

# **BS\_APPELLATIONSGERICHT ZB.2014.52 vom 16. September 2016**

BS Appellationsgericht, 2016-09-16, DE

Quelle: [https://mcp.opencaselaw.ch/entscheid/bs\\_appellationsgericht\\_ZB.2014.52](https://mcp.opencaselaw.ch/entscheid/bs_appellationsgericht_ZB.2014.52)

FR: BS\_APPELLATIONSGERICHT ZB.2014.52 du 16 septembre 2016

IT: BS\_APPELLATIONSGERICHT ZB.2014.52 del 16 settembre 2016

## **Erwägungen**

### **E. 16**

Oktober 1990 und von CHF 91'133.75 nebst 5 % Zins ab Zahlungszeitpunkten beginnend am 8. Mai 2000 zu befinden sei (E. 3).

Die Klägerin ■ so das Zivilgericht weiter ■ werfe der Beklagten im Kern vor, sie habe das Vermögen der Fonds, in die ihr Vater investiert habe, zu tief bewertet. Daraus leite sie zweierlei Ansprüche ab: Zum einen sei ihrem Vater bei der Rücknahme der Anteilscheine ein zu tiefer Preis ausbezahlt worden; darauf gründe ein Erfüllungsanspruch des ausscheidenden Anlegers. Zum anderen seien wegen der zu tiefen Bewertung neue Anteilscheine zu einem zu niedrigen Preis ausgegeben und sei dadurch das Fondsvermögen verwässert worden; darauf gründe ein Schadenersatzanspruch des Anlegers, dessen Anteile durch die Neuemission von Anteilscheinen verwässert worden seien (E. 4).

Zur Beweislast führt das Zivilgericht Folgendes aus: In Bezug auf den Erfüllungsanspruch (zu tiefer Rücknahmepreis) habe die Klägerin zu beweisen, dass der Verkehrswert im Jahr 1990 (Zeitpunkt der Rücknahme durch die Beklagte) zu tief geschätzt worden sei. In Bezug auf den Schadenersatzanspruch (Verwässerungsschaden) habe die Klägerin zu beweisen, dass die zurückgegebenen Anteilscheine vor dem Zeitraum, für den sie eine Schädigung des Fondsvermögens geltend mache, emittiert worden seien (E. 5.1 bis 5.3). Da sie diesen Beweis nicht führe, die Anteilscheine aber vor dem börsenmässigen Erwerb durch den Vater der Klägerin emittiert worden sein müssten, sei anzunehmen, dass der Ausgabezeitpunkt mit dem Erwerbszeitpunkt durch den Vater zusammenfalle. Ein Verwässerungsschaden könne somit nur für den Zeitraum geltend gemacht werden, während dessen der Vater die Anteilscheine tatsächlich gehalten habe (E. 5.4 und 5.5).

In Bezug auf die Fragen der Sorgfaltspflichtverletzung und des Verschuldens hält das Zivilgericht fest, dass die Klägerin eine Sorgfaltspflichtverletzung der Beklagten nachzuweisen habe. Sie müsse beweisen, dass die Schätzungen der Beklagten fehlerhaft und nicht lege artis durchgeführt worden seien. Gelingt dieser Nachweis, werde das Verschulden der Beklagten vermutet, welcher dann der Exkulpationsbeweis offenstehe (E. 6).

Im Rahmen der Prüfung einer Sorgfaltspflichtverletzung prüft das Zivilgericht in einem ersten Schritt, ob die von der Beklagten gewählte Bewertungsmethode ■ die Ertragswertmethode ■ dem geforderten Mass an Sorgfalt entsprochen habe. Diese Frage wird vom Zivilgericht im Ergebnis bejaht. Folglich sei der ■wahre Verkehrswert■, der von der Klägerin nachzuweisen sei, nichts anderes als der nach einer lege artis durchgeführten Ertragswertschätzung ermittelte Schätzwert (E. 7). In einem zweiten Schritt prüft das Zivilgericht, ob die Beklagte die Ertragswertmethode korrekt angewandt hat, und zwar in

den folgenden vier Punkten: Wahl und Instruktion der Schätzungsexperten (E. 8), Ermittlung der massgeblichen Erträge (E. 9), Verwendung korrekter Kapitalisierungssätze (E. 10) und Korrektur der Ertragswerte um Mehr- und Minderwerte (E. 11). Das Zivilgericht kommt zum Schluss, dass die Beklagte ihre Sorgfaltspflicht weder bei der Wahl noch bei der Durchführung der Bewertungsmethode verletzt habe. Ein Schadenersatzanspruch sei somit abzuweisen, ebenso der davon abhängige Anspruch auf Ersatz der Kosten der Auskunftsbegehren (E. 12).

Mit ihrer Widerklage macht die Beklagte die Kosten der Auskunft geltend, die sie der Klägerin erteilt hat. Die entsprechende Forderung über CHF 29'264.60 nebst 5 % Zins seit 17. Juli 2000 heisst das Zivilgericht gut mit der Begründung, dass die Klägerin in ihrer Klage die entsprechenden Rechnungen der Beklagten vorbehaltlos als Schadensposten geltend gemacht habe und sie diese damit anerkannt habe (E. 13).

### 3. Standpunkte der Parteien und Aufbau des Entscheids

Die Berufungsklägerin wirft der Berufungsbeklagten vor, sie habe in der Zeit von 1978 bis 1989 die Liegenschaften in den von ihr verwalteten Immobilienanlagefonds D\_\_\_\_ und E\_\_\_\_ zu tief bewertet. Im Wesentlichen macht sie geltend, das Zivilgericht gehe von einem falschen Verständnis des Verkehrswerts aus. Der grundlegende Irrtum liege darin, dass das Zivilgericht ■nicht das am Markt beobachtete Verhältnis von Mieten und Preisen als Massstab für den Verkehrswert etabliert, sondern dieses Verhältnis selber festlegt und damit ■Verkehrswerte■ erhält, die keine Preise sind.■ Stelle man bei Immobilienbewertungen regelmässig Bruttorendite-Sätze fest, die von den am Markt (beim Kauf und Verkauf) tatsächlich erzielten Sätzen abweichen [gemeint ist wohl: welche die am Markt tatsächlich erzielten Sätze überträfen], liege eine Unterbewertung vor (Berufung, S. 4). Das Zivilgericht irre, wenn es annehme, dass die Berufungsbeklagte lediglich einen sorgfältig festgesetzten Verkehrswert schulde statt eines ■objektiv richtigen Verkehrswerts■ (Berufung, S. 8).

Die Berufungsbeklagte wendet dagegen im Kern ein, es habe damals keine anerkannte und praktizierte preisbasierte Schätzungsmethode für Renditeliegenschaften gegeben (Berufungsantwort, Rz. 17■19). Massgeblich für die Frage einer Unterbewertung sei die seinerzeit zur Anwendung gebrachte Sorgfalt. Damals habe es keinen zuverlässigen Preisindex für Renditeliegenschaften gegeben, der Rückschlüsse auf eine Unterbewertung eines Immobilienfonds zugelassen hätte (Berufungsantwort, Rz. 25 und 26). Bei mehreren sorgfältig durchgeführten Schätzungen einer Immobilie könne es zu unterschiedlichen Resultaten kommen. Die von der Berufungsklägerin postulierten ■objektiven■ oder ■wahren■ Schätzwerte gebe es nicht. Schätzungen stellten nur eine Annäherung an die Wirklichkeit dar und könnten keine objektive Geltung beanspruchen (Berufungsantwort, Rz. 29).

Im Folgenden werden die einzelnen Vorbringen der Berufungsklägerin behandelt und zwar weitgehend in der von ihr in der Berufung gewählten Reihenfolge. Die Vorbringen zum Erfüllungsanspruch werden in den Erwägungen 4■8 und diejenigen zum Schadenersatzanspruch in der Erwägung 9 erörtert. Die Erwägungen 10 und 11 befassen sich mit der Widerklage und dem in der Berufungsreplik gestellten Antrag, die Bewertungen der von den Fonds D\_\_\_\_ und E\_\_\_\_ in den Jahren 1977 bis 1990 veräusserten Liegenschaften offenzulegen.

