deren Gutheissung sogar für den Fall, dass im Übrigen keine Deckung bestünde. Sie verweist auf den passiven Rechtsschutz gemäss Ziff. 8.2 der Police, wonach die Leistungspflicht im Rahmen der Berufshaftpflichtversicherung auch die Abwehr unbegründeter Ansprüche umfasse. Die Vorinstanz habe aber festgestellt, dass die Beschwerdeführerin in den Verfahren vor den DIFC-Gerichten die allermeisten gegen sie erhobenen Vorwürfe und Ansprüche als unbegründet habe abwehren können. Im Gegensatz zu den Anwaltskosten bei einem Strafverfahren gegen Angestellte sei auch keine Rückzahlungspflicht vereinbart worden.

In Bezug auf die Rechtzeitigkeit der Vorbringen verkenne die Vorinstanz, dass die Novenschranke für Tatsachenbehauptungen, nicht jedoch für Ausführungen zum Rechtlichen bzw. zur rechtlichen Würdigung bereits bestehender Tatsachen gelte. Der Abschluss und Wortlaut der Police seien

unstrittig und festgestellt. Es habe demzufolge ebenso festgestanden, dass die Parteien in der Police Ziffer 8.2 vereinbart hätten. Mit den in der Hauptverhandlung vorgetragenen Ausführungen zu dieser Bestimmung habe sich die Beschwerdeführerin somit lediglich zur rechtlichen Würdigung dieser Bestimmung geäußert.

2.

Ziel der Vertragsauslegung ist es, in erster Linie den übereinstimmenden wirklichen Willen der Parteien festzustellen (vgl. Art. 18 Abs. 1 OR). Diese subjektive Vertragsauslegung beruht auf Beweiswürdigung, die vorbehaltlich der Ausnahmen von Art. 97 und 105 BGG der bundesgerichtlichen Überprüfung entzogen ist (vgl. BGE 144 III 93 E. 5.2.2; 132 III 268 E. 2.3.2, 626 E. 3.1; je mit Hinweisen). Steht eine tatsächliche Willensübereinstimmung fest, bleibt für eine Auslegung nach dem Vertrauensgrundsatz kein Raum (BGE 132 III 626 E. 3.1; 128 III 70 E. 1a). Erst 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. Das Bundesgericht überprüft diese objektivierte Auslegung von Willenserklärungen als Rechtsfrage, wobei es an Feststellungen des kantonalen Richters über die äusseren Umstände sowie das Wissen und Wollen der Beteiligten grundsätzlich gebunden ist (Art. 105 Abs. 1 BGG; BGE 144 III 93 E. 5.2.3; 133 III 61 E. 2.2.1; je mit Hinweisen). Massgebend ist dabei der Zeitpunkt des Vertragsabschlusses. Nachträgliches Parteiverhalten ist bei der Auslegung nach dem Vertrauensprinzip nicht von Bedeutung; es kann höchstens - im Rahmen der Beweiswürdigung - auf einen tatsächlichen Willen der Parteien schliessen lassen (BGE 144 III 93 E. 5.2.3; 132 III 626 E. 3.1).

2.1. Vorformulierte Vertragsbestimmungen sind grundsätzlich nach den gleichen Regeln wie individuell verfasste Vertragsklauseln auszulegen (BGE 148 III 57 E. 2.2.1; 135 III 1 E. 2, 410 E. 3.2), wobei einige Sonderregeln gelten wie die Bevorzugung der Auslegung mehrdeutiger Klauseln, die dem dispositiven Gesetzesrecht entspricht, subsidiär die Unklarheitsregel, das heisst die Auslegung mehrdeutiger Klauseln gegen den Verfasser bzw. gegen die branchenkundigere Partei, welche die Verwendung der vorformulierten Bestimmungen veranlasst hat (BGE 124 III 155 E. 1b; 122 III 118 E. 2a; 133 III 607 E. 2.2) oder die Ungewöhnlichkeitsregel (vgl. hierzu: BGE 148 III 57 E. 2.1.3; 138 III 411 E. 3.1). Auch diese Auslegungsgrundsätze prüft das Bundesgericht als Rechtsfragen frei (BGE 138 III 411 E. 3.4; 133 III 607 E. 2.2).

