



Geschäfts-Nr. HG050337-O/U/dz

Mitwirkend: die Oberrichter Dr. Heinrich Andreas Müller, Vorsitzender, und Dr. Markus Kriech, die Handelsrichter Prof. Dr. Othmar Strasser, Christian Zuber und Ivo Eltschinger sowie der Gerichtsschreiber Matthias-Christoph Henn

Urteil vom 24. Februar 2014

in Sachen

1. **A.** _____,
 2. **B.** _____ GmbH,
- Klägerinnen

1, 2 vertreten durch Rechtsanwalt Dr. iur. X. _____

gegen

C. _____ AG,
Beklagte

vertreten durch Rechtsanwalt Dr. iur. Y. _____

betreffend **Forderung**

Rechtsbegehren:

(act. 4/33 S. 2 i.V. mit act. 18)

- "1. ...
2. Es sei die Beklagte zur Zahlung von Fr. 866'139.– an die Klägerin 1 und von Fr. 2'194'315.– an die Klägerin 2, je nebst Zins zu 5% seit 15. Dezember 1992, zu verurteilen.
- 2.bis. Es sei die Beklagte zur Zahlung von Fr. 59'774.60 an die beiden Klägerinnen zu verurteilen als Ersatz der Kosten der Auskunftsbeschaffung.
3. Zusätzlich sei die Beklagte zu denjenigen noch zu bestimmenden Zahlungen zu verurteilen, die dann geschuldet sind, wenn die bei der Abklärung der Forderungen laut Rechtsbegehren 2 zu erhebenden Beweise eine höhere Schuldsomme aufzeigen, als sie im Rechtsbegehren 2 geltend gemacht wurde. Es seien auch diese Beträge mit 5% p.a. ab 15. Dezember 1992 zu verzinsen. Die Klageänderung in diesem Sinne bleibt vorbehalten.
- ...
6. Alles unter o/e Kostenfolge zulasten der Beklagten."

Inhaltsübersicht:

I.	Prozessgegenstand	5
II.	Prozessgeschichte	6
III.	Anwendbares Recht	7
IV.	Allgemeine Bemerkungen	8
1.	Anspruchsgrundlagen.....	8
2.	Geltend gemachte Ansprüche.....	9
3.	Rückweisung Bundesgericht.....	10
V.	Materielle Beurteilung	14
1.	Hauptstreitpunkt: Bewertung Fondsvermögen.....	14
2.	Parteistandpunkte.....	15
a)	Standpunkt Klägerinnen.....	15
b)	Standpunkt Beklagte.....	18
3.	Schätzungsmethode – Ertragswertmethode.....	21
4.	Unterbewertung gemäss klägerischer Darstellung.....	22
a)	D. _____.....	22
b)	E. _____.....	23
5.	Beweislast.....	23
6.	Beweismittel.....	24
7.	Gutachten Dr. F. _____.....	25
a)	Ergebnis des Gutachtens (Zusammenfassung).....	25
b)	Grundlagen.....	28
c)	Nachvollziehbarkeit des Gutachtens.....	30
d)	Bestimmung der Mieterträge.....	33
e)	Kapitalisierungssatz.....	40
aa)	Feststellungen Gutachter.....	40
bb)	Standpunkt Klägerinnen (Bruttorenditen nach Prof. G. _____..	46
cc)	Parteigutachten Prof. H. _____.....	51
dd)	Käufe – Verkäufe.....	54
ee)	Klägerischer Vorwurf eines falschen Hypothekarzinsatzes....	65
ff)	Klägerischer Vorwurf ungeklärter Kapitalisierungssätze.....	65
gg)	Kritik der Beklagten am Gutachten.....	67
f)	Immobilienmarktstudien.....	70
aa)	Standpunkt Klägerinnen.....	70
bb)	Stellungnahme Gutachter.....	71
cc)	Kritik Klägerinnen.....	73
dd)	Index IAZI.....	79
ee)	Schlussfolgerung.....	80
g)	Parteigutachten Dr. J. _____.....	80
aa)	Discounted Cash Flow-Methode.....	81
bb)	Kritik Klägerinnen.....	82
cc)	Stellungnahme Gutachter.....	82
h)	Zusammenfassende Würdigung.....	83
8.	Weitere Beweismittel.....	84
a)	Liquidation E. _____ A.....	84
b)	Basic Report "D. _____? – D. _____!".....	85
c)	Meinungsäusserungen.....	86
d)	Zeugenaussagen.....	86

9.	Ermessensspielraum bei Verkehrswertschätzungen.....	88
a)	Standpunkt Beklagte.....	88
b)	Standpunkt Klägerinnen.....	89
c)	Beurteilung.....	89
10.	Weitere Ansprüche aus der behaupteten Unterbewertung.....	91
11.	Latente Steuern.....	91
a)	Standpunkt Klägerinnen.....	91
b)	Standpunkt Beklagte.....	92
c)	Beurteilung.....	93
12.	Rücknahmepreis E. _____.....	94
13.	Residenza J. _____.....	95
a)	Standpunkt Klägerinnen.....	95
b)	Standpunkt Beklagte.....	98
c)	Beurteilung.....	99
aa)	Haftungsgrundlagen.....	99
bb)	Sorgfaltspflichtverletzung.....	100
cc)	Übertragung von E. _____ auf D. _____.....	101
dd)	Betrieb auf eigene Rechnung.....	102
ee)	Verschulden, Schaden, Zins.....	108
14.	Schadenersatz für Feststellung der Unterbewertung.....	109
15.	Fazit.....	109
VI.	Kosten- und Entschädigungsfolgen.....	109
	Urteilsdispositiv.....	110

Das Gericht zieht in Erwägung:

**I.
Prozessgegenstand**

Dr. L._____ und die von ihm beherrschten Gesellschaften M1._____ AG und M2._____ GmbH (vgl. act. 4/27/1) hatten in den Jahren vor 1992 in die Anlagefonds D._____ ("Schweizerischer Liegenschaften-Anlagefonds D._____") und E._____ ("Schweizerischer Liegenschaften-Anlagefonds E._____", früher "E._____ Serie B"), die Klägerin 2 in den Anlagefonds D._____ investiert. Am 19. Dezember 1992 widerrief L._____ die Kollektivanlageverträge. Im Zusammenhang mit der Rücknahme der Fondsanteile warf er der Beklagten, der Fondsleitung der beiden Anlagefonds, vor, sie habe das Fondsvermögen im Rücknahmezeitpunkt und in den Jahren zuvor, insbesondere seit 1983, zu tief bewertet, weshalb die Auszahlung bei Rücknahme der Anteilscheine zu tief ausgefallen sei. Überdies sei durch die Neuausgabe von Anteilen unter dem tatsächlichen Wert das Fondsvermögen verwässert worden. Im Zusammenhang mit dem Immobiliengeschäft wird der Beklagten als Verwalterin der D._____ angelastet, mit der "Residenza J._____" in ... ein äusserst schwieriges Projekt von der E._____ übernommen und darin investiert zu haben, ohne zu berücksichtigen, dass die Vermietungsbemühungen der E._____ gescheitert gewesen seien. Durch die erfolgten Abschreibungen sei das Fondsvermögen geschädigt worden.

Die Klägerschaft verlangt die Zahlung des korrekt berechneten Rücknahmepreises für die Anteilscheine und Schadenersatz wegen Schädigung des Fondsvermögens, zudem Ersatz von Kosten für die Feststellung der Unterbewertung der Anteilscheine. Die Beklagte bestreitet eine zu tiefe Bewertung der Fondsvermögen wie auch weitergehende Schadenersatzansprüche und macht geltend, sie habe die Verkehrswerte der Liegenschaften korrekt bestimmt.

Die Klägerin 1 ist die Rechtsnachfolgerin des am tt. Mai 1994 verstorbenen L._____. Die M1._____ AG und die M2._____ GmbH sind durch Fusion in der M3._____ AG, diese wiederum durch Fusion in der Klägerin 2 (ursprüngliche Klägerin 4) aufgegangen. Die Beklagte war bzw. ist eine Tochtergesellschaft der N._____ (heute O._____).

II. Prozessgeschichte

Am 14. April 1994 gingen Weisung und Klageschrift ein (act. 4/1 und 4/3). Das Verfahren wurde unter der Prozessnummer HG940226 angelegt. Das Rechtsbegehren enthielt neben der Leistungsklage verschiedene Auskunfts- und Editionsbegehren. Mit Beschluss vom 21. Juni 1994 wurde die Leistungsklage abgetrennt, unter der Prozessnummer HG940351 weitergeführt und mit Verfügung vom 2. Juni 1994 bis zur rechtskräftigen Erledigung des Prozesses HG940226 sistiert. In diesem Verfahren erging am 21. August 2000 der Endentscheid (act. 4/69). Die Beklagte wurde zu verschiedenen Auskünften verpflichtet. Dieser Entscheid ist in Rechtskraft erwachsenen. In der Folge wurde die Leistungsklage wieder aufgenommen. Massgebend im Behauptungsverfahren sind die Klagebegründung vom 31. März 1996 (act. 4/33), die ergänzende Klagebegründung vom 21. August 2001 (act. 18), die Klageantwort vom 24. Juni 2002 (act. 30), die Replik vom 31. Januar 2003 (act. 36), die Duplik vom 30. September 2003 (act. 42) und die Vernehmlassung zu den Noven in der Duplik vom 31. März 2004 (act. 52). Nach Durchführung des Hauptverfahrens wurde die Klage mit Urteil vom 1. Dezember 2004 abgewiesen (act. 55). Mit Urteil des Bundesgerichts vom 1. November 2005 wurde die dagegen erhobene Berufung gutgeheissen, das angefochtene Urteil aufgehoben und die Sache zu neuer Beurteilung an die Vorinstanz zurückgewiesen (act. 62). Das Verfahren wurde unter der neuen Prozessnummer HG050337 fortgesetzt. Am 11. April 2007 fand eine Referentenaudienz und Vergleichsverhandlung statt (Prot. S. 4 f.). Vergleichsbemühungen wie auch nachfolgende Gespräche zwischen den Parteien blieben erfolglos (Prot. S. 5 f.). Mit Eingaben vom 20. und 23. August 2007 äusserten sich die Parteien zum

Fortgang des Verfahrens (act. 63 und 65). Der Beweisaufgabebeschluss datiert vom 7. November 2007 (Prot. S. 9 ff.). Nach diversen Fristerstreckungen konnte am 10. September 2008 der Beweisabnahmebeschluss erlassen werden (Prot. S. 21 ff.). Die Bestellung eines Sachverständigen, welcher die Verkehrswerte der Beklagten überprüfen sollte, gestaltete sich schwierig. Der erste vom Gericht vorgeschlagene und von den Klägerinnen rehusierte Gutachter zog seine Bereitschaft zur Mandatsannahme zurück (Prot. S. 20, 31 und 33; act. 103 S. 7). Auch der auf Vorschlag der Klägerinnen und gegen den Antrag der Beklagten zum Gutachter ernannte Prof. Dr. P. _____ sah sich aus Zeitgründen ausserstande, das Gutachten zu erarbeiten (act. 103 S. 8; act. 111 S. 2; Prot. S. 35 und 126), bezeichnete indessen Dr. F. _____ als möglichen Gutachter (act. 142; Prot. S. 126). Die Klägerinnen erhoben gegen Letzteren "im Hinblick auf die Empfehlung durch Herrn Prof. P. _____" keine Einwendungen, während die Beklagte Abklärungen zum Fachwissen von Dr. F. _____ verlangte. Mit Beschluss vom 20. Mai 2011 wurde Dr. F. _____ schliesslich zum neuen Gutachter ernannt (Prot. S. 128). In der Zwischenzeit hatte das Gericht die übrigen Beweismittel gemäss Beweisabnahmebeschluss abgenommen. Mit Schreiben vom 10. Juni 2011 wurde der Gutachtensauftrag erteilt (act. 153). Das Gutachten ging am 9. Juli 2012, die Stellungnahmen der Parteien zum Gutachten am 28. Februar bzw. 4. März 2013 beim Gericht ein (act. 166, 194 und 196). Die Stellungnahmen wurden je der Gegenpartei zugestellt (act. 198).

III. Anwendbares Recht

1. Auf den 1. Januar 2011 ist die neue Schweizerische Zivilprozessordnung in Kraft getreten. Gemäss Art. 404 Abs. 1 ZPO gilt indes für Verfahren, die bei Inkrafttreten dieses Gesetzes rechtshängig sind, das bisherige Verfahrensrecht bis zum Abschluss vor der betroffenen Instanz. Damit sind für das Verfahren vor dem Handelsgericht weiterhin die bisherigen kantonalen Bestimmungen, Zivilprozessordnung (ZPO/ZH) und Gerichtsverfassungsgesetz (GVG/ZH), anzuwenden.

2. Das Anlagefondsgesetz vom 1. Juli 1966 (AS 1967, 115 ff.) war durch das gleichnamige Gesetz vom 18. März 1994, welches vom 1. Januar 1995 bis zum 31. Dezember 2006 in Kraft war, ersetzt worden (AS 1994, 2523). Auf den 1. Januar 2007 ist das Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23. Juni 2006 (SR 951.31) in Kraft getreten, welches u.a. den vertraglichen Anlagefonds regelt. Es ist unbestritten, dass auf den vorliegenden Rechtsstreit das Anlagefondsgesetz vom 1. Juli 1966 (im Folgenden mit aAFG zitiert) anwendbar ist (act. 62 S. 4).

IV. Allgemeine Bemerkungen

1. Anspruchsgrundlagen

Der Anleger erwirbt durch seine Einzahlung in einen Anlagefonds Forderungen gegen die Fondsleitung auf Beteiligung am Vermögen und am Ertrag des Anlagefonds (Art. 20 Abs. 1 aAFG). Der Ausgabepreis neuer Anteilscheine ist auf Grund des Verkehrswertes des Fondsvermögens im Zeitpunkt der Ausgabe festzusetzen, geteilt durch die Anzahl der im Umlauf befindlichen Anteile (Art. 12 Abs. 3 aAFG). Die Rechte des Anlegers sind in Wertpapieren ohne Nennwert (Anteilscheinen) zu verurkunden (Art. 20 Abs. 2 aAFG). Es besteht die Möglichkeit, Anteilscheine von einem anderen Anleger zu erwerben. Umgekehrt kann sich der Anleger die Umlauffähigkeit der Anteilscheine zu Nutze machen und diese an einen Dritten veräußern. Er kann aber auch den Kollektivanlagevertrag jederzeit widerrufen und gegen Rückgabe des Anteilscheins die Auszahlung seines Anteils am Anlagefonds in bar verlangen (Art. 21 Abs. 1 aAFG). Der Rücknahmepreis ist nach den gleichen Grundsätzen wie der Ausgabepreis auf den Tag der Auszahlung zu berechnen (Art. 21 Abs. 3 aAFG).

2. Geltend gemachte Ansprüche

Die Klägerinnen machen nebst den Kosten der Auskunftsbeschaffung (Rechtsbegehren Ziff. 2.bis.) folgende Ansprüche geltend:

- a) Ansprüche, weil die Rücknahmepreise im Jahre 1992 wegen der Unterbewertung der Liegenschaften zu tief gewesen seien (CHF 52.80 pro Anteil bei D._____ und CHF 39.17 pro Anteil bei E._____, act. 18 S. 46 f.).
- b) Einen Verwässerungsschaden, weil den Anlagefonds in den Jahren 1983 bis 1992 durch die zu billige Ausgabe von Anteilscheinen weniger Mittel zugeflossen seien, was sich in den Rücknahmepreisen niederschlagen habe (act. 18 S. 54 f.).
- c) Einen Schaden, weil die Beklagte bei der Bewertung der Liegenschaften zu hohe latente Steuern, welche beim Verkauf anfallen, berücksichtigt habe, was zu tiefe Inventarwerte und einen zu tiefen Mittelzufluss bei der Ausgabe von Anteilscheinen zur Folge gehabt habe (act. 18 S. 61 f.).
- d) Beides, die zu tiefe Bewertung der Liegenschaften wie auch die Berücksichtigung zu hoher latenter Steuern, habe zu einem von Jahr zu Jahr zu kumulierenden Ertragsausfall und entgangenem Wertgewinn geführt, weil die zusätzlichen Mittel ertragsbringend hätten angelegt werden können und zudem von der Zunahme der Liegenschaftswerte in den fraglichen Jahren profitiert hätten (act. 18 S. 65 ff.).
- e) Der Schaden, den D._____ im Zusammenhang mit der Investition "Residenza J._____" erlitten habe, habe zu einem um CHF 2.57 zu tiefen Rücknahmepreis pro Anteilschein im Jahre 1991 geführt (act. 18 S. 71 ff.).

Dies führt zu folgender Übersicht (act. 18 S. 69):

	D. _____			E. _____	
	L. _____	B. _____		L. _____	B. _____
Unterbewertung	279'920	783'798		210'986	422'130
Verwässerung	156'336	437'752		57'236	114'513
latente Steuern	43'414	121'563		10'746	21'500
Ertragsausfall/Verwässerung	36'590	102'453		15'770	31'552
Ertragsausfall/latente Steuern	15'336	42'942		7'068	14'142
Wertgewinn/Verwässerung	10'290	28'814		2'861	5'723
Wertgewinn/latente Steuern	4'664	13'060		1'296	2'593
SUMME	546'550	1'530'382		305'963	612'153
		L. _____		B. _____	
D. _____		546'550		1'530'382	
E. _____		305'963		612'153	
		852'513		2'142'535	
J. _____		13'626		38'154	
Rechtsbegehren Ziff. 1		866'139		2'180'689 *)	

*) Die Klägerinnen haben irrtümlich bei der Klägerin 2 CHF 13'626 hinzugerechnet (act. 18 S. 73 und 77).

3. Rückweisung Bundesgericht

a) Das Handelsgericht hatte in seinem Urteil vom 1. Dezember 2004 die Auffassung vertreten, die von den Klägerinnen erhobenen Ansprüche wegen der behaupteten Unterbewertung des Fondsvermögens stellten Erfüllungsansprüche dar (act. 55 S. 13). Soweit für die Anteilscheine ein unter dem Verkehrswert liegender Preis bezahlt worden sei, wirke sich dies auf den Erfüllungsanspruch aus und sei zu berücksichtigen. Andernfalls seien die Klägerinnen zu Lasten des Fondsvermögens bereichert. Da sie die Einstandspreise bewusst nicht genannt hätten, sei die Klage bezüglich des Erfüllungsanspruchs abzuweisen (act. 55 S. 15 f.).

Das Bundesgericht hat diese Auffassung verworfen und zwischen dem Erwerber auf dem Primär- und auf dem Sekundärmarkt unterschieden. Die Klägerinnen müssten sich einen zu tiefen Ausgabebetrag der von der Fondsleitung an sie ausgegebenen Anteilscheine grundsätzlich anrechnen lassen. Ein zu tiefer Ausgabebetrag der wertpapierrechtlich von einem Dritten erworbenen Anteilscheine sei dagegen nur beachtlich, sofern zufolge Bösgläubigkeit der wertpapierrechtliche Einredeausschluss nicht zum Tragen komme. Dem gutgläubigen Er-

werber (von einem Dritten) könne nicht entgegengehalten werden, bei Ausgabe seines Anteilscheins seien dem Fonds nicht genügend Mittel zugeflossen. Dem Preis, welchen der Anleger einem Dritten für einen Anteilschein bezahle, komme keine Bedeutung zu.

Der von den Klägerinnen geltend gemachte Erfüllungsanspruch, so das Bundesgericht weiter, setze neben dem bestehenden Vertrag im Wesentlichen nur dessen nicht gehörige Erfüllung voraus. Das Verschulden der Fondsleitung werde vermutet. Der Beweis nicht gehöriger Erfüllung könne insbesondere durch den Nachweis erbracht werden, dass dem Anleger bei Rücknahme seines Anteilscheins nicht der wahre Inventarwert ausbezahlt worden sei. Da sich dieser von Gesetzes wegen auf der Basis des Verkehrswertes bestimme, genüge es darzulegen, dass die Fondsleitung den Rücknahmepreis nicht nach dem korrekten Verkehrswert des Anlagefondsvermögens im Zeitpunkt der Rücknahme berechnet habe. Dies gelte selbst dann, wenn zufolge eines zu geringen Ausgabebetrages eine vom Verkehrswert abweichende Berechnung angemessen sein sollte. Für Tatsachen, die eine Ausnahme von der gesetzlichen Regel begründeten, trage die Partei, zu deren Gunsten sich diese rechtshindernde Tatsache auswirke, die Beweislast und die damit verbundene Behauptungslast. Aus diesem Grund seien entsprechende Behauptungen von der Fondsleitung als Einrede zu erheben und zu beweisen. Auch für die Behauptung, es seien allfällige Ansprüche bereits ausgeschiedener Anleger gegenüber dem Fondsvermögen zu berücksichtigen, obliege der Beweis der Beklagten. Dies würde allerdings voraussetzen, dass tatsächlich mit derartigen Ansprüchen zu rechnen sei und diese noch nicht verjährt seien, was ebenfalls von der Beklagten aufzuzeigen wäre. Sollte die Beklagte geltend machen wollen, die Klägerinnen könnten sich wegen Bösgläubigkeit nicht auf den wertpapierrechtlichen Einredeausschluss berufen, trage sie auch diesbezüglich gemäss Art. 8 ZGB die Beweislast (act. 62 S. 6 ff.).

b) Die übrigen geltend gemachten Ansprüche betrachtete das Handelsgericht als Schadenersatzansprüche und stellte sich auch hier auf den Standpunkt, die Einstandspreise seien in die Schadensberechnung einzubeziehen (act. 55 S. 13 ff.).

Das Bundesgericht prüfte vorab die Frage, ob die Klägerinnen berechtigt seien, Zahlung an sich selbst zu verlangen, oder ob sie zunächst den Gesamtschaden am Fondsvermögen hätten einklagen und um Einwerfung in das Fondsvermögen ersuchen müssen. Es kam zum Schluss, es scheine gerechtfertigt, jedenfalls unter dem alten Recht dem ausgeschiedenen Anleger die anteilmässige Geltendmachung des sogenannten "indirekten" Schadens zu gestatten. Der durch die Verringerung des Fondsvermögens infolge Pflichtwidrigkeit der Fondsleitung indirekt geschädigte Anleger sei gleichzeitig Vertragspartei der Schädigerin. Durch den Anspruch auf Auszahlung des tatsächlichen Werts des Anteilscheins bei Rücknahme schlage der bis dahin den Anleger nur indirekt betreffende Schaden des Anlagevermögens direkt auf das Vermögen des Anlegers durch. Daher dränge es sich auf, ihm persönlich im Umfang seiner Beteiligung einen Schadenersatzanspruch zu gewähren.

Bezüglich der Schadensberechnung führte das Bundesgericht aus, der Erwerber von Anteilscheinen könne auch denjenigen Schaden, der dem früheren Anleger durch eine Schädigung des Fondsvermögens entstanden sei, geltend machen, da mit der wertpapierrechtlichen Übertragung der Anteilscheine auch die Schadenersatzansprüche auf den Erwerber übergingen. Dies gelte aber nicht bei Handlungen der Fondsleitung, die einen Anleger unmittelbar geschädigt hätten; hier ändere die Veräusserung der Anteile nichts an seiner Klageberechtigung. Auf der anderen Seite müssten sich die Klägerinnen nur diejenigen Vorteile anrechnen lassen, die ihnen bzw. ihren Rechtsvorgängern nach dem wertpapierrechtlichen Erwerb während ihrer Besitzesdauer zugeflossen seien. Ebenso seien diejenigen Vorteile anteilmässig anzurechnen, die dem Fondsvermögen aus der schädigenden Handlung entstanden seien, da sich dadurch der Rücknahmepreis erhöhe. Seien beispielsweise vor Ausscheiden der Klägerinnen wegen der Unterbewertung anderen Anlegern zu tiefe Rückzahlungspreise bezahlt und dadurch das Fondsvermögen zu Gunsten der im Fonds verbleibenden Anleger, also auch der Klägerinnen, verdichtet worden, sei dies bei der Berechnung des Schadenersatzes in Anschlag zu bringen. Anders verhalte es sich bei Anteilen, welche die Klägerinnen oder ihre Rechtsvorgänger unmittelbar bei der Ausgabe von der Fondsleitung erworben hätten. Soweit in dieser Ausgabe selbst eine Verwässe-

zung des Anlagevermögens liege, seien die Klägerinnen nicht geschädigt. Ein Anspruch auf Ersatz des vor der Ausgabe entstandenen Schadens sei mithin zu verneinen. Insoweit könnten die Klägerinnen nur jenen Verwässerungsschaden geltend machen, der nach Ausgabe der Anteile entstanden sei und auch diesen nur unter Berücksichtigung der ungenügenden Einlage.

Bezüglich der Behauptungs- und Beweislast führte das Bundesgericht aus, wenn der Schaden des Anlegers in einer Verminderung oder einer unterbliebenen Erhöhung des Werts des Anteilscheins bestehe, genüge es darzulegen, dass aufgrund einer pflichtwidrigen Handlung der Fondsleitung das Fondsvermögen vermindert worden sei, weil dadurch in der Regel auch der Wert des Anteilscheins entsprechend vermindert werde oder eine Werterhöhung unterbleibe. Die Behauptungs- und Beweislast bezüglich zu tiefer Ausgabepreise an die Klägerinnen bzw. an deren Rechtsvorgänger und deren Bösgläubigkeit bei wertpapierrechtlichem Erwerb liege wiederum bei der Beklagten (act. 62 S. 13 ff.).

Das Bundesgericht erachtete es somit als unzulässig, von den Klägerinnen Behauptungen betreffend den Erwerbszeitpunkt, die Unterbewertung in diesem Zeitpunkt und den Erwerbspreis zu verlangen. Das Handelsgericht werde daher abzuklären haben, ob die gegenüber der Fondsleitung erhobenen Vorwürfe der pflichtwidrigen Bewertung des Fondsvermögens zuträfen, und in diesem Rahmen die Berechtigung allfälliger Einreden prüfen müssen (act. 62 S. 21).

c) Da – wie nachfolgend zu zeigen sein wird – die Klägerinnen den Beweis nicht erbringen konnten, dass die Beklagte die Fondsvermögen pflichtwidrig zu tief bewertete, braucht auf die Frage der Vorteilsanrechnung nicht weiter eingegangen zu werden. Ebenso wenig stellt sich die Frage nach einem allfälligen Verschulden der Fondsleitung (act. 62 S. 11 f.).

d) Anzumerken bleibt, dass sich die Beklagte vergebens gegen die vom Bundesgericht vorgenommene Unterscheidung zwischen Erfüllungs- und Schadenersatzansprüchen stellt (act. 194 S. 7 f.); das Handelsgericht ist an diese – auch von ihm vertretene – Auffassung gebunden (BGer 5A_402/2013, E. 4.1). Allerdings hat die Unterscheidung vorliegend keine weiteren Konsequenzen.

V. Materielle Beurteilung

1. Hauptstreitpunkt: Bewertung Fondsvermögen

Hauptstreitpunkt zwischen den Parteien ist die Bewertung des Fondsvermögens (wobei sich der Bewertungsstreit nur um fertige Bauten, nicht um unbebaute Grundstücke und Bauten in Ausführung dreht; act. 4/33 S. 38). Art. 4 aAFV bestimmt dazu, dass das Vermögen des Anlagefonds zum Verkehrswert auf Ende des Rechnungsjahres sowie für jeden Tag zu berechnen ist, an dem Anteilscheine ausgegeben oder zurückgenommen werden (Abs. 1). Die Fondsleitung kann die auf das Ende des Rechnungsjahres vorgenommene Verkehrswertschätzung derjenigen Vermögenswerte, die weder an der Börse kotiert sind noch regelmässig ausserbörslich gehandelt werden (Grundstücke etc.), für das ganze folgende Jahr verwenden, sofern nicht eine wesentliche Änderung der allgemeinen wirtschaftlichen Verhältnisse oder der finanziellen Lage des Schuldners oder Emittenten eine Neubewertung erheischt (Abs. 2). Der Verkehrswert einer Sache oder eines Rechts entspricht dem Preis, der bei sorgfältigem Verkauf der Sache oder des Rechts im Zeitpunkt der Schätzung wahrscheinlich erzielt würde, bei kotierten oder regelmässig ausserbörslich gehandelten Wertpapieren dem Kurswert (Abs. 3). Der Inventarwert eines Anteils wird folgendermassen berechnet: Der Verkehrswert der Fondsaktiven wird vermindert um allfällige Schuldverpflichtungen, die den Anlagefonds betreffen, sowie um die bei der Liquidation des Fondsvermögens wahrscheinlich anfallenden Steuern; die verbleibende Summe wird durch die Anzahl der im Umlauf befindlichen Anteile geteilt (Abs. 4). Gemäss Art. 33 aAFG ernennt die Fondsleitung einen oder mehrere von ihr unabhängige ständige Schätzungsexperten (Abs. 1). Sie hat durch mindestens einen ständigen Schätzungsexperten den Wert jedes Grundstückes, das sie erwerben oder veräussern will, schätzen und für eigene Bauvorhaben prüfen zu lassen, ob die voraussichtlichen Kosten durch den Verkehrswert der Anlage gedeckt sind (Abs. 2). Sie lässt auf den Abschluss des Rechnungsjahres den Verkehrswert aller Grundstücke, die zum Anlagefonds gehören, durch die ständigen Schätzungsexperten

überprüfen (Abs. 3). Abweichungen vom Gutachten hat die Fondsleitung in einem Bericht zuhanden der Revisionsstelle zu begründen (Abs. 4).

2. Parteistandpunkte

Die Parteien haben sich zur Verkehrswertschätzung zusammengefasst wie folgt geäußert:

a) Standpunkt Klägerinnen

aa) Die Klägerinnen haben ausgeführt, dass bei Renditeobjekten, wie sie E._____ und D._____ hielten, die Ertragswertberechnung eine überragende Rolle spiele. Auch die Beklagte habe die fertiggestellten Liegenschaften mindestens seit 1983 – richtigerweise (act. 18 S. 28) – ausschliesslich nach dieser Methode bewertet. Dabei werde der im Zeitpunkt der Bewertung erzielte Mietertrag, auf ein Jahr aufgerechnet, mit Division durch einen Kapitalisierungssatz in einen Kapitalwert umgerechnet (act. 4/33 S. 33). Von diesem (provisorischen) Ertragswert gelangten anschliessend die geplanten Kosten für anstehende Sanierungen in Abzug (act. 18 S. 23), was akzeptabel sei (act. 18 S. 30).

bb) Der Kapitalisierungssatz resultiere aus dem Markt und variere so in den verschiedenen Jahren (act. 4/33 S. 33). Die Beklagte habe einen weit übersetzten Kapitalisierungssatz angewendet (act. 4/33 S. 40). Sie habe nicht die auf dem Markt beobachtbaren Bruttorenditen verwendet, obwohl sie diese Sätze gekannt habe. Sie habe stattdessen einen von ihr geplanten Kapitalisierungssatz verwendet. Es sei völlig unklar, wie diese Planung im Einzelnen erfolgt sei. Die Beklagte habe bis 1990 im Wesentlichen einfach immer den Vorjahreswert wieder eingesetzt und so mit minimalstem Aufwand einen stabilisierten Wert erzeugt (act. 52 S. 21). Bei der Ertragswertmethode sei für eine individuelle Bewertung beim Kapitalisierungssatz wenig Raum. Der bauliche Zustand der Liegenschaften werde in einem Abzug der aufgelaufenen Sanierungskosten berücksichtigt; die übrigen Elemente, insbesondere die Lage, drückten sich auf dem freien Markt direkt in der Höhe der erzielbaren Mietzinse aus. Es blieben nur noch wenige Wertdeterminanten, die einen von Liegenschaft zu Liegenschaft variierenden Kapitalisierungssatz rechtfertigen könnten. Zu denken sei eventuell an die Unterhaltsintensität oder re-

gionale Renditekomponenten (act. 36 S. 44). Prof. G._____ habe sich in einer wissenschaftlichen Studie (erschienen 1996; act. 36 S. 39), welche auf einer gesamtschweizerischen Immobilienmarktbeobachtung von 1975 bis heute (d.h. 1996) aufbaue, sich den aktuellen Bruttorenditen des Marktes für Renditeliegenschaften gewidmet. In der Studie seien über 6'000 Einzelwerte aufgearbeitet. Im Rahmen der Untersuchung seien Inserate in der NZZ mit angeführten Bruttorenditen erfasst worden, wobei es sich um Renditeobjekte des allgemeinen Wohnungsbaus, die primär institutionelle Investoren ansprächen, gehandelt habe. Sowohl bei D._____ wie auch bei E._____ lägen die verwendeten Kapitalisierungssätze deutlich über den auf dem Immobilienmarkt erzielten Bruttorenditen gemäss G._____ (act. 4/33 S. 44 ff.). Bei den von der Beklagten selbst am Immobilienmarkt abgewickelten Geschäften hätten die Kapitalisierungssätze deutlich unter den von der Beklagten zur Schätzung der Verkehrswerte im Fondsvermögen verwendeten Kapitalisierungssätzen gelegen (act. 4/33 S. 48; act. 18 S. 38). Die Beklagte habe Käufe getätigt und regelmässig am Jahresende oder im Folgejahr Abschreibungen am Kaufpreis vorgenommen. Umgekehrt seien die erzielten Verkaufspreise regelmässig höher gewesen als die ausgewiesenen Verkehrswerte (act. 18 S 39 f.). Weitere Studien zeigten, dass die von der Beklagten publizierten Inventarwerte in keiner Weise der Tendenz des Immobilienmarktes gefolgt seien. Die Verkehrswertschätzung von D._____ und E._____ hätten sich offensichtlich nicht an der Preisentwicklung des Immobilienmarktes orientiert. Im betrachteten Zeitraum seien beide Fonds stets unterbewertet gewesen, am krassesten zwischen 1988 und 1989. In dieser Zeit sei gleichzeitig am stärksten emittiert worden, vor allem bei D._____. Zwischen Anfang 1988 und Ende 1989 habe die Fondsleitung von D._____ 1'514'935 neue Anteile ausgegeben, was die Zahl der Anteile um ca. 16 % erhöht habe. Die logische Folge dieser Emission sei eine massive Verwässerung gewesen (act. 4/33 S. 50). Die Beklagte habe individuelle Kapitalisierungssätze angewendet. Bei der sehr grossen Anzahl von Liegenschaften der zur Frage stehenden Anlagefonds sei aber mit einer Durchschnittsberechnung ein gültiges Resultat zu erzielen (act. 18 S. 29). Auffallend sei, dass in den Jahren des höchsten Liegenschaftsbooms (1985-1990) die Kapitalisierungssätze in den Berechnungen der Beklagten praktisch gleich geblieben seien, so dass die

massgeblichen Verkehrswerte nicht über diejenigen Beträge gesteigert worden seien, welche sich reflexweise aus den Mietzinserhöhungen ergäben (act. 18 S. 36).