### 4. Erfüllungsanspruch: Erfordernis der Sorgfaltspflichtverletzung

4.1 Das Zivilgericht hält fest, dass die Berufungsklägerin auch im Rahmen ihres Erfüllungsanspruchs eine Sorgfaltspflichtverletzung nachzuweisen habe. Sie müsse beweisen, dass die Schätzungen der Berufungsbeklagten fehlerhaft und nicht *lege artis* durchgeführt worden seien. Gelingt dieser Nachweis, werde das Verschulden der Berufungsbeklagten vermutet, und dieser stehe dann der Exkulpationsbeweis offen (Zivilgerichtsentscheid, E. 6).

4.2 Die Berufungsklägerin erachtet diese Auffassung als unzutreffend (Berufung, S. 14 f.). Sie beruft sich auf einen Bundesgerichtsentscheid vom 1. November 2005 (BGE 132 III 186), in dem das Bundesgericht die Behauptungs- und Beweislast bei der Geltendmachung eines Erfüllungsanspruchs gemäss Art. 23 Abs. 1 aAFG darlege. Gemäss diesem Entscheid setze der Erfüllungsanspruch neben dem Vertrag nur dessen nicht gehörige Erfüllung voraus; es genüge darzulegen, dass die Fondsleitung den Rücknahmepreis nicht nach dem korrekten Verkehrswert des Anlagefondsvermögens im Zeitpunkt der Rücknahme berechnet habe (Berufung, S. 11 f.). Die Berufungsklägerin führt aus, das Zivilgericht anerkenne zwar formal, dass es genüge, wenn sie darlege, dass die Fondsleitung den Rücknahmepreis nicht nach dem korrekten Verkehrswert berechnet habe (Zivilgerichtsentscheid, E. 5.2.1 und E. 5.3 am Ende). Dieser Anerkennung lasse das Zivilgericht aber keine Taten folgen: Trotz einer gutachterlich ermittelten Unterbewertung biege es auch beim Erfüllungsanspruch auf die Sorgfaltsschiene ein und verlasse diese nicht mehr (Berufung, S. 13 f.).

Die Berufungsbeklagte dagegen erachtet die zivilgerichtliche Auffassung als richtig. Das Zivilgericht nehme zu Recht an, dass der Erfüllungsanspruch eine Sorgfaltspflichtverletzung voraussetze und die Berufungsbeklagte ihre Sorgfaltspflicht erfüllt habe. Im Gegensatz zu anderen Geschäften könne die Höhe der geschuldeten Leistung nicht konkret im Kollektivanlagevertrag beziffert werden; zur Feststellung des Werts der Leistung brauche es bei Immobilienfonds eine zusätzliche Leistung, nämlich die Schätzung der Immobilien durch die Fondsleitung. Es sei deshalb ■ so die Berufungsbeklagte mit Verweis auf BGE 132 III 186 weiter ■ unumgänglich, dass ein Anleger, der bei der Rückgabe seiner Anteile mehr als den von der Fondsleitung bestimmten Rücknahmepreis verlange, belegen müsse, dass die Fondsleitung ihre Pflichten bei der Bestimmung des Schätzwerts der Immobilien verletzt habe. Anders als die Berufungsklägerin annehme, liege sodann auch keine gutachterlich ermittelte Unterbewertung vor: Den Erkenntnissen des Gutachters von Ungern-Sternberg habe das Zivilgericht nämlich eine klare und begründete Absage erteilt (Berufungsantwort, Rz. 32■34 und 40■44).

4.3 Um die Richtigkeit ihres Standpunkts zu belegen, berufen sich beide Parteien auf BGE 132 III 186 (BGer 4C.47/2005 vom 1. November 2005), der ein von der Berufungsklägerin geführtes Verfahren am Handelsgericht Zürich (A\_\_\_ u.a. gegen F\_\_\_ AG) betrifft. Das Bundesgericht äussert sich in Erwägung 5.1 zur Frage, welche Partei die Tatsachen zu beweisen hat, welche die Festsetzung des Rücknahmepreises bestimmen:

■ Zu prüfen bleibt, welcher Partei für die Tatsachen, welche die Festsetzung des Rücknahmepreises bestimmen, die Behauptungs- und Beweislast obliegt. [ ] Der von den Klägerinnen geltend gemachte Erfüllungsanspruch setzt neben dem bestehenden Vertrag im Wesentlichen nur dessen nicht gehörige Erfüllung voraus. Das Verschulden der Fondsleitung wird vermutet [ ]. Der Beweis nicht gehöriger Erfüllung kann insbesondere durch den Nachweis erbracht werden, dass dem Anleger bei Rücknahme seines

Anteilscheins nicht der wahre Inventarwert ausbezahlt wurde [ ]. Da sich dieser von Gesetzes wegen auf der Basis des Verkehrswerts bestimmt [ ], genügt es darzulegen, dass die Fondsleitung den Rücknahmepreis nicht nach dem korrekten Verkehrswert des Anlagefondsvermögens im Zeitpunkt der Rücknahme berechnet hat.■

Zusammenfassend und mit Geltung sowohl für den Schadenersatz- als auch den Erfüllungsanspruch hält das Bundesgericht in Erwägung 9 Folgendes fest:

■Die Vorinstanz wird daher abzuklären haben, ob die gegenüber der Fondsleitung erhobenen Vorwürfe der pflichtwidrigen Bewertung des Fondsvermögens zutreffen [ ].■

Nachdem die Vorinstanz ■ das Handelsgericht Zürich ■ die Frage der pflichtwidrigen Bewertung des Fondsvermögens mit Entscheid vom 24. Februar 2014 abgeklärt und verneint hatte, gelangten die Klägerinnen erneut an das Bundesgericht. Mit Entscheid vom 18. Februar 2015 (BGer 4A\_202/2014) fasst das Bundesgericht seinen Entscheid BGE 132 III 186 zunächst zusammen. In Bezug auf den Beweis der nicht gehörigen Erfüllung bestätigt das Bundesgericht, dass der Beweis nicht gehöriger Erfüllung insbesondere durch den Nachweis erbracht werden könne, dass dem Anleger bei Rücknahme seines Anteilscheins nicht der wahre Inventarwert ausbezahlt worden sei (E. 2). Das Bundesgericht schält sodann in Erwägung 3 den ■Hauptstreitpunkt■ heraus, nämlich die Frage,

■ob die Bewertung des Fondsvermögens [ ] im Einklang mit den massgeblichen Bestimmungen erfolgt ist. Nach dem vorstehend Ausgeführten ging die Vorinstanz dabei zutreffend davon aus, dass die Beschwerdeführerinnen die Beweislast für die behauptete Unterbewertung des Fondsvermögens trifft, die sie ihren Ansprüchen zugrundelegen.■

Zur Frage der Unterbewertung des Fondsvermögens und der Natur der Bewertung führt das Bundesgericht in Erwägung 4.1 im Weiteren aus, dass die Schätzung des Werts einer Sache naturgemäss eine Ermessensfrage sei. Das Resultat einer Verkehrswertschätzung könne deshalb nicht nach objektiven Kriterien als richtig oder falsch bewertet werden. In Erwägung 5 bestätigt es den Ermessenscharakter der Verkehrswertschätzung und hält Folgendes fest (Hervorhebungen im Original):

■Das Bundesgericht anerkennt in konstanter Praxis, dass bei Liegenschaftenschätzungen Schätzungsabweichungen in der branchenüblichen Grössenordnung von rund +/- 10 % zu tolerieren sind, ohne dass deshalb von einer nicht mehr korrekten Bewertung gesprochen werden kann [ ]. Entsprechend führte das Bundesgericht im Rückweisungsentscheid in vorliegender Sache 4C.47/2005 vom 1. November 2005 hinsichtlich der Erfüllungsansprüche aus, die Beschwerdeführerinnen hätten darzulegen, dass die Fondsleitung den Rücknahmepreis nicht nach dem korrekten Verkehrswert des Anlagefondsvermögens im Zeitpunkt der Rücknahme berechnet hat (E. 5.1); insgesamt ■ d.h. auch was die Schadenersatzansprüche wegen Verwässerung des Fondsvermögens anbelangt ■ trug es der Vorinstanz auf, abzuklären, ob die gegenüber der Fondsleitung erhobenen Vorwürfe der pflichtwidrigen Bewertung des Fondsvermögens zuträfen (E. 9).■

Die bundesgerichtlichen Erwägungen lassen sich dahingehend zusammenfassen, dass der Anleger im Rahmen seines Erfüllungsanspruchs nachzuweisen hat, dass die Fondsleitung nicht gehörig erfüllt, also namentlich nicht den wahren Inventarwert ausbezahlt hat. Dies bedingt eine Unterbewertung des Fondsvermögens. Der Nachweis einer Unterbewertung setzt gemäss Bundesgericht voraus, dass die Fondsleitung das Anlagevermögen nicht

korrekt bzw. pflichtwidrig bewertet hat. Dieser Nachweis beinhaltet mit anderen Worten eine Sorgfaltspflichtverletzung. Die Bewertung des Fondsvermögens ist eine Ermessensfrage, weshalb Schätzungsabweichungen von rund +/- 10 % zu tolerieren sind. Eine korrekte Bewertung liegt demnach in jedem Fall vor, wenn die Schätzung sich in dieser Grössenordnung bewegt. Nur wenn die Fondsleitung pflichtwidrig über diese Schätzungstoleranzen hinausgeht und dem Rücknahmepreis eine solche Schätzung zugrunde legt, liegt eine Schlechterfüllung vor.