2.2. Darauf, dass der Vertragspartner eine Vereinbarung nach Treu und Glauben in einem gewissen Sinne hätte verstehen müssen, darf sich die Gegenpartei nur berufen, soweit sie selbst die Bestimmung tatsächlich so verstanden hat. Die Auslegung nach dem Vertrauensprinzip kann nicht zu einem normativen Konsens führen, der so von keiner der Parteien gewollt ist (vgl. Urteile des Bundesgerichts 5A_336/2019 vom 9. Juni 2020 E. 6.1; 4A_298/2019 vom 31. März 2020 E. 6.4.1; 4A_441/2019 vom 9. Dezember 2019 E. 2.6.1; 4A_577/2018 vom 15. Mai 2019 E. 4.2; 4A_311/2017 vom 15. Dezember 2017 E. 7; je mit Hinweisen).

2.3. Nach den Feststellungen der Vorinstanz hat die Beschwerdeführerin erstmals in der Hauptverhandlung geltend gemacht, ein Teil der Police stelle eine Rechtsschutzversicherung dar und die Beschwerdegegnerin habe die Fr. 5 Mio. geleistet, um ihrer Rechtsschutzpflicht nachzukommen. Ebenso bringe sie neu vor, eine nachträgliche Rückforderung scheitere daran, dass eine Rückzahlungspflicht ganz bewusst nicht vereinbart worden sei. Die Vorinstanz erkannte, diese und die damit zusammenhängenden Vorbringen seien tatsächlicher Natur und daher verspätet. Die

Beschwerdeführerin beanstandet (vgl. E. 1.8 hiervor), sie habe sich lediglich zur rechtlichen Würdigung geäußert.

2.3.1. Wie eine Partei die Police tatsächlich verstanden hat, ist eine Tatfrage, die durch Würdigung der Beweise zu beantworten ist. Einer rechtlichen Würdigung bedarf es insoweit nicht. Ausführungen zum tatsächlichen Verständnis einer Partei fallen unter die Novenschranke. Rechtsfrage ist dagegen, wie die Parteien die Police aufgrund der gesamten Umstände bei Vertragsschluss nach Treu und Glauben verstehen durften und mussten. Auch für die zu berücksichtigenden Umstände ist die Novenschranke zu beachten, nicht dagegen bezüglich der Auslegung nach dem Vertrauensprinzip selbst.

2.3.2. Damit kann die Beschwerdeführerin zwar ohne Rücksicht auf die Novenschranke neue Ausführungen dazu machen, wie die Police aufgrund der festgestellten Umstände nach Treu und Glauben auszulegen sei. Zu einem entsprechenden normativen Konsens kann dies aber nur führen, soweit sie rechtzeitig und prozesskonform behauptet hat, sie habe die Vereinbarung tatsächlich in diesem Sinne verstanden. Denn ein normativer Konsens kommt nur zustande, wenn der gemäss dem Vertrauensprinzip bestimmte objektiv-konkrete Sinn der Erklärung mit dem tatsächlichen Verständnis einer der Parteien übereinstimmt. Dann wird die Partei in ihrem Vertrauen darauf, dass die Erklärung so gilt, wie sie diese tatsächlich verstanden hat und verstehen durfte, geschützt, auch wenn die Erklärende sie anders gemeint hat (CHRISTOPH MÜLLER, Berner Kommentar, 2018, N. 157 zu Art. 1 OR; KRAMER, Berner Kommentar, 1986, N. 126 zu Art. 1 OR). Stimmt dagegen der (als Rechtsfrage) nach dem Vertrauensprinzip ermittelte objektiv konkrete Sinn weder mit dem wirklichen Willen der Erklärenden noch mit dem tatsächlichen Verständnis der Empfängerin überein, gilt die Erklärung weder im von der Erklärenden gewollten, noch im von der Empfängerin verstandenen noch im objektiv-konkreten Sinn (MÜLLER, a.a.O., N. 159 und 205 ff. zu Art. 1 OR mit Hinweisen; KRAMER, a.a.O., N. 146 zu Art. 1 OR). Deswegen kann die Auslegung nach dem Vertrauensprinzip nach ständiger Rechtsprechung nicht zu einem normativen Konsens führen, der so von keiner der Parteien gewollt ist (vgl. E. 2.2 hiervor).