cc) Für die Bewertung habe die Beklagte, an sich richtigerweise, die Mietzinse kapitalisiert. Dabei habe sie eine sogenannte "Nettomiete" verwendet, welche aus dem totalen Mietertrag abzüglich Nebenkosten (Hauswart, Strassenbeiträge, Kehrrichtabfuhr, Heizung etc., d.h. Gelder, welche der Vermieter oder sein Verwalter nur treuhänderisch entgegennehme) bestehe. Für die Verkehrswertbestimmung seien die sogenannten Sollmieten, also die möglichen Mieten, relevant und nicht die effektiv eingenommenen Mieten, die möglicherweise durch Ausfälle reduziert seien. Zu berücksichtigen sei, dass im Rechenschaftsbericht auch Mieten von Häusern, die im Laufe des Geschäftsjahres verkauft worden seien, und Mieten von Häusern, die erst im Laufe des Geschäftsjahres erworben oder fertiggestellt worden seien, enthalten seien (act. 4/33 S. 40 f.). Die Beklagte habe ordentliche Mietzinserhöhungen des kommenden Jahres nicht berücksichtigt, obwohl diese bei der Schätzung und spätestens bei der Abgabe der Rechenschaftsberichte im April des Folgejahres voraussehbar gewesen seien (act. 18 S. 23). Weiter habe die Beklagte die Mieten am Ende des 3. Quartals und nicht am Ende des 4. Quartals jeden Geschäftsjahres als Ausgangspunkt genommen (act. 18 S. 30). Ein zusätzliches Problem ergebe sich bei den Nettolisten laut Schätzprotokollen der Jahre 1991 und 1992. Während die aus den Auflagelisten ersichtlichen tatsächlich eingenommenen Jahresmieten ab 1990 stark weitergewachsen seien, seien die Nettomieten praktisch stehen geblieben, was in keiner Weise erklärt werde. Offenbar habe sich die Berechnung der Nettomieten durch die Beklagte ab 1990 grundlegend verändert. Statt der tatsächlich angefallenen Nebenkosten habe es einen generellen Prozentabzug gegeben, der vermutlich übermässig gewesen sei (act. 18 S. 32 f.). Mit den notwendigen Korrekturen beim Bewertungsstichtag und beim Mietzins ergäben sich de facto höhere Kapitalisierungssätze als die von der Beklagten veröffentlichten (act. 18 S. 34).

b) Standpunkt Beklagte

aa) Die Beklagte hat bestätigt, dass sie den Verkehrswert der Liegenschaften im Fondsvermögen mittels Kapitalisierung ihres jeweiligen Ertrages nach folgender Formel berechnet hat (act. 43/1 S. 2; act. 30 S. 34 f.):

$$VW = \frac{\text{Mietzins für Verkehrswertschätzung}}{\text{Kapitalisierungssatz}} \times 100 - \text{Renovationsabzug}$$

bb) Dabei sei auf die Nettomieten abgestellt worden, d.h. den Mietertrag abzüglich Kosten für Hauswartung, Versorgung und Entsorgung. Ausgangspunkt sei dabei nicht der per Ende des Rechnungsjahres jeweils erzielte Mietertrag des abgelaufenen Rechnungsjahres gewesen, sondern der für das nächste Rechnungsjahr aufgrund des neusten Standes der Mietzinsen (einschliesslich bereits bekannter Mietzinserhöhungen) per Datum des Abschlusses des Rechnungsjahres erwartete Mietertrag. In der Regel habe dies dazu geführt, dass der für die Verkehrswertschätzung verwendete Mietertrag höher gewesen sei als der im Rechnungsjahr tatsächlich erzielte. Dies gelte uneingeschränkt für die Jahre 1983 bis 1989. In den Jahren 1990 bis 1992 seien die jährlichen Mieterträge jeweils zurückgegangen, weil in diesen Jahren zahlreiche Liegenschaften hätten verkauft werden müssen. Entsprechend seien die während des jeweiligen Jahres verkauften Liegenschaften aus der Berechnung des für das nächste Jahr geschätzten Mietertrages gefallen (act. 30 S. 33). Es treffe zwar zu, dass man in den Jahren 1990-1992 die Mieteinnahmen dank Mietzinserhöhungen infolge eines Anstieges der Hypothekarzinsen habe erhöhen können. Allerdings seien dadurch bedingt auch die Fremdkapitalkosten gestiegen. Als Folge der regen Verkaufstätigkeit in diesen Jahren habe sich der Liegenschaftenbestand beträchtlich verändert, weshalb bei der Festsetzung der Mieterträge für die Berechnung des Verkehrswertes der jeweiligen Folgejahre erhebliche Schwankungen eingetreten seien (act. 30 S. 79). Gemäss relevanter Praxis entspreche der Ertragswert einer Liegenschaft der Summe aller zukünftigen, auf den gegenwärtigen Zeitpunkt diskontierten Erträge. Es seien aber nicht die zukünftigen Mieterträge zu kapitalisieren. Auszugehen sei vielmehr von einer auf den Bewertungszeitpunkt hin vorzunehmenden Schätzung der nachhaltig erhältlich erscheinenden Mieterträge. Soweit

Mietzinserhöhungen bereits vereinbart worden seien und damit feststünden, seien sie deshalb zu berücksichtigen, nicht aber solche, die in Zukunft möglicherweise erzielt werden könnten (act. 30 S. 63). Mietzinserhöhungen stünden aus verfahrenstechnischen Gründen und wegen möglichen Anfechtungen erst nach Abschluss des Erhöhungsverfahrens wirklich fest, weshalb es unseriös wäre, wenn sich die Fondsleitung auf derartige Spekulationen eingelassen hätte (act. 42 S. 14). Abzustellen sei ausschliesslich auf die am Stichtag als rechtlich durchsetzbar feststehenden Mietzinsen (act. 42 S. 39). Die Tatsache, dass der Betrag der Mietzinsen für die Verkehrswertschätzung im Verhältnis zu den Bruttoerträgen ab 1991 relativ gesehen eine geringere Zunahme verzeichnet habe, sei eine Folge davon, dass ab 1991 der Bruttoertrag sämtliche Einnahmen aus dem Mietverhältnis erfasst habe, also auch die lediglich treuhänderisch eingenommenen Betriebskosten berücksichtigt habe. Für die Bestimmung der Mietzinsen für die Verkehrswertschätzung seien diese Betriebskosten pro Liegenschaft mittels einer Pauschale abgezogen worden (act. 42 S. 71).

cc) Bis und mit 1989 habe der Fonds D._____ sein Rechnungsjahr per 30. September abgeschlossen. Erst ab 1990 sei der Abschluss per 31. Dezember erfolgt. Die entsprechenden Jahresberichte seien bis 1989 jeweils im November erstellt worden. Das Ende des 3. Quartals sei in diesen Fällen gleichzeitig auch das Ende des Rechnungsjahres gewesen. In allen übrigen Fällen, d.h. für D._____ ab 1990 und für E._____ während der ganzen Zeit, sei die Verkehrswertberechnung auf der Basis des Standes des 31. Dezember als letzter Monat im Rechnungsjahr erstellt worden (act. 30 S. 64). Für die Bestimmung des Nettomietzinses für die Verkehrswertschätzung sei im ersten Fall der 30. September, im zweiten Fall der 1. Oktober massgeblich gewesen. Nachdem in weitaus überwiegenden Teilen der Schweiz auf das Jahresende keine Mietzinserhöhungen hätten durchgeführt werden können, habe der Stand der Mieten per 1. Oktober dem Stand per Ende Dezember desselben Jahres entsprochen (act. 42 S. 38 f.).

dd) Bei der Festsetzung des für jede Liegenschaft gesondert bestimmten Kapitalisierungssatzes sei vorab und in der Regel auf den jeweils geltenden Hypothekenzinssatz abgestellt worden, zu dem je nach Alter, Lage, baulichem Zu-

stand, Mietzinshöhe und Mietzinsausfällen ein individueller Zuschlag berechnet worden sei (act. 30 S. 34). Diese Faktoren beeinflussten nicht nur den Mietzins, sondern auch den Kapitalisierungssatz. Mietzinse seien aus rechtlichen Gründen nicht flexibel genug, um sämtliche Eigenschaften einer bestimmten Liegenschaft korrekt und zeitgerecht abzubilden (act. 42 S. 69 und 84). Eine Fondsverwaltung habe sich bei der Festsetzung des Verkehrswerts der Liegenschaften im Fondsvermögen in der pflichtgemässen Ausübung des ihr obliegenden Ermessens bei der Festsetzung des Kapitalisierungssatzes innerhalb einer Bandbreite eines Zuschlags von 1 bis 3 Prozentpunkten zum Zinssatz für erste Hypotheken zu bewegen. Die von der Beklagten verwendeten Kapitalisierungssätze hätten innerhalb dieser Bandbreite gelegen. Während der Phase des teilweise dramatischen Anstieges der Hypothekarzinsen (1988-1992) hätten die von der Beklagten verwendeten durchschnittlichen Kapitalisierungssätze sogar den fraglichen Rahmen unterschritten, was tendenziell zu einer Erhöhung der Verkehrswerte der bewerteten Liegenschaften geführt habe (act. 30 S. 20 und 37 f.). Ende der 80er Jahre habe die Beklagte zunehmend auch den Renditesatz von Bundesobligationen in die Betrachtung miteinbezogen. Unter Berücksichtigung der obgenannten Kriterien habe sie alsdann pro Liegenschaft einen individuellen Kapitalisierungssatz ermittelt, der für die Berechnung des Ertragswertes Verwendung gefunden habe (act. 30 S. 35). Die Verkaufserlöse hätten bei D. _____ 1990 7.17 % und 1991 5.97 % über den Verkehrswerten, bei E. _____ 1990 9.14 % und 1991 5.02 % über den Verkehrswerten gelegen, was gemäss Eidgenössischer Bankenkommision (EBK) und Bundesgericht vertretbar sei (act. 30 S. 43). Der G. _____ - Renditesatz sei nicht massgebend. Er basiere auf Verkaufsangeboten in der NZZ. Damit seien zwei Probleme verbunden: In Zeitungsinseraten erschienen nicht alle Liegenschaften, die in einem Jahr verkauft worden seien, sondern vermutlich die besonders schlecht verkäuflichen, d.h. Liegenschaften mit einem ungünstigen Preis-Leistungsverhältnis. In den Inseraten sei nicht enthalten, ob und zu welchem Preis die Liegenschaft verkauft worden sei. Publierte Angebotspreise seien somit höchstens als Obergrenze der erzielbaren Marktpreise zu interpretieren (act. 30 S. 80 f.; act. 42 S. 51). Die von Prof. G. _____ ermittelten Renditezahlen seien keine Kapitalisierungsfaktoren. Sie ermittelten keinen Ertragswert,

sondern einen durchschnittlichen Angebotspreis von durchschnittlichen Liegenschaften, weitgehend ohne Rücksicht auf deren Zustand, die benötigten Kosten für deren Betrieb, Instandhaltung und Unterhalt, ferner ohne Rücksicht darauf, ob mit der erzielten Rendite gemäss Angebot die Fremdkapitalkosten überhaupt finanziert werden könnten (act. 30 S. 83). Nach dem Börsencrash im Oktober 1987 seien teilweise absurde Preise für Liegenschaften bezahlt worden. Ende der 80er Jahre sei der Markt wegen der gestiegenen Hypothekarzinsen ebenso dramatisch eingebrochen. Gerade während der Jahre 1987 bis 1989, in denen der G._____ - Renditeersatz am markantesten von den Kapitalisierungssätzen abweiche, wie sie die Beklagte angewendet habe, seien nach allgemein erkannter Auffassung irrational spekulative Preise von Käufern bezahlt worden, die sich nicht an allgemein übliche Renditeüberlegungen gehalten hätten. Die Liegenschaften hätten gemeinhin als überzahlt gegolten, weshalb immer weniger Liegenschaften gekauft worden seien (act. 30 S. 85).

3. Schätzungsmethode – Ertragswertmethode

Die Parteien sind sich grundsätzlich einig, dass die Beklagte mit der von ihr gewählten Schätzungsmethode, der reinen Ertragswertmethode, ein taugliches Instrument zur Bestimmung der Verkehrswerte der Liegenschaften gewählt hat (act. 36 S. 22 und 47; act. 42 S. 34). Die Ertragswertmethode eignet sich gut für die Ermittlung des Marktwertes von ertragsorientierten Liegenschaften (Renditeobjekten) jeder Art (SVKG + SEK/SVIT, Das Schweizerische Schätzerhandbuch, 4. A., 2012, S. 95). Geht es um Bewertungsfragen, bestimmt in seinem Anwendungsbereich das Bundesrecht, nach welchen Rechtsgrundsätzen die Bewertung vorzunehmen ist, wogegen die nach diesen Grundsätzen vorzunehmende Wertermittlung prinzipiell eine Tatfrage darstellt (BGE 4C.363/2000, Erw. 3 lit. b). Der Gesetzgeber schrieb keine bestimmte Methode der Verkehrswertschätzung vor (EBK-Rundschreiben Nr. 3, Ziff. I/3 lit. b {act. 31/2}; Entscheid des Bundesgerichts vom 27. Oktober 1993, publiziert im EBK-Bulletin Nr. 25, S. 41; Urteil des Bundesgerichts vom 14. August 1995, publiziert im EBK-Bulletin Nr. 29, S. 78; BBI 1965 III 320; Buttschardt, in: Forstmoser, Kommentar AFG, N 30 zu Art. 39).

4. Unterbewertung gemäss klägerischer Darstellung

a) D. _____

Die Klägerinnen haben bei D. _____ für fertige Bauten einen "realistisch bewerteten Marktwert" von CHF 2'592'678'046.– gegenüber dem Verkehrswert der fertigen Bauten gemäss Rechenschaftsbericht 1991 in der Höhe von CHF 2'226'391'163.– behauptet (act. 18 S. 46). Sie sind bei der Berechnung der "Marktwerte" wie folgt vorgegangen: Ausgangspunkt war der Mietwert jeder Liegenschaft, bestehend aus den in den Schätzprotokollen ausgewiesenen Nettomietpreisen per drittes Quartal des Vorjahres. Dieser Mietwert wurde korrigiert durch Aufrechnung auf das Ende des Geschäftsjahres und durch Berücksichtigung der halben Mietzinserhöhungen im Emissionsjahr, und zwar nach folgender Formel (act. 18 S. 32):

$$\begin{aligned} & \text{Nettomietzins Ende 3. Quartal des Jahres X} \\ & + \frac{3}{4} (\text{Nettomietzins Ende 3. Quartal des Jahres X+1 abzüglich Nettomietzins} \\ & \text{Ende 3. Quartal des Jahres X}) \end{aligned}$$

Der so erhaltene Mietwert wurde gemäss den "Brutto-Renditen Dezember" nach der Studie G. _____ kapitalisiert und führte nach Abzug des aufgelaufenen Unterhalts gemäss Schätzprotokollen zum "realistischen Marktwert" (act. 18 S. 53). Allerdings haben die Klägerinnen bei den Nettomieten 1991 und 1992 eine weitere Korrektur angebracht. Da die Beklagte offenbar ab 1990 die Nettomieten grundlegend verändert habe, wobei vermutlich die Nebenkosten mit einem übermässigen Prozentabzug berücksichtigt worden seien, hätten sie die aus den Auflagelisten erkennbare Steigerung der Bruttoerträge als Ausgangspunkt für eine Schätzung des Mietwertes verwendet, wobei die Nettomieten 1990 mit dem entsprechenden Prozentsatz der Steigerung der Bruttoerträge erhöht worden seien (act. 18 S. 32 f.). Insgesamt errechneten die Klägerinnen einen Mietwert bei D. _____ per 1991 von CHF 174'972'511.– und aufgelaufene Unterhaltskosten von CHF 78'658'000.– (act. 19 B/3 S. 1, unterste Zeile). Die Unterhaltskosten entnahmen sie den Schätzungsprotokollen (vgl. act. 19 B/6 S. 48 ff.; act. 31/9.11 und 31/9.12). Die Kapitalisierung erfolgte mit 6.55 % nach G. _____ (act. 18, Anhang A18 und A23 D. _____). Die festgestellte Unterbewertung von CHF 366'286'883.–

ergebe pro ausstehenden Anteil bei 6'937'874 Anteilen CHF 52.80 Unterbewertung, welchen Betrag die Beklagte den Klägerinnen pro gekündigten Anteil schulde (act. 18 S. 46).

Nach Darstellung der Klägerinnen waren demnach die fertigen Liegenschaften im Anlagefonds D._____ per Ende Rechnungsjahr 1991 um ca. 14.13 % unterbewertet (100 geteilt durch 2'592'678'046, multipliziert mit 366'286'883).

b) E._____

Für den Anlagefonds E._____ errechneten die Klägerinnen einen Mietwert per 1991 von CHF 12'888'503.– und aufgelaufene Unterhaltskosten von CHF 3'100'000.– (act. 19 C/3 S. 1, unterste Zeile). Die Unterhaltskosten entnahmen sie den Schätzungsprotokollen (vgl. act. 19 C/6 S. 3; act. 31/9.11). Die Kapitalisierung erfolgte wiederum mit 6.55 % nach G._____ (act. 18, Anhang A18 und A23 E._____). Die festgestellte Unterbewertung von CHF 24'620'287.– (= 12.71 %) ergebe pro ausstehenden Anteil bei 628'616 Anteilen CHF 39.17 Unterbewertung, welchen Betrag die Beklagte den Klägerinnen pro gekündigten Anteil schulde (act. 18 S. 47).

5. Beweislast

Mit Beschluss vom 7. November 2007 wurde den Klägerinnen der Hauptbeweis für die von ihnen behaupteten Verkehrswerte der fertigen Bauten gemäss den Jahresberichten von D._____ und E._____ jeweils per 31. Dezember der Jahre 1983 bis 1991 auferlegt (act. 68 S. 3 f.; Beweissätze 1 und 2). Im Beweisabnahmebeschluss vom 10. September 2008 wurde der Stichtag bei D._____ für die Jahre 1983 bis 1989 auf den 30. September korrigiert, da es sich beim 31. Dezember um ein offenkundiges Versehen handelte (act. 96 S. 6).

Hinsichtlich der Beweislast haben die Klägerinnen vorgetragen, sie müssten zwar beweisen, dass sie Anspruch auf einen Rücknahmepreis haben, welcher den vollen Wert des Fondsvermögens berücksichtige, der Beweis der erfolgten Erfüllung vertraglicher Pflichten müsse dagegen nicht der Gläubiger, sondern der Schuldner erbringen. Die Beklagte müsse also beweisen, dass sie den vollen

Verkehrswert der Liegenschaften dem Rückzahlungspreis und den Emissionspreisen zugrunde gelegt habe (act. 36 S. 10).

Wie bereits dargelegt (vorn Ziff. IV/3), hat das Bundesgericht in seinem Urteil vom 1. November 2005 zur Behauptungs- und Beweislast ausgeführt, der Beweis der nicht gehörigen Erfüllung könne insbesondere durch den Nachweis erbracht werden, dass dem Anleger bei Rücknahme seines Anteilscheins nicht der wahre Inventarwert ausbezahlt worden sei (Art. 21 Abs. 3 aAFG). Da sich dieser von Gesetzes wegen auf der Basis des Verkehrswerts bestimme (Art. 12 Abs. 3 und 21 Abs. 3 aAFG), genüge es darzulegen, dass die Fondsleitung den Rücknahmepreis nicht nach dem korrekten Verkehrswert des Anlagefondsvermögens im Zeitpunkt der Rücknahme berechnet habe (act. 62 S. 11 f.).

Ist der Umfang einer Leistungspflicht streitig, so obliegt dem Gläubiger der Beweis für die Höhe der von ihm geforderten Vergütung (Kummer, Berner Kommentar, N 250 zu Art. 8 ZGB; Walter, Berner Kommentar, N 542 zu Art. 8 ZGB; BSK ZGB I-Schmid/Lardelli, Art. 8 N 50). Dagegen hat der Schuldner die Erfüllung zu beweisen (Kummer, a.a.O., N 298; Weber, Berner Kommentar, 2. A., Einleitung und Vorbemerkungen zu Art. 68-96 OR, N 117). Es obliegt also den Klägerinnen, den korrekten Verkehrswert zu behaupten und zu beweisen (Bruno Geiger, Der zivilrechtliche Schutz des Anlegers, Diss. Zürich 1971, S. 171). Müsste die Beklagte beweisen, dass sie den vollen Verkehrswert der Liegenschaften dem Rückzahlungs- und dem Emissionspreis zugrunde gelegt hat, so stellte sich sogleich die Frage nach den Folgen der Beweislosigkeit. Bei Misslingen des Beweises müsste den Klägerinnen ohne weitere Anspruchsprüfung das zugesprochen werden, was sie verlangen. Dies widerspräche Art. 8 ZGB.

6. Beweismittel

Die Klägerinnen haben zahlreiche Urkunden, welche bei den Akten liegen, die Edition von Urkunden durch die Beklagte sowie ein Gutachten als Beweismittel angerufen; die Beklagte ihrerseits ebenfalls verschiedene Urkunden und ein Gutachten, zudem die Einvernahme von 13 Zeugen und die Einholung eines

Amtsberichts bei der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK, nunmehr FINMA).

Das Editionsbegehren der Klägerinnen betraf u.a. Dokumente, welche die Protokollierung der Beschlüsse über die Erhöhung der Mietzinsen für die fertigen Bauten von D. _____ und E. _____ in den Jahren 1983 bis 1992 enthalten, sowie die Expertenberichte vor dem Kauf bzw. Verkauf von 87 Liegenschaften. Nach Darstellung der Beklagten existieren keine Protokolle von Beschlüssen betreffend Mietzinserhöhungen und konnte sie von 37 Liegenschaften die Expertenberichte nicht auffinden (act. 106). Eine gesetzliche Protokollierungspflicht bezüglich Mietzinserhöhungsbeschlüsse ist nicht ersichtlich. Es bestehen keine Anhaltspunkte, dass die Beklagte die fehlenden Expertenberichte zu Verkäufen, welche im Zeitpunkt der Editionsaufforderung 17 Jahre und mehr zurücklagen (act. 106 S. 4 f.), absichtlich unterdrückt hätte. Es ist daher nicht davon auszugehen, dass die Beklagte die Mitwirkung bei der Beweiserhebung im Sinne von § 148 ZPO/ZH verweigerte.

Die FINMA lehnte es ab, die an sie gerichteten Fragen im Sinne eines Amtsberichts zu beantworten (act. 115 und 123).

Auf die übrigen Beweismittel ist nachfolgend (Ziff. 7 und 8), soweit rechtserheblich, einzugehen.

7. Gutachten Dr. F. _____

a) Ergebnis des Gutachtens (Zusammenfassung)

Dem Gutachter wurde der Auftrag erteilt, die Verkehrswerte der Liegenschaften in den massgeblichen Jahren zu überprüfen. Es fragt sich, nach welcher Methode die von der Beklagten zur Anwendung gebrachten Verkehrswerte zu überprüfen waren. Wie erwähnt schrieb der Gesetzgeber keine bestimmte Methode der Verkehrswertschätzung vor (vorn Ziff. V/3). Im Rundschreiben Nr. 3 (Ziff. I/3 lit. b {act. 31/2}) schrieb die EBK, der gesetzlichen Definition des Verkehrswertes genüge nur eine individuelle Schätzung jeder einzelnen Liegenschaft, bei der alle Umstände, die erfahrungsgemäss auf den Verkaufspreis einwirken, zu be-

rücksichtigen seien (Lage, Grundstückgrösse, Baumaterialien, Alter, Zustand, Vermietungsmöglichkeiten, Mietzinseinnahmen, Mietzinsreserven usw.). Aus dem Entscheid des Bundesgerichts vom 27. Oktober 1993 geht hervor, dass die EBK zwei Experten beauftragt hatte, die Verkehrswerte von zwanzig repräsentativen Liegenschaften zu ermitteln, um zu überprüfen, ob der betreffende Immobilienfonds unterbewertet war; die beiden Experten wandten dabei unterschiedliche Schätzungsmethoden an (EBK-Bulletin Nr. 25, S. 36). Gemäss Bundesgerichtsurteil vom 14. August 1995 hatte die EBK die gesamtschweizerischen Liegenschaftsverkäufe und die Verkäufe der untersuchten Fonds in den Jahren 1990 und 1991 analysiert und mit den geschätzten Verkehrswerten des letzten Rechnungsjahres verglichen und festgestellt, dass die Abweichungen bei den beiden Fonds innerhalb der Toleranzgrenzen lagen, was das Bundesgericht als zulässig erachtete (EBK-Bulletin Nr. 29, S. 77 f.). Bei diesen Entscheiden ging es um aufsichtsrechtliche Verfahren, weshalb sie nicht ohne weiteres für das vorliegende zivilrechtliche Verfahren herangezogen werden können. Schreibt das Gesetz keine bestimmte Schätzungsmethode vor, so ist es grundsätzlich Sache des Gutachters, eine anerkannte Schätzungsmethode zur Anwendung zu bringen. Allerdings ist vorliegend zu berücksichtigen, dass eine individuelle Schätzung der Objekte auf einen Jahre zurückliegenden Zeitpunkt nicht praktikabel ist, da sich der Zustand der Liegenschaften, soweit sie überhaupt noch vorhanden sind, mutmasslich verändert hat. Hinzu kommt, dass es sich um Tausende von Schätzungen handeln würde. Dem Gutachter wurde daher der Auftrag erteilt, anhand der von der Beklagten angewandten Ertragswertmethode die Verkehrswertschätzungen in den Jahresberichten zu überprüfen respektive den Verkehrswert der fertigen Bauten per Ende jeden Rechnungsjahres der beiden Fonds zu ermitteln (act. 153 S. 11). Der Gutachter gelangte zu folgenden Ergebnissen (act. 166 S. 6):

D. _____ Verkehrswertschätzungen (Werte in TCHF)

Jahr	Verkehrswert Jahresbericht	Verkehrswert Klägerinnen	Verkehrswert Gutachten	Differenz Gutach- ten/Jahresbericht	Differenz in Prozent *)
1983	1'985'805	2'211'734	2'087'483	101'678	4,87
1984	2'100'724	2'313'119	2'178'137	77'413	3,55
1985	2'215'111	2'458'491	2'296'809	81'698	3,55
1986	2'319'256	2'618'413	2'396'175	76'919	3,21
1987	2'335'528	2'856'294	2'413'480	77'952	3,22
1988	2'488'607	3'410'068	2'578'417	89'810	3,48
1989	2'735'651	3'470'002	2'877'528	141'877	4,93
1990	2'828'260	3'165'514	2'991'213	162'953	5,44
1991	2'226'391	2'592'678	2'361'359	134'967	5,71

E. _____ Verkehrswertschätzungen (Werte in TCHF)

Jahr	Verkehrswert Jahresbericht	Verkehrswert Klägerinnen	Verkehrswert Gutachten	Differenz Gutach- ten/Jahresbericht	Differenz in Prozent *)
1983	138'890	173'814	157'383	18'493	11,75
1984	149'150	188'444	168'270	19'120	11,36
1985	161'320	201'825	180'179	18'859	10,46
1986	151'338	187'578	166'183	14'845	8,93
1987	146'080	198'967	159'601	13'521	8,47
1988	200'161	288'269	208'013	7'852	3,77
1989	195'746	255'723	205'180	9'433	4,59

1990	190'418	216'865	200'324	9'906	4,94
1991	169'051	193'671	177'612	8'562	4,82

*) Verkehrswert Gutachten = 100 %; vom Gericht errechnet

Den gesamten Verkehrswert für die Jahre 1983 bis 1991 berechnete der Gutachter bei D._____ auf CHF 22'180'601'000 gegenüber CHF 21'235'333'000 in den Jahresberichten und bei E._____ auf CHF 1'622'746'000 gegenüber CHF 1'502'154'000 in den Jahresberichten (act. 166 S. 55). Die Abweichung ("Unterbewertung") in den Jahresberichten beträgt somit 4.26 % (D._____) bzw. 7.43 % (E._____) gegenüber den "richtigen" Verkehrswerten des Gutachters.

b) Grundlagen

Der Gutachter ging bei seinen Berechnungen von der bereits erwähnten Ertragswertmethode aus (act. 166 S. 24; vgl. oben S. 18, Ziff. V/2/b/aa):

$$VW = \frac{\text{Mietzins für Verkehrswertschätzung}}{\text{Kapitalisierungssatz}} \times 100 - \text{Renovationsabzug}$$

Dies entspreche der Gleichung:

$$VKW = \frac{E}{r} - TE$$

VW bzw. VKW bedeutet Verkehrswert, E ist der konstante ewige Ertrag, r der konstante Diskontsatz (act. 166 S. 17).

Gemäss Gutachter werde dabei der Verkehrswert als Ertragswert (definiert als ewige Rente des massgebenden Mietertrags = Mietwert) berechnet und mit der (geschätzten) technischen Entwertung (TE) korrigiert. Die beiden Parameter (Zähler E und Nenner r) müssten entweder aus einer Bruttosichtweise oder aus einer Nettosichtweise bestimmt werden. Brutto bedeute dabei, dass man im Zähler Brutto-Mieterträge ohne Berücksichtigung der zur Erzielung dieser Bruttoerträge anfallenden Kosten einsetze. Konsequenterweise müsse man dann diese operativen Kosten zusammen mit den Finanzierungskosten im Nenner berücksichtigen. Bei der Nettosichtweise würden die operativen Kosten direkt von den Brutto-

erträgen abgezogen, und im Zähler würden die resultierenden Nettoerträge eingesetzt; konsequenterweise müsse man dann nur noch die Finanzierungskosten im Nenner berücksichtigen.

Aus der Gleichung sei nicht ersichtlich, wie wachsende Mieterträge über die Zeit berücksichtigt würden. Ohne Berücksichtigung von Inflation bzw. Mietzinswachstum wäre der im Zähler eingesetzte Ertrag als realer Brutto- oder Nettoertrag zu verstehen, der mit einem realen Brutto- oder Nettozinssatz zu kapitalisieren sei. Die andere Möglichkeit sei, das Wachstum (bzw. die Inflation) im Nenner zu berücksichtigen. Obwohl das selten explizit so ausgedrückt und festgehalten werde, werde und sei in der Praxis mehrheitlich die zweite Variante angewendet worden (act. 166 S. 24).

Je nach Sichtweise (Brutto oder Netto) entspreche somit E im Zähler dem am Markt erzielbaren, maximalen, nachhaltigen jährlichen Brutto- oder Netto-Mietertrag aus heutiger Sicht. Wenn man auf den Brutto-Mietertrag abstelle, müsse grundsätzlich der nachhaltig am Markt erzielbare Mietzins eingesetzt werden, der vom aktuellen Mietzins abweichen könne. Wenn man aber davon ausgehe, dass die Immobilien gegenwärtig zu marktnahen Konditionen vermietet seien, dann sei es naheliegend, direkt die aktuellen Mietzinsen im Zähler einzusetzen (Mietwert = Mietzins). Die Berücksichtigung von bereits angekündigten Mietzinserhöhungen bzw. von Mietzinsenerhöhungen, die mit grosser Wahrscheinlichkeit im kommenden Jahr durchgesetzt werden könnten, sei angezeigt, um der Zukunftsorientierung der Ertragswertmethode Genüge zu leisten. Oder mit anderen Worten: In der Ertragswertmethode sei der erste Wert, der zähle, der Mietwert des kommenden Jahres und nicht der Mietwert heute. Wichtig sei, dass nur tatsächlich erzielbare Mieterträge berücksichtigt würden, weil nur diese schlussendlich zu Rückflüssen an die Investoren führen (könnten). Sollmieten (d.h. Mietzinsen bei Vollausmietung ohne Mietzinsausfälle) dürften nur dann eingesetzt werden, wenn es keine Hinweise (historische Erfahrungswerte, aktuelle Mieterstruktur, Leerstandquoten bei vergleichbaren Objekten in der näheren Umgebung) darauf gebe, dass mit Mietzinsausfällen oder Leerstand zu rechnen sei. Ansonsten seien Mietzinsausfälle oder Leerstand zwingend zu berücksichtigen (d.h. entweder Berück-

sichtigung der tatsächlich erzielbaren Bruttomieteträge im Zähler oder Berücksichtigung als Kosten bei der Berechnung der Nettoerträge oder im Nenner). Die Nettosichtweise habe viele Vorteile gegenüber der Bruttosichtweise. Tatsache sei aber, dass die Bruttomethode die bevorzugte Methode der damaligen Zeit gewesen sei. Dies widerspiegeln sich auch in den für das vorliegende Verfahren vorhandenen Daten. Folglich müsse auf Basis der Bruttowertmethode mit den zur Verfügung stehenden Daten ein gültiges Ergebnis erzielt werden, obwohl aus theoretischer Sicht die Nettomethode zu bevorzugen wäre (act. 166 S. 25 f.).

c) Nachvollziehbarkeit des Gutachtens

Die Klägerinnen werfen dem Gutachter nicht nur bei der Beurteilung der Transaktionen (dazu hinten S. 54 ff., Ziff. V/7/e/dd), sondern auch bei der Berechnung der Verkehrswerte vor, seine Resultate seien nicht überprüfbar, weil nicht nachvollziehbar sei, was er genau rechne. Er weise nur die Zahlen für die resultierenden Verkehrswerte aus, aber nicht die Mietwerte und Kapitalisierungssätze, auf denen diese Verkehrswerte basieren. Wie er auf S. 52 das Mietzinswachstum berechne und damit auch, wie er die Mietwerte erhalte, sei nicht nachvollziehbar. Wie er auf S. 50 den "Durchschnitt Hypothekarsatz" (Spalte (2)) berechne, sei nicht nachvollziehbar. Die Berechnung der Mittelwerte aus dem Spread zum gleitenden Durchschnitt (1 %) und zum jährlichen Spread (0.77%) sei ebenfalls nirgendwo nachgewiesen. Ein Anhang mit den Rechnungsläufen fehle. Der Gutachter mache auch keine spezifizierten Quellenangaben zu den Akten des Prozesses und es bleibe damit unklar, woher er diese Zahlen bezogen habe (z.B. "Mietwert Beklagte", "Renovationsabzug Beklagte", Wachstumsraten). Auf jeden Fall stimme (um ein Beispiel zu nennen) in der Basistabelle auf S. 46 der "Mietwert Beklagte" nicht mit den Angaben der Beklagten in den Schätzprotokollen überein (act. 196 S. 31 f.).

Die Zahlen und Berechnungen des Gutachters sind allesamt nachvollziehbar (wobei davon ausgegangen werden kann, dass die Parteien mit dem Prozessstoff vertraut sind):

In den Tabellen S. 46 ("Abbildung 5") stammen die Mietwerte, Mieterträge, Renovationsabzüge, Verkehrswerte und Kapitalisierungssätze ohne Renovationsabzug der Beklagten (Panel A und B) z.B. von act. 31/1/T1.1 und act. 31/1/T1.2 (je Rückseite). Die Kapitalisierungssätze mit Renovationsabzug errechnen sich mit der einfachen Formel (vgl. Formel 14 auf S. 24 des Gutachtens)

$$KS = \frac{MW}{VW + Ren.} \times 100$$

Sie entsprechen mit geringfügigen Abweichungen (Ausnahme: E._____ 1989: 6.82 % statt 6.09 % {act. 194 S. 37 f.}, was zu einer Annäherung des vom Gutachter errechneten Verkehrswerts an denjenigen gemäss Jahresbericht führen würde) den Zahlen in der Duplikbeilage act. 43/2. Die Mietwerte, Verkehrswerte und "G._____ Bruttorenditen" der Klägerinnen sind in act. 18/A23 aufgeführt. Die Differenzen zwischen den Mietwerten der Beklagten und der Klägerinnen stellen die Abweichung in Prozent dar (Mietwert der Beklagten = 100 %). Dasselbe gilt für die Differenzen bei den Verkehrswerten. Die Spalten "Differenz Kap.satz" stellen die Differenzen zwischen den Kapitalisierungssätzen der Beklagten und den G._____ Bruttorenditen dar.