Dass bereits im Rahmen der Schlechterfüllung eine Sorgfaltspflichtverletzung zu prüfen ist, ist im allgemeinen Vertragsrecht die Ausnahme: Die geschuldete Leistung wird hier regelmässig im Vertrag bestimmt; ob eine Schlechterfüllung vorliegt, lässt sich durch den Vergleich von geschuldeter und tatsächlich erbrachter Leistung ermitteln. Im Kollektivanlagevertrag dagegen kann die geschuldete Leistung im Vertrag noch nicht bestimmt werden. Die geschuldete Leistung ist aber insofern bestimmbar, als der von der Fondsleitung ermittelte Inventarwert ■ ein Schätzwert ■ zugrunde gelegt wird. Die vertraglich geschuldete Leistung, die zunächst bloss bestimmbar ist, wird erst durch die Vornahme einer pflichtgemässen Schätzung durch die Fondsleitung bestimmt. Die Frage, ob die Fondsleitung den Kollektivanlagevertrag gehörig erfüllt hat, hängt mit anderen Worten zentral mit der Frage der pflichtgemässen Bewertung des Fondsvermögens zusammen (vgl. dazu auch Berufungsantwort, Rz. 33).

Demzufolge ist nicht zu beanstanden, dass das Zivilgericht der Berufungsklägerin den Nachweis auferlegt, dass die Berufungsbeklagte ihre Schätzungen sorgfaltspflichtwidrig durchgeführt hat (vgl. Zivilgerichtsentscheid, E. 6.4).

5. Erfüllungsanspruch: Wahl der Ertragswertmethode und Festhalten an dieser Methode

#### 5.1 Erwägungen des Zivilgerichts

Im Rahmen der Prüfung einer Sorgfaltspflichtverletzung erörtert das Zivilgericht in einem ersten Schritt die Frage, ob die von der Berufungsbeklagten gewählte Bewertungsmethode ■ die Ertragswertmethode ■ dem geforderten Mass an Sorgfalt entsprochen hat.

Das Zivilgericht legt zunächst die gesetzlichen Grundsätze der Bewertung des Anlagevermögens dar. Die Fondsleitung habe jährlich einen Bericht zu veröffentlichen, der das Fondsvermögen zu Verkehrswerten ausweise (Art. 15 Abs. 2 lit. a aAFG). Als Verkehrswert gelte der Preis, der bei sorgfältigem Verkauf im Zeitpunkt der Schätzung wahrscheinlich erzielt würde (Art. 4 Abs. 3 aAFV). Der Verkehrswert von Immobilien sei auf das Ende des Rechnungsjahrs zu schätzen und dürfe für das ganze Folgejahr nur verwendet werden, sofern nicht eine wesentliche Änderung der allgemeinen wirtschaftlichen Verhältnisse eine Neubewertung erheische (Abs. 2). Aus dem Verkehrswert des Fondsvermögens errechne sich der Inventarwert des einzelnen Anteils durch Division durch die Anzahl der im Umlauf befindlichen Anteile (Abs. 4). Für die Bewertung von Liegenschaften sei der Beizug unabhängiger Schätzungsexperten erforderlich, die den Wert jedes Grundstücks beim Erwerb und bei der Veräusserung zu schätzen und den Verkehrswert aller Grundstücke jeweils auf Abschluss des Rechnungsjahrs zu überprüfen hätten (Art. 33 aAFG). Nach dem damals massgeblichen Rundschreiben Nr. 3 der Eidgenössischen Bankenkommision (EBK) vom 10. Oktober 1967 ■ so das Zivilgericht weiter ■ sei der Schätzwert aufgrund der im

Schätzungszeitpunkt tatsächlich bestehenden Marktverfassung zu ermitteln. Es sei keine bestimmte Methode der Verkehrswertschätzung vorgeschrieben, jedoch sei eine individuelle Schätzung jeder einzelnen Liegenschaft erforderlich, bei der alle Umstände zu berücksichtigen seien, die erfahrungsgemäss auf den Verkaufspreis einwirkten. In ihrem Jahresbericht 1986 habe die EBK sodann darauf hingewiesen, dass den Schätzungsexperten ein weiter Ermessensspielraum einzuräumen sei; die EBK akzeptiere ferner, dass Fondsleitungen und Experten im Rahmen der Verkehrswertschätzung eine gewisse Zurückhaltung an den Tag legten, um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass es sich bei Immobilien um langfristige Anlagen handle (EBK Jahresbericht 1986, S. 45). In ihrem Jahresbericht 1988 führe die EBK schliesslich aus, sie prüfe anhand der einzelnen Revisionsberichte, ob die Verkehrswertschätzung vertretbar erscheine, dabei stütze sie sich insbesondere auf die Höhe der angewandten Kapitalisierungssätze, die nach einer branchenüblichen Regel normalerweise dem Zinssatz für erste Hypotheken zuzüglich eines Zuschlags von 1 % bis 3 % je nach Alter, baulichem Zustand und Lage der betreffenden Immobilie entsprechen sollten (EBK Jahresbericht 1988, S. 60) (Zivilgerichtsentscheid, E. 7.1).

Nach diesen Ausführungen zu den gesetzlichen Grundlagen der Bewertung des Immobilienanlagevermögens führt das Zivilgericht aus, es sei zu prüfen, ob die von der Berufungsbeklagten gewählte Bewertungsmethode dem geforderten Mass an Sorgfalt entsprochen habe. Dies sei dann der Fall, wenn die Methode nach dem Stand der Wissenschaft zum damaligen Zeitpunkt bestmöglich geeignet gewesen sei, einen Verkehrswert anhand der für die Berufungsbeklagte verfügbaren Informationen zu ermitteln (Zivilgerichtsentscheid, E. 7.2).

Anschliessend umschreibt das Zivilgericht den Begriff des Verkehrswerts von Anlageobjekten als ■Gegenwartswert der erwarteten zukünftigen Nettoerträge einschliesslich des Wiederverkaufspreises■. Da ein so definierter Verkehrswert von verschiedenen Erwartungen abhängt, über welche Annahmen zu treffen seien, sei ein solcher Ansatz nicht praktikabel; stattdessen werde auf Grössen abgestellt, die auf dem Markt direkt beobachtet werden könnten. Zur Bewertung von Immobilien kämen in der Schätzungspraxis im Wesentlichen fünf Methoden zur Anwendung:

- Ertragswertmethode: Verkehrswert = Erträge dividiert durch Kapitalisierungssatz;
- Discounted-Cashflow-Methode (DCF-Methode) als Variante der Ertragswertmethode: Schätzung der zukünftigen Nettoerträge und Diskontierung auf den Gegenwartswert;
- Vergleichswertmethode (preisbasierte Methode): Verkehrswert = bekannter Verkaufspreis von Vergleichsobjekten einschliesslich von Zu- und Abschlägen;
- Realwertmethode: Verkehrswert = Zustandswert aller baulichen Anlagen plus Landwert;
- Mischwertmethode: Verkehrswert = gewichteter Mittelwert aus Ertragswert und Realwert.