2.3.3. Neu und unzulässig sind nach dem Gesagten nicht Vorbringen zur Auslegung nach dem Vertrauensprinzip (Rechtsfrage), sondern neue Vorbringen dazu, wie die Beschwerdeführerin die Vereinbarung tatsächlich verstanden hat (Tatfrage). Die Beschwerdeführerin zeigt nicht auf, wo sie rechtzeitig und rechtskonform behauptet hätte, sie habe die Police tatsächlich so verstanden, wie sie gemäss ihrer Ansicht nach Treu und Glauben verstanden werden müsste. Will die Beschwerdeführerin die Gegenpartei bei dem Vertragsverständnis nach dem Vertrauensprinzip behaften, setzt dies ein entsprechendes tatsächliches Verständnis der Beschwerdeführerin voraus. Insoweit betreffen die Ausführungen das Tatsächliche und ist der angefochtene Entscheid nicht zu beanstanden. Zudem besteht nach dem eindeutigen Wortlaut (und damit auch nach dem Vertrauensprinzip), der Anspruch auf die Abwehr unbegründeter Ansprüche nur im Rahmen der Berufshaftpflichtversicherung, also in Bezug auf Ansprüche die, wenn sie begründet wären, unter die Versicherung fielen. Insoweit fehlt es schon an rechtsgenügenden Vorbringen, damit beurteilt werden könnte, welche Kosten mit der Abwehr derartiger Ansprüche verbunden waren und nicht nur deshalb zu Lasten der Beschwerdeführerin gingen, weil sie erfolglos versuchte, nicht gedeckte Ansprüche abzuwehren.

2.4. Was den Inhalt der Police betrifft, beanstandet die Beschwerdeführerin die Auslegung im angefochtenen Entscheid in gewissen Punkten dagegen zu Recht als zu eng:

2.4.1. So erscheint zweifelhaft, ob die Annahme der Vorinstanz ausnahmslos zutrifft, es liege jedenfalls keine versicherte Bankdienstleistung vor, wenn die (allenfalls lokalen) behördlichen Bewilligungen für

die entfalteten Tätigkeiten nicht vorlägen. Denn eine Überschreitung der vorhandenen Bewilligung und damit die Notwendigkeit der (hier fehlenden) lokalen Bewilligung kann nicht nur dadurch entstehen, dass die Bank ihre Tätigkeiten auf unbewilligte, allenfalls nicht von der Berufshaftpflicht gedeckte Tätigkeiten ausdehnt, sondern auch dadurch, dass sie bei ihrer im Rahmen der vorhandenen Bewilligung ausgeübten (und damit grundsätzlich versicherten) Tätigkeit nicht die nötige Vorsicht walten lässt (indem ihr Mitarbeiter beispielsweise die Anleger nicht darüber informiert, dass die für sie zuständige Person nicht bei der Beschwerdeführerin angestellt ist). Wird durch die Pflichtverletzung eines Angestellten bei der Erbringung oder Umsetzung von Bankdienstleistungen ein haftpflichtbegründender Schaden verursacht, fällt dies unter die Berufshaftpflichtversicherung.