Die Hypothekarsätze (Spalte 1) und Bundesobligationen (Spalte 3) auf S. 50 des Gutachtens finden sich auf der Webseite der Nationalbank unter "Historische Zeitreihen 4: Zinssätze und Renditen". Die gleitenden 5-Jahres-Durchschnitte wurden durch Addition der letzten fünf Jahres-Zinssätze, Summe geteilt durch 5, gewonnen. Die Spalten 5 und 6 ("D._____ Kapital.satz" und "E._____ Kapital.satz") stammen von den Panel A und B auf S. 46 des Gutachtens. Die Berechnungsweisen der Spreads sind am Kopf jeder Spalte aufgeführt.

Die in den Tabellen auf S. 52 des Gutachtens aufgeführten Mietwerte, Mieterträge, Verkehrswerte Jahresbericht und Verkehrswerte Klägerinnen sind den Tabellen auf S. 46 des Gutachtens entnommen. Wie der Gutachter das Mietzinzwachstum errechnet hat, ist auf S. 47 des Gutachtens beschrieben. Er hat dazu die Mietzinssteigerungen verwendet, welche die Klägerinnen in "act. 19" (präziser: act. 19/B/2 Tabelle 1c für D._____ und act. 19/C/2 S. 2 Tabelle 1c) aufgelistet ha-

ben. Auf S. 47 schreibt der Gutachter auch, dass er die Steigerungsraten einmal auf den Mietwert und einmal auf den Mietertrag anwende. Dies ergibt dann die Resultate in den Spalten "Verkehrsw. Jahresber." und "Verkehrswert adj. ME" nach der bekannten Formel

$$VW = \frac{MW}{KS} \times 100 - \text{Renovationsabzug}$$

beziehungsweise:

$$VW \text{ adj. MW} = \frac{(\text{MW Bekl.} + \text{Mietzinswachstum}) \times 100}{KS^*)} - \text{Renovationsabzug}$$

$$VW \text{ adj. ME} = \frac{(\text{ME Bekl.} + \text{Mietzinswachstum} \times 100)}{KS^{**})}$$

*) Kap. mit Ren.abzug von Gutachten S. 46

***) Kap. ohne Ren.abzug von Gutachten S. 46

In den Tabellen auf S. 53 f. des Gutachtens sind zunächst die Mietwerte und das Mietwachstum von den Tabellen S. 52 aufgeführt. Die Kapitalisierungssätze resultieren von den durchschnittlichen 5-Jahres-Hypothekarsätzen (Spalte 2 der Tabelle auf S. 50 des Gutachtens) zuzüglich den jeweiligen Margen. Die Verkehrswerte Jahresbericht und "Verkehrsw. Klägerinnen" sind unverändert von S. 52 bzw. 46 übernommen worden. Die "Verkehrswert adj." berechnen sich mit der üblichen Formel, nun aber mit den veränderten Kapitalisierungssätzen "Kap. adj."

Die Tabellen S. 55 des Gutachtens stellen eine Zusammenfassung der bereits erwähnten Verkehrswerte "Jahresbericht" und "Klägerinnen" (Gutachten S. 46, 52 und 53 f.) und der Verkehrswerte "MW adj." für D. _____ (Gutachten S. 52) dar. Wie der Gutachter auf S. 55 schreibt, nimmt er dagegen für den Verkehrswert "MW adj." von E. _____ bei den Kapitalisierungssätzen für die Jahre 1983 bis 1987 eine Korrektur vor, indem er mit den Kapitalisierungssätzen von D. _____ (→Gutachten S. 46, "Kap. mit Ren.abzug", bzw. S. 50, Spalte 5) zuzüg-

lich 0.3 % rechnet. Die Werte für die Jahre 1988 bis 1991 entstammen unverändert von der Tabelle S. 52.

d) Bestimmung der Mieterträge

aa) Zur Bestimmung der Mieterträge führt der Gutachter aus, soweit nachvollziehbar und auf Basis von Stichproben der Schätzungsprotokolle (act. 31) und dem Vergleich der Schätzungsprotokolle mit den Auflagelisten (act. 19) könne festgehalten werden, dass die Beklagte ihre deklarierten Mietwerte von 1983 bis 1989 als realisierte Nettomieten per Abschluss des Geschäftsjahres berechnet habe, wobei er davon ausgehe, dass in den Schätzungsprotokollen mit der Bezeichnung "Mietzinsen" jeweils Bruttomieten ohne Nebenkosten bezeichnet werden. Ab 1990 habe die Beklagte die Sollmieten per Abschluss des Geschäftsjahres als Mietwert eingesetzt. Das langfristige Wachstum der Mieterträge spiele bei der Bestimmung des nachhaltigen Mietertrags keine Rolle und müsse bei der Analyse des Nenners (Kapitalisierungssatz) berücksichtigt werden. Sollmieten seien nicht der richtige Anknüpfungspunkt; es sei ausschliesslich auf die tatsächlich erzielbaren Erträge abzustützen. Kein Investor sei bereit, für Erträge oder Cash Flows zu bezahlen, die nur auf dem Papier stünden. Wenn also bei einer Renditeliegenschaft aufgrund von historischen Erfahrungswerten und/oder der aktuellen Mieterstruktur etc. auch in Zukunft mit Mietzinsausfällen (Nicht-Bezahlung oder Leerstand) gerechnet werden müsse, dann seien diese zwingend in der Bewertung zu berücksichtigen (act. 166 S. 28 f.).

Bei der Bestimmung des Mietertrages sei entscheidend, welche Erträge in der Zukunft erwartet würden. Wenn der Bewertungsexperte davon ausgehe, dass ein gewisses Mietzinswachstum im kommenden Jahr "zu erwarten" sei, müsse diese Erwartung in die Bewertung einfließen. Die Absicht der Klägerinnen ziele daher in die richtige Richtung. Das Vorgehen sei insofern kritisch zu hinterfragen, weil es auf Zahlen – den Mietwerten pro Liegenschaft der Beklagten des kommenden Geschäftsjahres – beruhe, die im Zeitpunkt der Berechnung des (nachhaltigen) Mietwertes durch die Beklagte noch gar nicht bekannt gewesen seien. Zusammenfassend könne festgehalten werden, dass der Mietwert (Zähler der Ertragswertgleichung) korrekterweise als tatsächlich erwarteter Mietertrag am Ende

des kommenden Geschäftsjahres unter Berücksichtigung von durchschnittlichen Mietzinsausfällen und/oder durchschnittlichem Leerstand bestimmt werden müsse (act. 166 S. 29 f.).

Aufgrund der zur Verfügung stehenden Unterlagen komme man zum Schluss, dass beim Ansatz der Beklagten insbesondere die [Betrachtung der] zu erwartenden Mietzinserhöhungen im kommenden Jahr nicht gebührend berücksichtigt worden seien. Zumindest sei aus den Unterlagen nicht transparent und nachvollziehbar ersichtlich, dass die entsprechenden Überlegungen in die Mietwertberechnung mit eingeflossen seien. Der Ansatz der Klägerinnen, 75% der tatsächlichen Mietzinssteigerungen des kommenden Geschäftsjahres zu berücksichtigen, sei nicht sachgerecht, da er auf Daten basiere, die zur Zeit der Mietwertberechnung gar nicht verfügbar gewesen seien. Ein "Nachholen" der Mietwertberechnung pro Liegenschaft über die relevante Periode 1983 bis 1991 wäre nicht nur ineffizient, sondern aufgrund der Tatsache, dass viele Informationen damals in den Köpfen der Schätzungsexperten etc. gesteckt hätten, aber nicht dokumentiert gewesen seien, voraussichtlich zum Scheitern verurteilt. Man müsse daher einen gangbaren Weg finden, mit bereits zum Zeitpunkt der damaligen Mietwertberechnung vorgelegenen, zur Verfügung stehenden Daten einen Mietwert für das jeweils kommende Geschäftsjahr zu schätzen. Der Gutachter schreibt weiter, als Startwert habe er den Mietwert der Beklagten verwendet. Dabei gehe er davon aus, dass die Immobilien (im Durchschnitt) zu marktgerechten Konditionen vermietet gewesen seien und sowohl Mietzinsausfall als auch Leerstand berücksichtigt worden seien. Dieser Mietwert könne folglich als nachhaltig erzielbarer jährlicher Ertrag am Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres verstanden werden. Dieser nachhaltige Mietertrag müsse auf das Ende des kommenden Geschäftsjahres extrapoliert werden. Vorzugsweise würde man mit einer dannzumal aktuellen Einschätzung der mit genügend grosser Sicherheit zu erwartenden Mietzinssteigerungen für das kommende Jahr extrapolieren. Da eine solche Einschätzung nicht zur Verfügung stehe, habe er sich als "second best" Lösung auf die vergangenen Wachstumsraten abgestützt. Dazu seien die Mietzinssteigerungen, welche die Klägerinnen aus den Mietwerten von in Folgejahren im Portfolio verbliebenen Liegenschaften abgeleitet hätten, verwendet worden. Für 1983 sei die Wachs-

tumsrate von 1982 auf 1983, für 1984 die durchschnittliche Wachstumsrate von 1982-1984 berücksichtigt worden, usw. Ab 1987 habe er einen gleitenden Durchschnitt jeweils über die vergangenen fünf Jahre verwendet. Diese Steigerungsrate sei in den Jahren 1983-1990 auf den Mietwert der Beklagten und in den beiden letzten Jahren auf den Mietertrag der Beklagten angewandt worden. Der Mietwert der Beklagten für D._____ (act. 166 S. 46) liege immer über dem Mietertrag (bis auf das letzte Jahr, in dem massiv Immobilien verkauft worden seien). Die Abweichung Mietwert zu Mietertrag könne mehrere Gründe haben, insbesondere Immobilienkäufe und -verkäufe unter dem Jahr, aber auch erwartete Mietzinserhöhungen. Wenn bereits solche Erwartungen eingeflossen wären, dann würde man Mietzinserhöhungen doppelt zählen, wenn man die Mietwerte nochmals nach oben korrigiere. Auf Basis der zur Verfügung stehenden Unterlagen habe nicht verifiziert werden können, dass in den Mietwert tatsächlich erwartete Mietzinssteigerungen des kommenden Jahres eingeflossen seien. Aus diesem Grund sei der Mietwert als nachhaltiger Ertrag im aktuellen Jahr behandelt worden (act. 166 S. 47, insb. auch Fn 15).

bb) Die Klägerinnen attestieren dem Gutachter, richtig erkannt zu haben, dass die Ertragswertmethode eine zukunftsgerichtete Methode sei und dass die am Stichtag erkennbaren Mietzinserhöhungen des Folgejahres in die Verkehrswert-Ermittlung einbezogen werden müssten. Seine Umsetzung dieser (in Theorie und Praxis unumstrittenen) Erkenntnis erfolge insofern seltsam, als er bei der konkreten Berechnung die von der Beklagten bei der Schätzung verwendeten Mieten mit dem durchschnittlichen Mietzinswachstum der gleitenden vergangenen fünf Jahre erhöhe. Dieses Vorgehen sehe kein Schätz-Handbuch der damaligen Zeit vor (act. 196 S. 5). Die Beklagte erhebt den gleichen Vorwurf und zudem die Rüge fehlender Usanz (act. 194 S. 29). Dem ist entgegenzuhalten, dass der Gutachter gar nicht behauptet, seine Berechnung des erwarteten Mietzinswachstums entspreche einer damals gängigen Methode. Vielmehr verwendet er einen Hilfsansatz ("second best Lösung"), weil die damalige Einschätzung der mit genügend grosser Sicherheit zu erwartenden Mietzinserhöhungen für das kommende Jahr nicht mehr eruiert werden könne. Das leuchtet ein. Der Gutachter ist auch nicht der Auffassung, die Beklagte hätte das zu erwartende Mietzinswachstum auf-

grund des vergangenen Mietzinswachstums kalkulieren sollen. Er kreiert keine neue Bewertungsmethode.

Die Klägerinnen machen geltend, die Beklagte habe selbstverständlich ihre Mietverträge für das Folgejahr gekannt. Daher sei es absurd, wenn der Gutachter argumentiere, dass die Beklagte die Mieten des nächsten Jahres gar nicht hätte kennen können (act. 196 S. 22). Natürlich kannte die Beklagte ihre Mietverträge. Sie kannte auch die im Schätzungszeitpunkt rechtlich verbindlichen Mietzinsänderungen des kommenden Geschäftsjahres. Sie konnte aber nicht wissen, ob sich erst ins Auge gefasste bzw. noch anfechtbare Mietzinsänderungen tatsächlich würden durchsetzen lassen, wie die Beklagte zu Recht geltend gemacht hat. Der Einwand der Klägerinnen geht fehl.

Nach Auffassung der Klägerinnen hätte es dem Gutachter zu denken geben müssen, dass bei E._____ in den Schätzungsprotokollen von 1983 bis 1987 immer der "Netto-Mietzins per 1.10." ausgewiesen worden sei, während der Geschäftsabschluss per 31. Dezember erfolgt sei (act. 196 S. 22). Die Beklagte hat indessen in der Duplik geltend gemacht, in weitaus überwiegenden Teilen der Schweiz hätten auf das Jahresende keine Mietzinserhöhungen durchgeführt werden können, weshalb der Stand der Mieten per 1. Oktober dem Stand per Ende Dezember desselben Jahres entsprochen habe (act. 30 S. 34; act. 42 S. 38 f.). Diese Behauptung ist in der Replik bzw. in der Vernehmlassung zu den Noven der Duplik unbestritten geblieben (act. 36 S. 88 f.; act. 52), so dass es letztlich nicht relevant ist, ob die Beklagte als massgeblichen Zeitpunkt für die Bestimmung des Netto-Mietzinses den 1. Oktober oder den 31. Dezember wählte.

Die Klägerinnen behaupten, der Vergleich der Mieten aus den Schätzungsprotokollen mit den Mieten der Auflagelisten zeige ab 1990 eine Wachstumslücke. Es sei falsch, wenn der Gutachter diesen Punkt nicht weiter verfolgt habe mit der Begründung, "dass aus den von ihm angeblich geprüften Quelldokumenten kein Rückschluss darauf möglich wäre" (act. 196 S. 22). Die Beklagte hatte die geringere Zunahme der Mietzinsen für die Verkehrswertschätzung im Verhältnis zu den Bruttoerträgen ab 1991 damit erklärt, dass ab diesem Jahr der Bruttoertrag sämtliche Einnahmen aus dem Mietverhältnis erfasst habe, also auch die lediglich

treuhänderisch eingenommenen Betriebskosten berücksichtigt habe. Für die Bestimmung der Mietzinsen für die Verkehrswertschätzung seien diese Betriebskosten pro Liegenschaft mittels einer Pauschale abgezogen worden (act. 42 S. 71). Dies blieb von den Klägerinnen unbestritten (act. 52; vgl. auch act. 18 S. 33) und wurde auch vom Gutachter zur Kenntnis genommen. Er schrieb, er habe diesen Punkt aus den zur Verfügung stehenden Informationen nicht zweifelsfrei nachvollziehen können (act. 166 S. 28 Fn 8). Es ist nicht erkennbar, was der Gutachter aus Sicht der Klägerinnen mehr dazu hätte sagen können bzw. müssen.

Die Klägerinnen nehmen an, dass die Beklagte immer von Sollmieten ausgegangen sei. Die vom Gutachter genannten Akten liessen die von ihm gezogenen Schlüsse nicht zu. In den Auflagelisten wie auch den Schätzprotokollen erscheine einfach ein Betrag (ohne Angabe irgendwelcher Mietzinsausfälle). Die Beklagte selber habe in Bezug auf ihre Bewertung eine Umstellung von effektiv eingenommenen Ist-Mieten zu Sollmieten auch gar nie behauptet. Es sei anzunehmen, dass sie immer von Sollmieten ausgegangen sei. Die Klägerinnen hätten diese Werte übernommen (act. 196 S. 22). Wie gesehen vertritt der Gutachter eine – überzeugende – differenzierende Meinung, was die Berücksichtigung eines allfälligen Leerbestandes betrifft. Die Klägerinnen kritisieren diese Meinung zu Recht nicht. Wenn sie annehmen, dass die Beklagte stets von Sollmieten ausgegangen sei, dann war das aus klägerischer Sicht auch richtig (act. 4/33 S. 41). Was die Klägerinnen mit ihren Ausführungen zu den Sollmieten darlegen wollen, wird letztlich nicht klar.

cc) Die Beklagte weist darauf hin, dass nach einer Untersuchung von Donato Scognamiglio die Methode der Extrapolation des Durchschnitts der in den vergangenen Jahren verzeichneten Mietzinssteigerungen sich als besonders fehlerhaft herausgestellt habe. Diese Untersuchung habe gezeigt, dass die Ertragswertmethode ohne Berücksichtigung eines Mietwachstums innerhalb der traditionellen Methoden das genaueste Verfahren darstelle (act. 194 S. 29). Scognamiglio hatte in der von der Beklagten erwähnten Studie den Ertragswert bei 197 Mehrfamilienhäusern berechnet, welche zwischen September 1996 und Februar 1998 die Hand gewechselt hatten (Scognamiglio, Methoden zur Immobilienbewer-

tung im Vergleich. Eine empirische Untersuchung für Schweizer Wohnimmobilien, Diss. Bern 2000, S. 196). Bei der Ertragswertmethode mit Berücksichtigung eines jährlichen Mietwachstums von 4 % stellte er im Vergleich zu andern von ihm angewandten Bewertungsmethoden die grösste mittlere Abweichung von den bezahlten Marktpreisen fest (Scognamiglio, a.a.O., S. 200). Seine Formel lautete

$$\text{Ertragswert} = \frac{\text{Mieteinnahmen} \times (1+g)}{k - g}$$

wobei k den Diskontfaktor und g die konstante Wachstumsrate der Mieten bezeichnet (Scognamiglio, a.a.O., S. 28). Vorliegend rechnet der Gutachter aber nicht mit einem konstanten jährlichen Mietwachstum von 4 %. Der Vergleich mit der Arbeit von Scognamiglio ist von vornherein zum Scheitern verurteilt. Dem Gutachter geht es darum, den nachhaltig erzielbaren Mietertrag zu schätzen (vgl. Das Schweizerische Schätzerhandbuch, a.a.O., S. 82). Eine Systemänderung, wie die Beklagte behauptet, liegt nicht vor (act. 194 S. 30). Ob der Gutachter in diesem Zusammenhang von Mietzinserhöhungen spricht, welche "mit grosser Wahrscheinlichkeit" oder "mit genügender Sicherheit" im kommenden Jahr durchgesetzt werden können, ist irrelevant (act. 194 S. 31).

Einen Widerspruch ortet die Beklagte im Gutachten, weil auch gesagt werde, ein allfälliges Mietzinswachstum sei als Verminderung des Zuschlags bei der Festsetzung des Kapitalisierungssatzes berücksichtigt worden (act. 194 S. 29). Die Beklagte hat aber selber nicht behauptet, sie habe dies gemacht. Hinzu kommt, dass der Gutachter darauf hingewiesen hat, wie der Kapitalisierungssatz von der Beklagten festgesetzt worden sei, sei intransparent (vgl. nachfolgend lit. e/aa). Dass der Gutachter unter diesen Umständen einen Zuschlag im Zähler vornahm, ist nicht zu beanstanden (vgl. act. 166 S. 30 lit. F).

Für die Beklagte ist nicht haltbar, dass der Gutachter den von ihr verwendeten Mietwert als nachhaltigen Ertrag im *aktuellen* Jahr behandle. Tatsächlich stelle dieser Wert den erzielbaren Ertrag im *kommenden* Jahr dar. Der Umstand, dass der Mietwert in den meisten Jahren mit Ausnahme der beiden letzten Jahre höher als der Mietertrag (Bruttoertrag) sei, bestätige, dass die Beklagte sichere

Mietzinserhöhungen berücksichtigt habe. Hätte der Gutachter (wenn überhaupt) richtigerweise die Mieterträge und nicht die Mietwerte erhöht, hätte sich eine Abweichung von 1.4 % (D._____) bzw. 0.8 % (E._____) zu den Verkehrswerten der Beklagten ergeben. So habe der Gutachter Mietzinserhöhungen doppelt gezählt (act. 194 S. 32 ff.). Der Gutachter hat diese Gefahr durchaus erkannt. Seine Mietwerte stellen daher die Obergrenze dar. Es könnte durchaus sein, dass wegen doppelt berücksichtigten Mietzinserhöhungen (solche, die im Bewertungszeitpunkt noch nicht eingetreten waren, aber rechtlich verbindlich feststanden) die Mietwerte tiefer wären, als vom Gutachter veranschlagt. Die Differenz zwischen Mietwerten und Mieterträgen kann aber verschiedene Gründe haben (nebst erwarteten Mietzinserhöhungen Verkäufe von Liegenschaften, Berücksichtigung von Leerbeständen). Die meisten von der Beklagten angerufenen Zeugen konnten sich nicht mehr erinnern, ob bevorstehende Mietzinserhöhungen berücksichtigt wurden. Der Zeuge Q._____ sagte auf die Frage, ob er solche berücksichtigt habe: "Ja und Nein. Im Frühling erfolgte stets eine Besprechung, anlässlich welcher Fragen gestellt werden konnten. Dort wurde teilweise auch mitgeteilt, ob Renovationen geplant waren. In diesem Sinne wurden bevorstehende Mietzinserhöhungen mitgeteilt." (Prot. S. 52 f.). Der Zeuge R._____ vermutete, dass künftige Mietzinserhöhungen eher nicht miteinberechnet worden seien (Prot. S. 65). Der Zeuge S._____, Leiter der Immobilienfondsverwaltung bei der Beklagten ab Spätherbst 1990, gab zu Protokoll, das Kalenderjahr, der Abschluss des Fonds, sei jeweils massgebend gewesen, wobei schon angekündigte Mietzinsveränderungen, so bei Anpassungen an den Hypothekarzins, berücksichtigt worden seien (Prot. S. 114 f.). Diese spärlichen Angaben lassen keine zuverlässigen Schlüsse zu, inwiefern die Beklagte künftige Mietzinserhöhungen von 1983 bis 1991 berücksichtigt hat. Hinzu kommt, dass die Beklagte mit Beweisabnahmebeschluss vom 10. September 2008 verpflichtet worden war, eine Aufstellung über die effektiv einggenommenen Mieten zuzüglich Mietzinsausfälle, abzüglich der nur treuhänderisch eingezogenen und weitergeleiteten effektiven Nebenkosten, und Mieterpiegel mit Angabe der im Folgejahr geplanten Sollmieten einzureichen (act. 96 S. 16, Ziff. II lit. a und c). Dieser Editionsspflicht ist die Beklagte mit Hinweis auf die bei den Akten liegenden Bestandeslisten und Schätzblätter nicht weiter nachge-

kommen (act. 106). Damit hat sie es verpasst, Klarheit über die von ihr verwendeten Mietwerte zu schaffen. Es ist daher auf das Vorgehen des Gutachters abzustellen.

e) Kapitalisierungssatz

aa) Feststellungen Gutachter

Der Kapitalisierungssatz kann gemäss Gutachten ökonomisch gesehen immer als risikofreie Rendite plus Risikoprämie ausgedrückt werden (act. 166 S. 5). Der Kapitalisierungssatz setze sich aus drei Komponenten zusammen, den Finanzierungskosten, dem Zuschlag für die Nutzungskosten und dem erwarteten Mietzinswachstum:

Kapitalisierungssatz $r = k_F + k_K - g$

(Kapitalisierungssatz = Finanzierungskosten + Nutzungskosten – konstantes erwartetes Mietertragswachstum)

Generell sei zu jener Zeit in der Immobilienbewertung nicht scharf nach Eigen- oder Fremdkapitalkosten, sondern mehrheitlich nur zwischen Finanzierungskosten und übrigen Kosten getrennt worden. Dabei seien die Finanzierungskosten mit den Fremdkapitalkosten gleichgesetzt und die Eigenkapitalkosten implizit, aber vollständig intransparent, im Zuschlag berücksichtigt worden. Die Fremdkapitalkosten seien mit dem Satz für 1. Hypotheken (Althypotheken) gleichgesetzt und der Zuschlag auf der Basis von Erfahrungswerttabellen zwischen 1 % und 3 % angesetzt worden (act. 166 S. 26 f.). Individuelle Kapitalisierungssätze für einzelne Liegenschaften seien dadurch erklärbar, dass die übrigen Kosten (Instandhaltungs- und Verwaltungskosten etc.) in der damaligen Zeit in aller Regel im Kapitalisierungssatz berücksichtigt worden seien (act. 166 S. 5).

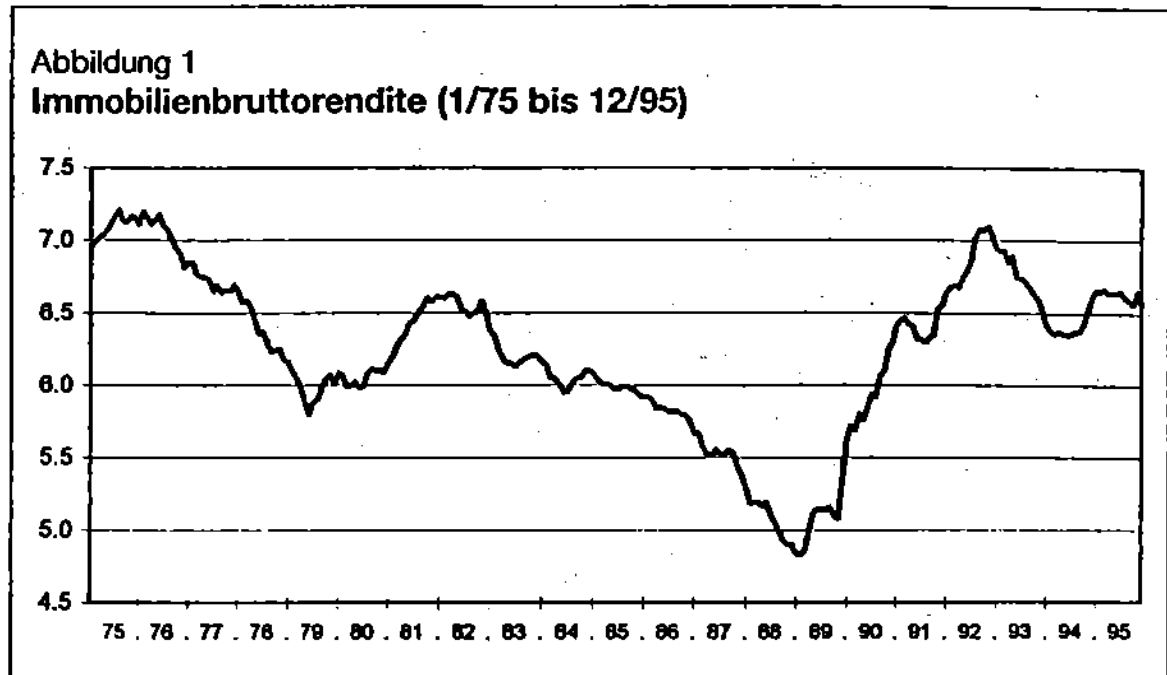
Bei der Überprüfung des Kapitalisierungssatzes stellte der Gutachter zunächst die Hypothekarsätze und die Rendite der Bundesobligationen (Quelle: Schweizerische Nationalbank) der relevanten Periode den Kapitalisierungssätzen von D._____ und E._____ gegenüber. Die Differenz (Spread) zwischen Kapitalisierungssatz und Hypothekarsatz schwanke bei D._____ zwischen -0.08 % und

1.33 % (mit Mittelwert 0.77 %) bzw. zwischen 0.75 % und 1.46 % beim gleitenden 5-Jahres-Hypothekarsatz mit Mittelwert 1 %. Der D.____-Kapitalisierungssatz sehe ähnlich stabil aus wie die gleitenden Durchschnitte, während der E.____-Kapitalisierungssatz etwas variabler ausfalle, aber immer noch relativ stabil scheine. Es falle auf, dass die Margen (als Abbild von Kosten und Risikoprämie) relativ gesehen stark schwanken, was nicht den Erfahrungen entspreche, die man mit langfristigen Risikoprämien in anderen Märkten habe. Um diese Variabilität der Margen zu eliminieren (welche allenfalls als Ausnützung des Ermessensspielraums von Schätzungsexperten oder Fondsleitung interpretiert werden könne), würden die Kapitalisierungssätze für D.____ und E.____ im Folgenden als Hypothekarsatz plus konstante Marge definiert. Um dem längerfristigen Charakter einer Investition in eine Renditeliegenschaft gerecht zu werden, werde der gleitende Durchschnitt des Hypothekarsatzes verwendet und die Marge addiert. Diese entspreche einmal dem Mittelwert aus dem Spread zum gleitenden Durchschnitt (1 % bei D.____ und 1.5 % bei E.____) und aus dem jährlichen Spread (0.77 % bei D.____ und 1.25 % bei E.____). Das Abstellen auf den gleitenden Durchschnitt von Hypothekarsatz bzw. dem entsprechenden Spread mache Sinn, da Liegenschaften mit der Ertragswertmethode als Anlagen mit unendlicher Laufzeit bewertet würden. Die gleitenden Durchschnitte würden hohe und tiefe Zinssätze tendenziell ausgleichen und dadurch weniger um den langfristigen Durchschnitt schwanken. Im Ergebnis verwendet der Gutachter den gleitenden 5-Jahres-Durchschnitt des Hypothekarsatzes, von der Schweizerischen Nationalbank veröffentlicht, zuzüglich Marge als Durchschnitt der von D.____ und E.____ in der betreffenden Periode angewandten Marge, und zwar einmal gemessen als Kapitalisierungssatz abzüglich 5-Jahres-Durchschnitt Hypothekarsatz und einmal gemessen als Kapitalisierungssatz abzüglich Hypothekarsatz p.a. Die Resultate zeigten, dass die Verkehrswerte unter Einschluss des erwarteten Mietzinswachstums gegenüber den publizierten Verkehrswerten der Beklagten anstiegen (wie aufgrund der linearen Beziehung zwischen Mietwert und Verkehrswert erwartet ca. im Umfang des erwarteten Mietzinswachstums), während mit der Änderung der Kapitalisierungssätze konstruktionsbedingt die Verkehrswerte

insgesamt nicht mehr gross anstiegen, sondern lediglich die Verteilung der Verkehrswerte über die Zeit ändere (act. 166 S. 49 ff.).

Die Beklagte habe, so der Gutachter weiter, den Kapitalisierungssatz gemäss damaliger Praxis als Hypothekarsatz plus Marge bestimmt (act. 166 S. 5). Dieser Methode zur Bestimmung des Kapitalisierungssatzes hafte der Mangel an, dass sie intransparent sei. Sie gebe dem Bewerter einen grossen Ermessensspielraum (act. 166 S. 34 f.). Die von der Beklagten verwendeten Kapitalisierungssätze seien theoretisch korrekt konstruiert. Die grundlegenden Regeln der damaligen Zeit für deren Bestimmung seien eingehalten worden. Die Marge zum Fremdkapitalzins sei allerdings höchst intransparent und schlecht nachvollziehbar. Sie schwanke zwar über die Zeit, im Durchschnitt liege sie aber auf einer vernünftigen Höhe (act. 166 S. 7 und 54 f.). Der Gutachter schreibt, er habe keine Anzeichen dafür gefunden, dass die Marge bewusst in die eine oder andere Richtung systematisch verändert worden sei. Für D._____ habe er daher mit den von der Beklagten verwendeten Kapitalisierungssätzen gerechnet. Die Kapitalisierungssätze der Beklagten bei E._____ seien vor allem in den Jahren 1983 bis 1987 massiv höher als bei D._____ und nähmen einen anderen Verlauf. Ab 1988 verschwinde die Differenz praktisch und der Verlauf gleiche sich an den Verlauf von D._____ an. E._____ sei zwar einiges kleiner als D._____ und dürfte daher prozentual einen höheren Kostenblock aufweisen. Ob die beträchtliche Differenz tatsächlich mit Unterschieden in den Kosten (inkl. Rückstellungen) erklärt werden könne, habe auf Basis der verfügbaren Informationen nicht verifiziert werden können. Falls es tatsächlich Kostenunterschiede seien, hätten die Differenzen auch nach 1988 bestehen bleiben müssen. Als Ausgangspunkt seien daher bei E._____ die D._____ -Sätze genommen und die Differenz in den Jahren 1983 bis 1987 auf 0.3 % beschränkt worden. Die 0.3 % sollten den Unterschied in der Grösse der beiden Fonds und den daraus resultierenden Einfluss auf die prozentualen Kosten widerspiegeln. Ab 1988 sei mit den Kapitalisierungssätzen von E._____ gerechnet worden, da sich diese ab dieser Zeit parallel leicht über den D._____ -Sätzen bewegt hätten (act. 166 S. 7 und S. 54 f.).