Das Zivilgericht weist sodann darauf hin, dass gemäss dem Gutachter Trunz je nach Informationslage unterschiedliche Methoden zur Anwendung gelangen. Bei guter Informationslage in einem aktiven Markt könne der Marktwert und bei weniger guter Informationslage der Vergleichswert ermittelt werden; bei noch schlechterer Informationslage gelangen die Ertragswertmethode und die DCF-Methode zur Anwendung. Beim Verhältnis von ermitteltem Verkehrswert zu tatsächlichen Marktpreisen

stelle sich ■ so das Zivilgericht weiter ■ die Frage der Schätzungstoleranz. Eine gewisse Ungenauigkeit sei dem Begriff der Schätzung inhärent. Die Genauigkeit des gesamten Schätzungsergebnisses mehrerer hundert Immobilien ■ wie im Fall der Fonds E\_\_\_\_\_ und D\_\_\_\_\_ ■ werde vom Gutachter Blank auf rund +/- 5 % und vom Gutachter von Ungern-Sternberg auf +/- 1 % geschätzt. Die EBK habe eine durchschnittliche Abweichung von 10,1 % zwischen Schätzung und Verkaufspreis als branchenüblich und vertretbar bezeichnet (EBK Jahresbericht 1992, S. 80 f.) (Zivilgerichtsentscheid, E. 7.3).

Das Zivilgericht prüft im Weiteren, ob die Berufungsbeklagte im fraglichen Zeitraum Anlass und die Möglichkeit gehabt habe, aufgrund der Marktsituation ihre Bewertungsmethode ■ die Ertragswertmethode ■ zu überprüfen und anzupassen (Zivilgerichtsentscheid, E. 7.4). Das Zivilgericht legt dar, dass ab 1985 auf dem schweizerischen Immobilienmarkt eine Hausse entstanden sei, die im Nachhinein als ■Blase■ erkannt worden sei, die nach 1990 geplatzt sei. Im Gegensatz zur genannten Verkehrswertdefinition (Verkehrswert als ■Gegenwartswert der erwarteten zukünftigen Nettoerträge einschliesslich des Wiederverkaufspreises■) und zu preisbasierten Methoden seien die Ertragswertmethode und die DCF-Methode nicht geeignet, irrationale oder durch ■Blasen■ bedingte Preisaufschläge am Markt wiederzugeben, da sie die (erwarteten) Wiederverkaufspreise nicht berücksichtigten (E. 7.4.1). Ein Vergleich mit den Verkäufen gleichartiger Objekte könne ■ so das Zivilgericht gestützt auf das Gutachten von Ungern-Sternberg ■ wegen des Mangels an verfügbaren Informationen nur selten erfolgen. Stattdessen könne versucht werden, ähnliche Objekte zu vergleichen und den Umfang der Verschiedenartigkeit zu schätzen; die ökonomischen Methoden (sog. ■hedonistische Regressionen■), mit denen auch unterschiedliche Liegenschaften vergleichbar gemacht werden könnten, seien im interessierenden Zeitraum von 1978■1989 gemäss dem Gutachten von Ungern-Sternberg und dem Gutachten Blank in der Praxis aber nicht zur Verfügung gestanden (E. 7.4.2). Weiter führt das Zivilgericht aus, aufgrund des Rundschreibens Nr. 19 der EBK vom 8. August 1989 habe der Beklagten spätestens 1989 das Risiko bewusst sein müssen, dass die Inventarwerte der Entwicklung der Verkehrswerte nachhinkten und dadurch bei der Ausgabe neuer Anteilscheine eine Verwässerung der bisherigen Anteilscheine die Folge sein könne. Dennoch habe die EBK über die im Rundschreiben Nr. 19 geäusserten Empfehlungen hinaus keine verbindlichen Weisungen erteilt; vielmehr betone das Rundschreiben die Freiheit der Fondsleitungen, weiterhin neue Anteilscheine ohne Einräumung eines Bezugsrechts der Altanleger auszugeben (E. 7.4.3). Das Zivilgericht nimmt sodann zum Vorwurf der Berufungsklägerin Stellung, die Berufungsbeklagte habe Liegenschaften teilweise zu deutlich über dem Inventarwert liegenden Preisen verkauft, was indiziere, dass die Schätzungen systematisch zu tief ausgefallen seien. Gemäss dem Gutachter Blank könne aus einzelnen Auswüchsen keine gesamthafte Unterbewertung des Fondsvermögens abgeleitet werden; gemäss dem Gutachter von Ungern-Sternberg dagegen seien die von der Berufungsbeklagten angeführten Gründe wenig geeignet, die Differenzen zwischen Schätzungswerten und Verkaufspreisen zu erklären. Das Zivilgericht führt dazu aus, der Immobilienmarkt sei kein vollkommener Markt, bei dem sich aufgrund der Vielzahl von Anbietern und Nachfragern eines homogenen Guts ein Gleichgewichtspreis einstelle. Insbesondere fehle es zum einen bei freihändigen Verkäufen an der Kenntnis der gezahlten Preise und der Angebotspreise, und zum anderen seien Immobilien keine homogenen Güter. Unter solchen Voraussetzungen würden bisweilen aufgrund individueller Präferenzen der Käufer auch wegen falscher Einschätzungen ■Liebhaberpreise■ gezahlt. Für die Bewertung der

Liegenschaften des Fondsvermögens könne die Möglichkeit der Erzielung von ■Liebhaberpreisen■ aber nicht relevant sein. Eine solche Schätzungspraxis wäre erstens wenig geeignet, einen einigermaßen objektiven Marktwert zu ermitteln, und zweitens entspräche sie nicht den Bestimmungen der aAFV und der dazu entwickelten EBK-Praxis (E. 7.4.4). Da die Preisentwicklung auf dem Immobilienmarkt in den Jahren 1985■1989 mit den damals verfügbaren Instrumenten nicht habe nachvollzogen werden können und da anzunehmen gewesen sei, dass die gesetzeskonform ermittelten Inventarwerte nicht den Marktverhältnissen entsprochen hätten, hält das Zivilgericht die Forderung der Berufungsklägerin nach preisbasierten, hedonistischen Methoden im Nachhinein betrachtet zwar für nachvollziehbar. Aus dem EBK-Rundschreiben Nr. 19 folge aber, dass dies von der Berufungsbeklagten nicht habe gefordert werden können, zumal preisbasierte, hedonistische Methoden damals nicht verfügbar gewesen seien. Gemäss der EBK habe selbst bei Beachtung der gesetzlichen Vorschriften eine Unterbewertung eintreffen können. Trotzdem habe die EBK sich nicht veranlasst gesehen, die Anlagefonds zu Gegenmassnahmen zu verpflichten. Deshalb habe es sich beim Risiko der Unterbewertung um ein systemimmanentes Risiko gehandelt, das die Anleger auch nach 1989 hätten hinnehmen müssen. Die Berufungsbeklagte sei folglich nicht verpflichtet gewesen, in den Jahren vor 1989 über die gesetzlichen Vorschriften hinaus Vorkehrungen zur Vermeidung einer Unterbewertung zu treffen. Der Verzicht auf den Einsatz preisbasierter Methoden verletze keine Sorgfaltspflicht (E. 7.4.5).

Da der Berufungsbeklagten keine wissenschaftliche und in der Praxis anwendbare Basis für eine preisbasierte Schätzung zur Verfügung gestanden habe, kämen ■ so das Zivilgericht weiter ■ noch die Ertragswert- und die Realwertmethode in Frage. Mangels Dokumentation müsse offenbleiben, in welcher Form und mit welchen Auswirkungen die Berufungsbeklagte ■ neben Ertragswertschätzungen ■ auch Realwertschätzungen vorgenommen habe. Diese Frage sei aber nicht entscheidend. Mit dem Gutachter Blank sei anzunehmen, dass das Abstellen auf den reinen Ertragswert bei Renditeobjekten üblich und sachgerecht gewesen sei. Daher werde keine Sorgfaltspflicht verletzt, wenn die Berufungsbeklagte auf eine Realwertschätzung verzichtet oder diese nur pro forma durchgeführt haben sollte (Zivilgerichtsentscheid, E. 7.5).

