

# Obergericht des Kantons Zürich

I. Zivilkammer



---

Geschäfts-Nr.: NE230007-O/U

Mitwirkend: Oberrichter lic. iur. A. Huizinga, Vorsitzender, Oberrichterin  
Dr. D. Scherrer und Oberrichterin lic. iur. N. Jeker  
sowie Gerichtsschreiber Dr. M. Nietlispach

## Urteil vom 7. Mai 2025

in Sachen

**Konkursmasse der A2.\_\_\_\_\_ AG in Liquidation,**  
Beklagte, Berufungsklägerin und Anschlussberufungsbeklagte

vertreten durch B.\_\_\_\_\_ AG,  
vertreten durch Rechtsanwalt Dr. iur. X1.\_\_\_\_\_ und / oder  
Rechtsanwalt Dr. iur. X2.\_\_\_\_\_ und / oder  
Rechtsanwältin Dr. iur. X3.\_\_\_\_\_,

gegen

**C.\_\_\_\_\_ [Stiftung],**  
Klägerin, Berufungsbeklagte und Anschlussberufungsklägerin

vertreten durch Fürsprecher Y1.\_\_\_\_\_ und / oder  
Rechtsanwalt lic. iur. Y2.\_\_\_\_\_,

betreffend **Kollokation**

**Berufung gegen ein Urteil des Einzelgerichts für SchKG-Klagen im ordentli-  
chen Verfahren am Bezirksgericht Zürich vom 22. Dezember 2021  
(FO160009-L)**

**Rückweisung: Urteil des Bundesgerichts vom 29. August 2023  
(vormaliges Verfahren: NE220001-O)**

**Rechtsbegehren:**

(Urk. 1 S. 2)

- "1. Der Entscheid Nr. 1 der Liquidatorin vom 3. April 2013 bezüglich Forderung Nr. 2 sei aufzuheben und es sei die Forderung der Klägerin im Betrag von CHF 67'377'108.42 in der dritten Klasse zu kollozieren.
2. Unter Kosten und Entschädigungsfolge zulasten der Beklagten."

**Urteil des Bezirksgerichtes Zürich, Einzelgericht für SchKG-Klagen,  
vom 22. Dezember 2021:**

(Urk. 397 = Urk. 401)

1. Die Klage wird im Umfang von CHF 67'377'108.42 gutgeheissen.

Demzufolge ist die von der Klägerin im Konkurs über die A2. \_\_\_\_\_ AG in Liquidation bei der Liquidatorin B. \_\_\_\_\_ AG angemeldete und von dieser mit Verfügung vom 3. April 2013 abgewiesene Forderung im Umfang von CHF 67'377'108.42 als begründet in der 3. Klasse zu kollozieren.

2. Die Entscheidgebühr wird festgesetzt auf

CHF	398'330.00	die weiteren Kosten betragen:
CHF	159'640.00	Kosten Gutachter
CHF	20'000.00	Kosten Edition England
CHF	787.50	Kosten Übersetzung
CHF	578'757.50	Total Gerichtskosten

Es wird vorgemerkt, dass die Akontozahlungen für den Gutachter vom 31. August 2018 sowie vom 3. Juni 2020 im Umfang von je CHF 55'000.– (total von CHF 110'000.–) von den Vorschüssen der Parteien bezogen wurden.

3. Die Gerichtskosten, einschliesslich der Spruchgebühr des Entscheids des Obergerichts vom 11. August 2016 (NE160001-O/U) von CHF 273'000.–, werden der Beklagten auferlegt.
4. Die Gerichtskosten werden im Umfang von CHF 301'881.– vom Vorschuss der Klägerin und im Umfang von CHF 79'000.– vom Vorschuss der Beklagten

- bezogen. Die Beklagte hat der Klägerin die von dieser geleisteten Vorschüsse von insgesamt CHF 356'881.– zu ersetzen.
5. Die Beklagte wird verpflichtet, der Klägerin für das erst- und zweitinstanzliche Verfahren eine Parteientschädigung von CHF 728'510.– zu bezahlen.
  6. (Schriftliche Mitteilung)
  7. (Rechtsmittel)

### **Berufungsanträge:**

#### der Beklagten, Berufungsklägerin und Anschlussberufungsbeklagten (Urk. 400 S. 2):

- "1. Es sei
- a) das Urteil des Bezirksgerichts Zürich, Einzelgericht für SchKG-Klagen, vom 22. Dezember 2021 (Geschäfts-Nr. FO160009-L) vollumfänglich aufzuheben und
  - b) (i) die Klage der Klägerin und Berufungsbeklagten vom 22. April 2013 vollumfänglich abzuweisen,  
(ii) eventualiter sei die Sache an die Vorinstanz zur Neubeurteilung zurückzuweisen.
2. Unter Kosten- und Entschädigungsfolgen (zuzüglich Mehrwertsteuer) zu Lasten der Klägerin und Berufungsbeklagten."

#### der Klägerin, Berufungsbeklagten und Anschlussberufungsklägerin (Urk. 429 S. 2):

- "1. Die Berufung sei abzuweisen.
2. Unter Kosten- und Entschädigungsfolgen zulasten der Beklagten und Berufungsklägerin."

**Anschlussberufungsanträge:**

der Klägerin, Berufungsbeklagten und Anschlussberufungsklägerin  
(Urk. 429 S. 2):

- "1. Dispositiv-Nummer 4 des Urteils des Bezirksgerichts Zürich, Einzelgericht für SchKG-Klagen, vom 22. Dezember 2021 (FO160009-L/U) sei aufzuheben und durch folgende Fassung zu ersetzen:
  - '4. Die Gerichtskosten werden im Umfang von CHF 320'881 vom Vorschuss der Klägerin und im Umfang von CHF 352'000 vom Vorschuss der Beklagten bezogen. Die Beklagte hat der Klägerin die von dieser geleisteten Vorschüsse von insgesamt CHF 375'881 zu ersetzen.'
2. Dispositiv-Nummer 5 des Urteils des Bezirksgerichts Zürich, Einzelgericht für SchKG-Klagen, vom 22. Dezember 2021 (FO160009-L/U) sei aufzuheben und durch folgende Fassung zu ersetzen:
  - '5. Die Beklagte wird verpflichtet der Klägerin für das erstinstanzliche Verfahren und das Verfahren NE160001-O (vereinigt mit PE160001-O) eine Parteientschädigung von CHF 989'960 zu bezahlen.'
3. Unter Kosten- und Entschädigungsfolgen zulasten der Beklagten und Anschlussberufungsbeklagten."

der Beklagten, Berufungsklägerin und Anschlussberufungsbeklagten  
(Urk. 434 S. 2):

- "1. ...
2. Es sei die Anschlussberufung abzuweisen.
3. Alles unter Kosten- und Entschädigungsfolgen (zuzüglich Mehrwertsteuer) zu Lasten der Klägerin, Berufungsbeklagten und Anschlussberufungsbeklagten."

## Erwägungen:

### I.

#### 1. Sachverhalt

1.1. Die Klägerin C.\_\_\_\_\_ (nachfolgend Klägerin) wurde 1939 als italienische öffentlich-rechtliche Rechtseinheit gegründet und 1996 in eine Stiftung des italienischen Privatrechts mit Sitz in D.\_\_\_\_\_ umgewandelt. Sie dient als Pensionskasse der Durchführung der obligatorischen Altersvorsorge für Arbeitnehmer. Die Stiftung untersteht der Aufsicht durch das italienische Ministerium für Arbeit und soziale Sicherheit (Urk. 1 Rz 23; Urk. 23 Rz 17).

Die A2.\_\_\_\_\_ AG (A2.\_\_\_\_\_ ; nachfolgend Beklagte) ist eine Aktiengesellschaft nach Schweizer Recht mit Sitz in Zürich, welche die Vornahme von Finanzgeschäften bezweckte. Sie war eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der A1.\_\_\_\_\_ Inc. (nachfolgend A1.\_\_\_\_\_). Mit Verfügung der Eidgenössischen Bankenkommision vom 29. Oktober 2008 wurde die Beklagte in Liquidation gesetzt und die B.\_\_\_\_\_ AG als Liquidatorin ernannt. Über die bereits aufgelöste Gesellschaft wurde durch Verfügung des Sekretariats der Eidgenössischen Bankenkommision vom 19. Dezember 2008 mit Wirkung ab dem 22. Dezember 2008, 8.00 Uhr, der Konkurs eröffnet (Urk. 1 Rz 25; Urk. 23 Rz 16).

1.2. Die Klägerin investierte EUR 780'470'000 in eine von der A.\_\_\_\_\_ Gruppe ausgearbeitete Anlagestruktur ("Series 3"). Die Investition erfolgte primär in von A.\_\_\_\_\_ strukturierte Notes, welche von einem Anlagevehikel mit eigener Rechtspersönlichkeit namens E1.\_\_\_\_\_ Ltd. (nachfolgend E1.\_\_\_\_\_ ) emittiert wurden (Urk. 1 Rz 27 ff.). Der gesamte Emissionserlös der Notes wurde zum Kauf von Aktien der E2.\_\_\_\_\_ Ltd. (nachfolgend E2.\_\_\_\_\_ ) verwendet, welche den Erlös wiederum in Hedgefonds investierte (Urk. 1 Rz 36 ff.).

Um den Kapitalschutz für den Nominalbetrag der Notes von EUR 780'470'000 abzusichern, kaufte E1.\_\_\_\_\_ bei der Beklagten eine Put Option. Zu diesem Zwecke schlossen die E1.\_\_\_\_\_ und die Beklagte am 29. April 2005 bzw. 22. Dezember 2006 einen Rahmenvertrag gemäss dem von der "International Swap Dealers As-

sociation" herausgegebenen "1992 ISDA Master Agreement" (Urk. 3/15; im Folgenden "ISDA Agreement") sowie das dazugehörige "Schedule to the Master Agreement" (Urk. 3/15; im Folgenden "Schedule"). Am 14. Dezember 2007 wurde zwischen der Beklagten als "seller" und der E1.\_\_\_\_\_ als "buyer" eine "Confirmation for Share Option Transaction" abgeschlossen (Urk. 3/17; im Folgenden "Confirmation"). Agreement, Schedule und Confirmation bilden gemäss übereinstimmender Darstellung der Parteien einen einheitlichen Vertrag (Urk. 1 Rz 42 ff.; Urk. 23 Rz 363 ff.). Auf diesen Vertrag gründet die geltend gemachte Forderung, welche sich die Klägerin von E1.\_\_\_\_\_ abtreten liess.

1.3. Aufgrund des Zusammenbruchs der A.\_\_\_\_\_ Gruppe wurde die Put Option per 15. September 2008 automatisch beendet. Streitgegenstand ist die Bestimmung der aus der Beendigung der Put Option resultierenden Ausgleichszahlung (nachfolgend Loss) gemäss ISDA Master Agreement (Version 1992).

## 2. Prozessverlauf

2.1. Die Parteien stehen seit April 2013 im Rechtsstreit betreffend die Kollokation einer ungesicherten Forderung der Klägerin (Berufungsbeklagte) im Konkurs der A2.\_\_\_\_\_ AG in Liquidation (vgl. Urk. 1). Am 2. Dezember 2015 fällte das Bezirksgericht Zürich, Einzelgericht für SchKG-Klagen (Vorinstanz), ein Urteil, mit dem die Klage weitestgehend gutgeheissen wurde (Urk. 103). Hiergegen erhob die Beklagte (Berufungsklägerin) Berufung und die Klägerin (hinsichtlich der Bemessung der Parteientschädigung) Beschwerde. Mit (Berufungs-)Vor-Urteil vom 11. August 2016 stellte die beschliessende Kammer fest, dass (1.) die Urteile des High Court of Justice, London, vom 15. Juli 2011 und vom 12. Mai 2015 nicht im Sinne von Art. 33 Nr. 1 LugÜ anerkannt werden könnten und dass (2.) die Klägerin ihren "Loss" grundsätzlich aufgrund einer von ihr am 6. Mai 2009 mit der M.\_\_\_\_\_ abgeschlossenen Ersatztransaktion berechnen dürfe. Zudem beschloss sie, das vorinstanzliche Urteil vom 2. Dezember 2015 im Übrigen aufzuheben und die Sache zur Durchführung eines Beweisverfahrens und zu neuem Entscheid an die Vorinstanz zurückzuweisen. Das mit dem Berufungsverfahren vereinigte Beschwerdeverfahren wurde abgeschrieben (Urk. 108).

2.2. Nach durchgeführtem Beweisverfahren hiess die Vorinstanz die Klage mit Urteil vom 22. Dezember 2021 abermals im Umfang von Fr. 67'377'108.42 gut, unter Kosten- und Entschädigungsfolgen zu Lasten der Beklagten (Urk. 397 = Urk. 401).

2.3. Gegen dieses Urteil erhob die Beklagte wiederum Berufung mit dem Antrag, den vorinstanzlichen Entscheid vollumfänglich aufzuheben und die Klage vollumfänglich abzuweisen; eventualiter sei die Sache zur Neuurteilung an die Vorinstanz zurückzuweisen, unter Kosten- und Entschädigungsfolgen zu Lasten der Klägerin (Urk. 400, insbes. S. 2). Die Berufungsschrift datiert vom 24. Februar 2022 und wurde der Berufungsinstanz am 2. März 2022, 14.40 Uhr, per Kurier überbracht (vgl. Urk. 400 S. 1). Beigelegt war ein Begleitschreiben des beklagti-schen Rechtsvertreters vom 2. März 2022, in welchem dieser ausführte, dass die Berufungsschrift fristgerecht am 24. Februar 2022 der Schweizerischen Post übergeben worden sei, die Post das Paket am 2. März 2022 aber als unzustellbar retourniert habe, weil offenbar die (Adress-)Etikette abgerissen sei. Deshalb rei-che er die Berufung vom 24. Februar 2022 erneut in unveränderter Form – als un-geöffnetes Paket, das retourniert worden sei – ein. Zugleich ersuchte er um Be-stätigung, dass die Berufungsfrist gewahrt sei (Urk. 404).