Zum klägerischen Ansatz, die Bruttorenditenreihe nach der Studie von Prof. G. _____ als Kapitalisierungssätze zu verwenden, schreibt der Gutachter, Bruttorenditen, definiert als Mietwert geteilt durch Verkehrswert, seien keine Kapitalisierungssätze. Sie im Nenner der Ertragswertmethode zu verwenden, sei theoretisch nicht korrekt. Es würden damit Parameter von zwei unterschiedlichen Bewertungsmethoden vermischt, was nicht zulässig sei. Die Klägerinnen würden für einen Umstieg von der Ertragswertmethode auf eine Preisvergleichsmethode (Multiplikatoransatz) plädieren. Bei diesem werde der Verkehrswert als Vielfaches eines Werttreibers (i.d.R. Mietwert) ausgedrückt (was dazu führe, dass kein Renovationsabzug zu berücksichtigen sei). Die von ihnen ins Feld geführten Bruttorenditen seien nichts anderes als der reziproke Wert eines Bewertungsmultiples. Die Bewertungsmethode mit Multiples sei eine reine Preisvergleichsmethode und müsse als solche analysiert und beurteilt werden (act. 166 S. 4 f., 9 f., 22, 36 und 58). Die Umschreibung, wie die Bruttorenditen (sprich die Multiples) berechnet würden, sei für eine detaillierte Analyse zu ungenau. Es werde lediglich beschrieben: "Die erhobenen Einzelwerte werden mit Hilfe eines gleitenden Durchschnitts geglättet und in Monatswerte verdichtet (...)." (vgl. act. 19A/72 S. 447). Relevante Fragen wären zum Beispiel, wie genau die Bruttorendite pro Periode berechnet wurde (arithmetischer Mittelwert, wertgewichteter Mittelwert, Median etc.), über welchen Zeitraum der gleitende Durchschnitt berechnet wurde und ob neuere Werte bei der Durchschnittsbildung höher gewichtet wurden als ältere Werte. Damit bleibe unklar, wie die Werte in der folgenden Abbildung der Studie berechnet worden seien:



Der Gutachter weist sodann darauf hin, dass die Zahl von 6'079 Einzelwerten (auf der die Studie von Prof. G. _____ beruht, act. 19A/72 S. 447), auf den ersten Blick hoch erscheine. Wenn man aber bedenke, dass diese über 21 Jahre erhoben worden seien, dann resultierten lediglich 24 Beobachtungen pro Monat bzw. 290 Beobachtungen pro Jahr. Aufgrund der Grösse des Marktes für Renditeliegenschaften und der Tatsache, dass Objekte auch "unter der Hand" gehandelt würden, lasse sich darüber streiten, ob es sich hier um eine repräsentative Stichprobe handle. Auch sei nicht restlos klar, ob die gleiche Immobilie, wenn sie mehrmals annonciert worden sei, mehrmals in die Datenbasis eingegangen sei oder nicht. Der Ansatz, die verschiedenen Modelle aufgrund ihrer Bewertungsperformance zu beurteilen, sei grundsätzlich der richtige Ansatz. Die Ausführung der Performanceanalyse in der folgenden Tabelle (act. 19A/72 S. 448) lasse jedoch viele Wünsche offen:

Tabelle 2
Alternative Ansätze der Ertragswertermittlung

Bewertungsbasis	durchschnittlicher Fehler in %	Minimum in %	Maximum in %	Bandbreite in %
6.5 %	-4	-26	+11	37
6.24 %	0	-23	+16	39
Hypothekarzins	+11	-22	+52	74
Hypothekarzins +0.58 %	0	-27	+33	60
Rendite Eidg. Obligationen	+33	-14	+106	120
Rendite Eidg. Obligationen +1.5 %	0	-30	38	68
Immobilienbruttorenditen	0	0	0	0

Es sei anzunehmen, dass die Fehlerberechnung über alle 6'079 Einzelwerte erfolgt sei ohne Analyse von allfälligen Ausreißern (d.h. Einzelwerte, die offensichtlich stark von den übrigen Werten abweichen und daher einer vertieften Analyse zu unterziehen seien). Die Analyse stütze einzig auf den durchschnittlichen Fehler ab – in der Regel würden zusätzlich Statistiken wie "mean absolute error", "mean squared error" oder "root mean squared error" mit in die Betrachtung einbezogen. Die Spannweite als Differenz zwischen Minimum und Maximum zu definieren, könne zu falschen Schlüssen führen, insbesondere dann, wenn Ausreisser nicht eliminiert bzw. detailliert analysiert und allenfalls korrigiert worden seien. Spannweiten würden besser als Differenz zwischen erstem und drittem Quartal der Abweichungsdifferenzen oder allenfalls als Varianz oder Standardabweichung angegeben. Die Zeilen "Hypothekarzins" und "Rendite Eidg. Obligationen" könnten für den vorliegenden Fall ignoriert werden, da sie mangels Marge nicht relevant seien. Die Zeilen "Hypothekarzins + 0.58 %" und "Rendite Eidg. Obligationen + 1.5 %" basierten darauf, dass die Marge über die Zeit "absolut konstant" bleibe. Diese Annahme sei ökonomisch fragwürdig. Trotzdem lasse sich offensichtlich mit einer richtig gewählten, konstanten Marge auf die beiden Basiszinssätze der durchschnittliche Bewertungsfehler auf Null reduzieren. Die Spannweiten seien nicht nur suboptimal definiert, sondern litten auch unter der Annahme einer kon-

stanten Marge über die Zeit. Mit zeitvariabler Marge dürfte die Spannbreite massiv kleiner sein. Die Zeile "Immobilienbruttorenditen" sei irrelevant. Das gezeigte Resultate in der Tabelle für die Immobilienbruttorenditen sei nur dann möglich, wenn für die Verkehrswertschätzung jeder einzelnen Immobilie deren eigene Bruttorendite (deren eigenes Multiple) eingesetzt werde. Man setze also voraus, den Verkehrswert der Immobilie zu kennen, um den Verkehrswert der Immobilie zu bestimmen. Hier werde der Eindruck vermittelt, dass die Bewertung mit Bruttorenditen auf jeden Fall zu exakten Bewertungen führe, was schlicht und einfach falsch und nicht haltbar sei. Zusammenfassend könne festgehalten werden, dass der Aufbau der Studie G._____ keinen ökonomisch fairen Vergleich der Bewertungsperformance der verschiedenen Modelle zulasse; insbesondere liefere sie keine Hinweise darauf, dass der Bruttorenditenansatz (Multiplikatoransatz) bessere Verkehrswertschätzungen liefere als die Ertragswertmethode. Insgesamt könne die Studie somit keinen massgeblichen Beitrag zur Beantwortung der Frage leisten, ob Verkehrswerte besser mit dem Multiplikatoransatz oder der Ertragswertmethode zu schätzen seien. Ebenso würden keine Hinweise auf allfällige Studien gemacht, die diese Aussage untermauern würde. Eine wissenschaftlich fundierte und nachvollziehbare Beweisführung fehle (act. 166 S. 38 f. und S. 41). Die Entwicklung der Immobilienbewertung in der Zeit nach 1991 gebe keine Hinweise darauf, dass sich der Bruttorenditenansatz als überlegene Bewertungsmethode etabliert und durchgesetzt habe. Falls die Methode die von den Klägerinnen behaupteten Vorteile über die Zeit wirklich erfüllt hätte, hätte sie sich als dominierende Bewertungsmethode in der Immobilienbranche durchsetzen müssen. Die verfügbare Evidenz und die aktuell verwendeten Methoden bei der Bewertung von Renditeliegenschaften (spätestens seit 2007 mit starker Tendenz hin zur DCF-Methode) gebe keine Hinweise darauf, dass diese Entwicklung eingetroffen wäre (act. 166 S. 44).

bb) Standpunkt Klägerinnen (Bruttorenditen nach Prof. G._____)

Die Klägerinnen beharren darauf, dass die Verwendung der bei wirklichen Geschäften auf dem Markt beobachteten Bruttorenditen als Kapitalisierungssatz im massgeblichen Zeitraum immer dann als "beste Praxis" gegolten habe, wenn –

wie vorliegend – vermutliche Preise geschätzt werden mussten. Sie hätten bewiesen, dass die Kapitalisierung mit den Bruttorenditen von Prof. G._____ zu wirklichen Verkehrswerten im Sinne der Anlagefondsverordnung und damit zu den vermutlichen Preisen führe (act. 196 S. 3, 6, 14). Gemäss Prof. H._____ sei die Multiplikatoren-Methode nichts anderes als eine Ertragswertmethode, bei der die Bruttorendite aus Marktdaten erhoben werde, anstatt dass sie von einem Experten festgelegt werde (act. 196 S. 17).

Der Einwand der Beklagten, die von den Klägerinnen angewandte Methode der Verkehrswertschätzung sei schon deswegen nicht massgebend, weil sie auf einer retrospektiven Beurteilung beruhe (act. 194 S. 25 f.), geht fehl. Seine Studie wurde zwar später als in den vorliegend zu beurteilenden Jahren publiziert, aber anders als der Parteigutachter J._____ (vgl. hinten S. 81 ff., Ziff. V/7/g) stützt sich Prof. G._____ nicht auf nach dem Schätzungszeitpunkt eingetretene Entwicklungen. Daher geht der Vorwurf der Klägerinnen an die Beklagte auch zu Recht nicht dahin, sie hätte die von Prof. G._____ ermittelten Bruttorenditen zur Kapitalisierung verwenden müssen. Vielmehr wollen die Klägerinnen mit ihrer Methode die Verkehrswerte der Liegenschaften aufgrund der damaligen Marktbeobachtung beweisen.

Bei der klassischen Ertragswertmethode ist der Ertragswert der kapitalisierte jährliche Mietwert einer Liegenschaft und entspricht dem Barwert einer ewigen Rente. Der Kapitalisierungssatz setzt sich zusammen aus dem Basiszinssatz, der die Kapitalverzinsung deckt, sowie den Zuschlägen für die Bewirtschaftungskosten (Betriebskosten, Instandhaltungskosten, Verwaltungskosten, Mietzinsrisiko und die Rückstellungen für grosszyklische Erneuerungskosten; Das Schweizerische Schätzerhandbuch, a.a.O., S. 95 f.; Naegeli/Hungerbühler, Handbuch des Liegenschaftenschätzers, 3. A., Zürich 1988, S. 111 ff.). Die Vergleichswertmethode basiert auf dem Prinzip, den Marktwert eines Wertermittlungsobjekts mittels statistischer Verfahren aus möglichst zeitnahen Kaufpreisen von getätigten Immobilientransaktionen vergleichbarer Grundstücke festzustellen. Beim direkten Vergleich findet die Wertermittlung mit Vergleichsobjekten statt, die mit dem Wertermittlungsobjekt direkt vergleichbar sind, d.h. die wertbeeinflussenden Merkmale

der Vergleichsobjekte stimmen mit denen des Bewertungsobjektes überein. Weichen die wertbeeinflussenden Merkmale der Vergleichsobjekte von denen des Bewertungsobjektes ab, sind geeignete Modelle anzuwenden. Zwingende Grundvoraussetzung für die Anwendung dieser Verfahren ist eine genügend grosse Datenmenge von tatsächlich und frei gehandelten Kaufpreisen von Liegenschaften. Angebotspreise aus Inseraten sind je nach Aufgabenstellung keine taugliche Vergleichsbasis. Die Vergleichswertmethode kann als Bestandteil einer anderen Bewertungsmethode oder zur Prüfung und Plausibilisierung anderer Bewertungsmethoden und –ergebnissen Anwendung finden (Das Schweizerische Schätzerhandbuch, a.a.O., S. 56 f., 60, 63 f.). Die Bruttorendite vergleichbarer *gehandelter* Liegenschaften könnte daher durchaus als Kapitalisierungssatz verwendet werden, nur ist Prof. G._____ nicht von Handänderungen von Immobilien ausgegangen, sondern von Angebotspreisen. Das Fehlen zuverlässiger öffentlicher Daten hat denn auch Scognamiglio als einen der beiden wesentlichen Nachteile der Marktvergleichsmethode bezeichnet, neben dem Nachteil fehlender Replizierbarkeit, weil es sehr schwierig sei, wirklich vergleichbare Objekte zu finden (a.a.O., S. 8 f., vgl. auch S. 54). Damit stimmt die Äusserung des Gutachters überein, dass man den besten Hinweis auf den "fair value" einer bestimmten Immobilie in der Regel durch aktuelle, auf einem aktiven Markt notierte Preise ähnlicher Immobilien erhalte, die sich am gleichen Ort und im gleichen Zustand befänden und Gegenstand vergleichbarer Mietverhältnisse und anderer mit den Immobilien zusammenhängender Verträge oder Umstände seien. Diese Anforderungen seien für Renditeliegenschaften, wie sie in den beiden Fonds D._____ und E._____ enthalten seien, in der Regel nicht erfüllt. Dazu seien die Liegenschaften zu verschieden bzw. nicht homogen, und man sei kaum in der Lage, eine genügende Anzahl von erst kürzlich gehandelten Vergleichsimmobilien zu finden, um einen verlässlichen Vergleichspreis zu bestimmen (act. 166 S. 13 und 14). Die Beklagte hat zudem auf die von den Klägerinnen eingereichte Studie der Zürcher Kantonalbank "Immobilienmarkt Zürich" (Verfasser Bignasca/Kruck/Maggi/Schellenbauer/Schips) vom Oktober 1996 hingewiesen, welche bei Indizes gestützt auf Verkaufsangebote in Zeitungsinseraten zwei Probleme ortet: Erstens erschienen in Zeitungsinseraten nicht alle Liegenschaften, die in einem Jahr verkauft würden.

Vielmehr vermuten die Autoren, dass besonders schlecht verkäufliche Objekte, d.h. Liegenschaften mit ungünstigem Preis-Leistungsverhältnis, über Zeitungsinserate angeboten würden. Dies sei vor allem der Fall, wenn auf dem Immobilienmarkt ein Angebotsüberhang bestehe. Zweitens sei in den Inseraten die Information, ob und zu welchem Preis die Liegenschaft verkauft worden sei, nicht enthalten. Publierte Angebotspreise seien somit höchstens als Obergrenze der erzielbaren Marktpreise zu interpretieren (act. 19A/69 S. 36; act. 30 S. 81). Dies wird durch die Liegenschaftsmarktumfrage 1990/91 des Hauseigentümergebietes Schweiz veranschaulicht (act. 19A/65e): Dieser schreibt, die im Januar 1991 bei rund 100 Immobilienfirmen durchgeführte Umfrage zeige, dass die Zahl der angebotenen Objekte unter dem Druck der rekordhohen Zinsen in allen Handelssparten zugenommen habe. Das Inseratevolumen im Liegenschaftsteil der Tageszeitungen habe um rund 40 % über dem Stand von 1989 gelegen. Trotz der zunehmenden Verkaufsofferten sei die Zahl der tatsächlich zustande gekommenen Handwechsel aber merklich zurückgegangen. Es herrsche Käuferstreik. Trotz gewisser Preiskonkessionen seitens der Anbieter klafften die Preisvorstellungen der Verkaufswilligen und der Kaufinteressenten zu weit auseinander. Die Kaufinteressenten wären erst zu deutlich niedrigeren Preisen bereit, die grosse Zahl der offerierten Objekte abzunehmen. Die Umfrage bestätigt demnach, dass im Jahre 1990 viele Objekte angeboten wurden, die wegen überrissener Preisvorstellungen der Anbieter nicht verkauft werden konnten. Diese Objekte finden Eingang in Studien, welche auf Inseraten basieren. Dagegen werden all jene Liegenschaften nicht berücksichtigt, welche zwar gehandelt, aber zuvor nicht inseriert wurden.

Prof. G._____ hat in seiner Stellungnahme zu den Parteigutachten von Dr. J._____ geschrieben, es sei richtig, dass die in Inseraten angepriesenen Bruttorenditen in der Regel auf zu hohen Preisvorstellungen beruhten und demnach zu tief seien; die in den Inseraten angebotenen Immobilien seien aber in aller Regel qualitativ nicht ganz so gut, wie man es im Inserat gern erscheinen lassen möchte. Demnach sei sowohl der Preis zu hoch angesetzt als auch die Qualität übertrieben. Der Preis könnte jedoch durchaus für eine Immobilie angemessen sein, welche den vom Anleger gesuchten Qualitätsmerkmalen tatsächlich entspreche, d.h. wenn es sich beispielsweise um ein erstklassiges Anlageobjekt vom

Typus jener Objekte handle, welche von Anlagefonds gehalten würden. Die beiden in den Inseraten gemeinsam auftauchenden Verzerrungen seien dabei gesamtheitlich zu würdigen. Die beobachteten Bruttoimmobilienrenditen müssten erst kalibriert werden, bevor sie interpretierbar seien. Er habe seine Renditewerte immer wieder mit den internen oder gar publizierten Rendite- resp. Preisvorstellungen institutioneller Anleger am Immobilienmarkt verglichen und dabei festgestellt, dass sich die beiden Verzerrungen per saldo neutralisierten (act. 53/108 S. 10). Mehr als eine so nicht nachvollziehbare Parteibehauptung stellt dies aber nicht dar.

Zu den methodischen Einwänden des gerichtlich bestellten Gutachters gegenüber der Studie von Prof. G._____ haben die Klägerinnen in ihrer Stellungnahme zum Beweisergebnis auf ein Gegengutachten von Prof. H._____ verwiesen (act. 196 S. 24; act. 197/1). Dieser schreibt dazu, der Leser dürfe Prof. G._____ vertrauen, dass er die Daten sauber und umfassend erhoben habe, dass er nicht mehrmals dieselben Daten eingesetzt habe und dass er angemessen die Mittelwerte und die gleitenden Durchschnitte berechnet habe. Er stelle seine Daten ja auch jedem Interessierten gerne zur Verfügung (act. 197/1 S. 11). Damit wird weder etwas bewiesen noch werden die Vorbehalte des gerichtlich bestellten Gutachters widerlegt. Die Fehlerberechnung – so Prof. H._____ weiter – sei nicht über alle 6'079 Einzelwerte erfolgt, sondern nur über die 96 Monatswerte. Die Ausreisser würden sehr wohl aufgezeigt ("Minimum", "Maximum"). Prof. G._____ habe nie behauptet, dass die Bewertung mit Bruttorenditen auf jeden Fall zu exakten Bewertungen führe, sondern nur gezeigt, dass die Kapital-Marktzinsen die Entwicklung der Bruttorenditen über den Zeitraum 1975 bis 1995 sehr schlecht widerspiegeln, so dass ein Ertragswert nach Hypothekarzins + konstante Marge sich nicht eigne, weniger noch als ein Ertragswert mit konstantem Kapitalisierungssatz (act. 197 S. 11). Dass die Fehlerberechnung monatsweise erfolgt, ist schon zutreffend, aber Ausreisser werden im Artikel von Prof. G._____ bezüglich der Bruttorenditen nicht aufgezeigt; der gerichtlich bestellte Gutachter bezieht sich auf die oben auf S. 45 abgebildete Tabelle 2, wo er bemängelt, dass mögliche Abweichungen bei den Immobilienbruttorenditen auf 0 % gesetzt sind. Weil das so ist, hat er geschrieben, entstehe der Eindruck, dass die Bewertung

mit Bruttorenditen in jedem Fall zu exakten Bewertungen führe. Dabei ist aber offensichtlich, dass Prof. G. _____ die Abweichungen von den von ihm ermittelten Bruttorenditesätzen darstellen wollte, wenn mit andern Kapitalisierungssätzen gerechnet wird. Ob die Bruttorenditesätze zu den richtigen Verkehrswerten führen, ist damit natürlich nicht gesagt.

cc) Parteigutachten Prof. H. _____

Die Klägerinnen haben schon im Hauptverfahren ein Gutachten von Prof. H. _____ eingereicht, aus dem sich ergeben soll, dass die Bruttorenditen von Prof. G. _____ in hervorragender Weise geeignet seien, um die Verkehrswerte der Fonds zu schätzen (act. 52 S. 16; act. 53/107). Prof. H. _____ hat die Überprüfung anhand von 383 in den Jahren 1977 bis 2004 erfolgten Liegenschaftentransaktionen im Kanton Genf vorgenommen (act. 53/107 S. 6). Nach Auffassung des Gerichtsgutachters fehlt in der Expertise H. _____ eine nachvollziehbare Beweisführung, dass die Verkehrswertschätzungen mit Bruttorenditen den Verkehrswertschätzungen mit der Ertragswertmethode statistisch signifikant überlegen seien. Bei den Ausführungen auf Seite 7 der Expertise (wo es um die Fehlerstatistik aufgrund der mit dem Modell H. _____ vorhergesagten und den effektiv bezahlten Preisen bei Transaktionen im Kanton Genf in den Jahren 1983 bis 1991 geht) fehle beispielsweise der Hinweis darauf, ob die Fehlerstatistiken in den beiden Diagrammen out-of-sample oder in-sample erstellt worden seien. Nur wenn es sich um Out-of-sample-Fehlerstatistiken handle, dürften diese mit Fehlerstatistiken von Verkehrswertschätzungen mit der Ertragswertmethode verglichen werden. Ausserdem fehle eine Gegenüberstellung der Bewertungsergebnisse von Verkehrswertschätzungen mit der Ertragswertmethode und dem Multiplikatoransatz. Die Aussage, wonach mit dem Multiplikatoransatz gute Verkehrswertschätzungen erzielt werden könnten, reiche noch nicht als Beweis, dass diese gegenüber Verkehrswertschätzungen mit der Ertragswertmethode vorzuziehen seien. Die Graphik auf Seite 9 (wo die Bruttorenditezahlen nach G. _____ mit den Bruttorenditen aufgrund der von H. _____ im Kanton Genf erfassten Transaktionen verglichen werden) zeige zudem, dass gerade zu der Zeit, in der die Bruttorenditen in der G. _____-Studie am tiefsten seien und am stärksten von den Kapitalisierungssät-

zen der Beklagten abwichen, die Differenz zwischen den Studien G._____ und H._____ ebenfalls gross sei (bis zu 1 %). Dieser Unterschied könne allenfalls auf regionale Unterschiede zurückgeführt werden. Wenn aber tatsächlich regionale Unterschiede beständen, dann sei wiederum zweifelhaft, wie mit der gesamtschweizerischen Bruttorenditezeitreihe von G._____ gültige Resultate erzielt werden könnten. Dies wäre nur dann allenfalls vertretbar, wenn das zu bewertende Portfolio der Struktur der Liegenschaften insgesamt entspreche, die hinter der Konstruktion der Bruttorenditezeitreihe von G._____ stehe. Die Graphik auf Seite 7 unten (wo der Bewertungsfehler der erwarteten Preise nach H._____ in Prozenten dargestellt wird) zeige weiter, dass mit dem Multiplikatoransatz gemäss Vorgehen H._____ der Bewertungsfehler in ca. 10 % der Fälle über 30 % liege, im Durchschnitt knapp unter 5 %. Vergleiche man diese Resultate mit Tabelle 2 in der G._____ -Studie, liege der Fehler zirka gleichauf mit dem Fehler der Ertragswertmethode mit einem konstanten Kapitalisierungssatz von 6.5 % über die betrachtete Periode mit vermutlich einigermaßen vergleichbaren Spannbreiten des Bewertungsfehlers. Wenn man weiter auf die Gleichung

$$\hat{k}_{it} = \frac{r_{Ht} + 0.5 + 1.7 * d95_i / T_i - 0.27CP_i - 0.24g_t}{(1 - 0.29)(1 - 0.15d60_i)}$$

in der Expertise H._____ schaue, sehe man, dass der Kapitalisierungssatz ebenfalls als komplizierte Funktion des Hypothekarsatzes und anderer Variablen definiert sei. Das bedeute, dass der Verkehrswert einer Immobilie auch im Multiplikatoransatz letztendlich nicht nur vom Mietwert und der Bruttorendite abhängt. Aufgrund der Berechnung des Multiplum im G._____ -Ansatz sehe man die Abhängigkeiten nicht. Im Ansatz von H._____ seien die Abhängigkeiten in der Gleichung ersichtlich. Zusammenfassend könne festgehalten werden, dass die Expertise H._____ glaubwürdig darlege, dass der Multiplikatoransatz (Bruttorenditenansatz) zu vernünftigen Verkehrswertschätzungen führe. Allerdings sei nicht klar, ob diese Aussage auf In-sample-Fehlerstatistiken beruhe oder auf den dazu eigentlich notwendigen Out-of-sample-Fehlerstatistiken. Zudem enthalte die Expertise H._____ keine Gegenüberstellung der Verkehrswertschätzungen mit Bruttorenditen mit den Verkehrswertschätzungen aufgrund der Ertragswertmethode. Nur durch einen ökonomisch fairen und direkten Vergleich der Bewertungsfehler der

beiden Schätzmethode könnten Schlussfolgerungen über den Vorzug der einen oder der anderen Methode gezogen werden. Insgesamt sei die Expertise H. _____ wie bereits die Studie von G. _____ keine wissenschaftlich fundierte, nachvollziehbare Beweisführung, dass die Verkehrswertschätzung mit Bruttorenditen der Verkehrswertschätzung mit der Ertragswertmethode systematisch und in langfristiger Sicht überlegen sei (act. 166 S. 41 ff.).

Prof. H. _____, auf dessen "Gegen-Gutachten" die Klägerinnen in ihrer Stellungnahme zum Beweisergebnis verweisen, schreibt zur Kritik des Gerichtsgutachters, dieser würdige sein Gutachten unter dem Gesichtspunkt, welche Methode zu besseren Bewertungsergebnissen führe. Er, H. _____, habe nicht einfach durchschnittliche Bruttorenditen eingesetzt, sondern Kapitalisierungssätze, die er empirisch als Hypothekensatz + individuelle und zeitabhängige Marge geschätzt habe. Somit erfülle sein Ansatz die Anforderung im Gerichtsgutachten, mit dem Unterschied, dass er die Marge nicht aus der Luft zaubere, sondern auf der Grundlage von Transaktionsdaten ermittle, nach einer allgemeingültigen Formel. Seine Untersuchung beruhe auf viel weniger Transaktionen als diejenige von Prof. G. _____, besonders in den Jahren, wo die Bruttorenditen auseinandergingen. Ausserdem habe Prof. G. _____ seine Bruttorenditen ausschliesslich für erstklassige Anlageobjekte erhoben. Da könnten solche Unterschiede durchaus vorkommen. Entscheidend sei, dass die aus den beiden Untersuchungen abzuleitende Immobilienpreisentwicklung äusserst kongruent sei (act. 197/1 S. 11 f.).

Zu den fehlenden Details in den Fehlerstatistiken und dem fehlenden Vergleich mit der Ertragswertmethode äussert sich der Parteigutachter nicht. Prof. G. _____ hat nicht Transaktionen untersucht, sondern Transaktionsangebote. Die Anzahl Transaktionen pro Jahr, welche von den Studien H. _____ und G. _____ erfasst wurden, ist nicht bekannt. Dass Prof. G. _____ seine Werte stets für erstklassige Anlageobjekte erhoben hat, hat er – wie gesehen – selber relativiert, wenn er schreibt, die in den Inseraten angebotenen Immobilien seien in aller Regel qualitativ nicht ganz so gut, wie man es im Inserat gern erscheinen lassen möchte (act. 53/108 S. 10). Die Einwände des Gerichtsgutachters gegenüber dem Gutachten von Prof. H. _____ vermag dieser somit letztlich nicht zu entkräften.

Zusammenfassend ist aus methodischer Sicht nicht nachvollziehbar, dass sich mit dem Bruttorenditeansatz nach G._____ die "richtigen" Verkehrswerte der Immobilien in den beiden Fonds herleiten lassen.

dd) Käufe – Verkäufe

aaa) Die Klägerinnen sehen die Kapitalisierungssätze aufgrund der Studie von Prof. G._____ durch die Bruttorenditen bestätigt, welche sich aus den Käufen und Verkäufen von Liegenschaften in den beiden Fonds ergäben. Sie haben für D._____ je drei Verkäufe in den Jahren 1984 und 1985, elf Verkäufe im Jahr 1986, sechs Verkäufe im Jahr 1987, 23 Verkäufe im Jahr 1990, 59 Verkäufe im Jahr 1991 und 26 Verkäufe im Jahr 1992 aufgelistet. Für E._____ lauten die Zahlen wie folgt: Fünf Verkäufe im Jahr 1986, zwei Verkäufe im Jahr 1987, vier Verkäufe im Jahr 1990 und je sechs Verkäufe in den Jahren 1991 und 1992 (act. 18/A15). Bei den Käufen handelt es sich um zwei im Jahre 1986 (D._____), drei im Jahre 1988 (D._____), vier (D._____) bzw. einen (E._____) im Jahre 1989 und je einen in den Jahren 1990 und 1991 (beide D._____; act. 18/A14). Die von der Beklagten zur Schätzung der Verkehrswerte der fertigen Bauten verwendeten durchschnittlichen Kapitalisierungssätze hätten massiv über den Sätzen bei den von der Beklagten am Immobilienmarkt abgewickelten Käufen und Verkäufen gelegen. Dies gelte in extremem Masse für die in Bezug auf den Verwässerungsschaden besonders wichtigen Jahre 1986 bis 1988, wo sogar die gemäss Prof. G._____ marktüblichen Sätze um 1 % unterboten worden seien. Bei den Käufen habe die Beklagte für die Verkehrswertschätzung am Jahresende regelmässig Teile des Kaufpreises abgeschrieben, gemäss dem von der Beklagten praktizierten "Grundsatz der Unterbewertung". Bei den Verkäufen bestätige sich die Unterbewertung in den Verkehrswert-Schätzungsprotokollen der Beklagten darin, dass bei praktisch allen Verkäufen der gelöste Kaufpreis weit über dem Verkehrswert der vorangegangenen Jahresendschätzung gelegen habe (act. 18 S. 38 ff.).

bbb) Die Beklagte bestreitet, dass der "G._____ -Renditeansatz" durch ihre Käufe und Verkäufe bestätigt werde. Bei Käufen hätten die Klägerinnen für die Berechnung der Bruttomieten zu tiefe Mieterträge eingesetzt (act. 30 S. 70 f.). Bei einzelnen gekauften Liegenschaften, vor allem in den Jahren 1988, 1989 und

1990, hätten in den auf den Kauf folgenden Jahren Wertberichtigungen vorgenommen werden müssen. Dies sei im Wesentlichen deshalb geschehen, weil die ursprünglich erwarteten Erträge, die für die Berechnung des Kaufpreises verwendet worden seien, als Folge von Marktveränderungen nicht hätten erzielt werden können. Abgesehen davon habe die Beklagte in der damaligen Zeit nur wenige Liegenschaften erworben, weil die Preise auf dem Liegenschaftsmarkt spekulativ überhöht gewesen seien. Die von den Klägerinnen vorgetragene durchschnittlichen Abweichungen seien deshalb nicht repräsentativ. Bei den Verkäufen im Jahre 1990 sei zu beachten, dass die meisten Liegenschaften erst in der zweiten Jahreshälfte verkauft worden seien, als die neuen Mietzinsen als Folge der gestiegenen Hypothekarzinsen bereits bekannt gewesen seien. Die Schätzungsexperten der Beklagten hätten diese neuen Werte als Basis der Verkehrswertschätzung selbstverständlich berücksichtigt, was die Klägerinnen offenbar übersehen hätten. Es sei daher nicht erstaunlich, dass die neu berechneten Verkaufspreise höher gewesen seien als die letzten [gemeint: letztjährigen] Verkehrswertschätzungen. In anderen Fällen hätten die Schätzungsexperten im Rahmen ihrer Schätzung nicht nur den Ertragswert, sondern auch den Realwert in die Berechnung einfließen lassen. Darauf habe die Beklagte keinen Einfluss gehabt. Dies sei besonders in Fällen geschehen, in denen der Ertragswert deutlich unter dem Realwert gelegen habe. In solchen Fällen sei der Verkaufspreis höher als der Verkehrswert gewesen, der allein aufgrund der von der Beklagten konstant angewandten Ertragswertberechnung ermittelt worden sei. In einzelnen Fällen hätten die Klägerinnen übersehen, dass der von ihnen eingesetzte Verkaufspreis zusätzlich Bauland erfasst habe, weshalb das verkaufte Objekt nicht dem geschätzten Objekt entsprochen habe (act. 30 S. 87 ff.). In mehreren Fällen habe die Fondsleitung Sanierungen eingeplant und in der Verkehrswertschätzung berücksichtigt, was für die Käufer nicht massgebend gewesen sei (act. 42 S. 74 f.; act. 43/3). In einzelnen Fällen seien durch geschicktes Ausnutzen der konkreten Verkaufssituationen Preise erzielt worden, die über den Schätzwerten des Vorjahres gelegen hätten, so wenn Wohnungsmieter Wohnungen zu Stockwerkeigentum erworben hätten oder ein Mieter einer Geschäftsliegenschaft diese habe kaufen können

oder wenn ein bestimmter Interessent von spekulativen Überlegungen getrieben gewesen sei (act. 42 S. 73 f.; act. 43/3).

ccc) Der Gutachter wurde gefragt, ob aus den getätigten Käufen und Verkäufen geschlossen werden könne, dass die Verkehrswerte der Liegenschaften systematisch zu tief gewesen seien (act. 153 S. 11). Er berechnete aus den Verkäufen bei D._____ in den Jahren 1984 bis 1991 für die Verkehrswertschätzungen der Beklagten einen durchschnittlichen Bewertungsfehler von -9.0 % und für die modifizierten (dazu nachfolgend lit. eee) Verkehrswertschätzungen der Klägerinnen einen solchen von -7.0 %. Allerdings wies er auf die geringe Anzahl Verkäufe in einzelnen Jahren hin. Bei Betrachtung der Anzahl Transaktionen komme neben den Jahren 1990 und 1991 einzig noch dem Jahr 1986 eine gewisse Bedeutung zu. Die Anzahl Transaktionen in den anderen Jahren sei zu klein, um für sich alleine betrachtet statistische Relevanz zu haben (act. 166 S. 58 f.). In Anhang 5 des Gutachtens hat der Gutachter die Käufe und Verkäufe bei D._____ über die Jahre 1983 bis 1991 zusammengefasst untersucht und erwogen, dass Verkehrswerte von TCHF 551'602 (netto) verkauft worden und dafür insgesamt TCHF 557'684 Cash an den Fonds geflossen seien. Die Differenz von TCHF 6'082 betrage gerade einmal 0.3 % der angenommenen durchschnittlichen Portfoliogrösse von CHF 2 Milliarden. Wenn überhaupt etwas aus dieser Gesamtübersicht abgeleitet werden könne, dann die Erkenntnis, dass die in den Transaktionen insgesamt relevanten Verkehrswerte durch die aktuellen Transaktionspreise (Kauf- und Verkaufspreise) bestätigt worden seien (act. 166 S. 70 f.). Dies ist von den Parteien nicht bestritten worden (act. 194 S. 53, act. 196 S. 34).

ddd) Die Klägerinnen erheben Einwände gegenüber dem Gutachten. Sie selber hätten 485 Handänderungen der Beklagten und von SIP (Société Internationale de Placements) im Zeitraum von 1983 bis 1992 mit einem Preisvolumen von CHF 3 Milliarden ausgewertet. Im Resultat lägen über alle Jahre die "G._____-Verkehrswerte" 1.85 % unter den effektiven Marktpreisen. Der Gutachter habe die vorhandene Datenmenge auf 105 Geschäftsfälle dezimiert. Das Jahr 1992 mit 32 Verkäufen habe er weggelassen. Die Käufe von D._____ und die Transaktionen von E._____ habe er ebenfalls weggelassen. Als Resultat dieser

"Ausdünnung" erhalte er eine Datenmenge, die wertmässig zu 88 % von den Transaktionen der beiden Jahre 1990 und 1991 bestimmt werde. Ein Rückschluss auf "langfristige Korrektheit" sei bei dieser Datenselektion a priori unmöglich. Aus wissenschaftlicher Perspektive hätte der Gutachter an dieser Stelle korrekterweise zur abschliessenden Feststellung gelangen müssen, dass von ihm einfach zu wenige Daten eingezogen worden seien (act. 196 S. 34 f.).

Der Gutachter hat sich grundsätzlich an den ihm erteilten Auftrag gehalten. Dieser erging unter Hinweis auf act. 18/A14 und 18/A15, wo die Käufe und Verkäufe für D. _____ und E. _____ in den massgeblichen Jahren aufgeführt sind. Die Parteien haben diesbezüglich die Experteninstruktion nicht beanstandet, auch die Beklagte nicht, welche in der Stellungnahme zum Beweisergebnis auf die Zahlen in act. 43/3 verwiesen hat (act. 194 S. 51). Richtig ist zweifellos, dass die Datenmenge der meisten Jahre für verlässliche Aussagen zu klein ist. Scognamiglio hat darauf hingewiesen, dass nach Rössler/Langner/Kleiber zwischen 20 und 30 Vergleichswerte notwendig seien, um bei Anwendung der Marktvergleichsmethode verlässliche Aussagen machen zu können (Scognamiglio, a.a.O., S. 8). Nach Prof. Ziegenbein (zit. in: Das Schweizerische Schätzerhandbuch, a.a.O., S. 63) ist die Irrtumswahrscheinlichkeit jeweils 20 %, wenn bei 35 Vergleichswerten die maximale prozentuale Abweichung 5 %, bei 9 Vergleichswerten 10 % und bei 4 Vergleichswerten 15 % beträgt. Der Gutachter hat wohl die Verkäufe im Jahr 1992 weggelassen, weil er sich davon leiten liess, die Verkehrswerte per Ende 1991 seien zu überprüfen. Nachfolgend wird unter lit. eee aufgezeigt, inwiefern sich die Resultate ändern, wenn das Jahr 1992 einbezogen wird.