## 5.2 Allgemeine Rügen der Berufungsklägerin

Die Berufungsklägerin stellt in ihrer Berufung die zivilgerichtlichen Erwägungen 7.4.1 bis 7.4.4 stark verkürzt dar, ohne sie im Einzelnen zu kritisieren (Berufung, S. 8 f.). Dies genügt prozessual nicht. Die Berufungsklägerin müsste mit ihrer Berufungsbegründung nämlich erklären, weshalb der angefochtene Entscheid in den angefochtenen Punkten unrichtig sein soll. Es wird mit anderen Worten vorausgesetzt, dass sie sich mit der Begründung des angefochtenen Entscheids auseinandersetzt (Reetz/Theiler, in: Sutter-Somm/Hasenböhler/Leuenberger [Hrsg.], Kommentar zur Schweizerischen Zivilprozessordnung, 3. Auflage, Zürich 2016, Art. 311 ZPO N 36). Indem die Berufungsklägerin die Erwägungen 7.4.1 bis 7.4.4 zusammenfasst, ohne diese in konkreten Punkten zu rügen, fehlt es an einer Auseinandersetzung mit der Entscheidungsbegründung. Mangels konkreter Rügen erübrigt es sich somit weitgehend, auf die entsprechenden Ausführungen in der Berufung (S. 8 f.) einzugehen. In zwei Punkten allerdings kritisiert die Berufungsklägerin die Erwägung 7.4 etwas konkreter. Darauf wird in den nachfolgenden Erwägungen 5.3 und 5.4 eingegangen.

## 5.3 Rüge der ungenügenden Anpassung der Kapitalisierungssätze

In einem ersten Punkt führt die Berufungsklägerin Folgendes aus: Aus dem Umstand, dass die damals übliche Ertragswertmethode ungeeignet sei, durch ■Blasen■ bedingte Preisaufschläge am Markt wiederzugeben, schliesse das Zivilgericht in Erwägung 7.4.1, dass die Preisentwicklung der 1980er Jahre technisch nicht nachvollziehbar gewesen sei. Die Berufungsklägerin bestreitet die Relevanz dieser Erwägung. Die Berufungsbeklagte sei ■ unabhängig vom ökonomischen Umfeld ■ gesetzlich verpflichtet gewesen, ■ jährlich wahre Verkehrswerte zu ermitteln■. Zudem habe sie das Problem nachweislich erkannt, habe sie doch in ihren Rechenschaftsberichten von D\_\_\_\_\_ und E\_\_\_\_\_ im Jahr 1986 geschrieben, dass ■ die Preise für Bauland und Renditeobjekte stark gestiegen■ seien und ■ ein weiteres Absinken der Bruttorenditen■ zu erwarten sei. Wenn eine Fondsleitung wisse, dass das Verhältnis von Mieten und Preisen (Bruttorendite) auf dem Markt absinke, sollte sie auch das Verhältnis von Mieten und Verkehrswerten in ihren Schätzungen an diese fundamentale Marktbewegung anpassen (Berufung, S. 8 f.). Die Berufungsbeklagte räumt ein, dass sie ab 1986 steigende Liegenschaftspreise festgestellt habe; sie habe darauf reagiert, indem sie die Kapitalisierungssätze gesenkt habe (Berufungsantwort, Rz. 35). Die Berufungsklägerin ihrerseits erachtet es als nicht nachvollziehbar, weshalb nicht überprüft werden könne, ob diese Senkung der Kapitalisierungssätze den Marktverhältnissen genügt habe oder nicht. Die Berufungsbeklagte ■ so die Berufungsklägerin ■ versuche die Illusion aufrechtzuerhalten, es habe damals nur die Ertragswertmethode nach Naegeli (Hypothekarzins plus Zuschläge von 1 % bis 3 %) gegeben. Hätten sich alle Liegenschaftshändler damals daran gehalten, würden erstens die beobachteten Bruttorenditen in diesem Band liegen und nicht darunter, wären zweitens die Zuschläge zum Hypothekarzins im Zeitablauf konstant und hätten drittens die Liegenschaftshändler das Handbuch von Naegeli gar nicht gelesen, da dort vermerkt sei, dass nach den diesbezüglichen Vorschlägen konstruierte Ertragswerte nicht den gehandelten Preisen entsprächen. Bei der Berufungsbeklagten treffe die erste Folgerung nicht zu: Ab 1982 lägen alle ihre Bruttorenditen ■ wie die Bruttorenditen von Prof. Studer ■ unterhalb des ■ Zauberbandes Hypothekarzins plus 1 % bis 3 %■. Nicht zutreffend sei auch die zweite Folgerung, wanderten doch die Kapitalisierungssätze der Berufungsbeklagten von 3 % Zuschlag im Jahr 1978 zu 1 % Zuschlag im Jahr 1989. Bei Naegeli entspreche 3 % Zuschlag Mehrfamilienhäusern und Bürohäusern sowie Bauten mit aufwändigen Installationen; 1 % Zuschlag gelte für Parkplätze und Lagerplätze. Das Portfolio der Berufungsbeklagten habe sich in dieser Zeit aber strukturell nicht in dieser Art verändert (Berufungsreplik, Rz. 153 und 154). Die Berufungsbeklagte hält dagegen, dass gerade diese Ausführungen belegten, dass die Berufungsbeklagte auf die Marktsituation reagiert habe: So habe sie ihre Zuschläge teilweise so stark reduziert, dass die Richtwerte von Naegeli nicht mehr erreicht worden seien. Sodann impliziere die Berufungsklägerin, dass ihre Bruttorendite-Sätze objektiv richtige Werte darstellten und sich Schätzer, Käufer und Verkäufer danach zu richten hätten. Der These, dass es objektiv richtige Schätzwerte gebe, habe das Bundesgericht in BGer 4A\_202/2014 vom 18. Februar 2015 E. 5 aber eine klare Absage erteilt (Berufungsduplik, Rz. 139).

Die Berufungsklägerin vertritt zusammenfassend die Auffassung, die Berufungsbeklagte sei verpflichtet gewesen, ■ jährlich wahre Verkehrswerte zu ermitteln■. Dieser Pflicht sei sie nicht nachgekommen: Obwohl sie den starken Anstieg der Preise für Bauland und Renditeobjekte und ein Absinken der Bruttorenditen (Verhältnis von Mietertrag zu Marktwert) registriert habe, habe sie das Verhältnis von Mietertrag und Verkehrswert in ihren Verkehrswertschätzungen nicht entsprechend angepasst. Diese Auffassung ist

unzutreffend: Zum einen war die Berufungsbeklagte nicht verpflichtet, ■ jährliche wahre Verkehrswerte zu ermitteln■; vielmehr war sie lediglich verpflichtet, die Verkehrswerte pflichtgemäss zu schätzen (vgl. Zivilgerichtsentscheid, E. 7.6; obige E. 4.3; BGer 4A\_202/2014 vom 18. Februar 2015, E. 5). Die Berufungsklägerin verkennt zum anderen, dass die Berufungsbeklagte ihre Schätzungen an die Marktverhältnisse angepasst hat (vgl. Berufungsantwort, Rz. 35).

In der Berufungsreplik anerkennt die Berufungsklägerin nunmehr zwar, dass die Berufungsbeklagte ihre Kapitalisierungssätze gesenkt hat. Sie macht allerdings geltend, dass dies den Marktverhältnissen nicht genügt habe und dass die Berufungsbeklagte die Illusion aufrechtzuerhalten versuche, es habe damals nur die Ertragswertmethode nach Naegeli gegeben (Berufungsreplik, Rz. 153). Der Einwand geht an der Sache vorbei: Das Zivilgericht stellt in Erwägung 7.4 zutreffend fest, dass die Berufungsbeklagte im fraglichen Zeitraum nicht die Möglichkeit gehabt habe, aufgrund der Marktsituation die von ihr zulässigerweise gewählte Schätzungsmethode ■ die Ertragswertmethode ■ zu überprüfen und anzupassen. Die Berufungsbeklagte verletzte somit ihre Sorgfaltspflicht nicht, indem sie an der Ertragswertmethode festhielt. Nicht entscheidend ist dagegen die Frage, ob ■ im Rückblick ■ das Festhalten an der Ertragswertmethode den Marktverhältnissen tatsächlich genügt hat. Zu dieser Frage äussert sich das Zivilgericht denn auch zu Recht nicht.