Mit Verfügung vom 10. März 2022 wurde der Klägerin Frist angesetzt, um sich zur Frage der Rechtzeitigkeit der Berufung zu äussern (Urk. 408). Zudem wurde der Beklagten für die Gerichtskosten des Berufungsverfahrens ein Vor-schuss von Fr. 300'000.– auferlegt, welcher rechtzeitig einging (vgl. Urk. 408 und Urk. 409). In ihrer fristwährend eingereichten (vgl. Urk. 408) Stellungnahme vom 21. März 2022 bestritt die Klägerin, dass die Berufung fristgerecht erfolgt sei. Ent-sprechend beantragte sie, auf die Berufung nicht einzutreten (Urk. 410). In der Folge wurde das Berufungsverfahren mit Verfügung vom 23. März 2022 gestützt auf Art. 125 lit. a ZPO antragsgemäss (vgl. Urk. 404) auf die Frage der Wahrung der Berufungsfrist beschränkt (Urk. 411). Am 7. Oktober 2022 trat die Kammer wegen verspäteter Einreichung auf die Berufung nicht ein (Urk. 418).

2.4. Hiergegen gelangte die Beklagte mit Beschwerde in Zivilsachen ans Bundesgericht. Dieses hob den (Nichteintretens-)Beschluss vom 7. Oktober 2022

mit Urteil vom 29. August 2023 auf und wies die Sache zur neuen Entscheidung und zur Neufestsetzung der Kosten des kantonalen Verfahrens an die Kammer zurück (Urk. 422 = Urk. 423). Mit Beschluss vom 24. November 2023 wurde in der Folge durch die Kammer festgestellt, dass die Berufung rechtzeitig erhoben wurde (Urk. 424), und das Verfahren fortgesetzt.

Am 6. Februar 2024 wurde der Klägerin Frist angesetzt, um die Berufung zu beantworten (Urk. 425). Mit Eingabe vom 11. März 2024, hier eingegangen am 12. März 2024, reichte die Klägerin die Berufungsantwort ein und erhob gleichzeitig Anschlussberufung (Urk. 429-A). Daraufhin wurde ihr mit Verfügung vom 26. März 2024 Frist angesetzt, um einen Vorschuss von Fr. 16'000.– für die Gerichtskosten des Anschlussberufungsverfahrens zu leisten (Urk. 431), welcher in der Folge rechtzeitig einging (Urk. 432). Am 16. April 2024 wurde der Beklagten Frist anberaumt, um die Anschlussberufung zu beantworten und innert derselben Frist eine allfällige Stellungnahme zur Berufungsantwort einzureichen (Urk. 433). Die entsprechende Eingabe der Beklagten vom 21. Mai 2024 ging rechtzeitig ein (Urk. 434). Diese Eingabe der Beklagten wurde der Klägerin mit Verfügung vom 28. Juni 2024 zur allfälligen Stellungnahme zugestellt (Urk. 435). Die Klägerin liess sich dazu am 23. August 2024 vernehmen (Urk. 436 = Urk. 437, Urk. 436-A). Diese Eingabe wurde wiederum der Beklagten am 31. Oktober 2024 zur Kenntnis gebracht (Urk. 436), welche sich am 8. November 2024 dazu äusserte (Urk. 439). Ihre Eingabe wurde der Klägerin am 21. November 2024 zur Kenntnisnahme zugestellt (Urk. 439). Weitere Eingaben der Parteien erfolgten nicht. Das Verfahren ist spruchreif.

## II.

1. Mit der Berufung können unrichtige Rechtsanwendung und unrichtige Feststellung des Sachverhalts geltend gemacht werden (Art. 310 ZPO). Die Berufungsinstanz verfügt über eine umfassende Überprüfungsbefugnis über die Streitsache, d.h. über unbeschränkte Kognition bezüglich Tat- und Rechtsfragen, einschliesslich der Frage richtiger Ermessensausübung (Angemessenheitsprüfung; BGer 5A\_184/2013 vom 26. April 2013 E. 3.1). In der schriftlichen Berufungsbeurteilung (Art. 311 ZPO) ist hinreichend genau aufzuzeigen, inwiefern der erstin-

stanzliche Entscheid in den angefochtenen Punkten als fehlerhaft zu betrachten ist bzw. an einem der genannten Mängel leidet (BGE 138 III 374 E. 4.3.1; BGer 5A\_164/2019 vom 20. Mai 2020 E. 5.2.3; BGer 5A\_751/2014 vom 28. Mai 2015 E. 2.1). Dies bedingt (im Sinne einer von Amtes wegen zu prüfenden Eintretensvoraussetzung), dass der Berufungskläger im Einzelnen die vorinstanzlichen Erwägungen bezeichnet, die er anfecht, sich mit diesen argumentativ auseinandersetzt und mittels genügend präziser Verweisungen auf die Akten aufzeigt, wo die massgebenden Behauptungen, Erklärungen, Bestreitungen und Einreden erhoben wurden bzw. aus welchen Aktenstellen sich der geltend gemachte Berufungsgrund ergeben soll. Die pauschale Verweisung auf frühere Vorbringen oder deren blosser Wiederholung genügen nicht (vgl. BGE 138 III 374 E. 4.3.1; BGer 5A\_751/2014 vom 28. Mai 2015 E. 2.1; BGer 5A\_247/2013 vom 15. Oktober 2013 E. 3.2). Das vorinstanzliche Verfahren wird nicht einfach fortgeführt oder gar wiederholt, sondern der Entscheid des Erstgerichts aufgrund von erhobenen Beanstandungen überprüft. Was nicht oder nicht in einer den gesetzlichen Begründungsanforderungen genügenden Weise beanstandet wird, braucht die Rechtsmittelinstanz – zumindest, solange ein Mangel nicht geradezu offensichtlich ist – nicht zu überprüfen (BGE 144 III 394 E. 4.1.4). Insofern erfährt der Grundsatz "iura novit curia" (Art. 57 ZPO) im Berufungsverfahren eine Relativierung (BK ZPO I-Hurni, Art. 57 N 21 und N 39 ff.; DIKE-Komm ZPO-Glasl/Glasl, Art. 57 N 22). Dessen ungeachtet ist die Berufungsinstanz bei der Rechtsanwendung weder an die Argumente der Parteien noch an die Erwägungen der Vorinstanz gebunden (sog. Motivsubstitution; BGE 144 III 394 E. 4.1.4 m.Hinw.; ZK ZPO II-Hilber/Reetz, Art. 318 N 21; Seiler, Die Berufung nach ZPO, 2013, N 1507). Die dargelegten Anforderungen an die Berufungsbegründung gelten sinngemäss auch für die Berufungsantwort (BGer 4A\_580/2015 vom 11. April 2016 E. 2.2). Der Berufungsbeklagte, der in erster Instanz ganz oder teilweise obsiegt hat und eine Gutheissung der Berufung befürchten muss, ist im eigenen Interesse gehalten, allfällige vor erster Instanz gestellte Eventualbegehren und Beweisanträge zu erneuern, nach Massgabe von Art. 317 ZPO neue Tatsachen und Beweismittel vorzutragen, ihm nachteilige Sachverhaltsfeststellungen zu rügen und auf eigene Eventualstandpunkte hinzuweisen (BGer 5A\_660/2014 vom 17. Juni 2015 E. 4.2

m.w.Hinw.). Auch der Berufungsbeklagte kann in seiner Berufungsantwort mithin die Erwägungen und Feststellungen im angefochtenen Entscheid kritisieren, die ihm im Fall einer abweichenden Beurteilung durch die Berufungsinstanz nachteilig sein könnten (BGer 4A\_258/2015 vom 21. Oktober 2015 E. 2.4.2).

Die Beanstandungen am angefochtenen Entscheid haben die Parteien innert der Berufungs- bzw. Berufungsantwortfrist vollständig vorzutragen. Ein allfälliger zweiter Schriftenwechsel oder die Ausübung des sog. Replikrechts dienen nicht dazu, die bisherige Kritik zu vervollständigen oder zu ergänzen (BGE 142 III 413 E. 2.2.4). In diesem Sinne sind die unaufgefordert eingereichten Replikschriften der Parteien (Urk. 436 = Urk. 437, Urk. 439) entgegenzunehmen.

2. Im Berufungsverfahren sind neue Tatsachen und Beweismittel – resp. über den insoweit zu engen Wortlaut hinaus neue Tatsachenbehauptungen, neue Bestreitungen von Tatsachenbehauptungen, neue Einreden (rechtlicher Art) und neue Beweismittel (ZK ZPO II-Hilber/Reetz, Art. 317 N 31) – nach Art. 317 Abs. 1 ZPO nur noch zulässig resp. zu berücksichtigen, wenn sie – kumulativ – ohne Verzug vorgebracht werden (Art. 317 Abs. 1 lit. a ZPO) und trotz zumutbarer Sorgfalt nicht schon vor erster Instanz vorgebracht werden konnten (Art. 317 Abs. 1 lit. b ZPO). Jede Partei, welche neue Tatsachen geltend macht oder neue Beweismittel benennt, hat zunächst zu behaupten und zu beweisen, dass dies ohne Verzug geschieht, soweit dies nicht offensichtlich ist.

3. Bei Rückweisung der Sache ist nicht nur die erste Instanz (vgl. Urk. 401 S. 16 ff.), sondern bei erneuter Befassung mit dem Fall – mit wenigen Ausnahmen (dazu sogleich) – auch die rückweisende Instanz an die Rechtsauffassung gebunden, welche dem Rückweisungsentscheid zugrunde lag. Die Berufungsinstanz muss bei einem zweiten Entscheid in der gleichen Sache denselben Restriktionen unterworfen sein wie die erste Instanz nach einem Rückweisungsentscheid. Wegen dieser Bindung ist es der Berufungsinstanz verwehrt, der Beurteilung des Rechtsstreits einen anderen als den bisherigen Sachverhalt zu unterstellen oder die Sache unter rechtlichen Gesichtspunkten zu prüfen, die im Rückweisungsentscheid ausdrücklich abgelehnt oder überhaupt nicht in Erwägung gezogen worden sind. Der Umfang der Bindung ergibt sich aus der Begründung der Rückweisung,

die sowohl den Rahmen für die neuen Tatsachenfeststellungen als auch jenen für die neue rechtliche Begründung vorgibt. Die im Rückweisungsentscheid bereits entschiedenen Fragen sind – vorbehaltlich zulässiger Noven sowie einer Rechtsänderung – nicht mehr zu überprüfen. Eine nochmalige umfassende Prüfung durch die rückweisende Instanz bei erneuter Befassung würde nicht nur dem Prinzip der Einmaligkeit des Rechtsschutzes und dem Grundsatz von Treu und Glauben (Vertrauen in die Beständigkeit von Rechtsmittelentscheiden) widersprechen, sondern die Umsetzung von Rückweisungsentscheiden generell in Frage stellen. Wäre die Berufungsinstanz nicht an ihren eigenen Rückweisungsentscheid gebunden, so würde das neuerliche Ergreifen eines Rechtsmittels in der gleichen Sache geradezu begünstigt, bestünde damit doch stets die Hoffnung, beim zweiten Mal ein besseres Resultat bei der Berufungsinstanz zu erzielen, wofür keine schützenswerten Interessen ersichtlich sind. Der Grundsatz der Bindung der Berufungsinstanz an ihren eigenen Rückweisungsentscheid folgt auch aus der bundesgerichtlichen Praxis, deren Übertragung auf den kantonalen Instanzenzug das Gebot der Einheitlichkeit der Rechtsordnung verlangt. Die rechtliche Beurteilung des Bundesgerichts, mit welcher es seinen Rückweisungsentscheid begründet hat, ist nicht nur für die kantonale Berufungsinstanz bei der Beurteilung der Berufung, sondern auch für das Bundesgericht selbst, wenn es später ein zweites Mal angerufen wird, massgebend (vgl. zum Ganzen: ZK ZPO II-Hilber/Reetz, Art. 318 N 46 ff.; BGE 135 III 334 E. 2.1, S. 335 f.; BGer 4A\_391/2009 vom 12. Februar 2010 E. 1.1; BGer 4A\_477/2018 vom 16. Juli 2019 E. 2; BGer 4A\_48/2019 vom 29. August 2019 E. 2; BSK BGG-Meyer, Art. 107 N 18).

4. Die vorinstanzlichen Akten wurden beigezogen. Auf die Parteivorbringen ist nur insoweit einzugehen, als dies für die Entscheidungsfindung notwendig ist.

### III.

1. Die Klägerin verlangt von der Beklagten, d.h. der Konkursmasse der Beklagten, eine Ausgleichszahlung gestützt auf eine Put Option, die wegen des Zusammenbruchs der A.\_\_\_\_\_ Gruppe vorzeitig beendet wurde. Streitgegenstand ist die Bestimmung der aus der Beendigung der Put Option resultierenden Ausgleichszahlung (nachfolgend Loss) gemäss ISDA Master Agreement (Version

1992; Urk. 3/15). Die Vorinstanz ging von folgendem, unbestrittenem Sachverhalt aus (Urk. 401 S. 10 ff.):

"1. ANLEIHENSERIE 'SERIES 3'

Nach übereinstimmender Darstellung der Parteien emittierte E1. \_\_\_\_\_ am 14. Dezember 2007 die Anleihsensserie 'Series 3' mit einem Nominalwert respektive Emissionsvolumen von insgesamt EUR 780'470'000 und der Fälligkeit 14. Juni 2023 (act. 1 Rz 31; act. 23 Rz 26). Die Emission der Notes wurde durch die A3. \_\_\_\_\_ (nachfolgend A3. \_\_\_\_\_) strukturiert und vermarktet (act. 1 Rz 36). E1. \_\_\_\_\_ ist ein Anlagevehikel (Special Purpose Vehicle = SPV) und wurde zum Zweck gegründet, Transaktionen durchzuführen, die von der A. \_\_\_\_\_ Gruppe arrangiert wurden (act. 23 Rz 18; act. 45 Rz 269). Sämtliche Anleihen der Serie 3 (nachfolgend Anleihsensserie oder Notes) wurden durch die Klägerin gezeichnet (act. 1 Rz 34; act. 23 Rz 28). Die Anleihsensserie bezog sich auf ein Fondsportfolio der E2. \_\_\_\_\_; ein spezifisch für diese Transaktion gegründetes SPV, welches zu 100% von E1. \_\_\_\_\_ gehalten wurde (vgl. act. 1 Rz 36 ff.; act. 23 Rz 28).