Das von den Klägerinnen am 28. Februar 2013 aus dem am Zivilgericht Basel-Stadt hängigen Verfahren L. _____ ca. T. _____ eingereichte Gutachten von Prof. U. _____ mit Datum vom 26. Oktober 2011 (act. 197/2) ist verspätet ins Recht gelegt worden und nicht zu berücksichtigen (§§ 115 und 138 ZPO/ZH). Die Klägerinnen machen keine Ausführungen dazu, inwiefern eine Ausnahme im Sinne von § 115 ZPO/ZH vorliegen soll (vgl. Rechenschaftsbericht des Kassationsgericht des Kantons Zürich 2001/71; ZR 103 Nr. 38 S. 154 f.). Eine Ausnahme im Sinne von § 115 Ziff. 1, 4 oder 5 ZPO/ZH kommt ohnehin nicht in Frage. Eine un-

verschuldete Säumnis im Sinne von § 115 Ziff. 3 ZPO/ZH machen die Klägerinnen nicht glaubhaft. Selbst wenn das Gutachten zu berücksichtigen wäre, wäre es nicht schlüssig, würde also – für sich genommen oder im Zusammenhang mit dem übrigen Beweisergebnis – nicht und insbesondere nicht sofort den Beweis für die klägerischen Behauptungen über die Tauglichkeit der Marktrenditen von Prof. G._____ als Kapitalisierungssätze erbringen (§ 115 Ziff. 2 ZPO/ZH): Die Klägerinnen schreiben, Prof. U._____ habe im Rahmen seines Gutachtens für das Zivilgericht Basel-Stadt die Käufe und Verkäufe der dortigen Fondsleitung ... mit grosser Sorgfalt analysiert. Konkret habe Prof. U._____ auf insgesamt 421 Handänderungen zwischen 1989 und 1994 zurückgreifen können. In Bezug auf die Periode 1990 bis 1994 sei er zum Schluss gelangt: "Die Marktrenditen von Prof. G._____ vermitteln ein extrem präzises Bild, zu welchen Preisen die Liegenschaften der Beklagten tatsächlich auf dem Markt verkauft werden konnten." In Bezug auf die Periode 1980 bis 1989 halte Prof. U._____ fest, dass die am Markt effektiv erzielten Preise um 3.3% über den "G._____ -Preisen" gelegen hätten. Und zusammenfassend: "Die Antworten ... zeigen, dass die Marktrenditen von Prof. G._____ sehr gut geeignet sind, um das Liegenschaftsportfolio der Beklagten zu bewerten. ... Um die durchschnittliche Unterbewertung festzustellen, reicht es also die Differenz zwischen den Marktrenditen von Prof. G._____ und den Kapitalisierungssätzen der Beklagten für die einzelnen Jahre zu berechnen." (act. 196 S. 27). Wie Prof. U._____ zu seinen Schlüssen gelangte, ist nicht nachvollziehbar, da Anhänge und Rechnungsläufe zu seinem Gutachten fehlen. Auf S. 33 (act. 197/2) schreibt er lediglich, der von der Klägerin verwendete Ansatz sei "Kapitalisierungssatz = Netto-Miete / (Verkehrswert + aufgelaufene Unterhaltskosten). Die in Anhang D12 Kolonne '3' dargestellten Kapitalisierungssätze (Kapit.-Satz KORREKTE Methodik' sind somit direkt vergleichbar mit den **nach der gleichen Methodik** von der Klägerin berechneten Bruttorenditen, welche bei neuerworbenen Liegenschaften feststellbar sind." Und weiter: "Aus den obigen Ausführungen ergibt sich, dass die von der Klägerin berechneten Kapitalisierungssätze (Kapit.-Satz Korrekte Methodik) direkt vergleichbar sind mit den Kaufbruttorenditen, welche sie mit derselben Methodik berechnet hat." (act. 197/2 S. 34). Wie das im Einzelnen geschieht, bleibt offen.

eee) Die Klägerinnen werfen dem Gutachter vor, die Zahlen, die er für sie ausweise, seien gar nicht ihre Resultate. Ihre massgebende Bewertung finde sich in act. 53/B103. Was der Gutachter "im Namen der Klägerinnen" gerechnet habe, wüssten sie nicht. Seine Berechnungen seien nicht nachvollziehbar. Sie beruhten offensichtlich auf einer fehlerhaften Datenbasis und die Daten seien entsprechend auch nicht belegt. Der Gutachter mache keine klaren Quellenangaben zu den Akten des Prozesses und erkläre seine Berechnungsvorgänge nur mit einem einzigen Satz, nämlich auf S. 57, 3. Absatz. Ein Anhang mit den Rechnungsläufen fehle (act. 196 S. 36).

Der Gutachter verglich fünf Bewertungsmodelle (act. 166 S. 57 f.):

- 1) Das Modell "VKW D. _____" der Beklagten mit den Verkehrswerten gemäss act. 18/A15.
- 2) Das Modell "VKW adj. Z" mit den Mietwerten der Beklagten unter Berücksichtigung des erwarteten Mietzinswachstums, wie vom Gutachter auf S. 47 definiert, gestützt auf die Tabelle in act. 19/B/2 S. 2 ("Fertige Bauten: Netto-Mietzinssteigerung der durchgehend im Bestand bleibenden Liegenschaften") berechnet und in der Tabelle auf S. 52 des Gutachtens aufgeführt, und mit den Kapitalisierungssätzen der Beklagten gemäss Tabelle auf S. 50 (Spalte 5).
- 3) Das Modell "VKW adj. Z/N" mit den Mietwerten wie bei Modell 2, aber mit Marge 1 % angepassten Kapitalisierungssätzen gemäss Tabelle 12 auf S. 53 des Gutachtens, unter Beibehaltung der individuellen Unterschiede in den einzelnen Kapitalisierungssätzen für die Liegenschaften.
- 4) Das Modell "VKW BR Kläg." mit den G. _____ Bruttorenditen als "Kapitalisierungssätze" gemäss Tabelle 5 auf S. 46 des Gutachtens bzw. gemäss act. 18/A/23 und 19/B/9 und den Nettomieten der Beklagten gemäss act. 19/B/2 unter Berücksichtigung des Renovationsabzugs.
- 5) Das Modell "VKW BR", das Modell 4 ohne Berücksichtigung des Renovationsabzugs entspricht und gemäss Gutachter den Multiplikatoransatz korrekt umsetzt.

Der Gutachter gelangte zu folgenden Ergebnissen:

D Vergleich Bewertungsmethoden auf Basis Verkäufe D 1984-1991		Werte in TCHF oder %							
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	TOTAL
VKW Jahresbericht	2'100'724	2'215'111	2'319'256	2'335'528	2'488'607	2'735'651	2'828'260	2'226'391	
in % VKW Jahresbericht	0.72%	0.26%	1.99%	0.69%	na	na	4.01%	23.48%	
Anzahl Transaktionen	3	3	11	6	0	0	23	59	105
Durchschnittliche TRX	5'862	2'227	4'936	3'258	na	na	6'071	9'372	7'530
Transaktionsvolumen	17'585	6'680	54'300	19'550	na	na	139'629	552'950	790'694
VKW D	15'230	5'780	46'131	15'214	na	na	113'520	522'849	719'724
VKW adj. Z	15'781	5'990	47'678	16'752	na	na	120'105	554'521	760'827
VKW adj. Z/N	16'158	5'799	45'856	16'587	na	na	118'391	570'894	773'684
VKW BR Kläg.	18'020	6'792	53'139	19'698	na	na	114'870	523'208	735'728
VKW BR D	18'020	6'822	54'833	20'163	na	na	119'055	541'258	760'152
Bew.fehler VKW D	-13.4%	-13.5%	-15.0%	-17.1%	na	na	-18.7%	-5.4%	-9.0%
Bew.fehler VKW adj. Z	-10.3%	-10.3%	-12.2%	-14.3%	na	na	-14.0%	0.3%	-3.8%
Bew.fehler VKW adj. Z/N	-8.1%	-13.2%	-15.6%	-15.2%	na	na	-15.2%	3.2%	-2.2%
Bew.fehler VKW BR Kläg.	2.5%	1.7%	-2.1%	0.8%	na	na	-17.7%	-5.4%	-7.0%
Bew.fehler VKW BR	2.5%	2.1%	1.0%	3.1%	na	na	-14.7%	-2.1%	-3.9%

Abbildung 14: Vergleich Bewertungsmethoden auf Basis Verkäufe D 1984-1991

Die Berechnungen des Gutachters sind sehr wohl nachvollziehbar. Für das Jahr 1985 berechnet er z.B. einen VKW BR Kläg. von 6'792 und einen VKW BR von 6'822 (in TCHF). Die Gleichungen lauten:

$$\text{VKW BR Kläg.} = \frac{\text{Nettomieten} \times 100}{\text{G.} \text{ Bruttorendite}} - \text{Renovationsabzug}$$

$$\text{VKW BR} = \frac{\text{Nettomieten} \times 100}{\text{G.} \text{ Bruttorendite}}$$

Und in Zahlen:

$$\text{VKW BR Kläg.} = \frac{404'532 \times 100}{5.93} - 30'000 = 6'791'787 \text{ bzw. } 6'792 \text{ (in TCHF)}$$

$$\text{VKW BR} = \frac{404'532 \times 100}{5.93} = 6'821'787 \text{ bzw. } 6'822 \text{ (in TCHF)}$$

Dass der Gutachter nicht die Mietwerte der Klägerinnen einsetzte, ist folgerichtig, weil es darum ging, die G. _____-Renditensätze anhand der Verkäufe zu überprü-

fen, nicht aber die *Verkehrswerte* der Klägerinnen, bei denen aus Sicht des Gutachters unzulässige Mietwerte eingesetzt wurden.

Im Jahre 1992 kam es bei D._____ zu folgenden Verkäufen (act. 18/A/15 S. 3):

[Übersichtsliste über die verkauften Liegenschaften]

Das Transaktionsvolumen dieser 26 Verkäufe betrug 175'433 und der VKW D._____ (1992) 158'894 (in TCHF).

$$\text{VKW BR Kläg.} = \frac{12'293'864 \times 100}{7.04} - 10'280'000 = 164'348 \text{ (in TCHF)}$$

$$\text{VKW BR} = \frac{12'293'864 \times 100}{7.04} = 174'628 \text{ (in TCHF)}$$

Der Bewertungsfehler wird für eine einzelne Liegenschaft wie folgt berechnet: (VKW Modell / Transaktionsvolumen) – 1. Die so berechneten Bewertungsfehler der einzelnen Liegenschaften werden mit dem Verhältnis Transaktionspreis der Liegenschaft zum Transaktionsvolumen aller Transaktionen gewichtet (d.h. multipliziert) und zum durchschnittlichen, gewichteten Bewertungsfehler aufsummiert (act. 166 S. 58). Dies ergibt bei VKW D._____ einen Bewertungsfehler von -9.4 %, bei VKW BR Kläg. -6.26 % und bei VKW BR -0.39 %. Auf das vom Gutachter errechnete Total wirkt sich das wie folgt aus: Bei VKW D._____ beträgt der gewichtete Bewertungsfehler für die Jahre 1984 bis 1992 -9.02 % (gegenüber -9.0 % ohne das Jahr 1992), bei VKW BR Kläg. -6.83 % (gegenüber -7.0 % ohne das Jahr 1992) und bei VKW BR -3.21 % (gegenüber -3.9 % ohne das Jahr 1992). Der Einbezug der Verkäufe im Jahre 1992 verbessert daher den Bewertungsfehler bei den beiden letztgenannten Modellen nur marginal, beim Modell der Beklagten bleibt er praktisch gleich. Angesichts dieser Resultate ist auch bei den beiden weiteren Modellen (VKW adj. Z und VKW adj. Z/N) mit dem Einbezug der Verkäufe im Jahre 1992 keine wesentliche Änderung zu erwarten.

Bei der Betrachtung der Bewertungsfehler muss man sich vor Augen halten, dass der Streubereich bei allen drei Modellen sehr gross ist. So schwanken die Bewertungsfehler für die einzelnen im Jahr 1992 verkauften Liegenschaften (D._____) bei den drei Modellen zwischen folgenden Werten:

VKW D._____: -45.3 % und +7.8 %

VKW BR Kläg.: -34.1 % und +16.8 %

VKW BR: -15.3 % und +16.8 %

Die Klägerinnen haben selber bei 123 von total 171 von ihnen vorgenommenen Schätzungen einen Bewertungsfehler von bis zu +/-15 % eingeräumt (act. 52 S. 9; vgl. auch act. 53/103, Resultate Gesamtübersicht). Im Jahre 1990 liegen die "G._____-Preise" bei mehr als der Hälfte der insgesamt 28 Verkäufe über 15 % (bis 44.84 %) tiefer als die effektiv erzielten Verkaufspreise (act. 53/103 S. 2).

Werden also bei der Verkehrswertberechnung, wie sie die Beklagte vornahm, die Kapitalisierungssätze von G._____ eingesetzt (Modell VKW BR Kläg.), ist der Bewertungsfehler gegenüber den Verkäufen über die ganze Periode etwas tiefer als bei den Verkehrswerten der Beklagten.

Der Gutachter gelangte zum Schluss, dass die von der Beklagten angewandte Ertragswertmethode (VKW D._____) über die gesamte Periode betrachtet eine leicht schlechtere Bewertungspersormance aufweise als das von den Klägerinnen verwendete Modell [mit den Mietwerten der Beklagten] (VKW BR Kläg.), dass sie aber in den entscheidenden Jahren 1990 und 1991 vergleichbar sei. Allerdings seien beide Modelle theoretisch nicht einwandfrei umgesetzt. Auf Basis der erhaltenen Resultate sei eine Anpassung der massgebenden [vom Gutachter errechneten] Verkehrswerte weder angezeigt noch notwendig (act. 166 S. 59 f.).

Die Klägerinnen haben eingewendet, beim Modell "VKW adj. Z/N" werde die massive Unterbewertung von 1983 bis 1990 durch eine entsprechende Überbewertung im Jahre 1991 aufgewogen, obwohl sich der Immobilienmarkt in der Realität in einer Korrekturphase mit rückläufiger Preisentwicklung befunden habe. Der

Gutachter liefere hier den Beweis für die Absurdität seiner Modellrechnungen. Für 1990 würden die Preise um 15.2 % zu tief und für 1991 um 3.2 % zu hoch geschätzt, was eine Zunahme des Inventarwerts um 21.7 % in einem sich abschwächenden Markt bedeuten würde (act. 196 S. 6 und 35). Richtig an diesen Überlegungen ist einzig, dass sich negative und positive Bewertungsfehler neutralisieren, was aber bei der Berechnung der Bewertungsfehler über den gesamten Zeitraum 1984 bis 1991 bei allen Modellen der Fall ist. Die Bewertungsfehler beziehen sich auf die Verkäufe in den einzelnen Jahren bei D._____ und nicht auf den Inventarwert des Fonds. Daher ist es nicht so, dass der Gutachter in den Jahren 1990 und 1991 von einer Zunahme des Inventarwerts um 21.7 % ausgeht. Seine Aussage ist einzig, dass mit dem Modell "VKW adj. Z/N" bezüglich der im Jahre 1990 verkauften Liegenschaften ein Verkehrswert von TCHF 118'391 (= Bewertungsfehler von -15.2 %) gegenüber dem effektiven gesamten Verkaufserlös von TCHF 139'629 und bezüglich der im Jahre 1991 verkauften Liegenschaften ein Verkehrswert von TCHF 570'894 (= Bewertungsfehler von 3.2 %) gegenüber dem effektiven gesamten Verkaufserlös von TCHF 552'950 resultiert.

Die Klägerinnen halten daran fest, dass bei der Verwendung des "Bruttorenditen-Ansatzes" ein Renovationsabzug zu berücksichtigen sei. Es gehe um Liegenschaften in gutem Zustand. Prof. G._____ habe Bruttorenditen-Sätze für erstklassige Renditeobjekte in gutem Zustand ermittelt (act. 196 S. 21). Prof. G._____ hat dies aber selbst relativiert (vgl. vorn S. 49). Ohnehin stellt sich die Frage, wie aufgrund von Inseraten beurteilt werden kann, ob und wie gross der Renovationsbedarf einer Liegenschaft ist. Methodisch überzeugt jedenfalls die Ansicht des Gutachters, wonach bei korrekter Umsetzung des Multiplikatoransatzes kein Renovationsabzug zu berücksichtigen ist.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass aus der vorhandenen (eigentlich zu geringen) Datenmenge zu den Transaktionen von Liegenschaften in den beiden Fonds nicht der Schluss gezogen werden kann, die Kapitalisierungssätze der Klägerinnen führten zu den "richtigen" Verkehrswerten aller zu bewertenden Liegenschaften.

Bei diesem Ergebnis braucht nicht abgeklärt zu werden, ob besondere Umstände zu höheren Verkaufspreisen gegenüber den Verkehrswertschätzungen der Beklagten geführt haben, wie diese geltend gemacht hat.

fff) Zutreffend ist, dass die Verkehrswertschätzungen der Beklagten im Hinblick auf den Verkauf der Liegenschaften von den Jahresendschätzungen zum Teil beträchtlich abweichen (vgl. act. 81/144; act. 95 S. 15; act. 196 S. 61). Über die erzielten Verkaufspreise und allfällige Schlüsse auf den Verkehrswert sämtlicher Liegenschaften sagt dies allerdings nichts aus. Die Klägerinnen sind der Auffassung, damit werde bewiesen, dass die Schätzexperten und die Fondsleitung bewusst unterbewertet hätten. Dagegen spricht, dass einzelne Verkehrswertschätzungen im Hinblick auf den Verkauf auch (geringfügig) tiefer sind als die Jahresendschätzungen (act. 38/19 Nr. 86-88). Bei einzelnen Schätzungen wurde eine andere Schätzmethode angewandt (Ertragswert/Real- und Zeitwert, act. 38/19 Nr. 52, Nr. 148-152, Nr. 161, Nr. 189 und Nr. 226; act. 38/20 Nr. 6 und Nr. 14), wobei die Klägerinnen die von der Beklagten für die Jahresendschätzungen verwendete Methode gerade nicht beanstanden. Bei andern Schätzungen ging der Schätzungsexperte von einem höheren Mietertrag als in der Jahresendschätzung aus, indem er vorgesehene Mieterhöhungen berücksichtigte, obwohl noch Einsprachen pendent waren (act. 38/19 Nr. 37, Nr. 38, Nr. 200 und Nr. 210; act. 38/20 Nr. 24), bzw. ohne dass die Differenz erklärbar ist (act. 38/19 Nr. 81 und Nr. 89). Ohne Detailanalyse – welche die Parteien nicht vorgenommen haben – kann also aus der blossen Gegenüberstellung der Verkehrswertschätzungen für die Frage der Unterbewertung der Fondsvermögen nichts gewonnen werden.

ee) Klägerischer Vorwurf eines falschen Hypothekarzinzsatzes

Die Klägerinnen stellen fest, dass der Gutachter den für seine Modelle zentralen durchschnittlichen Hypothekarzins (act. 166 S. 50) aus einer nicht mehr weitergeführten Statistik der Schweizerischen Nationalbank bezogen habe, welche das Total aller Hypotheken erfasse. Kein Schätzerhandbuch aus der damaligen Zeit gehe von diesem Hypothekarzins aus. Es handle sich nicht um den Zinssatz für 1. Althypotheken, den der Gutachter auf S. 36 seines Gutachtens noch der Beklagten zugehalten habe. Aufgrund der gesetzlich vorgeschriebenen niedrigen

Verschuldung könnten alle Immobilienfonds bei der Hypothekarzinsvergabe auf bestmögliche Konditionen zählen. Der Durchschnitt aller Hypotheken sei sicher nicht relevant (act. 196 S. 30).

Dem ist entgegenzuhalten, dass ein potentieller Käufer nicht per se bei der Fremdfinanzierung (welche von institutionellen Anlegern gemäss Landert et al., Immobilienstudie Schweiz, nicht benötigt wird; act. 4/34/48 S. 19) mit den gleichen Konditionen wie der Immobilienfonds rechnen kann. Gemäss der Liegenschaftsmarktumfrage 1990/91 des schweizerischen Hauseigentümergebietes führten die Banken bei Handänderungen die bestehenden Hypotheken nicht mehr zu den Bedingungen für Althypotheken weiter (act. 19A/65e). In der Lehre wurde es für sinnvoll erachtet, langfristig auch dem *durchschnittlichen* Zinssatz für 1. Hypotheken Rechnung zu tragen. Dies sei besonders bei (kurzfristig) stärkeren Ausschlägen der Hypothekarzinssätze gerechtfertigt (Naegeli/Hungerbühler, a.a.O., S. 113; Naegeli/Wenger, Der Liegenschaftenschätzer, 4. A., Zürich 1997, S. 88). Der durchschnittliche Zinssatz, wie er vom Gutachter angewandt wurde, betrug für die Jahre 1983 bis 1991 5.723 %, für 1. Althypotheken 5.742 %. Hätte der Gutachter in der Tabelle mit Marge 1 % auf S. 53 den Satz für 1. Althypotheken verwendet, hätte der durchschnittliche Kapitalisierungssatz bei D. _____ 6.742 % statt 6.723 % betragen. Dies hätte zu marginal tieferen Verkehrswerten geführt. Was die Klägerinnen daraus ableiten wollen, ist nicht ersichtlich.

ff) Klägerischer Vorwurf ungeklärter Kapitalisierungssätze

Die Klägerinnen machen geltend, die Kapitalisierungssätze der Beklagten seien völlig ungeklärt. In keiner einzigen der rund 3'000 Schätzungen fänden sich ein Hypothekarzins oder eine Marge respektive irgendwelche Zuschläge. Die Methode der Beklagten habe vielmehr darin bestanden, den Vorjahreskapitalisierungssatz einfach wieder einzusetzen. Die Beklagte gebe dies sogar in der Duplik (act. 42 Rz 80.6 und Rz 134-135) zu (act. 196 S. 3). An den angegebenen Textstellen findet sich indessen keine solche Zugabe. Die Beklagte schreibt lediglich, sie habe sich keineswegs stur und ohne laufende Überprüfung der Angemessenheit an den Zinssatz für 1. Hypotheken als Basis für die Ermittlung des Kapitalisierungssatzes gehalten. Die Entwicklung des durchschnittlich in Anschlag gebrach-

ten Kapitalisierungssatzes sei in der Zeit von 1983 bis 1988 weitgehend parallel zum Satz der 1. Hypotheken verlaufen. Die von den Klägerinnen scheinbar beanstandete Stabilität der Kapitalisierungssätze habe gerade in den Jahren 1988 bis 1990 dazu geführt, dass die Verkehrswerte der Liegenschaften bei steigenden Mieteinnahmen und weitgehend gleichbleibenden Kapitalisierungssätzen angestiegen seien. Dies ist insbesondere für das Jahr 1990 zutreffend, wo die Mietzinssteigerung gemäss klägerischer Berechnung 10.67 % betrug (act. 19B/5 S. 1).

Die Klägerinnen werfen dem Gutachter vor, es störe ihn offenbar nicht, dass die Beklagte ihre Kapitalisierungssätze über den gesamten Zeitraum von 1985 bis 1989/90 bei jeder einzelnen Liegenschaft unverändert belassen habe (act. 196 S. 3). Die Behauptung trifft für D._____ in den Jahren 1985 bis 1989 weitgehend zu, nicht aber für das Jahr 1990 und auch nicht für E._____ (vgl. die Anlagelisten der Klägerinnen in act. 19B/2 und 19C/2). Allerdings veränderte sich der Satz für erste Hypotheken der Kantonalbanken in den Jahren 1985 bis 1988 auch nicht stark (vgl. act. 166 S. 50 und hinten S. 83, Ziff. V/7/h), worauf die Beklagte zu Recht hingewiesen hat (act. 42 S. 68).

Die Klägerinnen haben in der Replik als "interessante Entwicklung" darauf hingewiesen, dass bei D._____ und E._____ von 1984 auf 1985 der gesamte Liegenschaftenbestand aufgewertet worden sei, indem die jeweiligen Kapitalisierungssätze in globo um 0.2 Prozentpunkte tiefer eingestuft worden seien (act. 36 S. 19). Die Beklagte hat diese Feststellung in der Duplik nicht bestritten (act. 42 S. 67 f.). In der Stellungnahme zum Beweisergebnis machen die Klägerinnen erstmals geltend, die Beklagte habe diese "kosmetische" Aufwertung als Konsequenz der Mehrerlöse beim Verkauf von E._____ A gegenüber dem Inventarwert gemacht (vgl. hinten S. 85, Ziff. V/8/a). Prof. H._____ habe in seinem neuen Gutachten klargestellt, dass dies ein (weiterer) Beweis dafür sei, dass "Margenmanipulation" im Spiel sei (act. 196 S. 31 und 61 f.). Diese neuen Vorbringen sind verspätet (§ 114 ZPO/ZH). Selbst wenn aber die Beklagte aufgrund neuer Erkenntnisse bei der Liquidation von E._____ A eine generelle Anhebung der Verkehrswerte vorgenommen hätte, ist nicht einzusehen, was daran manipulativ sein soll.

gg) Kritik der Beklagten am Gutachten

aaa) Die Beklagte kritisiert, dass der Gutachter in den Jahren 1983 bis 1987 für E._____ die Kapitalisierungssätze von D._____ mit einem Zuschlag von 0.3 % verwendet habe. Die höheren Kapitalisierungssätze von E._____ gegenüber D._____ liessen sich durch den deutlichen Mehranteil von Liegenschaften in der Westschweiz und im Tessin und den höheren Anteil an Gewerbeliegenschaften erklären. Geschäftsliegenschaften seien in der relevanten Zeitperiode besonders von hohen Leerstandsquoten betroffen gewesen, was den Risikofaktor bzw. den Kapitalisierungssatz in die Höhe getrieben habe. Der durchschnittlich höhere Kapitalisierungssatz von E._____ lasse sich also durch sachliche Gegebenheiten erklären. Hinzu komme der Ermessensspielraum der Schätzungsexperten. Um das Jahr 1988 herum habe eine Art Austausch der Schätzungsexperten von D._____ und E._____ stattgefunden. Ein anderer Experte bedeute immer auch eine unterschiedliche subjektive Gewichtung von einzelnen Faktoren. Der IFCA-Immobilienanlagefonds der schweizerischen Kantonalbanken sei für einen Vergleich mit E._____ um einiges besser geeignet, weil er von ähnlicher Grösse wie E._____, allerdings unterschiedlicher regionaler Verteilung sei und unterschiedliche Anteile an Wohn- und Gewerbeliegenschaften aufweise (act. 194 S. 39 ff.).

Die Erklärungsversuche der Beklagten überzeugen nicht. In den Jahren 1987 bis 1989 ist der Liegenschaftenbestand von E._____ praktisch unverändert geblieben. Das gleiche gilt für die Schätzungsexperten, mit Ausnahme von V._____, der bei zwei Liegenschaftenschätzungen (Davos, ...-Strasse 3/3; ..., Ladenzentrum ...) durch R._____ ersetzt wurde. Die von der Fondsleitung vorgeschlagenen Kapitalisierungssätze (vgl. die nachfolgend zitierten Zeugenaussagen) wurden in keiner einzigen Schätzung vom Schätzungsexperten korrigiert (act. 31/9/5-7). Die vom Gutachter festgestellte Differenz zwischen den Kapitalisierungssätzen von D._____ und E._____ bis und mit 1987 ist damit weiterhin nicht erklärbar. Der Vergleich mit dem IFCA taugt von vornherein nichts, wenn von drei von der Beklagten als massgeblich erachteten Kriterien für die Höhe des Kapitalisierungssatzes zwei nicht zutreffen.

bbb) Der Standpunkt der Beklagten, wonach sie in der Regel auf den jeweils geltenden Hypothekensatz abgestellt und je nach Alter, Lage, baulichem Zustand, Mietzinshöhe und Mietzinsausfällen einen individuellen Zuschlag berechnet habe, wurde bereits dargelegt (vorn S. 20 f., Ziff. V/2/b/dd).

Der Zeuge Q._____, der für die Beklagte Schätzungen durchgeführt hatte, sagte aus, der Realwert zuzüglich des doppelten Ertragswertes, wobei hier durchschnittlich 6.5 % eingesetzt worden seien, habe den Verkehrswert ergeben (Prot. S. 51). Der Kapitalisierungssatz sei vorgegeben worden. Allerdings sei an den Besprechungen im Frühjahr auch über den Satz diskutiert worden. Er denke, der Satz habe durchschnittlich 6.5 % betragen. Hätten grössere Investitionen angestanden, so sei er vielleicht auf 7.5 % festgesetzt worden, was zu einem tieferen Realwert geführt habe. Möglich sei auch, dass die Mietzinserhöhungen im Hinblick auf Investitionen besprochen worden seien und in der Folge der Kapitalisierungssatz festgelegt worden sei. Auf die Frage, ob der Kapitalisierungssatz für die einzelnen bebauten Liegenschaften, für Regionen oder für alle bebauten Liegenschaften eines Anlagefonds bestimmt worden sei, antwortete der Zeuge, es habe sicher Unterschiede gegeben. Oftmals sei der Kapitalisierungssatz aber der gleiche gewesen, sei er doch während der Besprechungen der Schätzungsexperten diskutiert worden. Die Vereinheitlichung sei auch deshalb notwendig gewesen, damit allfällige Vertreter von den gleichen Zahlen ausgegangen seien. Der Hypothekensatz habe Auswirkungen auf den Kapitalisierungssatz gehabt. Allerdings sei stets eine gewisse Bandbreite beibehalten worden. Betrage der Hypothekenzins 8 %, sei der Kapitalisierungssatz nicht auch 8 % (Prot. S. 53 f.). Er denke schon, dass es Veränderungen (beim Kapitalisierungssatz) aufgrund der Marktentwicklung gegeben habe. Zu denken sei insbesondere an eine wesentliche Veränderung des Hypothekenzinses (Prot. S. 56). Der Zeuge R._____, ebenfalls früher als Schätzer für die Beklagte tätig, erklärte, er habe bei der jährlichen Überprüfung den von der Beklagten vorgegebenen Verkehrswert mit dem Verkehrswert umliegender Gebäude und den ortsgegebenen Angaben verglichen. R._____ konnte nicht sagen, wie der Kapitalisierungssatz bestimmt wurde. Er habe ihn insofern überprüfen können, als dass es sich schliesslich um eine Rechnung gehandelt habe, abgeleitet aus dem Ertragswert und dem Liegenschafts-

wert. Die meisten der von ihm geschätzten Objekte hätten sich im Tessin befunden. Wenn er sich richtig erinnere, sei bei allen der Kapitalisierungssatz derselbe gewesen (Prot. S. 64 f.). Der Zeuge W._____, früherer Mitarbeiter von AA._____, und leitender Prüfer bei D._____, und E._____, gab zu Protokoll, der Kapitalisierungssatz sei von der Fondsleitung und den Experten bestimmt worden. Es habe sicher als Basis den damals gültigen Hypothekarsatz und sodann Zuschläge für Unterhalt, Zustand, Risiken etc. gegeben. Grundsätzlich habe jede Liegenschaft einen eigenen Kapitalisierungssatz gehabt, dies natürlich in einer gewissen Bandbreite (Prot. S. 88). Der früher als Schätzer für die Beklagte tätige Zeuge AB._____, antwortete auf die Frage, wie er den Kapitalisierungssatz bestimmt habe, es gebe hierzu Literatur. Naegeli habe dafür eine Tabelle erstellt. Sodann sei auch der Finanzmarkt betrachtet und seien eigene Erfahrungen miteinbezogen worden. Sicher sei auch die Hypothek massgebend gewesen. Sei der aktuelle Mietzins für eine Liegenschaft zu hoch, d.h. würde bei einem Mieterwechsel ein tieferer Mietzins resultieren, müsse dies beim Kapitalisierungssatz berücksichtigt werden (Prot. S. 71 f.). Der Zeuge AC._____, ebenfalls ehemaliger Schätzer für die Beklagte, erklärte, der Kapitalisierungssatz sei jährlich an der Expertenzusammenkunft diskutiert worden. Er sei nicht einheitlich für das ganze Fondsvermögen gewesen, sondern sei für jede Liegenschaft diskutiert worden. Es habe auch eine Rolle gespielt, welche Sanierungs- oder Renovationsarbeiten gemacht oder für das nächste Jahr geplant worden seien. Die Fondsleitung habe den Kapitalisierungssatz in erster Linie in Anbetracht des baulichen Zustandes und des Mietzinsniveaus vorgeschlagen (Prot. S. 109 f.). Der Zeuge S._____, war von Spätherbst 1990 bis ca. Mitte 1999 Leiter der Immobilienverwaltung bei der Beklagten. Er sagte, zu seiner Zeit habe man für die Bestimmung des Kapitalisierungssatzes zum Anlagezins der langfristigen Bundesobligationen einen Zuschlag für Immobilienanlagen und Risiken addiert. Die andere Methode, bei der man von der Ersthypothek ausgegangen sei und einen Zuschlag von 1 bis 2 % gemacht habe, sei zu seiner Zeit nicht verwendet worden. Sie seien vom System her in der Lage gewesen, für jede Liegenschaft den Kapitalisierungssatz individuell zu bestimmen. Sie hätten aber "Modellierungen" gemacht, in denen sie das für ganze Kantone hätten simulieren können. Es habe Gespräche und Diskussionen mit den

Schätzern darüber gegeben, was der nicht wertvermehrende Anteil an bevorstehenden Sanierungen sei, was der richtige Kapitalisierungssatz pro Objekt sei (Prot. S. 116 f.).

Angesichts der ehemaligen beruflichen Nähe der zitierten Zeugen zur Beklagten sind ihre Aussagen an sich mit Vorsicht zu würdigen; ihre unterschiedlichen Aussagen wirken indessen durchaus glaubhaft. Wenn der Zeuge AB. _____ zunächst davon ausgeht, die Kapitalisierungssätze seien nicht von der Fondsleitung mitgeteilt worden, dann aber auf Vorhalt von Schätzungsblättern einräumen muss, dass das Gegenteil der Fall war (Prot. S. 71 und 74), handelt es sich offensichtlich nicht um eine bewusste Falschaussage, sondern um mangelhaftes Erinnerungsvermögen des im Zeitpunkt der Einvernahme über 80jährigen Zeugen, der zu 20 Jahre zurückliegenden Geschehnissen Auskunft geben sollte. Aus den Zeugenaussagen ergibt sich kein einheitliches Bild, wie die Kapitalisierungssätze bestimmt wurden. Am ehesten wird der Experte in seiner Auffassung bestätigt, dass das Vorgehen reichlich intransparent ist.