#### 5.4 Rüge der ungenügenden Reaktion auf die tatsächlichen Transaktionspreise

Auch in einem zweiten Punkt kritisiert die Berufungsklägerin die Erwägung 7.4 etwas konkreter. Das Zivilgericht wersetze sich in Erwägung 7.4.4 (und E. 10.6) ihrer Auffassung, dass erzielte Kaufpreise ohne Weiteres dem Markt- oder Verkehrswert gleichgesetzt werden könnten. Es meine stattdessen, bei allen fraglichen Transaktionen, immerhin 421 an der Zahl, seien Liebhaberpreise bezahlt worden (Berufung, S. 9). Die Berufungsklägerin führt aber an dieser Stelle nicht konkret aus, inwiefern die Erwägung 7.4.4 falsch sein soll, so dass auf diese Rüge nicht weiter eingegangen werden kann (zur Frage der Liebhaberpreise vgl. E. 7.3.3 hiernach).

Damit steht fest, dass das Zivilgericht zu Recht erwogen hat, dass die Berufungsbeklagte durch die Wahl der Ertragswertmethode und das Festhalten daran ihre Sorgfaltspflicht nicht verletzt hat.

### 6. Erfüllungsanspruch: Anwendung der Ertragswertmethode (Höhe der Kapitalisierungssätze)

#### 6.1 Erwägungen des Zivilgerichts

Im Rahmen der Prüfung einer Sorgfaltspflichtverletzung prüft das Zivilgericht in einem zweiten Schritt die Frage, ob die Berufungsbeklagte die Ertragswertmethode korrekt angewandt hat, und zwar in den folgenden vier Punkten: Wahl und Instruktion der Schätzungsexperten (Zivilgerichtsentscheid, E. 8), Ermittlung der massgeblichen Erträge (E. 9), Verwendung korrekter Kapitalisierungssätze (E. 10) sowie Korrektur der Ertragswerte um Mehr- und Minderwerte (E. 11). Die Berufungsklägerin beanstandet die zivilgerichtlichen Erwägungen 8, 9 und 11 nicht. Die Kritik richtet sich einzig gegen die Erwägung 10, welche die Höhe der von der Berufungsbeklagten verwendeten Kapitalisierungssätze betrifft.

Das Zivilgericht prüft in seiner Erwägung 10 den Vorwurf der Berufungsklägerin, dass die Berufungsbeklagte zu hohe Kapitalisierungssätze verwendet habe. Die Berufungsklägerin ■ so das Zivilgericht ■ vergleiche die von der Berufungsbeklagten eingesetzten Kapitalisierungssätze mit den Bruttorenditen, die sich aus den auf dem Markt erzielten Preisen ergäben und die in einer Studie von Prof. Tobias Studer erhoben worden seien. In dieser Studie seien Inserate der Neuen Zürcher Zeitung erfasst worden. Die so erhobenen Kapitalisierungssätze [gemeint sind Bruttorenditen] hätten sich im Zeitraum von 1978 bis 1989 zwischen 4,9 % und 6,5 % bewegt. Nach Darstellung der Berufungsklägerin hätten die von der Berufungsbeklagten verwendeten Kapitalisierungssätze bis 1990 konstant um 1,5 % über diesen am Markt erzielten Bruttorenditen gelegen (Zivilgerichtsentscheid, E. 10.1.1). Das Zivilgericht referiert sodann den Standpunkt der Berufungsbeklagten: Diese habe entsprechend der Methode von Naegeli die jeweiligen Kapitalisierungssätze in einer Bandbreite von 1 % bis 3 % über dem Zinssatz für erste Hypotheken festgelegt. Die Studie von Prof. Studer sei ■ so die Berufungsbeklagte ■ erst 1996 publiziert worden und stütze sich auf Angebotspreise (Inserate) und nicht auf die tatsächlich gezahlten Preise, die regelmässig tiefer seien (E. 10.1.2). Das Zivilgericht nimmt sodann zu weiteren von der Berufungsklägerin angerufenen Immobilienpreisindizes Stellung und erachtet sie als ungeeignet, um auf eine Unterbewertung zu schliessen (E. 10.2). Des Weiteren äussert sich das Zivilgericht zur zwischen den Parteien umstrittenen Frage, ob der Kapitalisierungssatz gemäss Ertragswertmethode mit der Bruttorendite gemäss Prof. Studer gleichzusetzen sei. Gestützt auf das Gutachten Trunz verneint das Zivilgericht die Frage: Die Verwendung von (statistisch ermittelten oder im Einzelfall beobachteten) Bruttorenditen als Kennzahlen entspreche einer Preisvergleichsmethode, während der Kapitalisierungssatz bei der Ertragswertmethode sich aus den Kapitalkosten, d.h. aus den Verhältnissen am Kapitalmarkt, ergebe. Die Forderung der Berufungsklägerin, die von Prof. Studer ermittelten Bruttorenditen einzusetzen, entspreche somit einer Preisvergleichsmethode und sei daher der von der Berufungsbeklagten verwendeten Ertragswertmethode fremd. Es liege in der Natur unterschiedlicher Schätzungsmethoden, dass sie zu unterschiedlichen Ergebnissen führen könnten. Der Nachweis einer fehlerhaften Schätzung werde demgemäss nicht dadurch erbracht, dass die Schätzung nach einer anderen Methode zu einem abweichenden Ergebnis führe. Zu prüfen sei folglich nur noch die Angemessenheit der von der Berufungsbeklagten verwendeten Kapitalisierungssätze (E. 10.3). Das Zivilgericht führt diesbezüglich aus, die eingeholten Gerichtsgutachten seien zu gegensätzlichen Ergebnissen gekommen. Das Gerichtsgutachten Blank erachte die ermittelten Verkehrswerte zwar als tief, aber es liege kein genereller Bewertungsfehler vor; das Gerichtsgutachten von Ungern-Sternberg dagegen erachte die Kapitalisierungssätze der Berufungsbeklagten im Vergleich zu den Marktrenditen gemäss Prof. Studer als deutlich zu tief [richtig: deutlich zu hoch]. Das Zivilgericht erklärt die diametral gegensätzlichen Schlüsse der Gutachter mit deren unterschiedlichem Verständnis der anzuwendenden Schätzungsmethode. Der Gutachter Blank gehe von der klassischen Ertragswertmethode aus. Demgegenüber gehe der Gutachter von Ungern-Sternberg davon aus, dass die Schätzer der Berufungsbeklagten die üblichen Marktrenditen recht gut gekannt und diese den Marktrenditen gemäss Prof. Studer entsprochen hätten. Dieser Ansatz entspreche jedoch wiederum einer Preisvergleichsmethode, wie sie vom Gericht verworfen worden sei (E. 10.4). Des Weiteren hält das Zivilgericht ■ im Einklang mit der Berufungsklägerin ■ das Parteigutachten von Dr. Kaspar Fierz für irrelevant, das eine retrospektive Bewertung nach der DCF-Methode vorgenommen habe (E. 10.5).