2.4.2. Da das schweizerische Recht Haftung ohne Pflichtverletzung oder Verschulden kennt (Kausalhaftungen), wäre entgegen der Vorinstanz wohl auch eine Deckung durch die Berufshaftpflichtversicherung für im Ausland bestehende Haftung ohne Verschulden und Pflichtverletzung denkbar, soweit die Ausübung des Berufs auch in der Schweiz eine Haftung nach derartigen Bestimmungen auslösen könnte. Daraus, dass Pflichtverletzungen auch grobe Fahrlässigkeit einschliessen, kann entgegen der Vorinstanz gerade mit Blick auf das systematische Element nicht gefolgert werden, die Parteien hätten das Vorliegen einer Pflichtverletzung als Deckungsvoraussetzung vereinbart. Wenn die Police fortfährt, die Beschwerdegegnerin werde sich bei grober Fahrlässigkeit nicht auf den bei Beginn der jeweiligen Versicherungsperiode gültigen Art. 14 Abs. 2 VVG berufen, kann dies im Zusammenhang nur als ein Verzicht auf die darin vorgesehene Kürzungsmöglichkeit verstanden werden. Dies muss der Versicherte nach Treu und Glauben nicht als Ausschluss der Versicherung verstehen, soweit eine Haftung ohne Pflichtverletzung gegeben ist.

2.4.3. Die Beschwerdeführerin weist sodann zu Recht auf die Inkonsequenz hin, wenn die Vorinstanz einerseits festhält, der Zweck einer Berufshaftpflichtversicherung liege nach schweizerischem Recht darin, "die Folgen der fehlerhaften Vertragserfüllung zu versichern", und andernorts ausführt, nach schweizerischem Rechtsverständnis verstehe man unter dem Begriff "Haftpflichtrecht" ausservertragliche Einstandspflicht für Schädigungen Dritter.

2.5. Zur Gutheissung der Beschwerde genügt die zum Teil berechtigte Kritik aber nicht, weil die Beschwerdeführerin ihrerseits die Police zu weit auslegt. So leitet sie ihren weiten Haftpflichtbegriff aus Deckungsausschlüssen für Ansprüche (wie "punitive oder exemplary damages") her, die es nach schweizerischem Rechtsverständnis gar nicht gebe. Dieses Vertragsverständnis höhlt die Voraussetzung der Vergleichbarkeit mit schweizerischen gesetzlichen Haftpflichtbestimmungen aus, weil alles als versichert angesehen wird, was nicht ausdrücklich ausgeschlossen ist. Gerade dem Erfordernis der Vergleichbarkeit kommt aber entscheidende Bedeutung zu:

2.5.1. Die Grundidee einer jeden Versicherung liegt darin, dass der Eintritt des befürchteten Ereignisses zwar für den einzelnen Bedrohten stets ein unberechenbarer Zufall ist, aber bei einer grossen Anzahl gleichartig bedrohter Personen (Risiken) das Verhältnis der Geschädigten zu den Gefährdeten nur innerhalb enger Grenzen zu schwanken pflegt, wobei die Schwankungen relativ umso geringer sind, je grösser die Zahl der versicherten Risiken ist (vgl. schon Botschaft vom 2. Februar 1904 zu dem Entwurf eines Bundesgesetzes über den Versicherungsvertrag, BBl 1904 I 260). Damit die Versicherung sich diesen Umstand zunutze machen kann, muss der Versicherer in der Lage sein, sich mit Hilfe der technischen Grundlagen eine zutreffende Erwartung über die Wahrscheinlichkeit des Eintritts des befürchteten Ereignisses zu bilden. Danach kann er die Nettoprämie als rechnungsmässiges Äquivalent des Risikos bestimmen (BBl 1904 I 260).

2.5.2. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Berufshaftpflicht in Anspruch genommen wird, und der Umfang, in dem dies voraussichtlich der Fall sein wird, hängen aber vom lokalen Recht ab, das bestimmt, ob etwa das Risiko, zu "punitive damages" verurteilt zu werden, besteht oder nicht. Um insoweit die Eintretenswahrscheinlichkeit des versicherten Risikos bei einer weltweiten Berufshaftpflichtversicherung differenziert abschätzen zu können, müsste die Versicherung nicht nur sämtliche Rechtsordnungen der Welt in Betracht ziehen, sondern auch, in welchem Umfang der Versicherte tatsächlich an welchem Ort tätig ist.