2. PUT OPTION

2.1. Im Rahmen der von E1. \_\_\_\_\_ emittierten Notes schloss die E1. \_\_\_\_\_ mit der Beklagten wie erwähnt eine Put Option ab (act. 1 Rz 42; act. 23 Rz 19). Mittels dieser Put Option verpflichtete sich die Beklagte gegenüber E1. \_\_\_\_\_, per Verfalldatum der Put Option im Juni 2023 eine allfällige negative Differenz zwischen dem Nominalbetrag der Notes und dem (tatsächlichen) Erlös aus sämtlichen Investitionen des Fondsportfolios zu begleichen (act. 1 Rz 46; act. 23 Rz 3). Demnach bezweckte die Put Option die Gewährung eines Kapitalschutzes, so dass E1. \_\_\_\_\_ bei Fälligkeit der Notes der Klägerin den Nominalwert der Notes hätte zurückzahlen können, selbst wenn das Fondsportfolio während der Laufzeit der Notes zwischen 2007 und 2023 bedeutend an Wert verloren hätte (act. 1 Rz 46; act. 23 Rz 3).

2.2. Die Put Option datiert vom 29. April 2005. Sie wurde unter dem '1992 ISDA Master Agreement' inklusive Schedule abgeschlossen und englischem Recht unterstellt (act. 3/15, Schedule Part 4 lit. h). Der Vertrag wurde am 22. Dezember 2006 geändert. Das Verfalldatum der Put Option wurde auf den 14. Juni 2023 terminiert (act. 1 Rz 35). Am Tag der Emission der Notes, mithin am 14. Dezember 2007, unterzeichneten E1. \_\_\_\_\_ und die Beklagte die Transaktionsbestätigung (act. 1 Rz 45; act. 3/17).

2.3. Die zu zahlende Prämie für die Put Option betrug 1.43% pro Jahr für die ersten acht Jahre (bis zum 14. Dezember 2015) und danach bis zum 14. Juni 2023 1.03% pro Jahr, mithin durchschnittlich 1.24% ( $[8 \text{ Jahre} \times 1.43\%] + [7.5 \text{ Jahre} \times 1.03\%]$ ), dieses Resultat geteilt durch 15.5 Jahre). Sie war auf der Basis des Nennwerts der ausstehenden Notes (EUR 780'470'000) zu

berechnen und wurde jeweils am 14. März, 14. Juni, 14. September und 14. Dezember fällig (beziehungsweise am darauffolgenden Werktag; vgl. Confirmation act. 3/17 S. 2).

### 3. E2. \_\_\_\_\_ UND CONSTANT PROPORTION PORTFOLIO INSURANCE-STRATEGIE

3.1. Der Emissionserlös aus den Notes wurde von E1. \_\_\_\_\_ zur Zeichnung von rückzahlbaren Vorzugsaktien der E2. \_\_\_\_\_ verwendet (act. 1 Rz 36; act. 23 Rz 28). Gemäss den Bedingungen der Notes hingen bestimmte Zahlungen der E1. \_\_\_\_\_ an die Klägerin (als Gläubigerin der Notes) von der Wertentwicklung des Portfolios der E2. \_\_\_\_\_ ab (act. 1 Rz 40). E2. \_\_\_\_\_ investierte den von E1. \_\_\_\_\_ erhaltenen Emissionserlös in ein dynamisches Portfolio, bestehend aus dem 'Fixed Income Portfolio' (relativ risikoarme Anlagen) und dem 'Equity Portfolio' (relativ risikobehaftete Anlagen; primär Investitionen in 'Hedge Funds' und 'Funds of Hedge Funds'; act. 1 Rz 38; act. 23 Rz 34, Rz 38). Per Verfall der Notes am 14. Juni 2023 (act. 1 Rz 35) sollte E2. \_\_\_\_\_ (und damit ihre Investitionen) liquidiert und die Erlöse zur Rückzahlung der Anleihe verwendet werden (act. 23 Rz 49).

3.2. Gemäss den Anleihensbedingungen der ausgegebenen Notes musste E2. \_\_\_\_\_ das Portfolio nach der sogenannten 'Constant Proportion Portfolio Insurance' (nachfolgend CPPI) Strategie bewirtschaften. Der CPPI-Mechanismus (oder auch Investment Allocation Mechanism) sah vor, dass bei einer Verschlechterung der Marktlage das Vermögen vom Equity Portfolio in das Fixed Income Portfolio (mit Anlagen in Swap Units der A4. \_\_\_\_\_ Inc.) umgeschichtet werden sollte (act. 23 Rz 39).

3.3. Diese Anlagestrategie orientiert sich an der 'Zero Bond Curve'. Die Zero Bond Curve errechnet sich aus den sicheren Anlagewerten, die es braucht, um zum Ende der Laufzeit der Notes (14. Juni 2023) den Nominalwert der Notes (EUR 780'470'000) zu erreichen. Anlagestrategisch ist das gesamte Equity Portfolio in sichere Anlagewerte umzuwandeln, wenn der reale Anlagewert unter eine minimale 'Distance' von 10% zur Zero Bond Curve fällt (act. 23 Rz 45 ff.).

3.4. Als 'Calculation Agent' und 'Payment Agent' der E2. \_\_\_\_\_ wurde die A3. \_\_\_\_\_ eingesetzt (act. 1 Rz 40; act. 23 Rz 29; act. 45 Rz 40). A3. \_\_\_\_\_ übernahm gemäss dem 'Calculation Agency Agreement' zwischen A3. \_\_\_\_\_ und E1. \_\_\_\_\_ die Verwaltung der Basiswerte und den Betrieb der Struktur, mithin die Entscheide betreffend die Umschichtung vom Equity ins Fixed Income Portfolio. A3. \_\_\_\_\_ hatte insbesondere auch die Aufgabe, den Wert des Equity Portfolios und dessen Verhältnis zum Bond Floor zu bestimmen (act. 45 Rz 42 ff.; act. 3/11 Rz 3.1).

3.5. Anlageberater der E2. \_\_\_\_\_ war die F. \_\_\_\_\_, eine von A. \_\_\_\_\_ unabhängige Gesellschaft. Weitere wichtige Funktionen übernahmen Gesellschaften der G. \_\_\_\_\_ Gruppe: So wurde G1. \_\_\_\_\_ Ltd. als Trustee eingesetzt. Mitarbeiter der G. \_\_\_\_\_ Gruppe amtierten als Direktoren der E2. \_\_\_\_\_. G2. \_\_\_\_\_ Ltd. (heute G2'. \_\_\_\_\_ Ltd.) war 'Administrative Agent' und 'Corporate Agent' der E2. \_\_\_\_\_ (zum Ganzen: act. 23 Rz 30 f.; act. 3/9 S. 37, 41 und 73).

#### 4. VORZEITIGE BEENDIGUNG DER TRANSAKTION

4.1. Am 15. September 2008 ersuchte die A1.\_\_\_\_\_, Alleinaktionärin der Beklagten und Konzernobergesellschaft, um Gläubigerschutz im Rahmen des amerikanischen Chapter 11-Verfahrens (act. 1 Rz 56; act. 23 Rz 56). A1.\_\_\_\_\_ war unter dem 'Principal Protection Agreement' (welches die Bedingungen der Put Option regelt) als 'Credit Support Provider' vorgesehen und garantierte die aus der Put Option resultierenden Verpflichtungen der Beklagten gegenüber der E1.\_\_\_\_\_ (act. 1 Rz 29, Rz 57; act. 23 Rz 56). Der Antrag der A1.\_\_\_\_\_ auf Gläubigerschutz gemäss Chapter 11 führte unbestrittenermassen zur automatischen vorzeitigen Beendigung der Put Option per 15. September 2008 (nachfolgend Early Termination Date oder ETD; act. 1 Rz 30; act. 23 Rz 57; vgl. auch act. 108 S. 7 E. 1.3.4.4.).

4.2. Im Falle einer Early Termination wird gemäss Ziff. 6 lit. e des ISDA Agreement eine Liquidationszahlung fällig, die auf verschiedene Weise berechnet werden kann. Unbestritten ist dabei, dass sich die Parteien mit dem Schedule für die Berechnungsvariante 'Second Method and Loss' entschieden haben.

#### 5. RESTRUKTURIERUNG DER TRANSAKTION

5.1. Die Einleitung des Chapter 11-Verfahrens über die A1.\_\_\_\_\_ hatte nebst der Beendigung der Put Option zur Folge, dass zentrale Aufgaben in der E.\_\_\_\_\_/E2.\_\_\_\_\_ -Struktur nicht mehr wahrgenommen werden konnten (act. 45 Rz 38). Nach einem kurzen Selektionsprozess im Oktober 2008 kontaktierte die Klägerin die M.\_\_\_\_\_ (nachfolgend M.\_\_\_\_\_), Société Générale und Barclays Capital, um einen Vorschlag für den Abschluss einer Ersatztransaktion für die Put Option und die Restrukturierung der E.\_\_\_\_\_ Struktur zu unterbreiten (act. 46 Rz 19, Rz 122 ff.).

5.2. Die Klägerin entschied sich im Oktober 2008, den Vorschlag der M.\_\_\_\_\_ weiterzuverfolgen, mithin das Eigentum an den Notes an die M.\_\_\_\_\_ zu transferieren, um gleichsam die Beendigung aller Vertragsbeziehungen von E.\_\_\_\_\_ zu den Vertragsparteien der A.\_\_\_\_\_ Gruppe und Dritten zu erleichtern (act. 45 Rz 129). Im Gegenzug erhielt sie ein Durchlauf-Zertifikat, welches nach Ansicht der Klägerin jedoch keinen Kapitalschutz hinsichtlich der Notes bot (act. 45 Rz 130). Geplant war, in einer zweiten Phase die Verträge mit den Gegenparteien wie den A.\_\_\_\_\_ Gesellschaften zu beenden und durch neue Parteien zu ersetzen (act. 45 Rz 131). Die E.\_\_\_\_\_ Struktur sollte liquidiert und das Portfolio sodann einem von M.\_\_\_\_\_ kontrollierten SPV (H.\_\_\_\_\_) übertragen werden (was allerdings nicht umgesetzt wurde; act. 45 Rz 133). In der dritten Phase sollte schliesslich das Durchlauf-Zertifikat gegen neue, kapitalgeschützte CPPI Notes getauscht werden (act. 45 Rz 133).

5.3. Die M.\_\_\_\_\_ bestätigte auf Anfrage der Klägerin mit Email vom 24. Oktober 2008, dass sie in der Lage sei, bei Fälligkeit 100% des Kapitals zu garantieren, sofern der Net Asset Value (nachfolgend NAV) der Notes mindestens den Barwert von 100% des Nominalwerts der Notes

bei deren Fälligkeit erreiche (act. 46/197). Eine konkrete Prämie für diesen Kapitalschutz wurde hingegen nicht genannt (act. 45 Rz 141). Mit Schreiben vom 5. Dezember 2008 bestätigte M.\_\_\_\_\_, dass sie in der Lage sei, einen Kapitalschutz zu gewähren, sofern M.\_\_\_\_\_ weiterhin die Notes halten würde oder eine der M.\_\_\_\_\_ genehme Restrukturierung stattfände und der NAV der Notes mindestens dem Nominalwert bei Fälligkeit entspreche. Gleichzeitig wurde ein Disclaimer angebracht, wonach das Schreiben weder ein Derivat noch eine Garantie oder irgendeine andere Verpflichtung der M.\_\_\_\_\_ darstelle (act. 46/198).

5.4. Am 15. Januar 2009 schlossen die Klägerin und M.\_\_\_\_\_ ein Calculation Agency Agreement ab, welches die M.\_\_\_\_\_ als Calculation Agent einsetzte (act. 45 Rz 142; act. 46/144). Am 29. Januar 2009 kontaktierte die Klägerin sieben Banken (M.\_\_\_\_\_, Société Générale und Barclays Capital, HSBC, UBS, SEB und SAXO) mit Blick auf den Kapitalschutz und eine allfällige Restrukturierung (act. 45 Rz 144). Den erhaltenen Vorschlägen der M.\_\_\_\_\_, Société Générale und Barclays Capital war allen gemeinsam, dass Gegenpartei entweder ein neues SPV oder die Klägerin, nicht aber die E1.\_\_\_\_\_ sein könne (act. 45 Rz 150).

## 6. EINGABE DER FORDERUNG IM KONKURS

6.1. Mit Schreiben vom 16. September 2009 an die Beklagte berechnete die E1.\_\_\_\_\_ die ihr zustehende Liquidationszahlung inkl. Zinsen auf USD 61'764'595, wobei sie sich auf eine von der M.\_\_\_\_\_ abgegebene Offerte bzw. Ersatztransaktion vom 6. Mai 2009 stützt (act. 1 Rz 72 ff.; act. 3/18; act. 46/216). Mit 'Deed of purchase and cancellation' vom 18. September 2009 (act. 3/21) verkaufte die Klägerin ihre Notes der E1.\_\_\_\_\_ als Herausgeberin, worauf die Notes unmittelbar nach ihrem Verkauf kraftlos erklärt wurden. Als Gegenleistung für die Notes lieferte die E1.\_\_\_\_\_ der Klägerin sämtliche Aktien der E2.\_\_\_\_\_ und trat ihr überdies sämtliche Ansprüche gegen die Beklagte unter der Put Option ab (act. 1 Rz 83 ff.; act. 3/22). In der Folge trat die Klägerin ihre von der E1.\_\_\_\_\_ abgetretenen, ihr gegen die Beklagte zustehenden Ansprüche an die Zessionarin I.\_\_\_\_\_, L.P. ab, welche die Forderung im Konkurs der Beklagten eingab (Forderung Nr. 2, Ordnungsnummer 4; act. 3/3). Im Kollokationsplan wurde die Forderung der I.\_\_\_\_\_ nicht zugelassen. Während der Auflage des Kollokationsplans ab 3. April 2013 nahm die I.\_\_\_\_\_ eine Rückzession vor und trat die im Konkurs der Beklagten eingegebene Forderung von CHF 67'097'089.88 zuzüglich Zinsen wiederum der Klägerin ab (act. 3/24).