Das Zivilgericht prüft schliesslich, ob die von der Berufungsbeklagten gewählten Kapitalisierungssätze vertretbar sind. Zwischen den Parteien sei unbestritten, dass die durchschnittlichen Kapitalisierungssätze der Berufungsbeklagten in einer Bandbreite von 1 % bis 3 % über dem Zinssatz für erste Hypotheken gelegen hätten. Die Berufungsklägerin sei allerdings der Auffassung, die Berufungsbeklagte habe den Kapitalisierungssatz nach keiner bestimmten Methode festgelegt. Die Berufungsklägerin impliziere damit, dass die Berufungsbeklagte den Hypothekarzinsatz nicht berücksichtigt und direkt von (falschen) Marktrenditen ausgegangen sei. Dieser Einwand gehe fehl: Es sei nicht entscheidend, ob die Schätzer das Handbuch von Naegeli verwendet hätten oder ob sie tatsächlich vom Hypothekarzinsatz ausgegangen seien, sondern, ob die von ihnen gewählten Kapitalisierungssätze vertretbar seien. Wenn die durchschnittlichen Sätze zwischen 1 % und 3 % über dem Hypothekarzins gelegen hätten, entspreche dies dem Handbuch von Naegeli und der damaligen Schätzungspraxis. Das Bundesgericht gehe in seinem Entscheid BGer 2A.20/1993 vom 27. Oktober 1993 (FIR-Entscheid) ebenfalls von dieser Methode aus, wenn auch mit dem Vorbehalt, dass die Methode inzwischen auf Kritik stosse. Das Zivilgericht verweist sodann auf das Gutachten Blank: Gemäss diesem sei die Berechnung der von der Berufungsbeklagten verwendeten Kapitalisierungssätze aus den Schätzprotokollen nicht ersichtlich und könne deshalb nicht überprüft werden; ersichtlich seien lediglich die Faktoren, die zur Festsetzung des Satzes dienten (Objektart, Baujahr, Bauvolumen, Zustand, Lage). Die Pflicht zur Begründung der Kapitalisierungssätze sei erst 1989 eingeführt worden, weshalb ■ so das Zivilgericht ■ das Fehlen einer Dokumentation über die Berechnung der Kapitalisierungssätze im Einzelfall nicht vorwerfbar sei. Da somit die Berechnung der Kapitalisierungssätze als solche nicht nachprüfbar sei, stellt das Zivilgericht die Frage, inwieweit aus den Gerichtsgutachten Schlüsse zur Korrektheit der von der Berufungsbeklagten eingesetzten Kapitalisierungssätze gezogen werden könnten. Die Kritik von Gutachter von Ungern-Sternberg an den Kapitalisierungssätzen der Berufungsbeklagten überzeuge nicht. Er gehe in einem ersten Punkt davon aus, dass die Schätzungsexperten der Berufungsbeklagten die Marktrenditen gekannt hätten, obwohl er selber feststelle, dass damals keine preisbasierten Schätzungsmethoden verfügbar gewesen seien; stattdessen hätten die Schätzungsexperten ■ so der Gutachter ■ einfach ihre ■gefühlsmässigen Schätzungen und Erfahrungswerte■ anwenden sollen. Da ■ so das Zivilgericht ■ bei gegebenem Mietwert die Festlegung des Kapitalisierungssatzes für die Höhe des Verkehrswerts einzig entscheidend sei, führe eine solche Methode dazu, dass der Verkehrswert gänzlich ins Ermessen des Schätzers gestellt werde; demgegenüber begrenze die von der Berufungsbeklagten verwendete Methode das Ermessen. Dem Gutachter von Ungern-Sternberg könne auch bei der von ihm errechneten Unterbewertung der beiden Anlagefonds nicht gefolgt werden. Zunächst sei die Repräsentativität der von Prof. Studer untersuchten Verkaufsangebote für die tatsächlich gezahlten Verkaufspreise nicht nachgewiesen. Sodann stehe nicht fest, dass die Käufe und Verkäufe der Berufungsbeklagten für das restliche Portfolio repräsentativ gewesen seien. Plausibel sei im Weiteren die Darstellung der Berufungsbeklagten, dass sie im Zeitraum von 1978 bis 1989 keine Verkaufsabsichten gehegt und Verkäufe nur getätigt habe, wenn ein Angebot vorgelegen habe, dass sie praktisch nicht ablehnen können. Die Übereinstimmung der nachträglich berechneten Renditen von Prof. Studer mit den Renditen der Verkaufspreise deute daher nicht zwingend auf eine Unterbewertung. Möglicherweise seien sowohl die Angebotspreise in den von Prof. Studer beigezogenen Inseraten als auch die von der Berufungsbeklagten realisierten, quasi unwiderstehlichen Kaufangebote in ähnlichem Mass

über dem eigentlichen Verkehrswert gelegen. Es sei daher nicht mit hinreichender Sicherheit nachgewiesen, dass die Berufungsbeklagte aufgrund der Verkaufsrenditen auf eine generelle Unterbewertung des Portfolios hätte schliessen und die Schätzungen entsprechend hätte anpassen müssen. Insgesamt kommt das Zivilgericht im Einklang mit dem Gutachter Blank zum Schluss, dass die von den Schätzungsexperten verwendete Methode der Bestimmung des Kapitalisierungssatzes der damaligen ■best practice■ entsprochen habe (E. 10.6).

6.2 Rüge, das Zivilgericht stütze sich zu Unrecht auf den FIR-Entscheid

Die Berufungsklägerin kritisiert, das Zivilgericht erachte die von der Berufungsbeklagten verwendete Ertragswertmethode zu Unrecht als korrekte Methode zur Ermittlung der Verkehrswerte. Indem es die Verkehrswerte anhand einer nicht preisbasierten und allgemein anerkannt untauglichen Methode messe und die Vergleichsmethode ausschliesse, verletze es Recht (Berufung, S. 16■19). Die Berufungsklägerin vertieft und variiert damit ihre Kritik (vgl. Berufung, S. 8 f.), die teilweise bereits in den oben stehenden Erwägungen 5.3 und 5.4 behandelt worden ist.

Über diese Kritik hinaus rügt die Berufungsklägerin, das Zivilgericht stütze sich in Erwägung 10.6 fälschlicherweise auf den Entscheid BGer 2A.20/1993 vom 27. Oktober 1993 (FIR-Entscheid). In diesem Entscheid habe das Bundesgericht den von der Berufungsklägerin geltend gemachten Bewertungsansatz (Mietzinskapitalisierung mit Markt- und Angebots-Bruttorenditen) ■höchstrichterlich legitimiert■. Die Ertragswertmethode sei dagegen nicht zum Einsatz gekommen und deshalb auch nicht sanktioniert worden (Berufung, S. 16 f.).

Das Bundesgericht hält im FIR-Entscheid ausdrücklich fest, dass der Gesetzgeber keine bestimmte Methode zur Schätzung des Verkehrswerts vorschreibe, sondern dass verschiedene Methoden beständen, die bei korrekter Anwendung eine hinreichend genaue Schätzung des Verkehrswerts erlaubten (BGer 2A.20/1993 vom 27. Oktober 1993 E. 4b [Entscheid publiziert im EBK-Bulletin Nr. 25, 1994, S. 34 ff.]). Es hält sodann fest, dass auch die EBK keine bestimmte Schätzungsmethode vorschreibe, sondern verschiedene Schätzungsmethoden als gesetzeskonform erachte (E. 4c). Im Weiteren wendet das Bundesgericht zur Kontrolle der von der FIR eingesetzten Kapitalisierungssätze die ■méthode Naegeli■ an und merkt gleichzeitig an, dass diese heute kritisiert werde (E. 5a). Schliesslich verweist das Bundesgericht auf zwei von der EBK eingeholte Gutachten. Der Gutachter A habe ■ so das Bundesgericht ■ einen durchschnittlichen Kapitalisierungssatz von 8,43 % zugrunde gelegt, der sich aus einer Bruttorendite von 7,3 % und einem Risikozuschlag von 1,13 % zusammensetze. Der Gutachter B habe einen Kapitalisierungssatz von 7,5 % ermittelt, ausgehend von einem durchschnittlichen Zinssatz für erste Hypotheken von 6,5 % (E. 5b).

Aus dem FIR-Entscheid ergibt sich somit erstens, dass das Bundesgericht ■ entgegen der Auffassung der Berufungsklägerin ■ die Ertragswertmethode angewandt hat, allerdings mit dem Vorbehalt, dass die Berechnung der Kapitalisierungssätze nach Naegeli im Urteilszeitpunkt ■ d.h. im Jahr 1993 ■ kritisiert werde. Zweitens trifft die Behauptung der Berufungsklägerin, das Bundesgericht habe den von ihr favorisierten Bewertungsansatz legitimiert, ebenfalls nicht zu. Das Gutachten A, auf das sich die Berufungsklägerin beruft, geht nämlich von einer Bruttorendite aus und erhöht diese um einen erheblichen Risikozuschlag. Ein solcher Risikozuschlag ist dem Ansatz der Berufungsklägerin fremd.

Der von der Berufungsklägerin favorisierte Bewertungsansatz entspricht somit nicht dem im Gutachten A gewählten und vom Bundesgericht referierten Ansatz. Es trifft somit nicht zu, dass das Bundesgericht den Ansatz der Berufungsklägerin ■legitimiert■ habe (vgl. auch Berufungsantwort, Rz. 48 und 49). Drittens ergibt sich aus dem FIR-Entscheid klar, dass verschiedene Bewertungsmethoden existieren, die eine sorgfältige Schätzung erlauben. Demgemäss geht mit der Zulässigkeit der einen Methode nicht die Unzulässigkeit einer anderen Methode einher. Zusammenfassend ist nicht zu beanstanden, wenn das Zivilgericht in der Erwägung 10.6 ausführt, dass das Bundesgericht im FIR-Entscheid ebenfalls, wenn auch nicht vorbehaltlos, von der Ertragswertmethode gemäss Naegeli ausgehe.