2.5.3. Eine derartige Lösung wurde in der abgeschlossenen Versicherung aber nicht gewählt, sondern die Versicherung auf nationale Vorschriften beschränkt, die mit den schweizerischen vergleichbar sind. So muss die Versicherung nicht sämtliche Rechtsordnungen dieser Welt im Auge behalten, sondern kann für die Eintretenswahrscheinlichkeit auf das schweizerische Recht abstellen. Die Versicherte ihrerseits muss sich dort über die geltenden gesetzlichen Bestimmungen informieren, wo sie tatsächlich tätig wird. Stellt sie dabei fest, dass die anwendbaren nationalen Bestimmungen nicht den schweizerischen entsprechen (indem beispielsweise "punitive damages" vorgesehen sind), kann sie erkennen, dass diese Ansprüche nicht von der abgeschlossenen Versicherung erfasst werden.

2.6. Vor diesem Hintergrund ist weniger die konkrete Ausgestaltung einzelner Bestimmungen entscheidend, als die Auswirkung, die diese in ihrer Gesamtheit auf die Eintretenswahrscheinlichkeit des versicherten Risikos und das Ausmass der zu erbringenden Leistungen haben. In diesem Zusammenhang kann den Ausschlüssen, soweit sie nicht schweizerische gesetzliche Haftpflichtbestimmungen betreffen, nicht die Bedeutung zukommen, dass von der Versicherung alles gedeckt wäre, was nicht explizit ausgeschlossen wird. Die Ausschlüsse sind vielmehr beispielhaft zu verstehen, indem sie klarstellen, was nicht von der Versicherung erfasst wird. Werden "punitive damages" ausgeschlossen, bedeutet dies nicht, dass über den tatsächlichen Schaden hinausgehende Strafzahlungen von der Versicherung gedeckt sind, sofern sie nicht in allen Punkten dem klassischen System der "punitive damages" entsprechen. Denn mit einer derartigen Auslegung würde der Zweck der Bestimmungen (dass die Versicherung nicht die Rechtsentwicklung in der ganzen Welt permanent im Auge behalten muss), nicht erreicht. Der Ausschluss stellt vielmehr klar, welche Ansprüche nicht mit den schweizerischen Haftpflichtbestimmungen vergleichbar sind, nämlich solche, die zu Strafzwecken verhängt werden und über den Ersatz des tatsächlich erlittenen Schadens hinausgehen - unabhängig von der konkreten Bezeichnung oder Ausgestaltung.

2.7. Aus diesem Grund ist es nicht notwendig, dass in der Versicherung die für das schweizerische Recht grundlegenden Voraussetzungen wie die adäquat-kausale Verursachung des Schadens speziell genannt werden. Denn in Rechtsordnungen, in denen die Gefahr einer Haftung auch für Schäden besteht, die nicht adäquat-kausal verursacht wurden, wäre das Haftungsrisiko (und damit das versicherte Risiko) wesentlich höher als in der Schweiz. Besteht die Haftung aufgrund derartiger nationaler Normen, sind sie nicht mit der Schweiz vergleichbar, sondern gehen zu Lasten des Haftpflichtigen über die schweizerischen hinaus und werden von der abgeschlossenen Versicherung nicht abgedeckt. Denn der rechtspolitische Zweck der Adäquanz liegt gerade in der Begrenzung der Haftung auf Schädigungen, die billigerweise noch dem Haftpflichtigen zugerechnet werden können (BGE 145 III 72 E. 2.3.1; 142 III 433 E. 4.5). Auch greift in der Schweiz nach einem allgemein geltenden Grundsatz keine Haftung, wenn der präsumtiv Haftpflichtige beweist, dass ein rechtmässiges Alternativverhalten denselben Schaden bewirkt hätte wie das tatsächlich erfolgte rechtswidrige Verhalten (BGE 131 III 115 E. 3.1 mit Hinweisen). Auch wenn dieser Nachweis dem Schädiger nicht offensteht, besteht im Vergleich zur Schweiz ein klar erhöhtes Haftungsrisiko.