Die Intransparenz, wie die Beklagte die Kapitalisierungssätze bestimmte, bedeutet nicht per se, dass ihre Verkehrswerte falsch bzw. dass die Liegenschaften unterbewertet waren.

f) Immobilienmarktstudien

aa) Standpunkt Klägerinnen

Die Klägerinnen haben geltend gemacht, alle bekannten Immobilienmarktstudien hätten deutlich gezeigt, dass sich die Verkehrswertschätzungen von D. _____ und E. _____ offensichtlich nicht an der Preisentwicklung des Immobilienmarktes orientiert hätten. Die Kapitalisierungssätze der Beklagten hätten wesentlich über denjenigen des Marktes gelegen, was entsprechend eine Unterbewertung der Liegenschaften zur Folge gehabt habe. Die Klägerinnen erwähnten zur Untermauerung ihres Standpunktes nebst der Studie von Prof. G. _____ die "Immobilienstudie Schweiz" von Landert et al. (1990), eine Immobilienpreisreihe von Rolf T. Böni (Schweizerischer Bankverein, 1991) eine Immobilienpreisstudie im Auftrag der Zürcher Kantonalbank (1996) und eine Immobilienpreisstudie der

N._____ (Oser, 1997; act. 4/33 S. 44 ff.; act. 18 S. 42 f.). Wie die Entwicklung des Bruttorenditesatzes zeige auch der Mehrfamilienhaus-Index der ZKB ein starkes Wachstum der Immobilienpreise bis 1989. Gemäss Studie der ZKB sei der Preisindex in den Jahren 1985 bis 1989 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 19.3 % gestiegen. Das bedeute eine Preissteigerung des Anfangswertes von rund 200 %. Wenn dann gesagt werde, dass ab 1990 jährliche Senkungen des Preisindexes von durchschnittlich 4.5 % zu verzeichnen seien, so heisse das, dass bis 1995 die Preiserhöhungen der Achtzigerjahre noch zum grössten Teil bestanden hätten (act. 36 S. 122).

bb) Stellungnahme Gutachter

Der Gutachter wurde ersucht, zur klägerischen Behauptung Stellung zu nehmen, dass in verschiedenen Studien zur Preisentwicklung am Immobilienmarkt der Jahre 1983 bis 1991 eine sehr starke Preissteigerung habe festgestellt werden können, während der Inventarwert bei D._____ und E._____ demgegenüber im gleichen Zeitraum nur minimal gestiegen sei. Ebenso wurde der Gutachter aufgefordert, sich zum von den Klägerinnen gezogenen Vergleich zwischen der Wertentwicklung von D._____ und derjenigen von FIR (Fonds Immobilier Romand) zu äussern, der während des Immobilienbooms keine verwässernden Emissionen durchgeführt habe (act. 157 und 160).

Der Gutachter führte dazu aus, es sei unbestritten, dass es auf dem Schweizer Immobilienmarkt in den späten Achtzigerjahren (insbesondere nach dem Crash von 1987) zu starken Preissteigerungen gekommen sei, wobei diese Feststellung auf Angebotspreisen oder den Preisen von tatsächlich gehandelten Objekten beruhe. Diese bildeten aber jeweils nur einen sehr geringen Teil des gesamten Immobilienmarktes ab. Ökonomisch stelle sich hier insbesondere die Frage, ob von diesem "vergleichsweise geringen Volumen" auf den Wert des Gesamtimmobilienbestandes geschlossen werden dürfe. Ausserdem müsse für konkrete Vergleiche u.a. sichergestellt werden, dass die Struktur des Index der Struktur des jeweils betrachteten Portfolios angemessen sei (Wohn-/Geschäfts-/gemischte Liegenschaften, regionale Verteilung, Finanzierung, etc.). Immobilien seien im Gegensatz zu Aktien oder anderen Finanzanlagen nicht standardisiert.

Immobilienindizes müssten also immer wieder unterschiedliche Immobilien miteinander vergleichbar machen oder Preissignale auf eines oder mehrere Standardobjekte anwenden, um einen Preisverlauf zu konstruieren. Dies sei wesentlich komplexer und "fehleranfälliger", als die Preisentwicklung von Aktien oder des Aktienmarktes mit einem Index abzubilden.

Ebenso unbestritten sei, dass es anschliessend in den Neunzigerjahren des vorangegangenen Jahrhunderts zu massiven Preiskorrekturen gekommen sei (Immobilienkrise). Man dürfe daher davon ausgehen, dass die Immobilienindizes – gemäss ihrem Anspruch – sowohl Preisexzess als auch Preiszerfall abgebildet haben.

Eines der grundlegenden Probleme im Immobilienmarkt sei Liquidität. Anders als z.B. der Aktienmarkt, auf dem sich Käufer und Verkäufer in "normalen Zeiten" mehrheitlich die Waage hielten und sich der Handel weitgehend transparent auf standardisierten Plattformen abspiele, sei der Immobilienmarkt nicht standardisiert, nicht öffentlich und häufiger durch Angebots- oder Nachfrageüberhänge gekennzeichnet. Trotz der besseren Liquidität, der höheren Transparenz etc. sei auch der Aktienmarkt nicht vor kurz-, mittel- und selbst längerfristigen Ungleichgewichten gefeit. Daher sei die früher so oft gehörte Aussage, wonach "der Markt immer Recht habe", so heute nicht mehr gängig. Der Markt habe höchstens im langfristigen Durchschnitt Recht in dem Sinne, dass langfristig Ungleichgewichte erkannt und beseitigt würden und langfristige Preisentwicklungen die wirtschaftlichen Begebenheiten abbildeten. Das bedeute, dass reine Preisvergleichsmethoden ebenfalls nur im längerfristigen Durchschnitt zu korrekten Preisen führen könnten. In der Unternehmensbewertung habe man dies auch erkannt, und man arbeite vermehrt mit Multiples, die als gleitende Durchschnitte konzipiert seien. Quintessenz dieser Ausführungen sei, dass die Entwicklung der Inventarwerte D. _____ und E. _____ vor dem Hintergrund der Entwicklung der Immobilienindizes tatsächlich Fragen aufwerfe. Aus diesem Vergleich heraus jedoch direkt auf eine (absichtliche) Unterbewertung der Immobilien in den beiden Fonds schliessen zu wollen, sei jedoch nicht zwingend. Neben der Tatsache, dass ein fairer Vergleich für Unterschiede zwischen Index und Fonds (Immobilientypen,

Standorte der Immobilien, Finanzierung {Verschuldung} etc.) Korrekturen enthalten müsse, wäre zumindest ökonomisch abzuklären, ob aus der konstruierten Preisentwicklung eines (nicht zwingend repräsentativen) Ausschnitts des gesamten Marktes auf die Preisentwicklung eines konkreten Immobilienportfolios geschlossen werden könne.

FIR und D._____ würden sich klar voneinander unterscheiden (Verkehrswerte D._____ ca. CHF 2 Milliarden, FIR ca. CHF 150-200 Millionen, Fremdfinanzierungsgrad FIR 1983-1989 wesentlich höher, regionale Konzentration FIR etc.), weshalb ein direkter Vergleich ohne Korrekturen wegen dieser Unterschiede irreführend sei.

Zusammenfassend sei nachvollziehbar, dass eine Gegenüberstellung der Verläufe von Immobilienindizes oder anderen Immobilienfonds mit der Entwicklung der Inventarwerte von D._____ Fragen aufwerfen könne. Aus den erwähnten Gründen werde aber den vorangegangenen Ausführungen im Gutachten ganz klar der Vorrang eingeräumt, was die Frage der Unterbewertung der Immobilien in den beiden Immobilienfonds D._____ und E._____ betreffe (act. 166 S. 62 f.).

cc) Kritik Klägerinnen

aaa) Die Klägerinnen kritisieren zunächst folgende Aussagen des Gutachters (act. 166 S. 62):

"In der Zusatzfrage der Klagpartei wird zusätzlich der Aspekt der Verwässerung aufgeworfen. Da Unterbewertung und Verwässerung nicht direkt im Zusammenhang miteinander stehen können (aber nicht müssen), gelten die nachfolgenden Ausführungen nur für den Aspekt der Unterbewertung."

Diese Aussage sei eines Experten nicht würdig. Es sei völlig logisch, dass es zur Verwässerung komme, wo auf unterbewerteter Substanz emittiert werde. Das sei unbestritten. Man könnte den Eindruck gewinnen, dass der Gutachter, der ja selber eine Unterbewertung feststelle, im Sinne der Beklagten nicht die logisch daraus folgende Verwässerung quantifizieren möchte (act. 196 S. 43). Indessen ist dem Gutachter ganz offensichtlich ein Verschrieb unterlaufen, sollte es doch heis-

sen: "Da Unterbewertung und Verwässerung direkt im Zusammenhang miteinander stehen können (aber nicht müssen), gelten ..."

bbb) Im übrigen werfen die Klägerinnen dem Gutachter vor, er kläre die aufgeworfenen Fragen nicht ab, ignoriere die Auswertungen der Klägerinnen zur Repräsentativität der im Prozess liegenden Marktdaten und die Ausführungen ihres Parteigutachters Prof. H._____ (act. 196 S. 43 f.). Letzterer beharrt darauf, dass die Immobilienpreisindizes sehr wohl als Benchmark für die Entwicklung der Inventarwerte und Verkehrswerte von D._____ und E._____ dienen könnten. Der konkrete Vergleich der Klägerinnen (Dokumente A3 und A44 {wohl gemeint act. 18/A3 und act. 36/A44}) zeige, dass die Verkehrswerte der beiden Fonds systematisch unterbewertet gewesen seien. Der gerichtlich bestellte Gutachter vermöge die von ihm anerkannten starken Preissteigerungen weder mit seinem Modell noch mit der Bewertung der Beklagten zu zeigen. Diesen Widerspruch entkräfte er, indem er den Markt an sich in Frage stelle. Den im Grunde unmöglichen Nachweis seiner fundamentalen Marktkritik unterlasse der Gutachter. Es sei unbestritten, dass sich Käufer manchmal von einer gewissen Euphorie tragen liessen und zu rosige Erwartungen in die Preisbildung einfliessen liessen. Dennoch, was sie bereit seien zu zahlen, das sei der Verkehrswert, deren Schätzung die Anlageverordnung verlange, und nicht ein hypothetischer, stabilisierter und marktfremder "Wert", der allenfalls in einem langfristigen Durchschnitt etwa auf derselben Höhe liege wie der Marktpreis (act. 197/1 S. 16).

Der Verkehrswert einer Sache oder eines Rechts entspricht dem Preis, der bei sorgfältigem Verkauf der Sache oder des Rechts im Zeitpunkt der Schätzung wahrscheinlich erzielt würde (Art. 4 Abs. 3 aAFV). Es kommt nicht auf die Marktverfassung an, die sich allenfalls ergeben könnte, wenn alle Liegenschaften eines Anlagefonds (oder aller Anlagefonds) auf einmal auf den Markt geworfen würden. Massgebend ist allein die im Zeitpunkt der Schätzung tatsächlich bestehende Marktverfassung. Massgebend ist auch nicht der Steuer- oder Katasterwert oder ein sogenannter Ertragswert, der ohne Rücksicht auf die tatsächlich für Liegenschaften bezahlten Preise errechnet wird (EBK-Rundschreiben Nr. 3, Ziff. I/3 lit. b; act. 31/2).

Der Preis, den ein "euphorischer Käufer" für eine Liegenschaft bezahlt, bildet nicht unbeschadet den Verkehrswert dieser Liegenschaft. So heisst es beispielsweise in der Immobilienmarktumfrage 1988 des schweizerischen Hauseigentümergeverbandes, der Markt für bestehende Mehrfamilienhäuser sei unverändert ausgetrocknet. Institutionelle Anleger seien nicht bereit, übersetzte Kaufpreise zu bezahlen. Es seien vielmehr Privatpersonen ohne notwendige Sachkenntnisse, die in spekulativer Absicht aufträten und nach seriösen Kriterien bewertende Interessenten mit Phantasiepreisen ausstechen würden (act. 19A/65b S. 2). Erst wenn auch andere Marktteilnehmer diesen Preis bezahlt hätten bzw. bereit wären, ihn zu bezahlen, kann davon ausgegangen werden, dass es sich um den Marktpreis handelt. Die so eruierten Marktpreise müssten in genügender Anzahl für vergleichbare Objekte vorliegen, um Rückschlüsse auf den Verkehrswert der zu schätzenden Liegenschaften zuzulassen. Gemäss Scognamiglio kann die Bewertung eines Mehrfamilienhauses, einer Industrieliegenschaft oder eines Hotels aus Mangel an vergleichbaren Handänderungen nicht vorgenommen werden (a.a.O., S. 9). Aus den Jahresberichten von D. _____ und E. _____ ist ersichtlich, dass überwiegend Mehrfamilienhäuser, daneben auch Geschäftshäuser und Liegenschaften für vorwiegend gewerbliche Zwecke, aber kaum Einfamilienhäuser zum Bestand der überbauten Liegenschaften gehörten (act. 79/1-9, act. 79/30-36). Dies lässt es fraglich erscheinen, dass von allgemeinen Studien auf die Verkehrswerte der zu bewertenden Liegenschaften geschlossen werden kann (vgl. auch die nachfolgende Kritik von Böni, insbesondere für das Jahr 1990).

ccc) Die Beklagte hält dafür, die Klägerinnen könnten aus der Landert-Studie nichts zu ihren Gunsten ableiten. Die Autoren würden nachweisen, dass die Liegenschaften vor allem in der zweiten Hälfte der Achtzigerjahre deutlich überbewertet gewesen seien, und von einer Übertreibungsphase sprechen, die sich nicht fortsetzen werde (act. 30 S. 91). In der Tat heisst es in der Studie (act. 4/34/48 S. 26):

"Gemessen am Kapital- und Ertragswert (...) sind die **Immobilien heute deutlich überbewertet**. Da Mietzinserhöhungen zu notwendigen Ertragsverbesserungen durch politischen Widerstand und den Mieterschutz in Frage gestellt sind, ist das Aufwertungspotential für Immobilien praktisch inexistent."

Die Autoren der im Juli 1990 erschienenen Studie sind denn auch der Auffassung, es habe in den letzten 40 Jahren keinen ungünstigeren Zeitpunkt zum Kauf gegeben als damals. Der antizyklisch vorgehende Investor müsste eher verkaufen, habe aber den günstigsten Zeitpunkt schon verpasst. Für Käufe sei es eindeutig zu früh (act. 4/34/48 S. 46). Dem Anhang S. 5 ist zu entnehmen, dass die Handelstätigkeit im Jahr 1989 "unverändert tief" war (Die gleiche Grafik ist auch in der Immobilienmarktumfrage 1989/90 des schweizerischen Hauseigentümergebietes, act. 19A/65d, enthalten.). Der Preisindex der Studie erreicht indessen Ende 1989 ihren Höhepunkt (act. 4/34/48 S. 5). Auf welchen Daten er beruht, lässt sich der Studie nicht entnehmen. Die Autoren weisen darauf hin, dass Daten und Statistiken zum Schweizer Immobilienmarkt insgesamt unzureichend seien. Exakte Daten seien nicht erhältlich. Weil darüber hinaus jede Liegenschaft einen Sonderfall darstelle, fehle dem Markt die Transparenz. Um allgemeingültige Erkenntnisse zu erhalten und Vergleiche mit anderen Anlagen vornehmen zu können, hätten sie versucht, die Preis- und Renditeentwicklung von mittelgrossen Wohnobjekten zu schätzen. Der Ausgangspunkt habe in der Analyse konkreter Beispiele von Wohnobjekten mit Angaben über Kaufpreis und Investitionen sowie Schätzungen des Verkehrswerts gelegen. Diverse Quellen (wie Zeitschriften und Zeitungen) hätten zusätzliche Hinweise geliefert, wie sich die Preise für Boden und Immobilien – unbebaute und bebaute Grundstücke – innert bestimmter Zeiträume entwickelt hätten. Zudem hätten sie institutionelle Anleger und Immobilienexperten befragt. Um für jedes Jahr von 1950 bis 1989 einen Wert zu erhalten, hätten sie die Kurve mittels Plausibilitätsüberlegungen ausgefüllt und verfeinert, wobei sich dieser Prozess an der Wirtschafts- und Einkommensentwicklung, dem Zinsumfeld, dem Baukostenindex, den Bodenpreisen und dem Mietindex orientiert habe. So hätten sie den Immobilienpreisindex als Abbild der Entwicklung des Verkehrswertes erhalten (act. 4/34/48 S. 4 und 37 f.). Mit diesen allgemeinen Aussagen lässt sich wenig über den Verkehrswert der vorliegend zu beurteilenden Liegenschaftbestände in einem bestimmten Zeitpunkt aussagen.

Das soeben Gesagte gilt auch für die Publikation von Rolf T. Böni von 1991 (act. 4/34/50). Sie beruht auf dem durchschnittlich gewichteten Preis von Immobilienverkäufen in den Kantonen Zürich, Basel-Landschaft, Tessin, Aargau, Frei-

burg und Stadt Bern sowie einem "selbstdefinierte(n) Standardobjekt, berechnet auf der Basis von Landpreisen der Agglomeration Basel (Bezirk Arlesheim, teilweise geschätzt), und der Bauteuerung", und einem ebensolchen Standardprojekt auf Basis der Landpreise des Kantons Zürich (ohne Stadt Zürich). Der Autor räumt ein, eine gesamtschweizerische Statistik über Immobilienpreisentwicklungen existiere nicht. Selbst die vorhandenen Statistiken seien kritisch zu hinterfragen und nur mit Vorsicht zu interpretieren, denn die Preisreihen gälten nicht für "Standardprojekte", sondern stellten ganz einfach auf den Durchschnitt der gehandelten Objekte ab. Das bedeute, dass die jährlichen Änderungen der qualitativen Zusammensetzung der Transaktionen die ausgewiesenen Preisreihen zum Teil stark beeinflussten. Der relativ gestiegene Anteil hochqualitativer gehandelter Objekte könnte bei den Werten für 1990 der Grund dafür sein, dass (bei insgesamt stark fallenden Umsätzen) die Daten für Grundstückspreise immer noch einen Preisauftrieb anzeigten. Die Daten für bebaute Liegenschaften wiesen hingegen auf eine Preisreduktion hin. Diese Entwicklung schein e eher den "wahren" Trend widerzuspiegeln.

Aus der Immobilienstudie der Zürcher Kantonalbank entnehmen die Klägerinnen, dass der Mehrfamilienhaus-Index der ZKB ein starkes Wachstum der Immobilienpreise bis 1989 zeige (act. 36 S. 122; act. 19A/69). Der Index beruht nur auf Handänderungen im Kanton Zürich, welche sich aus einer Datenbank der Zürcher Kantonalbank ergeben. Die Erhebung umfasst die Jahre 1980 bis 1995 und 676 Handänderungen. Die Autoren räumen ein, dass die Zahl der identifizierten Handänderungen für die Zeitperiode 1980 bis 1990 relativ gering sei. Aus der Graphik 11 ergibt sich ein Anteil von weniger als 50 Transaktionen pro Jahr (act. 19A/69). Konkrete Schlüsse ausser demjenigen der steigenden Preise in den Achtzigerjahren können aus der Studie für das vorliegende Verfahren nicht gezogen werden.

Zur Immobilienpreisstudie der N._____ (N._____) schreiben die Klägerinnen, die volkswirtschaftliche Abteilung der N._____ habe 1997 ein ökonometrisches Modell des schweizerischen Immobilienmarktes entwickelt. Ausgangspunkt und Referenz dieses Modells hätten effektiv realisierte Käufe auf der Basis von

kantonalen Handänderungsstatistiken ab 1985 gebildet. Mit mathematischen Methoden seien verschiedene makroökonomische Einflussfaktoren wie Wohnbevölkerung, Einkommen oder Zinsen in Funktion zu den kantonalen Preisreihen gesetzt worden. Auf der Basis dieser Modellrechnung sei ein Immobilienpreisindex entwickelt worden (act. 18 S. 43). Allerdings geht aus dem Bericht über die Studie (act. 19A/70) nichts Konkretes über das verwendete Datenmaterial hervor. Indes wird auf die mangelnde Transparenz des Immobilienmarktes hingewiesen. Die Zahl der Angebote auf dem Wohnungsmarkt (bezogen auf Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen) habe sich seit 1991 mehr als verdoppelt. Der noch Ende der Achtzigerjahre ausgetrocknete Wohnungsmarkt sei deutlich liquider geworden. Die Zahl der tatsächlich erfolgten Transaktionen sei jedoch geringer. Im Vergleich zum Immobilienbestand lägen somit nur für relativ wenige Wohnungen Angaben über den jeweiligen Marktwert vor. Rückschlüsse auf die allgemeine Wertentwicklung, basierend auf den tatsächlichen Transaktionen auf dem freien Markt, seien deshalb nur mit Vorbehalten möglich. Auch wenn die Handänderungsstatistiken der Kantone mit wesentlichen Mängeln behaftet seien, stellten sie eine taugliche Grundlage für eine Trendaufzeichnung der Wertentwicklung auf dem Immobilienmarkt dar. Die Studie betont aber auch, dass es *den* Immobilienmarkt nicht gebe, sondern die Preisentwicklung je nach Region und Objektkategorie sehr heterogen sei.

ddd) Die Klägerinnen haben erstmals in ihrer Beweisantretungsschrift behauptet, der Inventarwert des FIR habe in den Achtzigerjahren eine schwache Wertentwicklung gezeigt. Im Jahr 1993 sei er vom Bundesgericht wegen Unterbewertung verurteilt worden; es sei "dort" eine Unterbewertung von 30 % und 36 % für das Jahr 1990 festgestellt worden. FIR habe zwischen 1983 und 2003 keine Emissionen durchgeführt. In den Neunzigerjahren habe FIR seine "stillen Reserven" offengelegt und damit eine Verdreifachung seines Inventarwerts bis 2006 ausgewiesen. Der Vergleich von D._____ mit FIR zeige auf eindrückliche Weise, dass das Fondsvermögen verwässert werde, wenn neue Anteilscheine aufgrund einer zu niedrigen Bewertung ausgegeben werden (act. 95 S. 195 f.). Diese Behauptungen erfolgten verspätet (§ 114 ZPO/ZH). Da die Klägerinnen, wie zu zeigen, den Beweis einer rechtsrelevanten Unterbewertung bei D._____

nicht erbringen konnten, geht ihr Vergleich aber auch in der Sache ins Leere. Die Klägerinnen werfen dem gerichtlich bestellten Gutachter vor, er habe die Frage nach der Diskrepanz zwischen den Inventarwerten von D._____ und FIR (act. 157 S. 2) nicht beantwortet (act. 196 S. 77 f.). Dem ist entgegenzuhalten, dass der Gutachter erklärt hat, weshalb er einen direkten Vergleich ohne Korrekturen für verschiedene Unterschiede, welche zwischen den beiden Fonds bestanden, für irreführend hält (vorn S. 71, Ziff. V/7/f/bb). Es war nicht Aufgabe des Gutachters, die Inventarwertentwicklung von D._____ und FIR über zwei Jahrzehnte hinweg im Einzelnen zu beurteilen.

dd) Index IAZI

Die Beklagte hat ihrerseits auf den vom Informations- und Ausbildungszentrum für Immobilien (IAZI) erstellten Schweizer Mehrfamilienhausindex verwiesen, der gemäss Angaben der Ersteller auf effektiven Transaktionen basieren solle. Der Inventarwert von D._____ und von E._____ habe sich weitgehend gleich wie der IAZI-Index verhalten (act. 30 S. 92). Die Klägerinnen bemängeln die fehlende Datenbasis der Studie – ein Einwand, den sie sich zumindest teilweise auch für die von ihnen angerufenen Studien entgegenhalten lassen müssen. Man könne nur vermuten, so die Klägerinnen, dass die Datenbasis der historischen Daten klein und nicht in der Qualität gewesen sei, wie sie in den von ihnen angerufenen Studien vorliege. Der flache Anstieg der Preiskurve von 1986 bis 1989 widerspreche dem, was alle anderen Beobachtungen bestätigten. Das Presse-Communiqué spreche von einem jährlichen Preisanstieg von rund 4.6 % bis 1989 (act. 36 S. 121).

In der Publikation des IAZI vom 1. April 1999, überschrieben mit "Erster Schweizer Mehrfamilienhaus-Preisindex basierend auf effektiven Transaktionen", heisst es zur Methode, der für die letzten 13 Jahre veröffentlichte Index werde jährlich von der Firma IAZI basierend auf Hunderten von effektiven Handänderungen aus der ganzen Schweiz berechnet. Dabei würden sämtliche Eigenschaften der Objekte erfasst. Wie die SMI- oder SPI-Aktienindizes seien die IAZI-Indizes verkettete Laspeyres-Indizes, welche gewichtet mit der Immobilienkapitalisierung der einzelnen Schweizer Gemeinden die Preisentwicklung darstellten. Die Jahre

1986 bis 1989 hätten das Ende des letzten Immobilienbooms in der Schweiz gebildet. Die Preise der Mehrfamilienhäuser seien in den drei Jahren vor der Trendwende insgesamt um beinahe 14 % gestiegen, was einem jährlichen Anstieg von rund 4.6 % entspreche. 1990 habe das böse Erwachen stattgefunden. Eine klare Trendwende habe eingesetzt und Preise von Mehrfamilienhäuser hätten eine Talfahrt von acht Jahren begonnen (act. 31/22).

Den Klägerinnen ist beizupflichten, dass die Datenbasis für den IAZI-Index intransparent ist. Ein Vergleich mit den anderen Indizes, wie ihn die Parteien machen (act. 30 S. 93; act. 36/A42), würde voraussetzen, dass die Basisindizes identisch sind, was aber nicht der Fall ist. Die IAZI-Studie, welche offenbar auf einem hedonischen Ansatz beruht, zeigt immerhin im Vergleich mit den von den Klägerinnen eingereichten Studien, wie sehr die Resultate von "Marktstudien" letztlich im Ergebnis voneinander abweichen können.

ee) Schlussfolgerung

Zusammenfassend vermögen die von den Klägerinnen ins Feld geführten Studien die vom Gutachter gezogenen Schlüsse letztlich nicht zu entkräften.

g) Parteigutachten Dr. J. _____

aa) Discounted Cash Flow-Methode

Die Beklagte hat gestützt auf ein Parteigutachten von Dr. J. _____ geltend gemacht, eine Nachberechnung der Verkehrswerte der Liegenschaften in den Fondsvermögen D. _____ und E. _____ mittels der DCF (Discounted Cash Flow)-Methode bestätige die Angemessenheit der von der Beklagten vorgenommenen Verkehrswertschätzungen. Allerdings ist die Beklagte der Auffassung, eine solche retrospektive Beurteilung sei im Grunde genommen gar nicht zulässig (act. 42 S. 55 ff.; act. 43/D10). Die Beklagte zitiert ihren Gutachter zur angewandten Methode wie folgt (act. 42 S. 56):

"Das Wesen dieser Methode besteht weniger darin, dass Einnahmenüberschüsse abgezinst werden - das tun andere Bewertungsmethoden auch - als vielmehr darin, dass in Bezug auf die Mieterträge und die Bewirtschaftungskosten auf effektive Beträge abgestellt wird, soweit dies möglich ist. Die normale DCF-Methode unterscheidet in dieser Beziehung zwischen zwei Zeitspannen,

nämlich dem sog. Prognosehorizont, der vom Bewertungszeitpunkt an (in der Regel heute) 5-10 zukünftige Jahre umfasst, und der Zeit danach, die sich vom Ende des Prognosehorizontes bis zum ökonomischen Horizont erstreckt. Der Prognosehorizont ist die in finanzieller Hinsicht überblickbare Zeitspanne, für welche in der Regel Budgets oder längerfristige Finanz- bzw. Investitionspläne vorliegen, die in die Bewertung übernommen werden können. Dabei werden die Barwerte der budgetierten Mieterträge, Bewirtschaftungs- und Investitionskosten bestimmt und zusammengezählt. Für die Zeit vom Ende des Prognosehorizontes bis zum ökonomischen Horizont werden dann aber wiederum die gleichen Berechnungen angestellt, wie bei den traditionellen Bewertungsmethoden (Barwert oder herkömmlicher Ertragswert). Das Ergebnis dieser letzten Berechnung wird auf den Bewertungszeitpunkt abgezinst und zu den Barwerten aus den Berechnungen betreffend den Prognosehorizont addiert. Das Ergebnis repräsentiert den gesuchten DCF-Wert der Liegenschaft. Die Hauptstärke der DCF-Methode liegt darin, dass sie in der Lage ist, in Budgets und Finanzplänen vorhandene Daten über effektive Mieterträge, Bewirtschaftungskosten und Investitionsvorhaben zu verarbeiten."

Als Datenbasis – so die Beklagte weiter – habe Dr. J. _____ einerseits die buchhalterischen Erfolgsrechnungen der Jahre 1983 bis 2001 der Liegenschaften, die sich über die ganze Zeitspanne im Bestand der Fonds D. _____ bzw. E. _____ befunden haben, sowie das jeweilige Bauvolumen in m³ gemäss Schätzprotokoll verwendet.

bb) Kritik Klägerinnen

Für die Klägerinnen ist Dr. J. _____ ein extremer Exponent innerhalb der Schätzergemeinschaft, der den Immobilienmarkt sowie die resultierenden Marktpreise für irrational halte und aus diesem Grund die Ermittlung von "Werten" postuliere. Die Klägerinnen haben zum Gutachten von Dr. J. _____ das schon erwähnte Gutachten von Dr. H. _____ und eine Stellungnahme von Dr. G. _____ eingereicht (act. 53/107 und 53/108). Beide Experten würden bestätigen, dass der "Wert"-Ansatz von Dr. J. _____ den Anforderungen des Anlagefondsgesetzes widerspreche, dass die Schweizer Immobilienschätzer schon immer den Preis einer Liegenschaft hätten schätzen können, dass auf dem Markt beobachtbare Bruttorenditen als Messgrösse für die Preise auf dem Immobilienmarkt gedient hätten und auch als Kapitalisierungssatz verwendet worden seien und dass die Bruttorenditen von Prof. G. _____ in hervorragender Weise geeignet seien, um die Verkehrswerte der Liegenschaften von D. _____ und E. _____ im Rahmen dieses Ver-

fahrens zu schätzen und die von der Beklagten ausgewiesene Unterbewertung zu berechnen. Die DCF-Methode sei für den vorliegenden Fall eine periodenfremde Anwendung. Dr. J. _____ versetze sich in die hypothetische Situation eines damaligen Experten, der über diese Methode verfügt und zudem mit übersinnlichen Fähigkeiten die Erträge der kommenden 10 bis 20 Jahre vorausgesehen habe. Die heutige Kenntnis der tatsächlichen Erträge mache die Rechnung von Dr. J. _____ aber nicht etwa besonders präzise, sondern gezielt falsch. Die damaligen Marktpreise hätten sich aufgrund der damaligen Erwartungen gebildet. Eine korrekte Ex-post-Bewertung müsse deshalb die damaligen Markterwartungen rekonstruieren (act. 52 S. 15 f. und S. 25).

cc) Stellungnahme Gutachter

Der Gutachter nahm zu den zwei Gutachten von Dr. J. _____ – das eine befasst sich mit den Methoden der Verkehrswertschätzung in den Jahren 1983-1992 (act. 43/D7) und ist nicht weiter von Belang – und zum Gutachten von Dr. H. _____ sowie zur Vernehmlassung von Dr. G. _____ Stellung (act. 166 S. 40 ff.).

Der gerichtlich bestellte Gutachter schreibt zum Gutachten J. _____, sein Vorhaben, mit einer Ex-post-DCF-Analyse, basierend auf tatsächlich beobachteten Werten (Erträge und Kosten) nach dem Bewertungszeitpunkt, die ausgewiesenen Verkehrswerte in den beiden Fonds in den Jahren 1983 bis 2000 nachzuweisen bzw. zu rechtfertigen, sei bereits von der Anlage her zum Scheitern verurteilt. Bewertungen könnten nicht ex post, d.h. aufgrund der Entwicklungen nach dem Bewertungszeitpunkt, als korrekt oder nicht korrekt beurteilt werden. Die Qualität von Bewertungen sei immer zum Zeitpunkt der Bewertung und ausschliesslich mit Informationen und Methoden, die zum Zeitpunkt der Bewertung zur Verfügung gestanden hätten und genutzt worden seien, zu beurteilen (act. 166 S. 40). Dies deckt sich mit der Meinung der Beklagten, welche eine retrospektive Beurteilung nicht als zulässig erachtet. Wie gesehen lehnen auch die Klägerinnen in dieser Form eine Ex-post-Bewertung ab.

Da das Gutachten von Dr. J. _____ nicht massgebend ist, braucht auf die daran geäusserte Kritik von Dr. G. _____ (act. 53/108) und Dr. H. _____ (act. 53/107)

nicht weiter eingegangen zu werden. Soweit sich diese zu den Vorzügen der Verkehrswertschätzung mit Bruttorenditen äussern, kann auf das oben unter Ziff. V/7/e (S. 40 ff.) Gesagte verwiesen werden.

h) Zusammenfassende Würdigung

Der Gutachter hat also im Ergebnis die Verkehrswerte der Liegenschaften wie folgt bestimmt: Aufgrund der von der Beklagten ausgewiesenen Mietwerte, Renovationsabzüge und Verkehrswerte im Jahresbericht hat er den durchschnittlich angewandten Kapitalisierungssatz pro Jahr errechnet (Gutachten S. 46). Die Mietwerte hat er um das Mietzinswachstum der vorausgegangenen Jahre in der beschriebenen Art erhöht. Diese erhöhten Mietwerte hat er bei D._____ mit den errechneten Kapitalisierungssätzen kapitalisiert und unter Berücksichtigung des Renovationsabzugs die Verkehrswerte berechnet (Gutachten S. 52). Bei E._____ hat er für die Jahre 1983 bis 1988 die um 0.3 % erhöhten Kapitalisierungssätze von D._____ verwendet, für die Jahre 1989 bis 1991 die für E._____ errechneten Kapitalisierungssätze. In Zahlen lauten die Kapitalisierungssätze und zum Vergleich die durchschnittlichen Zinssätze für 1. Althypothesen mit den Margen (Differenz zwischen Althypothekar- und Kapitalisierungssatz) wie folgt:

Jahr	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Althyp.	5.49	5.49	5.49	5.48	5.23	5.00	5.92	6.48	6.87
D._____	6.60	6.60	6.40	6.35	6.38	6.35	6.20	6.51	7.09
Marge	1.11	1.11	0.91	0.87	1.15	1.35	0.28	0.03	0.22
E._____	6.90	6.90	6.70	6.65	6.68	6.65	6.09	6.76	7.15
Marge	1.41	1.41	1.21	1.17	1.45	1.65	0.17	0.28	0.28

Naegeli/Hungerbühler (1988) nannten folgende Richtwerte für den Zuschlag zum massgebenden Kapitalzinssatz resp. Hypothekarzinssatz zwecks Wahl eines kostendeckenden Kapitalisierungssatzes (a.a.O., S. 112):

	Neubauten	Altbauten über
	%	10jährig, %
Mehrfamilienhäuser	2-2¼	2½-3

Bürohäuser, Ladentrakte	2	2½-3
Hotels, Restaurants, Einkaufszentren	2½-3	3-3½

Diese Richtwerte sind mit den Kapitalisierungssätzen des Gutachters deutlich unterschritten (was zu höheren Verkehrswerten führt), wobei dieser darauf hingewiesen hat, die Tatsache, dass sich der Kapitalisierungssatz zwischen 1 % und 3 % über dem Hypothekarsatz bewegt, beweise noch nicht, dass der Kapitalisierungssatz mit der notwendigen Sorgfalt geschätzt worden sei (act. 166 S. 39). Im Jahre 1990 ist denn auch die Marge bei D._____ bei steigenden Hypothekarzin- sen praktisch bei Null.