6.2. Mit Entscheid Nr. 1 vom 3. April 2013 wies die Konkursverwaltung der Beklagten wie erwähnt die Forderungseingabe betreffend Ansprüche der E1.\_\_\_\_\_ aus dem ISDA Agreement ab, insbesondere da sich die Gläubigerin bei ihrem Anspruch auf Liquidationszahlung einzig auf ein indikatives Angebot der M.\_\_\_\_\_ stütze, wobei dieses per 6. Mai 2009 und nicht per 15. September 2008 erfolgt sei. Allein die Anpassung auf den 15. September 2008 hätte zu einer erheblichen Reduktion geführt, und ein einziges indikatives Angebot genüge nicht. Die eigene Bewertung der Konkursverwaltung habe schliesslich ergeben, dass die Prämie für ein Ersatzgeschäft dieje-

nige Prämie, welche die Klägerin der Beklagten hätte bezahlen müssen, nicht überstiegen hätte (act. 3/4)."

2. Was die Bindungswirkung der Vorinstanz bezüglich des Rückweisungsentscheides der urteilenden Kammer vom 11. August 2016 anbelangt, kann auf die zutreffenden Erwägungen im vorinstanzlichen Entscheid vom 22. Dezember 2021 verwiesen werden (Urk. 401 S. 16 ff.). Wie die Vorinstanz zu Recht ausführte, ist es aufgrund dieser Bindungswirkung der erneut mit der Sache befassten unteren Instanz wie auch den Parteien verwehrt, der Überprüfung einen anderen als den bisherigen Sachverhalt zugrunde zu legen oder die Sache unter rechtlichen Gesichtspunkten zu prüfen, die im Rückweisungsentscheid ausdrücklich abgelehnt oder überhaupt nicht in Erwägung gezogen (und damit stillschweigend verworfen) worden sind. Die neue Entscheidung der Vorinstanz ist somit auf diejenige Thematik beschränkt, die sich aus den Erwägungen der Berufungsinstanz als Gegenstand der neuen Beurteilung ergibt. Das Verfahren wird nur insoweit neu in Gang gesetzt, als dies notwendig ist, um den verbindlichen Erwägungen der Berufungsinstanz Rechnung zu tragen (vgl. BGE 135 III 334 m.w.Hinw.).

2.1. Die Vorinstanz kam in ihrem Urteil vom 2. Dezember 2015 bezüglich der Frage, ob auf eine Ersatztransaktion eines führenden Händlers abgestellt werden dürfe, zum Schluss, dass die Klägerin die Berechnung des Loss gestützt auf die Transaktion mit der M.\_\_\_\_\_ (M.\_\_\_\_\_) vom 6. Mai 2009 vornehmen dürfen. Das Abstellen auf eine einzige tatsächliche Transaktion mit einem führenden Marktteilnehmer (M.\_\_\_\_\_) entspreche den Vorgaben, welche das ISDA Agreement der Non-defaulting Party bei der Berechnung ihres Loss mache. Weder sei erforderlich, dass die Klägerin die der Transaktion zu Grunde liegende Offerte vorlege, noch dass bei der vorliegend anwendbaren Loss-Methode gemäss ISDA Agreement mehrere Offerten oder Transaktionen Basis für die Berechnung des Loss bilden müssten (vgl. Urk. 103 S. 26 f.). Diesen Erwägungen folgte die Kammer in ihrem Entscheid vom 11. August 2016, indem sie bestätigte, das Abstellen auf eine Transaktion mit der M.\_\_\_\_\_ vom 6. Mai 2009 für die Berechnung des Loss sei grundsätzlich vertragskonform (Urk. 108).

Mit Vor-Urteil vom 11. August 2016 stellte die Kammer in Dispositiv-Ziffer 1 Folgendes fest (Urk. 108 S. 50), nämlich

- dass die Urteile des High Court of Justice, London, vom 15. Juli 2011 und vom 12. Mai 2015 nicht im Sinne von Art. 33 Nr. 1 LugÜ anerkannt werden können sowie
- dass die Klägerin ihren "Loss" grundsätzlich auf Grund einer von ihr am 6. Mai 2009 mit der M.\_\_\_\_\_ abgeschlossenen Ersatztransaktion berechnen darf.

Dieses Vor-Urteil wurde von der Beklagten nicht angefochten. Für die Kammer besteht eine Bindungswirkung bezüglich der darin gemachten Tatsachenfeststellungen.

2.2. Bezüglich der Frage der (zeitlichen) Angemessenheit der M.\_\_\_\_\_ - Transaktion (Urk. 108 S. 42) ging die urteilende Kammer in ihrem Rückweisungsentscheid davon aus, dass solche Fragen im Lichte sowie im Sinn und Geist des Agreements zu beurteilen sind. Man habe sich daher auch in diesem Zusammenhang stets von den tragenden Prinzipien des Agreements, nämlich von Treu und Glauben ("good faith") und kaufmännischer Zweckmässigkeit ("commercial reasonableness"), leiten zu lassen. Von Belang sei in diesem Zusammenhang namentlich der folgende Passus von Ziff. 14 des Agreements:

"A party will determine its Loss as of the relevant Early Termination Date, or, if that is not reasonably practicable, as of the earliest date thereafter as is reasonably practicable."

Die Frage stelle sich, wie lange die Klägerin mit der Veranlassung der Ersatztransaktion und der darauf gestützten Berechnung des Loss habe zuwarten dürfen und welches die Konsequenzen gewesen wären, wenn sie nicht im Sinne dieser Bestimmung sofort gehandelt haben sollte. Die erwähnte Bestimmung, Ziff. 14 des Agreements, regle den Stichtag für die Berechnung des Loss. Der Loss sei grundsätzlich per "Early Termination Date" zu ermitteln. Die konkrete Beantwortung der Rechtsfrage, ob das Datum der Ersatztransaktion des 6. Mai 2009 unter den Gesichtspunkten der "commercial reasonableness" und des "good faith" zu akzeptieren sei oder nicht, hänge jedoch von verschiedenen finanzmarktbezo-

genen Tatsachen ab, die eine fachkundige Beurteilung des seinerzeitigen Finanzmarktes voraussetzten. Diese Sachverhaltsfragen seien als Fragen des Beweises und der Beweislast anzusehen und das Gericht werde sie ohne Unterstützung eines Experten nicht beantworten können. Ohne gegenteilige und überzeugende Äusserung eines gerichtlichen Sachverständigen werde die Beklagte angesichts der durch den Zusammenbruch des Mutterhauses der Beklagten bewirkten gravierenden weltweiten Erschütterung der Finanzmärkte die verhältnismässig späte Ersatztransaktion hinzunehmen haben (Urk. 108 S. 43 f.). Es wurde deshalb erwogen, dass die Klägerin ihren "Loss" grundsätzlich auf Grund einer von ihr am 6. Mai 2009 mit der M.\_\_\_\_\_ abgeschlossenen Ersatztransaktion berechnen dürfe (Vgl. auch Urk. 108 S. 47). Auch wurde von der Kammer festgehalten, dass der Umstand, dass die Klägerin und nicht die E1.\_\_\_\_\_ mit der M.\_\_\_\_\_ am 6. Mai 2009 die Transaktion abgeschlossen habe, nichts daran ändere, dass die M.\_\_\_\_\_ -Transaktion als Basis für die Berechnung des Loss dienen könne (Urk. 108 S. 38 f.).

Den in diesem Zusammenhang von der Beklagten vorgebrachten Einwand, wonach "hochrelevant" sei, dass sich die Klägerin bis Aktenschluss auf eine Offerte vom 6. Mai 2009 berufen habe, diese indessen nicht bewiesen habe, sondern nur eine gleichentags mit der M.\_\_\_\_\_ abgeschlossene Transaktion vorlege, weshalb die gegenteiligen Feststellungen des Obergerichts falsch seien, erachtete die Vorinstanz angesichts dieser verbindlichen Erwägungen der Kammer zu Recht als nicht relevant (Urk. 401 S. 19).

2.3. Die Vorinstanz führte weiter aus, dass nachdem das Obergericht in seinem Entscheid vom 11. August 2016 verbindlich festgestellt habe, dass die Berechnung des Loss auf Grund einer Ersatztransaktion per Early Termination Date, mithin per 15. September 2008, schlicht ein Ding der Unmöglichkeit gewesen wäre, und damit ausdrücklich verneint habe, dass eine Berechnung des Loss per 15. September 2008 im Sinne des ISDA Agreement möglich und vernünftig gewesen wäre, die Beklagte mit ihren Vorbringen im Schlussvortrag, wonach sie nach wie vor eine Berechnung des Loss per 15. September 2008 als einzigen vertragskonformen Zeitpunkt erachte, grundsätzlich nicht zu hören sei (Urk. 378 Rz 311

ff., Rz 459 ff.; vgl. auch Urk. 53 Rz 81, Rz 127, Rz 212, Rz 385). Daran ändere auch nichts, dass es grundsätzlich technisch möglich gewesen wäre, zu einem späteren Zeitpunkt eine modellbasierte Berechnung rückwirkend per 15. September 2008 vorzunehmen (vgl. Urk. 378 Rz 459; Urk. 23 Rz 127). So sehe das ISDA Agreement explizit vor, dass die Non-defaulting Party unter gewissen Umständen ihren Loss gestützt auf eine Ersatztransaktion mit einem Stichtag nach dem Early Termination Date ermitteln könne. Hätte das ISDA Agreement die nach Auffassung der Beklagten immer mögliche modellbasierte Berechnung per ETD als Basis der Loss-Berechnung gewollt, würde die vertraglich vorgesehene Berechnung zu einem späteren Zeitpunkt gestützt auf eine reale Offerte bzw. Ersatztransaktion als Vertragsbestimmung ihres Sinnes entleert, da sie gar nie zur Anwendung gelange. Im Übrigen wiesen sowohl Judge Richards als auch Judge Snowden in ihren zur gleichen Frage in England ergangenen Urteilen darauf hin, dass eine Loss-Berechnung per 15. September 2008 nicht "reasonably practicable" gewesen sei, da es am Early Termination Date und eine bestimmte Zeit danach keinen entsprechenden Markt gegeben habe (Snowden-Urteil Urk. 284/1 Rz 197 f.; Richards-Urteil Urk. 69/249 Rz 114-126). Die Vorinstanz kam zum Schluss, dass damit das Prozessthema nach der Rückweisung bzw. für die Durchführung des Beweisverfahrens, namentlich das Einholen eines Sachverständigengutachtens, im Wesentlichen auf die Frage des Zeitpunktes der Ersatztransaktion sowie auf deren generelle Vergleichbarkeit bzw. Angemessenheit zu beschränken sei (Urk. 401 S. 25. f.). Dem ist zu folgen.

2.4. Was den anzuwendenden Auslegungsstandard bzw. die anzuwendenden Auslegungskriterien anbelangt, erwog die Kammer in ihrem Vor-Urteil und Rückweisungsbeschluss vom 11. August 2016, dass die tragenden Prinzipien des ISDA Master Agreement Treu und Glauben ("good faith") und kaufmännische Zweckmässigkeit ("commercial reasonableness") seien. Jedenfalls sollten die Folgen einer vorzeitigen Vertragsbeendigung für die vertragstreue Partei (Non-defaulting Party) möglichst gemildert werden. Der Standardvertrag sei vor allem auf Grund seines Wortlautes und nach den genannten Prinzipien von Treu und Glauben und "reasonableness" für alle Anwender gleich auszulegen (Urk. 108 S. 27, 33). Unter dem vorliegend anzuwendenden britischen Recht würden im hier inter-

essierenden Zusammenhang nur Auslegungsregeln eine Rolle spielen, die im Wesentlichen von Treu und Glauben bestimmt seien. Diese hätten genügend ermittelt werden können. Weiterer Abklärungen bedürfe es nicht (Urk. 108 S. 28, 33). Ob die Klägerin konkret die massgebliche Ersatztransaktion erst am 6. Mai 2009 habe abschliessen dürfen, beurteile sich nach dem Agreement und demgemäss – wie oben ausgeführt – nach den Rechtsgrundsätzen von Treu und Glauben ("good faith") und kaufmännischer Zweckmässigkeit ("commercial reasonableness") (Urk. 108 S. 41 ff.). Ob es sich dabei um einen objektiven oder subjektiven Standard handelt, konnte offengelassen werden, da die beiden Elemente – Treu und Glauben sowie Zweckmässigkeit – beiden Handlungsstandards gemeinsam sind und somit in beiden Fällen jedenfalls erfüllt sein müssen: Gemäss dem objektiven Standard handelt eine Person vernünftig, wenn ihr Verhalten in die Bandbreite sämtlicher möglicher Verhaltensweisen fällt, die eine vernünftige Person in der gleichen Situation unter Berücksichtigung der relevanten Umstände und ohne Berücksichtigung irrelevanter Umstände an den Tag legen würde. Der subjektive Standard (Wednesbury Standard) erfordert dagegen ein rationales Verhalten. Rational handelt eine Person, wenn sie ehrlich, in guten Treuen und aufrichtig vorgeht und sich nicht willkürlich, widernatürlich oder unvernünftig verhält. Sie darf insbesondere nicht auf Umstände abstellen, die sachfremd sind (vgl. Urk. 401 S. 35). Wenn diese beiden Elemente bezüglich des tatsächlichen Verhaltens der Klägerin zu bejahen sind, ist es somit für die zu entscheidende Rechtsfrage, ob sich die Klägerin mit ihrem Vorgehen gemäss den anwendbaren Auslegungsregeln vertragskonform verhalten hat, nicht mehr von Belang, ob der subjektive oder objektive Standard anwendbar bzw. erfüllt ist. Es genügt das eine oder das andere für sich allein. Jedenfalls muss das Vorgehen im Sinne von Treu und Glauben erfolgen. Es ist im Folgenden zu prüfen, wie der Gutachter das Verhalten der Klägerin in der konkreten Situation in tatsächlicher Hinsicht beurteilte.