### 6.3 Rüge der Anwendung einer falschen Ertragswertmethode

Die Berufungsklägerin wendet sodann ein, die Mietzinskaptalisierung mit dem Hypothekarzins plus Zuschlag von 3 % sei keine geeignete Methode zur Schätzung von Preisen auf dem Immobilienmarkt. Dies ergebe sich klar aus dem Gutachten von Ungern-Sternberg; der Gutachter Blank weiche der Frage dagegen aus (Berufung, S. 17 f.). Die Berufungsbeklagte weist in diesem Punkt darauf hin, dass sie nicht eine Ertragswertmethode ■Hypothekarzins plus Zuschlag 3 %■ angewandt habe (Berufungsantwort, Rz. 50 mit Hinweis auf Klageantwort, Rz. 66 und Duplik, Rz. 155). In der Berufungsreplik bestreitet die Berufungsklägerin dies nicht (Berufungsreplik, Rz. 177). Hat die Berufungsbeklagte aber nicht ■wie von der Berufungsklägerin zunächst behauptet ■ den Kapitalisierungssatz im Sinn ■Hypothekarzins plus 3 %■ angewandt, geht die Rüge der Berufungsklägerin ins Leere.

### 6.4 Behauptung der Anwendbarkeit einer preisbasierten Schätzungsmethode

Die Berufungsklägerin stellt sich im Rahmen der Kritik an der Erwägung 10 des Zivilgerichtsentscheids auf den Standpunkt, bereits im fraglichen Zeitraum von 1978 bis 1989 sei eine preisbasierte Schätzungsmethode anerkannt und etabliert gewesen.

Zu diesem Zweck macht die Berufungsklägerin erstens geltend, dass es sich bei der von ihr favorisierten Schätzungsmethode ■ der Bruttomietmultiplikator-Methode, wie sie vom Gutachter von Ungern-Sternberg dargestellt wird ■ um eine Ertragswertmethode im weiteren Sinn handle, die sich auf die am Markt gemessenen Kapitalisierungssätze stütze (Berufung, S. 18; Berufungsreplik, Rz. 120). Die Gutachter ordnen die Bruttomietmultiplikator-Methode jedoch nicht den Ertragswertmethoden, sondern den Vergleichsmethoden zu (Gutachten von Ungern-Sternberg, S. 8 oben; Gutachten Trunz, S. 14; vgl. auch Berufungsreplik, Rz. 15, wo die Berufungsklägerin selbst zur Ansicht neigt, es handle sich um eine Preisvergleichsmethode). Die Parteien sind sich darüber einig, dass die Bruttomietmultiplikator-Methode zentral auf die am Markt gemessenen Bruttorenditen (die wiederum auf beobachteten Kaufpreisen beruhen) abstellt. Entgegen der Auffassung der Berufungsklägerin ist es somit nicht zu beanstanden, dass das Zivilgericht die Bruttomietmultiplikator-Methode nicht als Ertragswertmethode qualifiziert.

Zur Stützung ihres Standpunkts kritisiert die Berufungsklägerin zweitens die Ausführungen im Gutachten Trunz als ■von einem singulären verfahrensfremden Gutachter eigens entwickelte Definitionen■ (Berufungsreplik, Rz. 120) und zitiert aus dem Gutachten von Prof. Thalmann vom 23. Februar 2013, das sie als ■Gegengutachten■ zum Gutachten Trunz eingeholt hat (Berufungsreplik, Rz. 121). Dr. Trunz setzt sich in seinem Gerichtsgutachten eingehend mit Studien und Gutachten, namentlich auch denjenigen von

Prof. Studer (1996, 2004 und 2008) und Prof. Thalmann (2004), auseinander (Gutachten Trunz, S. 37-43). Zusammenfassend hält Dr. Trunz in seinem Gutachten vom 2. Juli 2012 fest, dass die Entwicklung der Immobilienbewertung in der Zeit nach 1991 keine Hinweise darauf gebe, dass sich der Bruttorenditenansatz (oder Multiplikatoransatz) als überlegene Bewertungsmethode etabliert und durchgesetzt habe; falls die Methode so Dr. Trunz weiter die von der Berufungsklägerin behaupteten Vorteile wirklich erfüllt hätte, hätte sie sich als dominierende Bewertungsmethode in der Immobilienbranche durchsetzen müssen; die verfügbare Evidenz und die aktuell verwendeten Methoden (spätestens seit 2007 mit starker Tendenz zur DCF-Methode) gäben keine Hinweise darauf, dass diese Entwicklung eingetroffen sei (Gutachten Trunz, S. 44). Das Gegengutachten von Prof. Thalmann, aus dem die Berufungsklägerin zitiert, behauptet, dass die Multiplikatormethode seit Jahrzehnten in der Praxis Anwendung findet (Gutachten Thalmann, S. 6 [Beilage 2 zur Eingabe der Berufungsklägerin vom 17. Juni 2013]). Diese Behauptung wird im Gegengutachten aber nicht belegt. Selbst wenn die Behauptung zuträfe, wäre damit für den Standpunkt der Berufungsklägerin nichts gewonnen: Aus der im Februar 2013 von Prof. Thalmann aufgestellten ungefähren Behauptung, wonach der Multiplikatoransatz seit Jahrzehnten in der Praxis Anwendung findet, lässt sich nicht ableiten, dass er bereits im fraglichen Zeitraum von 1978 bis 1989 also 35 bis 24 Jahre früher anerkannt und etabliert gewesen ist.

Die Berufungsklägerin stützt sich schliesslich auf eine Dissertation von Rainer Suter von 1995. Diese zeige, dass im fraglichen Zeitraum 7 von 21 Immobilienfonds in der Lage gewesen seien, den Kapitalisierungssatz aus dem Markt herzuleiten (Berufungsreplik, Rz. 122). An anderer Stelle legt die Berufungsklägerin dar, dass gemäss der von Suter durchgeführten Umfrage 7 der 14 teilnehmenden Immobilienfonds angegeben hätten, die Herleitung des Liegenschaftszinssatzes aus den herrschenden Verhältnissen auf den Immobilienmärkten plus Zu- bzw. Abschläge zu bestimmen. Aus diesem Umfrageergebnis leite Suter ab, dass an zweiter Stelle der Rangliste die Bestimmung des Liegenschaftszinssatzes anhand der gegebenen Renditeverhältnisse auf den Immobilienmärkten stehe. Die Umfrage lasse Rückschlüsse auf den vorliegenden Fall zu: Sie stamme aus dem Jahr 1993 und die Teilnehmer an der Umfrage hätten angegeben, ihre Schätzungsmethoden in den Jahren zuvor nicht geändert zu haben (Berufungsreplik, Rz. 21). Die Berufungsbeklagte weist in diesem Zusammenhang zunächst zu Recht darauf hin, dass keiner der sieben Anlagefonds den Ansatz der Berufungsklägerin angewandt habe, da jeder individuelle Zuschläge zum angeblich aus dem Markt stammenden Zinssatz vorgenommen habe, um den objektspezifischen Risiken Rechnung zu tragen (Berufungsduplik, Rz. 61). Hinzu kommt, dass aus der von Suter gestellten und von sieben Anlagefonds bejahten Frage (Herleitung des Liegenschaftszinssatzes aus den herrschenden Verhältnissen auf den Immobilienmärkten) nicht wie Suter dies tut geschlossen werden kann, dass diese auf die gegebene[n] Renditeverhältnisse auf den Immobilienmärkten abgestellt haben. Die Herleitung aus den herrschenden Verhältnissen auf den Immobilienmärkten kann ohne Weiteres auch in einem weiteren Sinn verstanden werden als das Abstellen auf die gegebenen Renditeverhältnisse oder gar auf die Bruttorendite. Entgegen der Behauptung der Berufungsklägerin (Berufungsreplik, Rz. 21 am Schluss) haben auch nicht alle Umfrageteilnehmer gegenüber Suter angegeben, ihre Schätzungsmethoden in den Jahren zuvor nicht geändert zu haben (vgl. Berufungsduplik, Rz. 62).

Export aus OpenCaseLaw (CC0). Verbindlich ist allein der vom erlassenden Gericht veröffentlichte Originaltext. Quellen-URL siehe oben.