2.7.1. Nun wurde der Beschwerdeführerin aber gerade keine Verletzung ihrer vertraglichen Pflichten vorgeworfen. Einziges Manko war die fehlende Bewilligung. Das Erlangen dieser Bewilligung hätte aber nichts an dem Schaden der Anleger geändert. Wird die Beschwerdeführerin dennoch haftbar gemacht, sind die Haftungsansprüche nicht mit schweizerischen vergleichbar - wohl kennt auch das schweizerische Recht den Ersatz des negativen Vertragsinteresses, der Einwand des rechtmässigen Alternativverhaltens bleibt in der Schweiz aber auch in derartigen Fällen erhalten.

2.7.2. Bei der Zahlung, zu der die Beschwerdeführerin verpflichtet wurde, geht es nicht um Schadensausgleich, sondern um Abschreckung in Bezug auf die Bewilligungspflichtigen, indem der Kunde die Rückabwicklung verlangen kann, auch wenn ihm durch die fehlende Bewilligung an sich kein Schaden entstanden ist. Insoweit kommt der Zahlung, zu der die Beschwerdeführerin verpflichtet wurde, Strafcharakter zu, indem sie über den verursachten Schaden hinausgeht. Von diesem Strafcharakter zeugt auch, dass von der Verpflichtung zur Rückabwicklung Umgang genommen werden kann, wenn die verletzende Partei vernünftigerweise davon ausgehen durfte, sie verstosse nicht gegen das Finanzdienstleistungsverbot. Für die betroffenen Anleger ändert dies nichts, mit Blick auf die Strafwürdigkeit des Verhaltens dagegen sehr wohl. Im Ergebnis macht es keinen wesentlichen Unterschied, ob die Versicherte als Strafe zu einem Vielfachen des tatsächlich entstandenen Schadens verurteilt wird, wie bei "punitive damages", oder ob sie zu einer Zahlung verpflichtet wird, obwohl der geltend gemachte Schaden auch bei korrektem Verhalten entstanden wäre.

2.7.3. Allerdings ist nicht restlos klar, ob sich die Beschwerdeführerin mit dem Argument, die Verluste der Anleger seien nicht auf ihr Verhalten zurückzuführen, nicht von der Haftung hätte befreien können. Denn das Argument, die Verluste seien auf die Nichterfüllung der Nachschusspflicht zurückzuführen, hat der Court of Appeal nicht definitiv zurückgewiesen, sondern er wies die Beschwerdeführerin an, die Argumente im Berufungsverfahren gegen die Urteile betreffend das Quantum vorzubringen. Die Beschwerdeführerin hat dies jedoch unterlassen und legt auch vor Bundesgericht nicht rechtsgenügend dar, wie es zu ihrer Haftung kommen konnte, wenn man davon ausgeht, die einschlägigen, die Haftung begründenden nationalen Vorschriften seien schweizerischen gesetzlichen Haftpflichtbestimmungen vergleichbar und liessen die Einrede der mangelnden natürlichen und adäquaten Kausalität beziehungsweise des rechtmässigen Alternativverhaltens zu. Damit gelingt es ihr nicht aufzuzeigen, dass die Annahme, die Leistungen zu denen sie verpflichtet wurde, würden von der abgeschlossenen Versicherung nicht erfasst, im Ergebnis Recht verletzt.

3.

Auf die weiteren Rügen der Beschwerdeführerin ist damit nicht einzugehen. Die Beschwerde ist insgesamt abzuweisen, soweit darauf einzutreten ist. Dem Ausgang des Verfahrens entsprechend wird die Beschwerdeführerin kosten- und entschädigungspflichtig.

Demnach erkennt das Bundesgericht:

1.

Die Beschwerde wird abgewiesen, soweit darauf einzutreten ist.

2.

Die Gerichtskosten von Fr. 45'000.-- werden der Beschwerdeführerin auferlegt.

3.

Die Beschwerdeführerin hat die Beschwerdegegnerin für das bundesgerichtliche Verfahren mit Fr. 55'000.-- zu entschädigen.

4.

Dieses Urteil wird den Parteien und dem Handelsgericht des Kantons Zürich schriftlich mitgeteilt.