2.5. Der Gutachter kam in tatsächlicher Hinsicht zum Ergebnis, dass es zwar schwer nachvollziehbar sei, weshalb die Klägerin bis zum 18. Dezember 2008 mit der Ausschreibung zugewartet und nicht schon davor parallel damit begonnen habe. Sicherlich sei die Finanzkrise zu dieser Zeit noch in vollem Gange gewesen, allerdings sei der Markt für Kapitalschutzangebote eingeschränkt offen gewe-

sen. Zudem habe die Klägerin ja bereits beim Einholen der Angebote für die Durchlaufzertifikate die Banken dazu aufgefordert, auch einen späteren Kapitalschutz zu berücksichtigen, sonst wäre dieser in den Angeboten gar nicht als Absichtserklärung enthalten gewesen. Gleichzeitig handle es sich um einen sehr komplexen Sachverhalt, und es sei davon auszugehen, dass die Auswirkungen der Insolvenz der A.\_\_\_\_\_ Gruppe auf die Series 3 und die potentiellen Möglichkeiten einer Restrukturierung auch von der Klägerin als professionelle Investorin nicht ohne Weiteres abschätzbar gewesen seien. Schliesslich handle es sich bei der Series 3 um ein komplexes, nicht standardisiertes Anlageprodukt und im Markt fehlten zudem breite Erfahrungen, was im Falle einer Insolvenz des Sponsors und relevanter Gegenparteien die Auswirkungen und Optionen seien. Es sei daher durchaus verständlich und sicher nicht willkürlich, wenn die Klägerin nach Vergabe des Auftrages der Durchlaufzertifikate zunächst Meinungen und Empfehlungen der M.\_\_\_\_\_ abgewartet und die weiteren Verhandlungen zum Ersatz eines Calculation Agents vorgenommen habe. Schliesslich habe das Mandat der Durchlaufzertifikate richtigerweise auch den Auftrag enthalten, die Vertragsbeziehungen mit Gesellschaften der A.\_\_\_\_\_ Gruppe zu regeln und deren Auswirkungen zu analysieren. Gleichzeitig wiederum habe die M.\_\_\_\_\_ ja in ihrem Schreiben vom 22. Oktober 2008 (Urk. 46/136) schnelle Vorschläge zum Ersatz des Kapitalschutzes in Aussicht gestellt (Urk. 233 S. 68 f.; vgl. auch S. 91). In dieser schwierigen Situation sei die Klägerin gefordert gewesen, die Auswirkungen auf die Notes Series 3 und mögliche Optionen zu analysieren. Die Analyse habe sehr viel Fachwissen, Ressourcen und vor allem Zeit benötigt, was für den Gutachter nachvollziehbar sei. Er halte die von der Klägerin unternommenen Schritte von der ersten Analyse bis zur Umsetzung für nachvollziehbar und der Situation angemessen (Urk. 233 S. 91). Auch erachtete der Gutachter die zum Teil erhebliche Zeitdauer der einzelnen Schritte als gerechtfertigt (Urk. 233 S. 92).

Bei Abwägung aller Umstände in der besonderen Situation der Klägerin falle es dem Gutachter ausgesprochen schwer, den Umstand, dass sich diese bis zur Ausschreibung mehrere Wochen Zeit gelassen habe, als willkürlich, widernatürlich oder unvernünftig einzustufen. Schliesslich seien die Auswirkungen der A.\_\_\_\_\_ Insolvenz auf den neuen Kapitalschutz immer noch unklar gewesen und

die Klägerin habe sich weitere Informationen von der M.\_\_\_\_\_ versprochen, bevor sie weitere Entscheidungen getroffen habe (Urk. 233 S. 61, 69; Urk. 321 S. 9). Zusammenfassend hielt der Gutachter fest, dass er aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen kein willkürliches Verhalten der Klägerin erkennen könne. Es sei somit zu folgern, dass es auch nach subjektivem Standard rational gewesen sei, nicht vor dem 18. Dezember 2008 mit der Ausschreibung zu beginnen (Urk. 233 S. 69; vgl. auch S. 93; Urk. 321 S. 9). Zudem sei noch zu erwähnen, dass die Klägerin nach seiner Ansicht mindestens 14 Tage gebraucht hätte, um die Ausschreibung vorzubereiten. Somit habe die effektive Verzögerung lediglich 41 Tage betragen (Urk. 321 S. 9). Ein vernünftig handelnder Dritter hätte allerdings früher mit den Ausschreibungen begonnen (Urk. 233 S. 93).

2.6. Die Vorinstanz hatte dazu Folgendes erwogen: "Der Gutachter wurde gestützt auf die entsprechenden Vorbringen der Beklagten aufgefordert, das Verhalten der Klägerin nach dem – wie die Beklagte definierte – subjektiven und objektiven Standard zu beurteilen (act. 233 S. 91 ff.). Letztendlich ist es aber eine vom Gericht zu beantwortende Rechtsfrage, ob die Klägerin bei der Ermittlung des Loss bzw. ihrem Vorgehen im Zusammenhang mit dem Abschluss der Ersatztransaktion dem Grundsatz von Treu und Glauben entsprach. Nach Auffassung des Gutachters hätte eine objektiv vernünftig handelnde Partei zwar bereits zeitnah nach dem 23. Oktober 2008 (Vergabe des Mandates für ein Durchlaufzertifikat) mit der Ausschreibung begonnen, so dass der Abschluss einer Ersatztransaktion bzw. das Vorliegen einer bindenden Offerte bereits 41 Tage vor dem 6. Mai 2009, mithin am 26. März 2009, möglich gewesen wäre (act. 233 S. 56 f., S. 59 ff.). Dennoch vertritt der Gutachter die Auffassung, dass es – obwohl es für das längere Zuwarten der Ausschreibung nach dem 23. Oktober 2008 keine objektiv nachvollziehbare Erklärung gebe – gestützt auf die gesamten Umstände weder willkürlich, widernatürlich noch unvernünftig, sondern aus Sicht der Klägerin vielmehr verständlich war, erst am 18. Dezember 2008 mit der Ausschreibung zu beginnen (act. 233 S. 69, S. 90 ff.)" (Urk. 401 S. 77).

Weiter führte die Vorinstanz aus (Urk. 401 S. 77 f.), dass sich damit die (Rechts-)Frage stelle, welches Handeln das ISDA Agreement in der konkreten Si-

tuation der Klägerin von dieser verlangt habe. Die Behauptung, das ISDA Agreement sei nach dem objektiven Standard auszulegen bzw. dieses Vertragswerk verlange ein objektiv vernünftiges Verhalten, habe die Beklagte nicht durch entsprechende Gerichtsentscheide belegen können und finde in den Nachweisen zum ausländischen Recht keine Stütze. Wie gesehen, sei das ISDA Agreement nach den Regeln des "good faith" und der "reasonableness" auszulegen; diese unbestimmten Rechtsbegriffe liessen dem Gericht einen grossen Ermessensspielraum. Wenn der Gutachter darauf hinweise, aus damaliger Sicht sei das Zuwarten der Klägerin zwischen der Ausgabe des Durchlaufzertifikats und dem Beginn der Ausschreibung durchaus nachvollziehbar und weder willkürlich noch unvernünftig gewesen, da die Klägerin zunächst die Meinungen und Empfehlungen der M.\_\_\_\_\_ habe abwarten wollen, so erscheine dies überzeugend (vgl. Urk. 233 S. 61, S. 69, S. 91 ff.). Zu berücksichtigen sei nach Ansicht des Gutachters weiter, dass der Suche nach einer Ersatztransaktion generell ein sehr komplexer Sachverhalt zu Grunde gelegen habe, zumal es sich bei der Series 3 um ein nicht standardisiertes Anlageprodukt mit einem beträchtlichen Anlagevolumen handle. Ebenso fehlten im Markt Erfahrungen dazu, was im Falle einer Insolvenz des Sponsors und relevanter Gegenparteien die Auswirkungen auf die Option seien (Urk. 233 S. 69), und auch seitens der teilnehmenden Banken seien umfangreiche Abklärungen nötig gewesen, um überhaupt ein Angebot für eine Kapital-schutzgarantie machen zu können (Urk. 233 S. 72). Weiter habe sich die Klägerin nicht nur um die Ausschreibung bzw. das Einholen von Offerten für eine Ersatztransaktion bemühen müssen, sondern in dieser Phase unter anderem auch aufwändige Verhandlungen bezüglich des Ersatzes des Calculation Agent führen müssen (Urk. 45 Rz 142). Damit könne aber das Verhalten der Klägerin insgesamt nicht als gegen das Gebot von Treu und Glauben ("good faith") verstossend oder unvernünftig bezeichnet werden, zumal die umfangreichen Editionen der Klägerin sowie der M.\_\_\_\_\_ belegten, dass es im gesamten Prozess bis zum Abschluss der Ersatztransaktion keine längeren Phasen der Untätigkeit seitens der Klägerin gegeben habe. Dass eine frühere Ausschreibung und damit ein Abschluss der Ersatztransaktion nach Ansicht des Gutachters per 26. März 2009 mit grosser Wahrscheinlichkeit möglich gewesen wäre, bedeute nicht zwingend, dass

ein späterer Vertragsabschluss gegen Treu und Glauben verstosse, zumal die Verzögerung verständlich, nachvollziehbar und in der damaligen Situation der Klägerin sachlich gerechtfertigt gewesen sei. Unter Würdigung der gesamten Umstände – und im Einklang mit der Einschätzung des englischen Judge Richards in der gleichen Sache (vgl. Urk. 69/248 = Urk. 69/249 [deutsche Übersetzung] und Urk. 72/250 = Urk. 72/251 [deutsche Übersetzung]) – sei damit festzustellen, dass die Berechnung des Loss gestützt auf eine erst am 6. Mai 2009 abgeschlossene Ersatztransaktion vor dem ISDA Agreement standhalte und damit vertragskonform erfolgt sei (Urk. 401 S. 78).

Für die Vorinstanz steht demnach fest, dass die Berechnung des Loss gestützt auf die am 6. Mai 2009 abgeschlossene Ersatztransaktion vor dem ISDA Agreement nach dem anwendbaren Auslegungsstandard von Treu und Glauben vertragskonform war. Diesen Erwägungen der Vorinstanz ist vollumfänglich beizupflichten. Sie stehen auch im Einklang mit den (bindenden) Ausführungen der Kammer in ihrem Entscheid vom 11. August 2016 (Urk. 108). Dort wurde – wie schon erwähnt – ausgeführt, dass die Beklagte die verhältnismässig späte Ersatztransaktion hinzunehmen habe, wenn keine gegenteiligen und überzeugenden Äusserungen des Gutachters vorlägen (Urk. 108 S. 44). Und solche liegen nicht vor: Zwar stellte sich der Gutachter – wie erwähnt – auf den Standpunkt, dass eine objektiv vernünftig handelnde Partei zeitnahe nach dem 23. Oktober 2008 mit der Ausschreibung begonnen hätte, so dass der Abschluss der Ersatztransaktion bereits am 16. März 2009, also 41 Tage früher, hätte erfolgen können (Urk. 233 S. 56 f., S. 59 ff.), es angesichts der konkreten Umstände aber weder willkürlich, widernatürlich noch unvernünftig, sondern aus Sicht der Klägerin vielmehr verständlich gewesen sei, erst am 18. Dezember 2008 mit der Ausschreibung zu beginnen (Urk. 233 S. 69, S. 90 ff.). Dieses festgestellte tatsächliche Verhalten der Klägerin ist in Übereinstimmung mit der Vorinstanz unter rechtlichen Gesichtspunkten als Handeln im Sinne von Treu und Glauben und auch als zweckmässig zu qualifizieren. Wie oben erwähnt, ist allein dieser Umstand massgeblich. Sofern diese Voraussetzung erfüllt ist, kann offengelassen werden, ob das Handeln als objektiver oder subjektiver Standard oder als Mittelweg – wie es die Beklagte bezeichnete (Urk. 400 S. 9) – zu qualifizieren ist, da dieses Element

wie erwähnt in beiden Standards enthalten ist. Auch die Beklagte erachtete als positive Voraussetzung nur, dass das Verhalten der Klägerin Treu und Glauben entsprechen müsse (Urk. 400 S. 9). Im Lichte dieser Auslegungsregeln war für ein vertragskonformes Verhalten nicht erforderlich, dass die Klägerin den objektiv optimal möglichen und primär vernünftigen Zeitpunkt für die Ersatztransaktion wählte oder ermittelte, sondern es genügte, dass die Klägerin nach den konkreten Umständen einen nicht unvernünftigen, sondern rational nachvollziehbaren, praktikablen Termin als frühestes Datum zur Loss-Ermittlung eruierte.

2.7. Die Schlussfolgerungen des Gutachters beziehen sich nur auf tatsächliche Feststellungen, nicht dagegen auf die rechtliche Qualifikation derselben; mit dem Gutachten werden grundsätzlich nur Tat- und nicht Rechtsfragen beantwortet. Der Gutachter tut dies, indem er die Erfahrungssätze abstrakt vermittelt, also das pure Fachwissen liefert (KUKO ZPO-Schmid/Baumgartner, Art. 183 N 1 f.; BSK ZPO-Dolge, Art. 183 N. 4 f.). Die Beurteilung der Rechtssache bleibt Aufgabe des Gerichts. Mit der tatsächlichen Feststellung des Gutachters, wonach der Abschluss der Ersatztransaktion zwar objektiv vernünftigerweise schon 41 Tage vor dem 6. Mai 2009 hätte erfolgen können, der effektive Abschluss am 6. Mai (bzw. die Ausschreibung am 18. Dezember 2008) jedoch auch nicht unvernünftig, willkürlich, sondern rational gewesen sei (Urk. 321 S. 9), war daher die Rechtsfrage, ob das Verhalten vertragskonform war, noch nicht beantwortet, sondern in der Folge – wie oben ausgeführt – durch das Gericht zu beantworten.