Die klägerische Kritik am Gerichtsgutachten ist, wie dargelegt, nicht berech- tigt. Auf dieses kann abgestellt werden. Das Gerichtsgutachten bestätigt die von den Klägerinnen behaupteten Verkehrswerte nicht.

8. Weitere Beweismittel

Nachfolgend ist auf die weiteren von den Parteien genannten Beweismittel (vgl. Beweisabnahmebeschluss act. 96 S. 10 ff.) einzugehen, soweit diesen nicht von vornherein jegliche Rechtserheblichkeit abgesprochen werden muss und so- weit sie nicht schon vorstehend gewürdigt wurden.

a) Liquidation E._____ A

Die Klägerinnen haben gestützt auf den Rechenschafts- und Schlussbericht 1985/86 von E._____ A (act. 4/34/32) geltend gemacht, in den Jahren 1985 und 1986 sei der ursprünglich parallel zum E._____ B (heute E._____) geführte Fonds E._____ A liquidiert worden. Die Liquidationspreise seien durchschnittlich 40 % höher gewesen als der Inventarwert per 1984; mithin seien die Grundstücke ent- sprechend unterbewertet gewesen. Im Rechenschaftsbericht 1984 von E._____ A sei ein Kapitalisierungssatz von 7.69 % ausgewiesen worden, welcher dem gleichzeitigen Kapitalisierungssatz von E._____ B von 7.65 % praktisch gleichge- kommen sei (act. 33 S. 35).

Die Beklagte hat dem entgegengehalten, aufgrund der zeitlichen Verhältnis- se seien über diese Transaktionen keine Detailunterlagen mehr verfügbar. Die

Veräusserung des gesamten Immobilienportfeuillees habe es erlaubt, ganze Pakete von Liegenschaften und allenfalls Aktien der Immobiliengesellschaften zu veräussern. Rückschlüsse auf die Bewertung anderer Fonds seien nicht zulässig (act. 30 S. 67 f.).

Mit ihrem Vergleich vermögen die Klägerinnen nicht den Beweis zu führen, dass die von ihnen behaupteten Verkehrswerte für D._____ und E._____ zutreffen. Weder ist die Liegenschaften- und Kostenstruktur von E._____ B im Jahre 1984 bekannt noch gibt es nähere Angaben über den Verkauf der Liegenschaften.

b) Basic Report "D._____? – D._____!"

Im Basic Report "D._____? – D._____!" (act. 4/34/5), gleichsam Werbeprospekt für die im November 1992 durchgeführte Emission, stehe, so die Klägerinnen, dass D._____ "zur Zeit leicht unterbewertet sei". Derselbe Report ermittle nach zwei Methoden, dass der Inventarwert der D._____ -Anteilscheine im Herbst 1992 um 11 bzw. 13 % über dem von der Fondsleitung ermittelten Wert gelegen habe (act. 4/33 S. 34).

Die Beklagte hat darauf hingewiesen, dass der Bericht von der Investment Research Abteilung der N._____ gestammt habe, die Beklagte also für den Inhalt nicht verantwortlich sei. Die Aussagen bezögen sich auf das Jahr 1992 und nicht auf die Zeit davor und gäben die Auffassung der Autoren wieder, welche gewisse Annahmen hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Mieteinnahmen und der Anzahl Anteilscheine getroffen hätten (act. 30 S. 66 f.).

Der im September 1992 erschienene Basic Report basiert offenbar auf dem "letzten Geschäftsbericht" (act. 3/34/5 S. 7), d.h. demjenigen von 1991 von D._____ (act. 79/9). Für das Jahr 1992 wird von leicht verminderten Mietzinseinnahmen und einem Rückgang der Anzahl Anteilscheine in der Grössenordnung von 237'000 ausgegangen. Als Kapitalisierungssatz wird der Zinssatz der langfristigen Bundesobligationen mit einem Risikozuschlag von 1.7 % verwendet. Die Inventarwerte werden mittels einer Praxismethode und einer Cash-flow-Methode berechnet. Es handelt sich um Prognosen aufgrund bestimmter Annahmen. Für

den Beweis der Verkehrswerte in den Jahren 1983 bis 1991 ist damit nichts gewonnen. Wenn die Klägerinnen von einem "Werbeprospekt" sprechen, räumen sie indirekt ein, dass der Basic Report bezüglich einer allfälligen Unterbewertung durchaus schönfärberisch sein könnte, um potentielle Anleger von einer Investition zu überzeugen. Auch vor diesem Hintergrund sind die ermittelten Inventarwerte mit Vorsicht zu geniessen.

c) Meinungsäusserungen

Die Klägerinnen haben auf verschiedene Meinungsäusserungen hingewiesen, welche Bezug auf die Entwicklung der Immobilienpreise in den Achtzigerjahren und die Bewertung der Fondsvermögen nehmen (act. 95 S. 13; act. 81/124, act. 81/125, act. 19A/66, act. 19A/67). Zur konkreten Ermittlung der strittigen Verkehrswerte tragen diese Beweismittel nichts bei.

d) Zeugenaussagen

Auf einzelne Zeugenaussagen ist im Zusammenhang mit der Frage, wie bei der Beklagten die Kapitalisierungssätze bestimmt worden sind, früher eingegangen worden. Zur Frage der Unterbewertung der Liegenschaften äusserten sich die Zeugen wie folgt:

Der Zeuge Q. erachtete die Behauptung, die Liegenschaften seien von 1983 bis 1991 unterbewertet gewesen, als nicht richtig. Er habe die Bewertungen wie bei allen anderen Kunden gemacht. Stets habe er die gleiche Schätzungsart gewählt. Er habe zum Teil vorgegebene Schätzungen auch zurückgewiesen (Prot. S. 54). Der Zeuge R. sagte zur Frage der Unterbewertung, er habe tendenziell die Devise gehabt, jeweils nicht über das Ziel hinaus zu schiessen, mithin nicht zu hoch zu schätzen. Er sei daher eher etwas tiefer gegangen. Der Grund sei gewesen, dass in vielen Bauten Arbeiten hätten ausgeführt werden müssen, um sie auf einem zeitgemässen Stand halten zu können. Als Fachmann – der Zeuge ist Architekt – hätte er bei diesen Bauten oftmals vieles anders oder besser gemacht. Daher habe das tatsächlich Gemachte oder Vorhandene für ihn einen tieferen Wert ergeben. Er hätte gerne etwas tiefer geschätzt als die Fondsleitung. Seines Erachtens sei der damalige Kapitalisierungssatz (Schätzung vom

17.2.1992) von 6 oder 7 % etwas zu hoch gewesen. Der Markt sei damals sehr rege gewesen. Mit diesem Trend sei er aber nicht wirklich zufrieden gewesen. Seines Erachtens seien die Schätzungen eher an der oberen Grenze anzusiedeln gewesen (Prot. S. 65 ff.). Der Zeuge AB._____ verneinte, dass die Liegenschaften unterbewertet gewesen seien. Sie hätten sehr seriös gearbeitet und seien fachlich anerkannte Schätzungsexperten gewesen (Prot. S. 73). Für den Zeugen W._____ (Revisor) erschienen die Schätzungen als vertretbar, wie er dies im Prüfungsbericht festgehalten habe. Es habe schon gewisse Bandbreiten gegeben. Wenn die Meinungsunterschiede im Rahmen von 10 % lägen, dann seien es eben Schätzungen. Das sei in etwa die Bandbreite (Prot. S. 88 f.). Auch der Zeuge AC._____ wies darauf hin, dass bei jeder Schätzung eine gewisse Spannweite Ermessensfrage sei. Einen genauen Preis könne man erst feststellen, wenn eine Liegenschaft verkauft oder erworben worden sei. Er habe in seiner Tätigkeit nie den Vorwurf gehört, dass eindeutig zu niedrig geschätzt worden sei (Prot. S. 111). Der Zeuge S._____ gab auf die Frage nach der Unterbewertung zu Protokoll, er könne natürlich nicht über die Zeit "vorher" – der Zeuge war ab Spätherbst 1990 bei der Beklagten tätig (Prot. S. 114) – eine Aussage machen. Soweit er sich noch an die damaligen Diskussionen von "Vater L._____" mit dem damaligen Chef erinnere, sei es darum gegangen, dass man die Marktwerte angeblich nicht berücksichtigt habe, was eine Unterbewertung der Fondsanteile ergeben hätte. Soweit er, der Zeuge, dies sagen könne, hätten sie die Marktwerte überall korrekt ermittelt und auch auf der Portfolioebene beachtet. Er denke, sie hätten nicht die Idee gehabt, absichtlich konservativ zu bewerten (Prot. S. 117).

Diese pauschalen Aussagen sind nicht geeignet, zur konkreten Bestimmung der damaligen Verkehrswerte der Liegenschaften etwas Essentielles beizutragen. Dass die Zeugen der Auffassung sind, seriös und korrekt geschätzt zu haben, versteht sich von selbst. Die Aussage von R._____, der damalige Kapitalisierungssatz von 6 oder 7 % sei etwas zu hoch gewesen, widerspricht seiner Meinung, wonach die Schätzungen eher zu hoch gewesen seien – ein tieferer Kapitalisierungssatz führt zu einem höheren Verkehrswert. Auf die Frage des Ermessens bei Schätzungen ist sogleich einzugehen.

9. Ermessensspielraum bei Verkehrswertschätzungen

a) Standpunkt Beklagte

Die Beklagte ist der Auffassung, dass die gesetzliche Regelung bei der Verkehrswertschätzung einen Ermessensspielraum vorsehe. Wer sich innerhalb dieses Spielraums bewege, dabei aber eher vorsichtig agiere, handle, wie die EBK als Ergebnis ihrer Marktuntersuchungen im Jahre 1992 bestätigt habe, korrekt. Die EBK habe in ihrem Jahresbericht 1986 geschrieben, um möglichst objektive Schätzwerte sicherzustellen, müsse die Fondsleitung von Gesetzes wegen einen oder mehrere von ihr unabhängige Schätzungsexperten beiziehen. Den Experten sei ein weiter Ermessensspielraum einzuräumen. Tendenziell neigten sie und die Fondsleitungen jedoch zu einer zurückhaltenden Schätzung. Im Jahresbericht 1992 habe die Aufsichtsbehörde festgestellt, dass eine Differenz zwischen dem Verkaufspreis und dem letzten Schätzwert von ca. 10 % als branchenüblich und vertretbar bezeichnet werden könne. Die Kapitalisierungssätze bei den in den Jahren 1990 und 1991 getätigten Liegenschaftsverkäufen hätten überwiegend zwischen 5.5 und 7 % gelegen. Diese Aussagen sowie der Grundsatz, dass bei der Schätzung des Verkehrswertes der Langfristigkeit der Investition Rechnung zu tragen sei, erlaubten deshalb, den Raum des zulässigen Ermessens abzustecken (act. 30 S. 12, 19, 21 f. und 68).

b) Standpunkt Klägerinnen

Die Klägerinnen haben geltend gemacht, die gesetzliche Regelung sehe keinen Ermessensspielraum vor. Die EBK habe immer wieder betont, dass der Grundsatz der Schätzung die Bewertung nach dem Marktwert im Sinne von Art. 4 Abs. 3 AFV sein müsse. Abweichungen seien grundsätzlich nicht gestattet. Die Bemerkung, dass Experten und Fondsleitungen tendenziell "jedoch" zu einer zurückhaltenden Schätzung neigten, sei ein Tadel. Der EBK gehe es nicht darum, ein Rezept für die Schätzung der Liegenschaften aufzustellen und insbesondere einen zulässigen Unterbewertungsfaktor festzuhalten. Ihre Schlüsse hätten kei-

neswegs diese Bedeutung, sondern bezeichneten nur die Grenze, bei welcher die EBK von Amtes wegen intervenieren müsse. Eine Bewertung zum Verkehrswert in einem bestimmten Zeitpunkt hänge immer ausschliesslich von der Marktverfassung in diesem Zeitpunkt ab. Die Langfristigkeit einer Anlage rechtfertige keine andere Bewertung. Eine Nichtberücksichtigung von Schwankungen des Marktes könnte allerhöchstens dann in Betracht gezogen werden, wenn es um den Ausgleich von ganz kurzfristigen Ausschlägen gehe (Beispiel der 11. September 2001). Eine Entwicklung, die wie hier in einem Zeitraum von ca. 15 Jahren eine allgemeine Erhöhung der Liegenschaftspreise um mehr als das Doppelte mit sich gebracht habe, könne dagegen keinesfalls ignoriert werden (act. 36 S. 52 f., 82 und 107).

c) Beurteilung

Jedem Experten ist bei der Beurteilung einer Liegenschaft ein Ermessensspielraum zuzubilligen. Auch die gewissenhafteste Schätzung ist nicht frei von subjektiven Wertungen. Gewisse Schätzungstoleranzen mussten und müssen daher immer in Kauf genommen werden. "Betragen die Abweichungen nicht mehr als 10 %, so darf man getrost von weitgehender Übereinstimmung sprechen." (Naegeli/Hungerbühler, a.a.O., S. 10; Naegeli/Wenger, a.a.O., S. 10). Grundstücke weisen keinen Marktpreis auf, sondern haben lediglich einen durch Schätzung zu ermittelnden Verkehrswert (Wicki, Der börsliche Handel mit Anlagefondsanteilen aus Sicht des Anlagefondsgesetzes, Zürich 2003, S. 132). Es kann von einer branchenüblichen Schätzungstoleranz von $\pm 10\%$ ausgegangen werden (vgl. Naegeli/Wenger, a.a.O., S. 65 f.; BGE 2P.40/2002; SUVA, Immobilienmarkt des Kantons Tessin von 1990 bis 2005 unter besonderer Berücksichtigung von institutionellen Immobilieneigentümern, Schlussbericht 9. Dezember 2005, S. 35). Dieser Ermessensspielraum bedeutet nun aber nicht, dass die Beklagte bei der Festsetzung der Liegenschaften-Verkehrswerte einen gewissen Spielraum hatte, den sie ausnutzen durfte. Dem widerspricht die gesetzliche Regelung, wonach der Verkehrswert dem Preis entspricht, der bei sorgfältigem Verkauf der Sache oder des Rechts im Zeitpunkt der Schätzung wahrscheinlich erzielt würde. Vielmehr bedeutet der Hinweis auf das Ermessen, dass es den objektiv richtigen

Verkehrswert einer Immobilie nicht gibt. Da es den objektiv richtigen Verkehrswert nicht gibt, ist das klägerische Vorbringen unbehelflich, die statistische Gesamtabweichung liege bei einer Schätzgenauigkeit von $\pm 20\%$ zwischen $+2.9\%$ und -2.9% (act. 36 S. 46).

Wie gesehen liegt der gewichtete Bewertungsfehler bei den von 1984-1992 verkauften Liegenschaften von D._____ gegenüber den Verkehrswerten der Beklagten unter 10% (Ziff. V/7/e/dd/eee). Die Beklagte hat auf den Jahresbericht der EBK 1992 S. 80 f. hingewiesen (act. 30 S. 21 f.), wo es heisst (act. 31/8 S. 80 f.):

"In den Jahren 1990 und 1991 erlitt der Immobilienmarkt einen Rückschlag infolge der rezessiven Wirtschaftsentwicklung sowie aufgrund der markant gestiegenen Zinssätze, welche die Anleger zur Umschichtung ihrer Anlagen in höher verzinsliche Alternativen veranlassten. Demzufolge waren zahlreiche Fondsleitungen massiven Rücknahm(e)begehren ausgesetzt, welche sich in den beiden letzten Jahren auf insgesamt 2,7 Mia. Franken beliefen (vgl. Jahresbericht 1991 S. 80). Um die Rücknahmebegehren honorieren zu können, musste eine bedeutende Anzahl Liegenschaften verkauft werden, was der Bankenkommission erstmals die Möglichkeit gab, im Frühling 1992 einen aussagekräftigen Vergleich zwischen dem Verkaufspreis einerseits und dem letzten von der Fondsleitung bekanntgegebenen Schätzwert andererseits anzustellen und zu prüfen, ob die Bewertungen marktkonform waren.

Gegenstand der Untersuchung waren insgesamt 357 Liegenschaften, deren Verkaufserlös total 2,1 Mia. Franken betrug. Im einzelnen wurden

- 1990: 150 Liegenschaften im Wert von total 725 Mio. Franken sowie
- 1991: 207 Liegenschaften im Wert von total 1,4 Mia. Franken verkauft.

Von diesen 357 Immobilien wurden deren 338 (95%) zu einem höheren Preis als dem letzten Schätzwert verkauft. Die durchschnittliche Differenz zwischen dem Verkaufspreis und dem letzten Schätzwert betrug $10,1\%$. Nur in 19 Fällen wurden Erlöse erzielt, welche leicht unter den letzten Schätzungen lagen. Der Mindererlös betrug $3,2\%$ oder, in absoluten Zahlen, 5,4 Mio. Franken gegenüber einem letzten Schätzwert von 169,3 Mio. Franken der einschlägigen Liegenschaften. Diese Zahlen zeigen deutlich, dass die Verkäufe im allgemeinen zu Preisen realisiert wurden, welche dem Ergebnis der letzten Verkehrswertschätzung sehr nahe kamen. Die festgestellten Abweichungen sind als branchenüblich und vertretbar zu bezeichnen."

Wenn überhaupt den bei D._____ erfassten Verkäufen im vorliegenden Fall eine Bedeutung zugebilligt wird, ist somit die Abweichung insgesamt innerhalb der

zu akzeptierenden Toleranz. Dies gilt erst recht für das Jahr 1991 (Bewertungsfehler -5.4 %; act. 166 S. 58), dessen Bewertung der Liegenschaften für die Festsetzung des Rücknahmepreises der klägerischen Anteilscheine ausschlaggebend war.

Nach den Feststellungen des Gutachters liegen die Abweichungen der Verkehrswerte der Beklagten bei D._____ für die Jahre 1983 bis 1991 gegenüber den von ihm errechneten Verkehrswerten stets unter 6 %, bei E._____ einzig in den Jahren 1983-1985 über 10 % (aber unter 12 %) und in den übrigen Jahren unter 10 % (vorn S. 23 f.). Insgesamt liegen die Bewertungen der Beklagten noch innerhalb der ihr zuzubilligenden Schätzungstoleranz. Der Gutachter hat zudem keine Anzeichen dafür gefunden, dass die Marge bewusst in die eine oder andere Richtung systematisch verändert worden wäre (act. 166 S. 54). Zwar änderte die Beklagte wie gesehen die Kapitalisierungssätze für die Liegenschaften von D._____ in den Jahren 1985-1989 kaum, aber der Zinssatz für erste Althypotheken differierte in dieser Zeit ebenfalls nur um maximal 0.92 %.

10. Weitere Ansprüche aus der behaupteten Unterbewertung

Da die Klägerinnen den Beweis für die von ihnen behauptete Unterbewertung nicht erbringen konnten und die von der Beklagten verwendeten Verkehrswerte gegenüber den vom gerichtlich bestellten Gutachter festgestellten Verkehrswerten innerhalb der zulässigen Schätzungstoleranz liegen, muss ein zusätzlicher Erfüllungsanspruch der Klägerinnen pro verkauften Anteil wegen einer angeblichen Unterbewertung der beiden Anlagefonds verneint werden. Dann haben die Klägerinnen aber auch unter dem Titel "Verwässerungsschaden", den sie damit begründen, dass neue Anteilscheine aufgrund einer zu niedrigen Schätzung des bestehenden Fondsvermögens ausgegeben worden seien, nichts zugute.

11. Latente Steuern

a) Standpunkt Klägerinnen

Einen weiteren Schadensposten erblicken die Klägerinnen darin, dass die Beklagte bei der Bewertung der Liegenschaften im Rahmen der Bestimmung des Inventarwerts vom Wert der Liegenschaften die latenten Steuern abgezogen ha-

be. Es habe sich dabei insbesondere um die Grundstückgewinnsteuern gehandelt, welche beim Verkauf einer Liegenschaft anfielen. Die Beklagte habe vom Verkehrswert jeder Liegenschaft diejenigen Beträge abgezogen, die als Grundstückgewinnsteuern zu zahlen gewesen wären, wenn das Objekt am Tage der Bewertung zum Schätzpreis verkauft worden wäre. Dabei sei unberücksichtigt geblieben, dass bis zum effektiven Verkauf der Liegenschaft eine zwar unbestimmbare, aber in der Regel sehr lange Zeit vergehe, dass die aufgeschobene Abgabe in der Zwischenzeit Ertrag abwerfe und dass in den meisten Gesetzgebungen der Satz der Grundstückgewinnsteuer mit der Besitzesdauer abnehme. Richtigerweise hätte die Beklagte nur eine angemessene Rückstellung für die eventuell anfallenden Liquidationssteuern machen dürfen, wobei sie entweder individuell auf die Art der Fondsliegenschaften und die dafür bestehenden Pläne oder aber im Sinne einer Durchschnittsberechnung auf einen generellen Reduktionssatz hätte abstellen dürfen. Als praktikable Lösung erachten die Klägerinnen die Berücksichtigung der latenten Steuern zur Hälfte. Entsprechend berechnen sie einen dem Fonds D. _____ nicht zugeflossenen Betrag von CHF 8.19 pro gekündigten Anteil und verlangen für ihre Anteile Schadenersatz von CHF 164'977.–; bei E. _____ ist es CHF 1.99 pro Anteil und insgesamt CHF 32'246.– Schadenersatz (act. 18 S. 56 ff.; act. 18 A/25 und 18 A/26). Bei der Berechnung des Rücknahmepreises akzeptieren die Klägerinnen dagegen den vollen Abzug der latenten Steuern, weil die Rücknahme von Anteilscheinen durch den Fonds zumindest latent eine Teilliquidation des Fondsvermögens bedeute (act. 36 S. 126). Die Beklagte habe - wie aus dem Buch "... C. _____ AG" hervorgehe - das Problem der Verwässerung durch den Abzug der Liquidationssteuern längst erkannt, diesen Abzug aber nichtsdestotrotz vorgenommen (act. 18 S. 70).

b) Standpunkt Beklagte

Die Beklagte hat auf die Regelung in Art. 4 Abs. 4 aAFV verwiesen, wonach der Inventarwert eines Anteils anhand des Verkehrswerts der Fondsaktiven abzüglich der Schuldverpflichtungen sowie der bei der Liquidation des Fondsvermögens wahrscheinlich anfallenden Steuern zu berechnen sei. Diese Regelung gelte bei der Bestimmung des Rücknahme- und des Ausgabepreises von Anteilschei-

nen. Gemäss Rundschreiben Nr. 3 der EBK vom 10. Oktober 1967 (act. 31/2) sei nicht zu berücksichtigen, ob allenfalls eine reduzierte Wahrscheinlichkeit der Liquidation des Fonds bestehe. Eine Pflichtverletzung der Beklagten liege nicht vor (act. 30 S. 97 ff.).

c) Beurteilung

Bei dieser Position geht es um einen Schadenersatzanspruch, der voraussetzt, dass der Beklagten eine Vertragsverletzung vorgeworfen werden kann, die zu einem Schaden führte; überdies kann die Beklagte nachweisen, dass sie kein Verschulden trifft, um sich von der Haftung zu befreien.

Wenn der Gesetzgeber bei der Festlegung des Inventarwerts die Berücksichtigung der bei der Liquidation wahrscheinlich anfallenden Steuern vorgeschrieben hat, hat er damit in Kauf genommen, dass in diesem Umfang ein künftiger Ertrag nicht berücksichtigt wird. Die Abzinsung ist nicht vorgeschrieben. Die EBK hat im erwähnten Rundschreiben ausgeführt, dass Grundlage für die Schätzung der anfallenden Steuern die Verkehrswertschätzung jeder einzelnen Liegenschaft sei, woraus sich ergebe, dass die Schätzungen der latenten Steuerschulden jährlich wiederholt werden müssten. Ein weiterer Grund dafür sei der im allgemeinen mit zunehmender Besitzesdauer degressive Tarif der besonderen Liegenschaftsgewinnsteuer. Selbstverständlich dürften nur Steuerbeträge eingesetzt werden, die nach den Verhältnissen im Zeitpunkt der Schätzung im Falle eines Verkaufs geschuldet wären. Die mehr oder weniger grosse Wahrscheinlichkeit, dass der Anlagefonds nicht oder nicht in absehbarer Zeit vollständig liquidiert werde, sei kein Grund, die latenten Steuerschulden nur teilweise zu berücksichtigen (Rundschreiben Nr. 3, Ziff. II/2). Die Klägerinnen haben nicht geltend gemacht, die Beklagte habe diese Hinweise im Rundschreiben nicht befolgt. Mithin kann davon ausgegangen werden, dass sie die bis zum Schätzungszeitpunkt verflossene Besitzesdauer bei der Schätzung der latenten Steuerschulden berücksichtigt hat. Da die weitere Besitzesdauer unbekannt ist, kann der Beklagten nicht vorgeworfen werden, gegen das Gesetz verstossen zu haben, wenn sie nicht einen Einschlag wegen einer allfälligen weiteren Senkung der Steuern zufolge der Besitzesdauer vornahm. Der Ausdruck der "wahrscheinlich" anfallenden Steuern

lässt der Fondsleitung einen Ermessensspielraum. Hinzu kommt, dass die Beklagte auch nicht schuldhaft gehandelt hat, wenn sie das Rundschreiben der EBK befolgte. In der Publikation "... C. _____ AG" heisst es, die bei einer Liquidation des Fondsvermögens wahrscheinlich anfallenden Steuern (Grundstückgewinnsteuern) seien bei der Ermittlung des Fondsvermögens in Abzug zu bringen. Dieser sonderbare Abzug einer "wahrscheinlich (nie) zu bezahlenden Steuer" werde damit begründet, dass diese mancherorts hohe Sonderbesteuerung bei Verkäufen von Immobilien des Fonds das Liquidationsergebnis beträchtlich schmälern würde. Der schweizerische Gesetzgeber verlange deshalb, dass diese latente Steuerschuld bei der Berechnung des Fondsvermögens in Abzug gebracht werde. Und hierin liege eine grundsätzliche Fehlüberlegung. Weil der Steuerabzug bei der Berechnung des Fondsvermögens bzw. des Inventarwerts erfolge, werde davon nicht nur der Rücknahmepreis, sondern auch der ebenfalls auf dem Inventarwert basierende Ausgabepreis betroffen. Der Neuerwerber von Anteilscheinen kaufe sich nicht in das effektive Fondsvermögen ein, sondern in einen Immobilienbesitz, dessen Preis um die zu niedrige Bewertung und um die vielleicht gar nie fällig werdende Grundstückgewinnsteuer reduziert sei (act. 4/4/2.33 S. 65 und 67). Aus diesen Ausführungen ergibt sich zwar, dass die Beklagte das "Problem" erkannt hat, aber nicht, dass sie bewusst gesetzeswidrig und damit schuldhaft gehandelt hätte.

Ein Anspruch wegen unberechtigt abgezogener latenter Steuern steht somit den Klägerinnen nicht zu.

Damit entfallen auch hier Schadenersatzansprüche wegen entgangenem Ertrag und entgangenem Wertzuwachs zufolge überhöht berücksichtigter Liquidationssteuern (act. 18 S. 64 ff.).

12. Rücknahmepreis E. _____

Die Klägerinnen haben in der ergänzenden Klagebegründung ausgeführt, sie bzw. Dr. L. _____ hätten nach der Kündigung im Jahre 1992 CHF 230.50 pro Anteil D. _____ und CHF 182.50 pro Anteil E. _____ erhalten. Nach den Rechenschaftsberichten seien die Rücknahmepreise höher gewesen. Die Differenz sei

nicht erklärt. Die Klägerinnen behielten sich ihre Nachforderungen vor, falls die Beklagte dafür keine Erklärung geben könne (act. 18 S. 45 f.).

Die Beklagte führte dazu in der Klageantwort aus, dass die Berechnung des Rücknahmepreises für Anteilscheine, die während des laufenden Geschäftsjahrs ausbezahlt würden, aufgrund einer Schätzung des Ergebnisses des laufenden Geschäftsjahrs zu erfolgen habe. Diese Schätzungen flössen naturgemäss in die Berechnung des Rückkaufpreises ein. Mit act. 31/23.1 und 31/23.2 legte die Beklagte die Berechnungen des Ausgabe- und Rücknahmepreises ins Recht. Bei der Berechnung des Rücknahmepreises werde gemäss AFG und Fondsreglement vom Inventarwert die Rücknahmekommission von 0.5 % in Abzug gebracht und die Differenz auf einen halben Franken gerundet (act. 30 S. 96 f.).

In der Replik akzeptierten die Klägerinnen die Berechnung der Beklagten betreffend D._____, nicht aber betreffend E._____. Die Beklagte habe nur den aufgelaufenen Ertrag bis Oktober 1992 berechnet und dafür CHF 8.3333 eingesetzt statt CHF 9.50 per 15. Dezember. Dies ergebe eine Nachforderung von CHF 1.– pro Anteil E._____ (act. 36 S. 124).

Die Beklagte erläuterte in der Duplik, bis Ende Oktober 1992 habe die Annahme bestanden, dass der gesamte Jahresertrag pro Anteil CHF 10.– betragen werde. Dies habe per Ende Oktober 1992 einen aufgelaufenen geschätzten Ertrag von CHF 8.3333 ergeben. Für die restliche Dauer des Geschäftsjahrs sei dann aber keine weitere Zunahme des Ertrages prognostiziert worden, weshalb die Berechnung korrekt sei (act. 42 S. 114). Diese Ausführungen blieben unbestritten (act. 52), weshalb davon auszugehen ist, dass die Klägerinnen den Rücknahmepreis, vorbehältlich eines höheren Inventarwerts aufgrund höherer Verkehrswerte, akzeptiert haben.

13. Residenza J._____

a) Standpunkt Klägerinnen

Schadenersatz verlangen die Klägerinnen sodann im Zusammenhang mit der "Residenza J._____" in ... [Tessin]. Sie haben dazu ausgeführt, die Beklagte

habe am 10. Juli 1986 für CHF 6 Mio. 19'224 m² Bauland in ... erworben. Im gleichen Jahr sei mit dem Bau der Anlage (100 Wohnungen plus Pflegestation mit Personal) begonnen worden. Gemäss Planung sollte die Anlage im Herbst 1988 bezugsbereit sein. Bis 1988 seien rund CHF 40 Mio. investiert worden, was gut einem Viertel des gesamten Fondsvermögens entsprochen habe. Zu Beginn des Jahres 1989 sei die Liegenschaft für CHF 39'785'000.– an D. _____ verkauft worden. Die Anlage habe erstmals im Jahre 1992 einen Mietertrag von CHF 635'000.– abgeworfen, was auf den Kaufpreis umgerechnet eine Bruttorendite von 1.5 % ergebe. Als Verwalterin der D. _____ habe die Beklagte ihre Pflicht zur sorgfältigen Verwaltung des Fondsvermögens namentlich dadurch verletzt,

- dass sie eine, wenn auch nicht völlig unverhältnismässige, so doch sehr grosse Geldanlage in einem zumindest äusserst schwierigen Objekt unternommen habe,
- dass sie nicht berücksichtigt habe, dass die im Rahmen der E. _____ ab 1987 durchgeführte "Vermietungskampagne" offensichtlich fehlgeschlagen und das Objekt direkt nicht zu vermieten gewesen sei,
- dass sie einen partiarischen Mietvertrag abgeschlossen und sich damit direkt finanziell in einem gewerblichen Betrieb engagiert habe, was eindeutig den Fondsregeln widerspreche,
- dass das ganze Geschäft überhaupt nicht von der Wahrung der Interessen der Anleger der D. _____ inspiriert gewesen sei, sondern dazu gedient habe, die kleinere E. _____ aus einer katastrophalen Situation zu befreien (act. 4/33 S. 77-81).

Da angenommen werde, dass der von D. _____ an E. _____ bezahlte Betrag für die Liegenschaft die vollen Baukosten abdecke und darin auch angemessene Bauzinsen enthalten seien, sei bei E. _____ kein Schaden entstanden. Dagegen seien die Anteilseigner bei D. _____ geschädigt worden, indem der Einstandspreis der Anlage in den folgenden Jahren auf einen Bruchteil abgeschrieben worden sei und die Liegenschaft in den Jahren 1989 bis 1992 praktisch keinen Gewinn ab-

geworfen habe, was sich auf den Rückkaufswert der Anteile ausgewirkt habe. Die Klägerinnen gehen von folgendem Schaden aus: Im Jahre 1991 sei die Anlage von CHF 42'217'000.– (Wert nach Fertigstellung 1989) auf CHF 32'117'000.– abgeschrieben worden, mithin um CHF 10,1 Mio. Die Verkehrswert-Schätzungsprotokolle der Beklagten enthielten eine "Netto-Miete" bzw. "Soll-Miete" von CHF 2,1 Mio. pro Jahr. Bis auf CHF 635'000.– sei die Miete in den vier Jahren zwischen 1989 und 1992 nicht eingegangen. Somit bestehe ein Ertragsausfall von CHF 7'765'000.–. Zusammen mit der Abschreibung betrage der Totalschaden somit CHF 17'865'000.–. Pro Anteil habe das im Jahre 1991 CHF 2.57 ausgemacht. Auf die Klägerin 1 entfielen mit ihren 5'302 Anteilen CHF 13'626.– und auf die Klägerin 2 mit ihren 14'846 Anteilen CHF 38'154.– (act. 18 S. 71 ff.).