In Anbetracht dessen ist die Kritik der Beklagten, wonach die Vorinstanz mit ihrem Vorgehen einen Mittelweg beschritten habe, indem sie nicht festgestellt habe, dass der subjektive Standard konkret anwendbar sei (Urk. 400 S. 9 f.), verfehlt. Wie bereits erwähnt, ist gemäss dem Rückweisungsentscheid der Kammer die rechtliche Auslegung, ob sich die Klägerin gemäss dem Agreement vertragskonform verhalten habe, nach den Prinzipien von Treu und Glauben und der "commercial reasonableness" vorzunehmen und nicht nach einem bestimmten Standard. Die Auslegungsregeln, welche die Rechtsfrage betreffen, wurden durch die Vorbringen der Parteien und die beigezogene Literatur als genügend ermittelt erachtet (Urk. 108 S. 27 f.); darauf ist nicht mehr zurückzukommen. Der Grund-

satz von Treu und Glauben und der "commercial reasonableness" ist – wie erwähnt als gemeinsames Element – sowohl bei der objektiven als auch bei der subjektiven Betrachtungsweise der vorliegend vom Gutachter zu beurteilenden Tatfragen als erfüllt zu betrachten, da in beiden Konstellationen die Vorgehensweise der Klägerin im zu begutachtenden Kontext der damaligen Situation am Finanzmarkt nicht als unvernünftig, widernatürlich oder willkürlich und damit gegen die anwendbaren Auslegungsregeln verstossend, sondern als vertragskonform zu qualifizieren ist. Der Gutachter hielt ausdrücklich fest, dass es auch nach subjektivem Standard rational war, nicht vor dem 18. Dezember 2008 mit der Ausschreibung zu beginnen (Urk. 321 S. 9). Entgegen der Auffassung der Beklagten ist es nicht zutreffend, dass die Klägerin mit ihrem Verhalten gegen Treu und Glauben verstossen hat und eine Ersatztransaktion früher hätte abschliessen müssen (Urk. 400 S. 10 f.). Für die Ersatztransaktion ist daher auf den 6. Mai 2009 abzustellen. Unter diesen Umständen erübrigt es sich, auf die weiteren Ausführungen der Beklagten, wonach das Abstellen auf ein anderes als das von der Klägerin substantiierte Datum unzulässig wäre (Urk. 400 S. 11 ff.), einzugehen.

3. Die Beklagte rügte im Berufungsverfahren weiter, die Vorinstanz sei zu Unrecht zum Schluss gekommen, die Beklagte habe den Gegenbeweis nicht erbracht, dass die Klägerin bereits 2008 über Kapitalschutz der M.\_\_\_\_\_ verfügt habe. Sie sei der Auffassung, den Nachweis erbracht zu haben, wonach die M.\_\_\_\_\_ der Klägerin 2008 Kapitalschutz gewährt habe und dass der Klägerin dadurch keine Mehrkosten im Vergleich zur A.\_\_\_\_\_ Put Option angefallen seien. Die Vorinstanz habe auch diesbezüglich den Sachverhalt unrichtig festgestellt und das Recht unrichtig angewendet. An einer Stelle (Urk. 401 S. 72) anerkenne auch die Vorinstanz selbst abweichend von ihren übrigen Feststellungen, dass zumindest befristeter Kapitalschutz bereits 2008 bestanden habe. Sie ziehe daraus aber nicht die korrekten Schlussfolgerungen (Urk. 400 S. 7). Dies ist unzutreffend. Solches lässt sich der entsprechenden Stelle im vorinstanzlichen Urteil nicht entnehmen; die Vorinstanz ging dort nicht einmal vom Nachweis einer befristeten Garantie mit den erforderlichen Merkmalen wie die A.\_\_\_\_\_ Put Option aus (vgl. Urk. 400 S. 72).

3.1. In ihrem Urteil vom 2. Dezember 2015 war die Vorinstanz zum Schluss gelangt, dass die M. \_\_\_\_\_ der Klägerin zu keinem Zeitpunkt einen befristeten Kapitalschutz angeboten habe. Die entgegenstehende Behauptung der Beklagten finde keine Stütze in den eingereichten Unterlagen. Ein Preis für den vorübergehenden Kapitalschutz sei nie genannt worden, und es sei nicht denkbar, dass die M. \_\_\_\_\_ den Kapitalschutz unentgeltlich zur Verfügung gestellt habe. Daran ändere auch nichts, dass die Annual Statements der Klägerin (Urk. 25/4 und Urk. 25/5) einen anderen Eindruck vermitteln würden (Urk. 103 S. 39). Es sei aus den eingereichten Unterlagen (Urk. 46/197 + 198) nicht ersichtlich, dass die M. \_\_\_\_\_ einen konkreten Kapitalschutz für eine befristete Zeit zur Verfügung gestellt habe. Auch sei nicht nachvollziehbar, dass eine Bank einen befristeten Kapitalschutz gewähren würde, ohne vorher die konkreten Bedingungen auszuhandeln. Dies werde bekräftigt durch den Disclaimer, wonach das Schreiben der M. \_\_\_\_\_ an die Klägerin vom 5. Dezember 2008 weder ein Derivativ noch eine Garantie noch irgendeine Verpflichtung einer der Parteien darstelle (Urk. 103 S. 43 mit Verweis auf Urk. 46/198). Diese Erwägungen wurden von der Beklagten im ersten Berufungsverfahren (NE160001) gerügt (Urk. 113/107 S. 18 f., 55).

3.2. In der Entscheidung der Kammer vom 11. August 2016 wurde auf diese Kritik zwar nicht explizit eingegangen. Die diesbezüglichen Rügen der Beklagten wurden jedoch konkludent verworfen (Urk. 108). Auch eine allfällige Verletzung des Rechts auf Beweis (Urk. 113/107 S. 19) wurde nicht festgestellt. So wurden die vorinstanzlichen Erwägungen zu diesem Thema (Urk. 103 S. 11 f., 35 und 39) nicht beanstandet, sondern implizit bestätigt, indem davon ausgegangen wurde, dass die Klägerin ihren Loss grundsätzlich – vorbehaltlich gegenteiliger und überzeugender Äusserungen des gerichtlichen Sachverständigen – aufgrund der Ersatztransaktion vom 6. Mai 2009 berechnen dürfen. Somit wurde unterstellt, dass bis zu diesem Datum kein Kapitalschutz der Klägerin bestand. Ein bereits bestehender befristeter Kapitalschutz hätte nämlich allenfalls Einfluss auf das massgebliche Datum der Ersatztransaktion und die Höhe der Berechnung des Loss haben können, weshalb unter diesen Umständen die Klage bereits damals abzuweisen gewesen wäre, wie die Beklagte es aus diesem Grund auch beantragte, indem sie u.a. davon ausging, dass in diesem Fall ein Loss von Null resul-

tiert hätte (Urk. 400 S. 27). Wie die Klägerin zutreffend ausführte (Urk. 429 S. 18), ist dieser Sachverhaltsaspekt im Vor-Urteil und Rückweisungsbeschluss der Kammer vom 11. August 2016 abschliessend beurteilt worden, woran die Vorinstanz gebunden war und ihn deshalb nicht erneut hätte thematisieren dürfen, weshalb es grundsätzlich dabei bleibt bzw. davon auszugehen ist, dass die Klägerin im Jahr 2008 über keinen (befristeten) Kapitalschutz verfügte. Die Beklagte meinte zwar, dass sich das Obergericht mit der Frage in seiner Entscheidung vom 11. August 2016 nicht befasst habe, weil es die Berufung aus anderen Gründen gutgeheissen habe (Urk. 434 S. 19). Dies ist jedoch aufgrund der obigen Erwägungen unzutreffend.

3.3. Selbst wenn man jedoch diese Meinung der Beklagten als zutreffend erachten wollte, wäre dem Ergebnis der Erwägungen der Vorinstanz (Urk. 401 S. 68 ff.) zu folgen, da die von ihr vorgenommene Beweiswürdigung grundsätzlich überzeugt und ihr im Wesentlichen beizupflichten ist, wonach die Beklagte den ihr obliegenden Beweis dafür, dass die M.\_\_\_\_\_ der Klägerin im Oktober 2008 eine umfassende Kapitalschutzgarantie zur Verfügung stellte (Urk. 114 S. 16 Ziff. 2 d), nicht erbringen konnte (Urk. 401 S. 73). Daran ändern die Einwendungen der Beklagten (Urk. 400 S. 17 ff.) nichts.

Aufgrund des Umstandes, dass die Kammer in ihrem Vor-Urteil und Rückweisungsbeschluss die Argumentation der Vorinstanz in ihrem ersten Urteil (Urk. 103) betreffend des im Jahre 2008 nicht bestehenden Kapitalschutzes konkludent bestätigte, durfte die Vorinstanz entgegen den Behauptungen der Beklagten (Urk. 400 S. 20 f.) auf diese nicht beanstandeten Erwägungen grundsätzlich verweisen. Im Übrigen belies es die Vorinstanz nicht bloss bei einem Abstellen auf diese Erwägungen, sondern sie nahm eine umfassende neue Beweiswürdigung vor.

3.3.1. Dass das Durchlaufzertifikat vom 14. November 2008 (Urk. 45/201) keinen Kapitalschutz bot – wie dies von der Vorinstanz zutreffend ausgeführt wurde (Urk. 401 S. 68 f.) –, wurde von der Beklagten im Berufungsverfahren nicht kritisiert. Sie machte ausdrücklich nicht (mehr) geltend, dass dieses eine Kapitalschutzgarantie enthalten habe (Urk. 400 S. 22).

3.3.2. Die Vorinstanz erwog, dass den Schlussfolgerungen ihres ersten Urteils vom 2. Dezember 2015 (Urk. 103 S. 39), wonach auch das Annual Statement 2008 (Bilancio Consuntivo bzw. Jahresrechnung 2008, Urk. 25/5) an der Einschätzung des fehlenden Kapitalschutzes nichts zu ändern vermöge, nach wie vor zu folgen sei (Urk. 401 S. 70). So schildere die Klägerin in der Jahresrechnung 2008 eingehend ihre Bemühungen, einen Ersatz für die A.\_\_\_\_\_ Put Option bzw. einen entsprechenden Kapitalschutz zu beschaffen und weise einerseits auf das Durchlaufzertifikat ("Übertragung der Inhaberschaft") hin und erwähne andererseits, dass sich der Vorschlag der M.\_\_\_\_\_ für die Phase 1, mithin die Phase der Übertragung der Inhaberschaft, als der beste erwiesen habe. Hinsichtlich der in der Jahresrechnung 2008 ebenfalls erwähnten Phase 2 (eigentliche Restrukturierung und Kapitalschutz) nenne die Klägerin jedoch weder den Vorschlag der M.\_\_\_\_\_ noch behaupte sie, diese habe bereits einen Kapitalschutz als Ersatz der A.\_\_\_\_\_ Put Option offeriert. Weiter weise die Klägerin insbesondere auf die Übertragung der Inhaberschaft hin und dass sie die Kontrolle über die von der M.\_\_\_\_\_ ausgeführten Geschäfte behalten habe, um mit dem Satz zu schliessen: "Vor dem Hintergrund des Berichteten besitzt die Stiftung zum 31. Dezember 2008 die fristgebundene Kapitalgarantie der M.\_\_\_\_\_ zu einem Wert, welcher exakt dem Wert der E.\_\_\_\_\_ Anleihe entspricht [...]". Dieser Satz sei im Kontext der vorangehenden Erwägungen in der Jahresrechnung zu lesen und dürfte sich insbesondere auf die Vorteile des Durchlaufzertifikats beziehen, wobei letzteres nach überzeugender Auffassung des Gutachters eben gerade keine Kapitalschutzgarantie geboten habe (vgl. Urk. 321 S. 11). Die Jahresrechnung enthalte keine Hinweise darauf, dass die Klägerin davon ausgegangen sei, bereits im Oktober 2008 eine die A.\_\_\_\_\_ Put Option ersetzende Kapitalschutzgarantie mit der M.\_\_\_\_\_ abgeschlossen zu haben (Urk. 401 S. 70).

Die Beklagte rügte die Auslegung dieses oben zitierten Satzes durch die Vorinstanz im Jahresbericht 2008 der Klägerin. Aus ihrer Sicht sei diese Aussage klar und unzweideutig in dem Sinne, dass die Klägerin von der M.\_\_\_\_\_ bereits 2008 Kapitalschutz erhalten habe (Urk. 400 S. 24 f.). Komme hinzu, dass die Eindeutigkeit der zitierten Aussage auch noch durch andere Aussagen in der Jahresrechnung 2008 bestätigt werde (Urk. 400 S. 24 mit Verweis auf Urk. 25/4 S. 31,

65 und 116). Bisher hätten die Gerichte diesen Aussagen der Klägerin wenig Gewicht beigemessen. Es sei davon auszugehen, dass die Aussagen der Klägerin in ihrer Jahresrechnung 2008 korrekt seien. Die Vorinstanz habe die beweistechnische Relevanz der Jahresrechnung 2008 und die darin enthaltenen Aussagen der Klägerin jedoch nur ansatzweise gewürdigt (Urk. 400 S. 18).

Die Kritik der Beklagten an der vorinstanzlichen Beweiswürdigung ist verfehlt. Sie übersieht dabei, was Beweisthema war. Die Vorinstanz hatte ihr den Hauptbeweis dafür auferlegt, dass die M.\_\_\_\_\_ im Oktober 2008 (Annahme Angebot durch Klägerin am 29. Oktober 2008) eine umfassende Kapitalschutzgarantie zur Verfügung gestellt habe, dass diese zu gleichen Konditionen zur Verfügung gestellt worden sei, wie dies die A.\_\_\_\_\_-Gruppe getan habe – ohne dass die M.\_\_\_\_\_ dafür eine zusätzliche Zahlung verlangt hätte –, und dass die Kapitalschutzgarantie der M.\_\_\_\_\_ wirtschaftlich den gleichen Zweck verfolgt hätte wie die Put Option der Beklagten (Urk. 114 S. 16 f.). Explizit hatte die Beklagte somit diesen Beweis für Oktober 2008 und nicht für einen anderen allfällig späteren Zeitpunkt bis Ende 2008 zu erbringen. Wenn die Beklagte an verschiedenen Stellen vorbringt, dass der Klägerin 2008 bzw. spätestens vor Ende 2008 Kapitalschutz ohne Zusatzkosten zur Verfügung gestanden habe, ist dies daher unerheblich (Urk. 400 S. 17, 23, 25, 26).