Die Doppelstellung der Beklagten habe zu einem Interessenkonflikt geführt, der ihr die Aushandlung dieses Geschäfts verboten hätte und sie von vornherein für allen daraus entstehenden Schaden haftbar mache. Aus den Unterlagen gehe hervor, dass D._____ offenbar direkt am Betrieb eines Alterspflegeheims beteiligt gewesen sei, was bei einem klassischen Immobilienanlagefonds unzulässig sei. Da das Ergebnis nicht nur von der Raumvermietung, sondern von einem grossen Dienstleistungsangebot mit zahlreichem Personal abhängig gewesen sei, hätte jede betriebliche Sorgfalt verlangt, vor dem Einstieg eine professionelle Marketinganalyse und Investitionsrechnung durchzuführen. Man habe sich mit einem Gutachten von Architekt AD._____, der offensichtlich kein Fachmann des Alterspflegewesens sei, und dem bereits drei Jahre zurückliegenden Projekt der AE._____ AG, welche am Unternehmen direkt interessiert gewesen sei, begnügt. Die Marktlage sei im Zeitpunkt der Erwerbung nicht sorgfältig abgeklärt worden und offensichtlich ungünstig gewesen, da 1988 fünf Tessiner Seniorenresidenzen insgesamt 500 Wohnungen bereitgestellt hätten. Die Erstvermietungskampagne von E._____ 1987/88 sei erfolglos gewesen. Die AE._____ AG habe bereits die in unmittelbarer Nachbarschaft gelegene "Residenza AF._____" geführt, womit ein krasser Interessenkonflikt vorhanden gewesen sei. Die Ertragswertberechnung von AD._____ sei abenteuerlich gewesen. Schon allein die Tatsache, dass er zu einem Mietwert von CHF 3'298'338.– gelangt sei, während das Projekt von AE._____, aus welchem AD._____ die nötigen Angaben bezogen habe, zu einem

maximalen Ertrag von lediglich rund CHF 2,7 Mio. gelangt sei, hätte zu grosser Vorsicht mahnen müssen. AD. _____ habe gewarnt, dass ihm die angenommene Auslastung von "100 % bis 90 %" als übertrieben optimistisch erscheine. Ein Motiv für die Übernahme des Projekts durch D. _____ könnte das Klumpenrisiko bei E. _____ gewesen sein. Die Klägerinnen hätten entgegen der Behauptung der Beklagten nicht den ursprünglich erwarteten Mietertrag in ihre Berechnungen eingesetzt, sondern die Angaben der Verkehrswert-Schätzungsprotokolle der Beklagten (act. 36 S. 127 ff.).

b) Standpunkt Beklagte

Die Beklagte hat den Erwerb des Grundstücks für E. _____, die Investitionen und den nachfolgenden Verkauf an D. _____ bestätigt. Ziel des Erwerbs sei die Erstellung einer Seniorenresidenz in ... gewesen. Grundlage des Investitionsentscheids seien eine Projektdokumentation mit Investitionskosten- und Erfolgserwartungsrechnung des AG. _____ vom 27. März 1986 sowie eine Erfolgserwartungsrechnung der AE. _____ AG vom 7. Juli 1986 gewesen. Letztere sei eine ausgewiesene Spezialistin auf diesem Gebiet und selbst erfahrene Betreiberin von Seniorenresidenzen. Ein wesentlicher Grund für den Verkauf an D. _____ habe darin bestanden, dass die benötigten finanziellen Mittel teilweise nicht mehr aus Eigenkapital hätten bestritten werden können. Dem Verkauf hätten Verkehrswertschätzungen von CHF 42,3 Mio. bzw. 42,1 Mio. zu Grunde gelegen. Die Alterswohnungen hätten entgegen den Erwartungen nicht im geplanten Ausmass vermietet werden können. Als Folge nicht vorhersehbarer Entwicklungen (u.a. ungünstige Entwicklung des Wechselkurses des Schweizer Frankens im europäischen Vergleich) habe das Interesse ausländischer Personen an solchen Wohnungen in der Schweiz stark abgenommen. Selbst im Zeitpunkt der Übertragung der Liegenschaft an D. _____ sei noch mit einem Mietertrag von CHF 3'298'338.– gerechnet worden. Es gehe nicht an, den in den ursprünglichen Planungsunterlagen erwarteten Mietertrag sowie die Gesamtinvestitionskosten ohne weiteres als Ausgangspunkt für die "Schadensberechnung" zu verwenden und die Wertdifferenzen, die sich in der Folge ergeben haben, dem Schaden gleichzusetzen. Im Kern impliziere diese Betrachtungsweise, dass der Investitionsentscheid in der

Sache richtig gewesen und die Beklagte für die spätere Entwicklung des entsprechenden Marktsegmentes verantwortlich sei (act. 30 S. 99 ff.). In der Duplik ergänzte die Beklagte, aufgrund des beispiellosen Erfolges der Seniorenresidenz AE._____ ... [Kanton] sei allseits die Überzeugung gewachsen, mit derartigen Projekten sei ein neuer Markt mit beträchtlichem Potential zu erschliessen. Es erstaune daher nicht, dass in derselben Periode mehrere institutionelle Investoren ein derartiges Projekt in Angriff genommen hätten. Im Kanton Tessin seien in den Folgejahren nicht weniger als fünf derartige Projekte realisiert worden. Beim Erwerb des Projektes durch D._____ habe ein Schätzgutachten des unabhängigen Schätzungsexperten AD._____ vorgelegen, wie dies gemäss Art. 33 Abs. 2 aAFG erforderlich gewesen sei. Die Betriebsführung der Residenz sei von Anfang an der dafür spezialisierten AE._____ AG übertragen worden. Die beiden Fonds seien am Betriebsergebnis, nicht aber an der Betriebsführung der Altersresidenz beteiligt gewesen. AD._____ habe einen tieferen Ertrag von CHF 3'298'338.– gegenüber einem solchen der AE._____ AG von CHF 3'692'785.– ermittelt. Die von den Klägerinnen erwähnten CHF 2,7 Mio. seien nur der Ertrag aus der Vermietung der Wohnungen gewesen. Die Schadensberechnung der Klägerinnen sei unhaltbar, auch wenn es richtig sei, dass sie sich dabei auf die in den Schätzprotokollen ausgewiesenen Erträge abgestützt haben (act. 42 S. 116 ff.).

c) Beurteilung

aa) Haftungsgrundlagen

Nach Art. 24 Abs. 1 aAFG haftet die Fondsleitung, die ihre Verpflichtungen verletzt, dem Anleger für den ihm daraus entstehenden Schaden, sofern sie nicht beweist, dass ihr keinerlei Verschulden zur Last fällt. Die Haftung aus Vertrag setzt vorab eine Vertragsverletzung voraus. Diese ist mit der Verletzung der gesetzlichen oder der Fondsleitung durch das Fondsreglement überbundenen Pflichten aus dem Kollektivanlagevertrag gegeben. Im Vordergrund steht die Verletzung der Sorgfaltspflicht. Zu deren Erfüllung gehört es, alles zu tun, was erfahrungsgemäss, nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge, zum Erfolg führt, und das zu unterlassen, was erfahrungsgemäss zum Misserfolg führt. Gemäss Art. 398 Abs. 1 OR haftet der Beauftragte im Allgemeinen für die gleiche Sorgfalt wie der

Arbeitnehmer im Arbeitsverhältnis. Objektiv ausschlaggebend für das Mass der Sorgfalt sind die Art und Schwierigkeit der vertragsgemäss zu verrichtenden Arbeit und die dazu erforderlichen Fachkenntnisse. Anzuwenden ist ein strenger Massstab. Es ist die Anwendung aller fachmännischen Sorgfalt zu fordern, welche eine besonders gewissenhafte und verantwortungsbewusste Fondsleitung in Besorgung und Erledigung der Fondsgeschäfte anzuwenden pflegt. Die Pflichtwidrigkeiten sind vom Kläger genau zu bezeichnen, und es genügen allgemeine Vorwürfe einer nachlässigen Geschäftsführung oder des Unterlassens der nötigen Massnahmen zur Verhinderung von Schaden nicht (Geiger, a.a.O., S. 178 f.; Forstmoser, in: Forstmoser, Kommentar AFG, N 57 und N 60 zu Art. 65). Neben der Sorgfaltspflichtverletzung ist nachfolgend auch zu prüfen, ob die Beklagte gegen ihre in Art. 14 aAFG verankerte Treuepflicht verstossen hat (nachfolgend lit. cc).

bb) Sorgfaltspflichtverletzung

Die Vorwürfe der Klägerinnen, es habe sich um ein äusserst schwieriges Objekt gehandelt, und es sei nicht darum gegangen, die Interessen der Anleger der D._____ zu wahren, sondern die kleinere E._____ aus einer katastrophalen Situation zu befreien, sind in ihrer Allgemeinheit nicht geeignet, eine Sorgfaltspflichtverletzung der Beklagten darzutun. Das gleiche gilt für die Behauptung, die Marktlage sei im Zeitpunkt des Erwerbs nicht sorgfältig abgeklärt worden. Aus dem Umstand, dass im gleichen Zeitraum andere Seniorenresidenzen im Tessin entstanden, kann nicht per se auf eine offensichtlich ungünstige Marktlage geschlossen werden. Genau so gut kann dies als Hinweis auf ein wachsendes Bedürfnis nach solchen Angeboten verstanden werden.

Die Anlage sollte gemäss Planung im Herbst 1988 bezugsbereit sein. Es ist unbestritten, dass die Vermietungskampagne vor der Übernahme der Anlage durch D._____ anfangs 1989 erfolglos war. Es fragt sich daher, ob die Beklagte das Objekt genügend sorgfältig prüfte, bevor sie es in den Liegenschaftsfonds D._____ übertrug. Die Klägerinnen haben keine Mängel an der Erfolgserwartungsrechnung der AE._____ AG vom 7. Juli 1986 behauptet. Unbestritten blieb, dass diese sachkundig war. Inwiefern sich der angeblich krasse Interessenkonflikt

auf das vorliegende Projekt ausgewirkt haben soll, wurde nicht dargetan. Der Interessenkonflikt, in dem sich die AE. _____ AG befunden haben soll, ist nicht ersichtlich, kann doch diese sehr wohl daran interessiert sein, zwei Residenzen nebeneinander erfolgreich zu führen. Auch in Bezug auf die Beurteilung von AD. _____ vom 21. März 1988 fehlt es an sachlicher Kritik seitens der Klägerinnen. AD. _____ errechnete einen um CHF 394'447.– tieferen "Ertragswert" (erzielbaren Mietwert) als die AE. _____ AG (act. 31/27 S. 2). Was daran "abenteuerlich" (act. 36 S. 130) sein soll, legen die Klägerinnen nicht dar. AD. _____ hat seiner Berechnung eine tiefere Auslastung, als von der AE. _____ AG angenommen, zu Grunde gelegt. Er schlug vor, die Residenz für CHF 42'300'000.– per 1. Oktober 1988 zu übernehmen (act. 31/27 S. 1). Die Beklagte konnte sich somit bei ihrem Anlageentscheid nicht nur auf die Berechnungen der AE. _____ AG, sondern auch auf diejenige von AD. _____ stützen.

cc) Übertragung von E. _____ auf D. _____

Gemäss Art. 14 Abs. 1 aAFG hatte die Fondsleitung in der Geschäftsführung für den Anlagefonds ausschliesslich die Interessen der Anleger zu wahren. Sie durfte weder vom Anlagefonds Anlagen auf eigene Rechnung übernehmen noch ihm Anlagen aus eigenen Beständen abtreten, ausgenommen Wertpapiere zum geltenden Börsenpreis (Art. 14 Abs. 3 aAFG). Geiger erwog, dass für Kollisionen, welche sich bei der Umlagerung von Wertpapieren zwischen zwei Anlagefonds, die von derselben Fondsleitung verwaltet werden, im Zusammenhang mit der Bestimmung der Kurse ergeben können, dieselbe Regelung wie beim Selbstkontrahieren der Fondsleitung zum Zuge kommen müsse (Geiger, a.a.O., S. 109). Daraus könnte geschlossen werden, dass es der Fondsleitung zweier Anlagefonds schlechthin untersagt war, Immobilien vom einen Fonds in den andern zu übertragen. Indessen bestimmte das Anlagefondsgesetz vom 18. März 1994 in Art. 12 Abs. 3 zwar wiederum, dass die Fondsleitung vom Fonds Anlagen auf eigene Rechnung nur zum Marktpreis übernehmen und ihm Anlagen aus eigenen Beständen nur zum Marktpreis abtreten durfte, untersagte aber ausdrücklich die Übernahme oder Abtretung von Immobilienwerten. Dennoch liess Art. 14 der dazugehörigen Verordnung des Bundesrates vom 19. Oktober 1994 (AS 1994 2547)

die Übertragung von Grundstücken und Anlagen von einem Fonds auf einen anderen unter der gleichen Fondsleitung ausdrücklich zu. Die Übertragung hatte zum aktuellen Schätzungswert unter Berücksichtigung allfälliger Liquidationssteuern zu erfolgen (Buttschardt, in Forstmoser, Kommentar AFG, N 12 zu Art. 12). Das Rundschreiben Nr. 15 der EBK vom 19. November 1973 ging davon aus, dass Anlagen, auch Immobilien, von einem auf einen anderen Anlagefonds unter der gleichen Fondsleitung übertragen werden durften (vgl. auch Schuster, Anlagefondsgesetz, 2. A., Zürich 1975, S. 48). Die "Doppelstellung" der Beklagten machte daher die Übertragung der Liegenschaft in das Fondsvermögen von D. _____ entgegen der klägerischen Behauptung nicht von vornherein unzulässig.

dd) Betrieb auf eigene Rechnung

aaa) Die Fondsleitung darf zur Beschaffung von Kapitalanlagen Bauten für Rechnung des Anlagefonds erstellen lassen, sofern das Fondsreglement dies ausdrücklich vorsieht. In Bezug auf die Immobilienfonds wird demnach vom Grundsatz abgewichen, wonach Fondsleitungen keine unternehmerische Tätigkeit ausüben dürfen (Egli Steffen, Die Revisionsbedürftigkeit des AFG, Diss. Zürich 1989, S. 123). Die Fondsleitung darf aber nicht auf Rechnung der Anleger einen Betrieb des Handels, des Gewerbes oder der Industrie führen (BBI 1965 III 274; Schuster, a.a.O., S. 133 f.). Zulässig sind Beteiligungen an und Forderungen gegen Immobiliengesellschaften mit eigener Rechtspersönlichkeit (Art. 31 Abs. 2 lit. b aAFG). Die Immobiliengesellschaft kann eine gewerblichen Zwecken dienende Liegenschaft erwerben, sie muss aber das Gewerbe einem Dritten verpachten und darf es nicht selber betreiben (Schuster, a.a.O., S. 77). Anlagen in Liegenschaften, die zu einem wesentlichen Teil gewerblichen Zwecken (Hotels, Restaurants, Shopping Centers, Grossgaragen usw.) dienen, dürfen nur getätigt werden, wenn sie im Fondsreglement ausdrücklich vorgesehen sind; wesentlich ist der gewerbliche Anteil, wenn er mit Einschluss der Büro- und Ladenräumlichkeiten mindestens die Hälfte der zur Vermietung bestimmten Fläche ausmacht (Art. 10 Abs. 2 lit. h aAFV). Grossüberbauungen, namentlich gewerblichen Charakters (Shopping Centers, Grossgaragen usw.), die schwer verkäuflich sind, eignen sich nicht als Anlage (Schuster, a.a.O., S. 133). Vorliegend konnten gestützt

auf § 10 Abs. 1 lit. d des Fondsreglements auch Liegenschaften gekauft werden, die zu einem wesentlichen Teil gewerblichen Zwecken dienen (act. 4/34/3 S. 9).

bbb) Gemäss Betriebsführungsvertrag zwischen der Beklagten und der AE._____ AG vom 2. Juni 1986 übernahm letztere von der Beklagten auf deren Namen und Rechnung die Voreröffnung (inkl. Erstvermietung) sowie die Führung der Seniorenresidenz ab Eröffnung (act. 43/13). Die Klägerinnen haben in der Stellungnahme zu Noven in der Duplik daraus geschlossen, dass die Betriebsführung im Namen und auf Rechnung der Beklagten erfolgt sei, womit sie einen gewerblichen Betrieb übernommen habe. Damit habe sie in klarer Weise gegen das Verbot laut Art. 6 Abs. 1 aAFG und Art. 31 aAFG verstossen. Somit sei der bei der "J._____" eingetretene Schaden eindeutig von der Beklagten zu vertreten (act. 52 S. 35).

Die Beklagte hat bestritten, dass die Betriebsführung in ihrem Namen und auf ihre Rechnung erfolgt sei. Zutreffend sei, dass sie am 2. Juni 1986 einen Betriebsführungsvertrag betreffend die noch zu erbauende Residenz J._____ abgeschlossen habe. Gleichzeitig sei vereinbart worden, dass eine zu gründende Betriebsgesellschaft an die Stelle der Beklagten treten sollte. Es habe sich dabei um die am 27. Mai 1988 gegründete Residenz J._____ SA gehandelt, welche seit dem 19. Juni 2006 unter der Firma "AE1._____ S.A." auftrete. Mit dem Zirkularbeschluss des Verwaltungsrates der Residenz J._____ SA vom 18./20. Juli 1988 sei der Betriebsführungsvertrag von der Residenz J._____ SA übernommen und die Beklagte aus den vertraglichen Verbindlichkeiten entlassen worden. Damit habe die Residenz J._____ SA vor dem Einzug der ersten Mieter im Oktober 1988 und vor der offiziellen Betriebseröffnung im Mai 1989 die Führung der Altersresidenz übernommen und sei Ansprechpartnerin für die mit der operativen Leitung betraute AE._____ AG gewesen. Die Residenz J._____ SA als Betriebsgesellschaft sei Mieterin bzw. Pächterin des Grundstücks der Residenz J._____ gewesen. Sie habe die operative Betriebsführung an die AE._____ AG übertragen, welche auf der Grundlage des Betriebsführungsvertrages vom 2. Juni 1986 die operative Leitung im Namen und auf Rechnung der Residenz J._____ SA übernommen habe. Die beiden Immobiliengesellschaften AH._____ SA (für

E._____, in der Bauphase) und Al._____ SA (für D._____, nach der offiziellen Eröffnung) seien die Eigentümerinnen des Grundstücks gewesen, auf dem sich die Residenza J._____ befunden habe. Die Beklagte sei als Fondsleitung zu 100 % an den beiden Immobiliengesellschaften beteiligt gewesen. Die damalige Revisionsgesellschaft AJ._____ habe im Revisionsbericht über die Prüfung der Jahresrechnung per 30. September 1989 von D._____ festgehalten, dass die Seniorenresidenz durch eine vom Fonds unabhängige Betriebsgesellschaft geführt werde (act. 73 S. 4 ff.).

Nach Auffassung der Klägerinnen ist die Behauptung, der Betriebsführungsvertrag sei von der Residenza J._____ SA übernommen worden, d.h. diese sei zwischen die AH._____ SA und die AE._____ AG eingeschoben worden, verspätet erfolgt (act. 83 S. 3). Dies ist jedoch nicht zutreffend, nachdem der Beklagten mit Beschluss vom 7. November 2007 Frist angesetzt worden war, um zur klägerischer Behauptung Stellung zu nehmen, der Betrieb der Residenza J._____ in ... sei in den Jahren 1989 bis 1992 im Namen und auf Rechnung der Beklagten erfolgt (Prot. S. 9).

ccc) Da es der Beklagten untersagt ist, einen gewerblichen Betrieb zu führen, wurde den Klägerinnen der Beweis auferlegt, dass der Betrieb der Residenza J._____ in ... in den Jahren 1989 bis 1992 im Namen und auf Rechnung der Beklagten erfolgt sei (Prot. S. 11).

Die Klägerinnen haben sich massgeblich auf den Betriebsführungsvertrag zwischen der Beklagten und der AE._____ AG vom 2. Juni 1986 (act. 43/13), den Gründungsakt und Handelsregisterauszug der Residenza J._____ SA (act. 107/C1 und /C2), den Verwaltungsratsbeschluss der Residenza J._____ SA vom 18./20. Juli 1988 betreffend die Übernahme des Betriebsführungsvertrags anstelle der Beklagten (act. 74/2), die Mietverträge zwischen der Al._____ AG und der Residenza J._____ SA vom 1. Oktober 1988 (act. 107/D1) und vom 16. September 2005 (act. 107/D2) und die in den Jahren 1988 bis 1991 ausgebliebenen bzw. für 1992 CHF 635'000.– erreichenden Bruttoerträge aus der Residenza J._____ zugunsten von E._____ bzw. D._____ (act. 84) berufen. Die Residenza J._____ SA sei am 27. Mai 1988 gegründet worden. Es habe sich dabei

nur um ein formelles Zwischenglied zwischen der Beklagten und der operativen Betreiberin AE. _____ SA gehandelt. Dies werde dadurch bewiesen, dass die Residenza J. _____ SA von einem Zürcher Anwaltsbüro verwaltet und nur mit dem minimalen Kapital von CHF 50'000 ausgestattet worden sei. Aus dem Mietvertrag vom 1. Oktober 1988 ergebe sich die Abhängigkeit des Mietzinses vom erwirtschafteten Reinertrag. Weitere Bestimmungen (Ziff. 6-8) zeigten, dass die Vermieterin, d.h. die Fondsgesellschaft, die finanzielle Verantwortung für den Betrieb der Altersresidenz übernommen habe. Der neue Mietvertrag stelle unter Ziff. 0 "Präambel" klar, dass der Betrieb auf Rechnung der der Beklagten zuzuordnenden Immobiliengesellschaft gelaufen sei (act. 196 S. 88 f.).

Die Beklagte hat sich für den Gegenbeweis vor allem auf die von ihr angerufenen Zeugen gestützt. Sie räumt zwar ein, dass der Miet-/Pachtvertrag zwischen der Al. _____ AG und der Residenza J. _____ SA mit einer Ertragsmiete ausgestaltet gewesen sei, was im Ergebnis dazu geführt habe, dass das Betriebsergebnis auch Auswirkung auf den Anlagefonds D. _____ gehabt habe. Dies stelle aber keinen Verstoss gegen Art. 6 Abs. 1 und Art. 31 aAFG dar. Wesentlich sei nämlich, dass das substantielle Risiko der Residenza J. _____ SA nie ein Risiko des Fonds geworden sei. Unerheblich sei auch, dass sie womöglich eine Tochtergesellschaft der Beklagten gewesen sei. Dies hätte nicht dazu geführt, dass die Führung der Altersresidenz im Namen und auf Rechnung der Beklagten erfolgt wäre oder dass die Beklagte für D. _____ einen gewerblichen Betrieb übernommen hätte (act. 194 S. 61 ff.).

ddd) Aktenkundig ist, dass die Residenza J. _____ SA gemäss Zirkulationsbeschluss des Verwaltungsrates vom 18./20. Juli 1988 den Betriebsführungsvertrag zwischen der Beklagten und der AE. _____ AG vom 2. Juni 1986 anstelle der Beklagten übernommen hat, wobei diese Übernahme schon im Betriebsführungsvertrag vorgesehen war (act. 74/2, act. 43/D13). Die Residenza J. _____ SA mietete in der Folge am 1. Oktober 1988 von der Al. _____ AG die Grundstücke mit der darauf erstellten Altersresidenz (act. 107/D1). Die Al. _____ AG war unbestrittenermassen zu 100 % eine Immobiliengesellschaft des Anlagefonds D. _____. Mit dem Mietvertrag vom 1. Oktober 1988 übernahm die Al. _____ AG Einfluss auf

die Betriebsführung. Ihr stand gemäss Ziff. 7 des Vertrags bei der Festlegung der Strategie und des Leitbildes ein Mitspracherecht zu. In Ziff. 6 war vorgesehen, dass sie der Mieterin jeweils in gegenseitiger Absprache Darlehen für die zur Erreichung des Betriebszweckes nötigen Fördermassnahmen und Investitionen gewährte. Ersatz und Ergänzungsanschaffungen beim Inventar sowie grössere Unterhaltsarbeiten übernahm die Vermieterin (Ziff. 8 und 9). Der Mietzins entsprach dem von der Mieterin im Vorjahr erarbeiteten Reinertrag, reduziert um die gesetzlich vorgeschriebenen Rückstellungen sowie einer Dividende von 5 % bis 10 %. Die Vermieterin war berechtigt, die Buchhaltung der Mieterin durch einen Sachverständigen überprüfen zu lassen (Ziff. 5). In der Präambel des Mietvertrags zwischen der Al. _____ AG und der Residenza J. _____ SA vom 16. September 2005 (act. 107/D2 S. 3) heisst es, dass die Al. _____ AG die Liegenschaft Residenza J. _____ erstellt habe. Sie habe seit Eröffnung des Residenzbetriebes mit der AE. _____ Management AG einen Managementvertrag abgeschlossen. Darin sei vereinbart worden, dass letztere ihr gesamtes Wissen und die Erfahrung in die wirtschaftliche Führung des Betriebes einbringe, das Erfolgsrisiko jedoch bei der Eigentümerin geblieben sei. Neu solle mit der AE. _____ AG, der Nachfolgegesellschaft der AE. _____ Management AG, ein Mietverhältnis abgeschlossen werden, welches das Rechtsverhältnis zwischen Eigentümerin und Betreiberin regle. Damit übernehme die AE. _____ AG das Betriebsrisiko und die Al. _____ AG nehme keinen Einfluss mehr auf die Betriebsführung. Um eine möglichst grosse Kontinuität gegenüber Mitarbeitern und Gästen gewährleisten zu können, werde vereinbart, dass die AE. _____ AG die bisherige Betriebsgesellschaft der Eigentümerin, die Residenza J. _____ SA, mittels separatem Kaufvertrag zu 100 % übernehme und solange es die AE. _____ AG für richtig halte, in dieser Form weiterführe. Damit werde die Residenza J. _____ SA die eigentliche Mieterin der Liegenschaft. Für die Vermieterin hat die O1. _____ (Switzerland) AG, für die Mieterin hat die AE. _____ AG den Vertrag unterzeichnet (act. 107/D2 S. 12). Ergibt sich schon aus dem Mietvertrag vom 1. Oktober 1988, dass das finanzielle Engagement der Al. _____ AG über eine blosser "Ertragsmiete" hinausging, indem sie sich zu Darlehen und Investitionen verpflichtete, so zeigt sich aus den Erwägungen in der Präambel des Nachfolgevertrages, dass das Betriebsrisiko bei der Eigentü-

merin, der Al. _____ AG, verblieben war, auch wenn der dort erwähnte Managementvertrag nicht aktenkundig ist und formal die Residenza J. _____ SA die Betriebsgesellschaft der Al. _____ AG war. Weil die Al. _____ AG zu 100 % dem Immobilienanlagefonds D. _____ gehörte, trug letztlich faktisch dieser das Betriebsrisiko.

Der Zeuge S. _____ war ab Spätherbst 1990 Leiter der Immobilienfondsverwaltung bei der Beklagten. Er sagte, der Fonds sei kein direkt aufgebautes Anlagevehikel gewesen. Zu ihm hätten Immobiliengesellschaften gehört, welche Eigentümer der Grundstücke gewesen seien. Die Residenza J. _____ SA sei die Betreiberin der Residenz gewesen und habe dem Fonds einen Mietzins, nämlich den Ertragsüberschuss aus dem Betrieb der Residenz, bezahlt. Wie bei der Umsatzmiete sei es ein beschränktes Risiko über den Erfolg oder Misserfolg der Ertragsfähigkeit des Grundstückes gewesen, welches sich in den Büchern der Residenza J. _____ niedergeschlagen habe. Aber dass es durchgeschlagen hätte, dass z.B. die Personalkosten am Schluss in den Büchern des Fonds gelegen wären, sei nicht der Fall gewesen (Prot. S. 118).

Rechtsanwalt AK. _____ war an der Gründung der Residenza J. _____ SA beteiligt und Verwaltungsrat derselben. Er sagte als Zeuge, an sich habe man bei der Beklagten immer darauf geschaut, dass das Eigentum an den Grundstücken von allen anderen Tätigkeiten getrennt gewesen sei, im Fall einer Altersresidenz vom Betrieb. Seiner Meinung nach habe die Residenza J. _____ SA den Betrieb geführt; die Beklagte habe mit der Betriebsführung nichts zu tun gehabt. Das Know-how der AE. _____ sei in die Betriebsführung eingeflossen. Auf die Frage, wem die Residenza J. _____ SA wirtschaftlich gehört habe, antwortete der Zeuge, wenn man die Kontrollstelle der Beklagten aus dem Jahre 1988 fragen würde, ob die Residenza J. _____ SA der Beklagten gehört habe, würde die Antwort wahrscheinlich "ja" lauten. Aber er könne es nicht als Zeuge bestätigen. Es seien Inhaberaktien gewesen, welche er in seinem Safe gehalten habe (Prot. S. 81 ff.).

Der Zeuge W. _____ gab zu Protokoll, die Residenza J. _____ (SA) sei wahrscheinlich Bestandteil der D. _____ gewesen. Sie sei in einem dieser beiden Fonds gewesen oder sogar in beiden, er wisse es nicht. Er meine, dass die

AE._____ den Betrieb geführt habe. Er habe keine Anzeichen gehabt, dass die Beklagte selber den Betrieb geführt habe (Prot. S. 91).

Diese Zeugenaussagen vermögen die aus den angeführten Urkunden gezogenen Schlüsse nicht umzustossen. Dass das Risiko der AL._____ und damit von D._____ nur in der Ertragsfähigkeit der Altersresidenz bestand, wie der Zeuge S._____ darlegt, widerspricht dem Inhalt der Mietverträge. Die beiden andern Zeugen äussern sich zwar zur Betriebsführung bei der Residenz, nicht aber zur Risikotragung. Das Betriebsrisiko lag wesentlich beim Anlagefonds D._____. Mit der vorgeschobenen Residenza J._____ SA als Betriebsgesellschaft wurde das Verbot, einen gewerblichen Betrieb zu führen, umgangen.

ee) Verschulden, Schaden, Zins

Dass die Beklagte schuldhaft handelte, steht ausser Frage. Der Zeuge AK._____ sagte über AL._____, damaliger Direktor der Immobilienfonds bei der Beklagten (act. 4/33 S. 21, act. 79/7 S. 2, act. 79/8 S. 23, act. 79/9 S. 21, act. 79/15 S. 11), das Büro von AL._____ sei ein Kompetenzzentrum auf dem Gebiet der Liegenschaftenverwaltung und der Fonds gewesen. Er sei auch Direktor der O._____ gewesen, alles in Personalunion. AL._____ habe ihn damals gebeten, die Residenza J._____ SA zu gründen (Prot. S. 81 f.).

Als Schaden sind die Verluste aus der Betriebsführung zu betrachten, nicht aber diejenigen aus der Nichtvermietung von Wohnungen. Verluste aus der Nichtvermietung von Wohnungen sind nicht auf die Missachtung des Verbots, ein Gewerbe zu führen, zurückzuführen. Der von den Klägerinnen geltend gemachte Ertragsausfall von CHF 7'765'000.– beruht auf der Differenz zwischen der "Soll-Miete" von CHF 2,1 Mio. und den effektiven Mieterträgen, ist also bei der Schadensberechnung unbeachtlich. Der weitere Schaden gemäss Klägerinnen besteht in der Abschreibung der Anlage um CHF 10,1 Mio. Geht man von der Verkehrswertschätzung AD._____s aus, so ist ersichtlich, dass vom angenommenen Mietwert in der Höhe von CHF 3'298'338.– ein Anteil von CHF 2'414'058.– oder 73 % auf die Wohnungen (ohne Verpflegung), die Abwartwohnung und die Parkplätze entfallen, weshalb es sich rechtfertigt, 27 % von CHF 10,1 Mio. oder

CHF 2,727 Mio. als Abschreibung auf den Betriebseinrichtungen (Pflegestation, Cafeteria) zu betrachten. Pro Anteil macht das im Jahre 1991 bei 6'937'874 ausstehenden Anteilen (act. 18 S. 73) CHF 0.393. Für die Klägerin 1 beträgt der Schaden für 5'302 zurückgegebene Anteile CHF 2'083.68, für die Klägerin 2 für 14'846 zurückgegebene Anteile CHF 5'834.47. In diesem Umfang wird die Beklagte schadenersatzpflichtig.

Der Zinsenlauf (5 % seit 18. Dezember 1992) ist nicht substantiiert bestritten worden (act. 18 S. 69; act. 30 S. 99).

14. Schadenersatz für Feststellung der Unterbewertung

Die Klägerinnen machen CHF 59'774.60 Schadenersatz für die Feststellung der Unterbewertung der Anteilscheine geltend. Da die Klage diesbezüglich unbegründet ist, kann auch dieser Anspruch nicht zugesprochen werden, wie das Bundesgericht bestätigt hat (act. 62, E. 10).

15. Fazit

Die Beklagte ist demnach zu verpflichten, der Klägerin 1 CHF 2'083.68 und der Klägerin 2 CHF 5'834.47 je nebst 5 % Zins seit 18. Dezember 1992 zu bezahlen. Im Mehrbetrag ist die Klage abzuweisen.

VI. Kosten- und Entschädigungsfolgen

Bei diesem Verfahrensausgang werden die Klägerinnen kosten- und entschädigungspflichtig. Anwendbar ist die Verordnung des Obergerichts über die Gerichtsgebühren vom 4. April 2007 (§ 19 daselbst; § 23 der Gerichtsgebührenverordnung vom 8. September 2010) und die Verordnung des Obergerichts über die Anwaltsgebührenverordnung vom 21. Juni 2006 (§ 19 daselbst, § 25 der Anwaltsgebührenverordnung vom 8. September 2010).

Der Streitwert beträgt CHF 3,12 Mio. Dem entspricht gestützt auf § 4 Abs. 1 GerGebV eine Gerichtsgebühr von CHF 51'950.–. Angesichts des ausserordent-

lich grossen Bearbeitungsaufwands – wovon der Aktenumfang, die Prozessdauer, die zahlreichen prozessleitenden Entscheide und die Durchführung des Beweisverfahrens zeugen – ist die Gerichtsgebühr in Anwendung von § 4 Abs. 2 GerGebV um einen Drittel zu erhöhen und gestützt auf § 9 Ziff. 1 GerGebV zu verdoppeln. Die Grundgebühr für die Prozessentschädigung beträgt CHF 52'600.–. Diese ist in Anwendung von § 6 AnwGebV ebenfalls zu verdoppeln. Einen Mehrwertsteuerzuschlag hat die Beklagte nicht beantragt (act. 30 S. 2); sie hat die Möglichkeit des Vorsteuerabzugs (vgl. Kreisschreiben der Verwaltungskommission des Obergerichts vom 17. Mai 2006; ZR 104 Nr. 76; SJZ 101 S. 531 ff.).

Das Gericht erkennt:

1. Die Beklagte wird verpflichtet, der Klägerin 1 CHF 2'083.68 und der Klägerin 2 CHF 5'834.47 je nebst 5 % Zins seit 18. Dezember 1992 zu bezahlen. Im Mehrbetrag wird die Klage abgewiesen.
2. Die Gerichtsgebühr wird festgesetzt auf:
CHF 138'000.– ; die weiteren Kosten betragen:
CHF 72'576.– Gutachten
CHF 1'900.– Zeugenentschädigungen
3. Die Kosten werden der Klägerin 1 zu 3/10 und der Klägerin 2 zu 7/10 auferlegt, unter solidarischer Haftung für den ganzen Betrag.
4. Die Klägerinnen werden unter solidarischer Haftung verpflichtet, der Beklagten eine Prozessentschädigung von CHF 105'200.– zu bezahlen.
5. Schriftliche Mitteilung an die Parteien.
6. Eine bundesrechtliche Beschwerde gegen diesen Entscheid ist innerhalb von 30 Tagen von der Zustellung an beim Schweizerischen Bundesgericht, 1000 Lausanne 14, einzureichen. Zulässigkeit und Form einer solchen Beschwerde richten sich nach Art. 72 ff. (Beschwerde in Zivilsachen) oder

Art. 113 ff. (subsidiäre Verfassungsbeschwerde) in Verbindung mit Art. 42 und 90 ff. des Bundesgesetzes über das Bundesgericht (BGG). Der Streitwert beträgt CHF 3'120'000.

Zürich, 24. Februar 2014

Handelsgericht des Kantons Zürich

Vorsitzender:

Gerichtsschreiber:

Dr. Heinrich Andreas Müller

Matthias-Christoph Henn