Wie die Vorinstanz zutreffend festhielt, gelang der Beklagten dieser Nachweis jedoch nicht. Dem Bilancio Consuntivo bzw. der Jahresrechnung 2008 (Urk. 25/5) kann solches entgegen der Auffassung der Beklagten jedenfalls nicht entnommen werden; die darin enthaltenen Aussagen sind keineswegs eindeutig im Sinne der Interpretation der Beklagten (Urk. 400 S. 23 ff.). Ausdrücklich wurde dort nur festgehalten, dass die Stiftung vor dem Hintergrund dieses Berichts zum 31. Dezember 2008 die fristgebundene Kapitalgarantie der M.\_\_\_\_\_ zu einem Wert, welcher exakt der E.\_\_\_\_\_-Anleihe entspreche, besitze (Urk. 25/5 S. 94). Von einem früheren Datum – insbesondere dem zu beweisenden Zeitpunkt Ende Oktober 2008 – ist jedoch keine Rede, auch nicht an den weiteren von der Beklagten genannten Stellen (Urk. 25/4 S. 65 und 116; Urk. 400 S. 24). Ob die oben zitierte Passage so zu verstehen wäre, dass es sich dabei um einen gleichwerti-

gen umfassenden Kapitalschutz gehandelt hätte, wie ihn die A.\_\_\_\_\_ Put Option verkörperte, und die Klägerin überdies keine zusätzlichen Zahlungen hätte leisten müssen – wofür die Beklagte ebenfalls beweispflichtig war (Urk. 114 S. 17) – kann unter den genannten Umständen offenbleiben. Zu bemerken ist jedoch, dass davon auszugehen ist, dass dieser Beweis nicht erbracht wurde. Aus Urkunde 25/2 geht dies auf jeden Fall nicht klar hervor, und die Beklagte äusserte sich dazu auch im Berufungsverfahren nicht explizit, sondern nur pauschal. Zudem ist auch nicht eindeutig, ob die Klägerin in ihrem Jahresbericht 2008 nicht nur zum Ausdruck bringen wollte, dass man mit der M.\_\_\_\_\_ grundsätzlich übereingekommen sei, einen solchen Kapitalschutz abzuschliessen, die konkrete Vereinbarung aber noch nicht definitiv zustande gekommen war, sondern nur eine Absichtserklärung bestand. Diese Interpretation würde mit dem Schreiben der M.\_\_\_\_\_ vom 5. Dezember 2008 (Urk. 46/198) korrespondieren, in welchem die M.\_\_\_\_\_ festhielt, dass sie zwar in der Lage sei, der Klägerin Kapitalschutz zu gewähren, jedoch einen unmissverständlichen Disclaimer anbrachte. Sie hielt ausdrücklich fest, dass aus diesem Schreiben keinerlei Verpflichtung einer Partei entstehe. Die Transaktion sei Subjekt von weiteren Diskussionen, Entwicklungen und Abmachungen zwischen den Parteien und weiteren Abklärungen der bezüglich diverser Aspekte (Recht, Steuern, Kredit, Risiko und Regulatorien) involvierten Compliance Abteilungen (Urk. 46/198). Dieses Schreiben bezog sich auf die vorangegangene E-Mail vom 24. Oktober 2008 von J.\_\_\_\_\_, ... [Position] der M.\_\_\_\_\_, an K.\_\_\_\_\_ von der Klägerin, unter Verweis auf eine Besprechung vom Vortag, wonach die M.\_\_\_\_\_ das Kapital bei Fälligkeit zu 100% garantieren könne, sofern der NAV der E.\_\_\_\_\_ Note mindestens dem Barwert von 100% des Nennwerts der E.\_\_\_\_\_ Note am Fälligkeitsdatum entspreche (Urk. 46/197; deutsche Übersetzung in Urk. 266/276). Aus diesen beiden Schreiben ergibt sich, dass die M.\_\_\_\_\_ der Klägerin auch bis zu diesem Zeitpunkt keine verbindliche Zusage für einen grundsätzlichen Kapitalschutz und damit auch nicht für einen der A.\_\_\_\_\_ Put Option ebenbürtigen gab. Es ist damit vielmehr belegt, dass die Verhandlungen der Parteien andauerten und noch kein definitives Ergebnis vorlag.

Zusammenfassend sind diese Beweismittel nicht geeignet, um den geforderten Nachweis für einen schon im Oktober 2008 bestehenden Kapitalschutz zu erbringen; auch für den Zeitraum bis spätestens Ende 2008 ist damit ein solcher nicht belegt. Die Behauptung der Beklagten, wonach die Vorinstanz an einer Stelle (Urk. 400 S. 25, 26 mit Verweis auf Urk. 401 E. VII 4.7.3. S. 72) anerkenne, dass zumindest ein befristeter Kapitalschutz bereits 2008 bestanden habe, ist so nicht zutreffend. Die Vorinstanz bezog sich in diesem Zusammenhang auf das Memorandum von Prof. L. \_\_\_\_\_ vom 28. Februar 2009 (Urk. 46/207) zu Händen des Verwaltungsrates der Klägerin. Sie führte aus, dass diesem nicht zu entnehmen sei, dass die Klägerin bereits im Oktober 2008 über eine Kapitalschutzgarantie verfügt habe. Aus dem Memorandum gehe nicht hervor, dass diese vorübergehende Garantie über das hinausgehe, was das Durchlaufzertifikat an Sicherheiten geboten habe bzw. ob diese befristete Garantie der M. \_\_\_\_\_ zu diesem Zeitpunkt noch bestanden habe oder ob diese überhaupt je annähernd ähnliche Merkmale wie die A. \_\_\_\_\_ Put Option aufgewiesen habe und damit überhaupt eine Ersatzkapitalschutzgarantie im Sinne des ISDA Agreement gewesen sei (Urk. 401 S. 72). Dieser Auffassung der Vorinstanz ist zu folgen. Dieses Memorandum ist somit nicht geeignet, den umfassenden Kapitalschutz der Klägerin per Ende Oktober 2008 nachzuweisen. Der Vorinstanz (Urk. 401 S. 72) ist weiter auch darin beizupflichten, dass sich auch aus der Pressemitteilung vom tt.mm.2008 (Urk. 371/5) nichts zu Gunsten der Beklagten ableiten lässt. Ausdrücklich wird dort die Zukunftsform verwendet, indem es konkret heisst, dass die M. \_\_\_\_\_ eine Kapitalschutzgarantie zu ähnlichen Bedingungen stellen werde, was nicht gleichbedeutend ist mit "gestellt hat".

3.3.3. Die Beklagte rügte weiter, dass die Beweiswürdigung durch das Gericht, nicht durch den Gutachter zu erfolgen habe. Vorliegend habe das Gericht mehrfach auf Aussagen des Gutachters verwiesen, ohne das Gutachten kritisch zu würdigen (Urk. 400 S. 21). Die Kritik der Beklagten erschöpft sich im Wesentlichen darin, der Vorinstanz pauschal vorzuwerfen, dass sie nicht auf Schlüsse des Gutachters hätte abstellen dürfen (Urk. 400 S. 21, 22, 23, 25). Sie erweist sich als wenig substantiiert und überdies unzutreffend. Das Gericht bildet sich seine Überzeugung nach freier Würdigung der Beweise (Art. 157 ZPO). Auch Gutachten un-

terliegen als Beweismittel der freien richterlichen Beweiswürdigung. Die Vorinstanz bezog sich im Rahmen ihrer sorgfältigen Würdigung im Kontext der massgebenden Beweismittel auch auf einzelne Aussagen im Gutachten (z.B. Urk. 401 S. 69, 70, 71) welche sie als zutreffend erachtete und darauf abstellte. Inwiefern dieses Vorgehen unzulässig sein sollte, erhellt sich nicht. Zusammenfassend ist den Erwägungen der Vorinstanz zu folgen; die Rüge der Beklagten ist unbegründet.

4. Die Beklagte kritisierte, dass die Vorinstanz für den ganzen Vergleichszeitraum zu Unrecht von einer gleichbleibenden Prämienhöhe von 1,8% p.a. ausgegangen sei (Urk. 400 S. 28 ff.). Sie habe in der Duplik darauf hingewiesen, dass die M.\_\_\_\_-Transaktion entgegen der Behauptung der Klägerin gar keine fixe, sondern eine variable Prämie vorgesehen habe. Zwar halte die Vorinstanz fest, dass dieser Hinweis zu Recht erfolgt sei. Sie komme dennoch zum Schluss, dass "aufgrund der insoweit unmissverständlichen und plausiblen Ausführungen des Gutachters" der Loss gestützt auf eine fixe Prämie von 1,8% zu berechnen sei, "da keine konkreten Anhaltspunkte dafür vorliegen, dass die Bedingungen für die Prämienreduktion bis 2023 eingetreten wären" (Urk. 400 S. 28 mit Verweis auf Urk. 401 S. 98).

4.1. Die Vorinstanz hatte dazu Folgendes erwogen (Urk. 401 S. 96 ff.):

"Duplicando wies die Beklagte zu Recht darauf hin, dass die M.\_\_\_\_ Ersatztransaktion keine fixe, sondern eine variable Prämie ('Floating Rate') enthalte (act. 53 Rz 29 mit Hinweis auf act. 46/216 S. 4). Gemäss Bedingungen der M.\_\_\_\_ Put Option betrug die Gebühr zunächst 1.8%. Falls die Parameter Liquidität und Fund Portfolio Volatility bestimmte Bedingungen erfüllten, konnte die Gebühr ab 2011 an vertraglich definierten 'Test Dates' erstmals ab April 2011 auf 1.55%, an späteren 'Test Dates' weiter auf 1.2% oder 1.1% reduziert werden (act. 233 S. 144 ff.; act. 321 S. 18 f.). Zu präzisieren ist dabei, dass der Barmittelbestand bei der Bestimmung der Liquidität des Portfolios nicht berücksichtigt wird (act. 321 S. 14). Sowohl bei der A.\_\_\_\_ Put Option als auch bei der M.\_\_\_\_ Transaktion war die Klägerin nach Ansicht des Gutachters in der Lage, die Faktoren Liquidität und Fund Portfolio Volatility zu beeinflussen. Gemäss den Bedingungen der M.\_\_\_\_ Transaktion durfte die Klägerin der M.\_\_\_\_ Vorschläge über den Kauf und Verkauf von Fondsanteilen machen, wobei die M.\_\_\_\_ nicht verpflichtet war, diesen Vorschlägen Folge zu leisten, diese aber auch nicht grundlos zurückweisen durfte (act. 233 S. 148 f.; act. 321 S. 20). Gestützt auf die Verkaufsprospekte der per 30. April 2009 im Portfolio gehaltenen Fonds

(act. 46/162-175) und nach Analyse der Rückgabebedingungen stellt der Gutachter zunächst fest, dass die faktische Liquidität des Portfolios per 30. April 2009 (noch) nicht den Anlagerichtlinien der M.\_\_\_\_\_ entsprach, lag diese doch unter den vertraglich geforderten 25% in Fonds mit 45 Tagen Liquidität. Um eine Gebührenreduktion zu erwirken, hätte das Portfolio bis zum ersten 'Test Date' (April 2011) eine monatliche Liquidität von 85% aufweisen müssen. Die Klägerin hätte also ihr Portfolio erheblich umgestalten müssen, um überhaupt diese erste Hürde der Gebührenreduktion zu nehmen (act. 233 S. 153; act. 321 S. 14 f.). Da eine entsprechende Gebührenreduktion (frühestens ab April 2011) bei der Berechnung des Loss im September 2009 nicht absehbar war, erachtet es der Gutachter als objektiv vernünftig, den Loss nur aufgrund der Prämie von 1.8% zu berechnen und die möglichen Gebührenreduktionen nicht zu berücksichtigen, da sowohl die A.\_\_\_\_\_ Put Option als auch die M.\_\_\_\_\_ Transaktion der Klägerin erlaubt hatten, in ein Portfolio zu investieren, das einen grossen Fondsanteil mit einer schlechteren monatlichen Liquidität aufwies (act. 233 S. 154 ff.; act. 321 S. 20 f., vgl. auch S. 26, wonach sich die entsprechende von der Klägerin verfolgte Anlagestrategie bereits aus der Ausgestaltung der Notes Series 3 ergibt). Aufgrund der Aussagen des Gutachters zur Liquidität im Zeitpunkt des Abschlusses der M.\_\_\_\_\_ Transaktion ist naheliegend, dass die Klägerin zur Erreichung einer Prämienreduktion wesentliche Änderungen in ihrer Anlagestrategie hätte vornehmen müssen (act. 233 S. 155). Hatte die Klägerin aber bereits für die A.\_\_\_\_\_ Put Option eine illiquidere Anlagestrategie gewählt, so kann ihr nicht vorgeworfen werden, wenn sie diese Anlagestrategie auch unter der M.\_\_\_\_\_ Ersatztransaktion fortführte, auch wenn eine Änderung der Anlagestrategie allenfalls eine Reduktion der Prämie bedeutet hätte, zumal eine liquidere Anlagestrategie wiederum die Rendite hätte beeinträchtigen können (act. 321 S. 25 ff.). Auch war es nach Ansicht des Gutachters im Jahr 2009 nicht unvernünftig, wenn die Klägerin als Ersatz für das hinfällig gewordene Anlageprodukt ein Produkt wählte, welches die gleiche Anlagestrategie verfolgte, zumal es im Jahr 2009 keine offensichtlichen Anhaltspunkte für zukünftige Verluste gab (act. 321 S. 27). Schliesslich ist zu beachten, dass nach Einschätzung des Gutachters ein Portfolio mit einer monatlichen Liquidität von 85% zur damaligen Zeit im Hedge Fonds Bereich eher unüblich war (act. 233 S. 154). Auch dass die Klägerin gemäss Memorandum vom 1. April 2009 (act. 46/200 S. 1) bereit gewesen sei, das gesamte Portfolio zu liquidieren, oder dass Prof. L.\_\_\_\_\_ die Szenarien einer Prämienreduktion als Entscheidungsgrundlage durchgerechnet hatte (vgl. act. 141/272a/FE\_0001805), lässt laut Gutachter nicht auf einen konkreten Plan schliessen, das Portfolio grundlegend umzustrukturieren (act. 321 S. 22 f.). Bereits Judge Richards stellte im englischen Gerichtsverfahren fest, dass die Klägerin trotz der mit der M.\_\_\_\_\_ vereinbarten 'Floating Rate' ihren Loss auf Basis der fixen Prämie von 1.8% berechnen durfte, da die Schaffung der Voraussetzungen einer Prämienreduktion eine erhebliche Neugewichtung des Basisportfolios erfordert hätte und keine Hinweise vorliegen, dass dies geschehen wäre (act. 69/248 Rz 132). Aufgrund der insoweit unmissverständlichen und plausiblen Ausführungen des Gutachters ist der Loss aufgrund der gleichbleibenden Prämie von 1.8% zu berechnen, da keine konkreten Anhaltspunkte dafür vorliegen, dass die Bedingungen für die Prämienreduktion bis 2023 eingetreten wä-

ren. Die dagegen vorgebrachten Einwände der Beklagten vermögen wie gesehen nicht zu überzeugen (act. 378 Rz 503 ff.)."

4.2. Die Beklagte kritisierte, dass die Feststellung der Vorinstanz, wonach der Barmittelbestand bei der Bestimmung der Liquidität des Portfolios nicht berücksichtigt werde, unrichtig sei. Sie lasse sich auch durch das Ergänzungsgutachten (Urk. 321 S. 14) nicht stützen. Die Aussage des Gutachters beziehe sich einzig auf die konkreten Barmittel, die am 30. April 2009 vorhanden gewesen seien (Urk. 400 S. 28). Was die Beklagte aus dieser Kritik zu ihren Gunsten ableiten möchte und wie sich dieser Umstand auf die Entscheidungsfindung konkret auswirken sollte, wurde von der Beklagten nicht näher begründet und ist auch nicht offenkundig, weshalb darauf nicht näher einzugehen ist.

4.2.1. Die Beklagte führte aus, dass die Vorinstanz anerkenne, dass die Klägerin sowohl unter der A.\_\_\_\_\_ Put Option als auch unter der M.\_\_\_\_\_ -Transaktion in der Lage gewesen sei, die Faktoren Liquidität und Fund Portfolio Volatility zu beeinflussen. Dies bestätige, dass die Klägerin es in der Hand gehabt habe, die niedrigeren Prämienansätze zur Anwendung zu bringen (Urk. 400 S. 29). Diese Sichtweise greift zu kurz. Es geht vorliegend nicht darum, ob es der Klägerin rein theoretisch möglich gewesen wäre, eine tiefere Prämie zu erzielen, sondern ob sie dazu im Rahmen der Gesamtberechnung des Loss vertraglich verpflichtet gewesen wäre. Wie ausgeführt ist die Klägerin befugt, diese Berechnung gestützt auf die Transaktion mit der M.\_\_\_\_\_ vom 6. Mai 2009 vorzunehmen. Es ist von folgender Definition des Loss auszugehen (Urk. 108 S. 31):

" 'Loss' bedeutet bezüglich dieses Rahmenvertrags bzw. bezüglich einer oder mehrerer beendeter Transaktionen und der betreffenden Partei den in die Beendigungswährung konvertierten Betrag ['Termination Currency Equivalent'], *den diese Partei in vernünftiger Weise und in guten Treuen bestimmt* als den Gesamtbetrag ihrer Verluste und Kosten (oder ihren Gewinn, der gegebenenfalls als negative Zahl auszudrücken ist) im Zusammenhang mit der Beendigung dieses Rahmenvertrages bzw. der betreffenden Transaktionen, einschliesslich eines allfällig entgangenen Gewinns, der im Zusammenhang mit der Beendigung stehenden Finanzierungskosten oder, nach Wahl dieser Partei, aber ohne Doppelzählung, Verluste bzw. Kosten im Zusammenhang mit der Beendigung, Liquidation, dem Abschluss oder der Wiederherstellung von Hedging-Transaktionen oder damit im Zusammenhang stehenden anderen Handelspositionen durch diese Partei (oder allfälligen Gewinnen, die daraus resultieren). [...] Die Partei wird ihren 'Loss' auf den betreffenden Vorzeitigen Beendigungstermin bestimmen oder, soweit dies nicht praktikabel ist, auf das nächste Datum, auf das ihr 'Loss' vernünftigerweise berechnet werden kann. Eine Partei kann ihren 'Loss' unter Bezugnahme auf indikative Schätzungen oder Preise von einem oder mehreren im relevanten Markt führenden Händler bestimmen, ohne aber zur Verwendung solcher Daten verpflichtet zu sein."

4.2.2. Im Entscheid der Kammer vom 11. August 2016 wurde festgestellt (Urk. 108 S. 32, 27), dass die von den Vertragsparteien vereinbarte Berechnungsmethode "Loss" eine konkrete Berechnungsmethode sei. Sie beruhe auf dem von der betroffenen Partei "in guten Treuen tatsächlich erlittenen und substantiierten Schaden". Die Methode "Loss" entspreche mehr oder weniger der auch dem schweizerischen Recht bekannten Schadensberechnungsmethode. Grundsätzlich werde der "Loss" anhand von tatsächlichen Ersatzbeschaffungskosten ermittelt. Die Loss-Methode sei darauf ausgerichtet, den Parteien bei der Schadensberechnung eine möglichst grosse Flexibilität einzuräumen. Namentlich bedürfe es – im Gegensatz zur abstrakten "Market Quotation" – keiner umständlichen Erhebungen über den Marktdurchschnitt. Auch in diesem Zusammenhang hätten sich die Parteien vielmehr von der "commercial reasonableness" (und "good faith") leiten zu lassen. Das ISDA Master Agreement beinhalte für den sog. "Close out" auch den Grundsatz, wonach jedenfalls die Folgen einer vorzeitigen Vertragsbeendigung für die vertragstreue Partei (Non-defaulting Party) möglichst gemildert werden sollten (Urk. 108 S. 27). Diese vertraglich vereinbarten Auslegungsregeln sind daher auch bei der Beurteilung der anwendbaren Prämienhöhe zu beachten, da die Berechnung der Kosten der Ersatztransaktion auch die Aufwendungen für die Prämie, welche die M.\_\_\_\_\_ in diesem Zusammenhang erhob, beinhaltet und daher eine Gesamtbetrachtung der entstandenen Kosten erfolgen muss. Wie die Klägerin zutreffend bemerkte, ist es – offenbar entgegen der Auffassung der Beklagten – eine Rechtsfrage und keine Tatfrage, ob es geboten gewesen wäre, für die Zwecke der Loss-Ermittlung eine mögliche Prämienreduktion zu berücksichtigen (Urk. 429 S. 20). Der Gutachter hatte sich im Rahmen seines Auftrages zur Begutachtung der Ersatztransaktion nur zu tatsächlichen Fragen der Prämienhöhe zu äussern, worauf nachfolgend einzugehen sein wird (Urk. 195 S. 12 ff.; Urk. 233 S. 143 ff.).

4.2.3. Der Gutachter führte aus, dass gemäss den Bedingungen der M.\_\_\_\_\_ die Prämienhöhe zunächst 1,8% p.a. vom Notional Amount, also dem ursprünglichen Anlagebetrag von EUR 780'470'000, betragen habe (Urk. 233 S. 144). Für die Zeit vom Test Date 2012 hätte sich die Floating Rate auf 1,55% des Notional Amounts reduzieren können, sofern das von der E2.\_\_\_\_\_ gehaltene

Fonds Portfolio zum Test Date 2011 mindestens 85% in Fonds mit monatlicher Liquidität oder besser investiert worden wäre und die Fund Portfolio Volatility unter 7,5% gelegen hätte (Urk. 233 S. 144). Die M.\_\_\_\_\_ Put Option habe eine Begrenzung der jährlichen Standardabweichung des Fonds Portfolios von 7,5% vorgesehen (diese sei als "Fund Portfolio Volatility" definiert). Bei Überschreitung derselben sei es zu einer Reduktion des Multipliers von 2.5 auf 2 gekommen. Zur Berechnung der Fund Portfolio Volatility sei in Schedule 4 eine Berechnungsformel vereinbart worden. Der durch diese Formel definierte Begriff der Fund Portfolio Volatility sei auch im Zusammenhang mit einer etwaigen Gebührenreduktion verwendet worden. Für alle folgenden Test Dates habe die Floating Rate ebenfalls 1,8% vom Notional Amount betragen, habe aber bei Eintritt bestimmter Bedingungen am jeweiligen Test Date bis zum folgenden Date reduziert werden können (Urk. 233 S. 144). Alle diese Reduktionen der Floating Rate seien wiederum abhängig davon gewesen, dass die Fund Portfolio Volatility am jeweiligen Test Date unter 7,5% gelegen habe. Zudem habe das Fund Portfolio entsprechend verbesserte Liquidität aufweisen müssen. Je besser die Liquidität, desto niedriger sei die Gebühr gewesen (Urk. 233 S. 145).

Der Gutachter kam zum Schluss, dass der Anteil der Fonds mit monatlicher Liquidität per 30. April 2009 nicht für eine Gebührenreduktion unter der M.\_\_\_\_\_ Put Option qualifiziert gewesen sei, abgesehen davon, dass eine solche erst im Jahre 2011 möglich gewesen wäre. Es sei aber festzuhalten, dass das Portfolio am 30. April 2009 hauptsächlich in Hedge Fonds mit Liquidität, die schlechter als monatlich gewesen sei, investiert gewesen sei. Die Möglichkeit eines solchen Portfolios hätten aber sowohl die M.\_\_\_\_\_ als auch die A.\_\_\_\_\_ Put Option vorgesehen. Es sei anzunehmen, dass die Anlagestrategie der Klägerin auf ein Portfolio mit weniger guter Liquidität gesetzt habe. Die Klägerin hätte ihr Portfolio erheblich umgestalten müssen, um überhaupt die erste Hürde einer Gebührenreduktion, 85% in Fonds mit monatlicher Liquidität (<50 Tage nach der M.\_\_\_\_\_ Berechnung), zu nehmen (Urk. 233 S. 153). Aus Sicht des Gutachters ergebe sich aber keine Verpflichtung oder Absicht der Klägerin, dies auch so umzusetzen. Zudem wäre die erste Gebührenreduktion ohnehin erst zum 30. April 2011, also zwei Jahre nach Abschluss der M.\_\_\_\_\_ Put Option, möglich gewesen. Deshalb

sehe er keinen Anhaltspunkt, weshalb bei der Berechnung im September 2009 absehbar gewesen wäre, dass eine Gebührenreduktion eintreten sollte (Urk. 233 S. 154). Zwar habe die M.\_\_\_\_\_ Put Option eine Möglichkeit, die Prämie zu reduzieren, enthalten, sofern das Portfolio in der Liquidität verbessert werden sollte. Ein solch liquideres Portfolio wäre aber anders gewesen als das Portfolio bzw. die Anlagestrategie, die die Klägerin unter der M.\_\_\_\_\_ Put Option als auch unter der A.\_\_\_\_\_ Put Option habe verfolgen dürfen (Urk. 233 S. 154 f.). Tatsache sei, dass unterschiedliche Anlagestrategien, insbesondere unterschiedliche Liquidität im Portfolio, zu unterschiedlichen Renditen führen könnten. Die Klägerin habe eine illiquidere Anlagestrategie für die A.\_\_\_\_\_ Put Option gewählt und eine ähnliche Anlagestrategie für die M.\_\_\_\_\_ Put Option. Ob eine spätere Verbesserung der Liquidität und damit eine niedrigere Prämie möglich gewesen wäre, hätte nach Ansicht des Gutachters auch eine vernünftige Person in der gleichen Situation unter Berücksichtigung sämtlicher Umstände im September 2009 nicht voraussehen können. Daher sei es nach objektivem Standard nicht absehbar gewesen, dass eine solche Reduktion eintreten würde, und folglich auch nicht mit einzurechnen gewesen. Die Klägerin habe mit dieser Klausel eine Option ausgehandelt, die Prämie zu reduzieren, sollte sie, ohne hierzu eine Verpflichtung zu haben, zu einem späteren Zeitpunkt eine andere, mehr liquide Anlagestrategie für geeignet halten (Urk. 233 S. 155). Die Erfüllung der Voraussetzungen für eine Prämienreduktion hätte gemäss Gutachter eine wesentliche Änderung der Anlagestrategie der Klägerin vorausgesetzt. Die Klägerin hätte die meisten bestehenden Anlagefonds verkaufen und die frei werdenden Mittel in liquidere Anlagefonds anlegen müssen (mindestens 85%). Dadurch wäre es nicht mehr möglich gewesen, in Fonds zu investieren, die eine schlechtere Liquidität aufgewiesen hätten. Dies hätte die von der Klägerin verfolgte Anlagestrategie erheblich verändert und zu einem anderen Portfolio geführt (Urk. 233 S. 155). Anlagen in Fonds und Strategien, in die die Klägerin möglicherweise gern investiert hätte, wären nicht mehr möglich gewesen. Dies hätte zu einem abweichenden Rendite Risikoprofil führen können (Urk. 233 S. 156). Auf die Frage, ob es in der Zeit zwischen dem 15. September 2008 und dem 6. Mai 2009 vernünftig gewesen wäre, eine "illiquidere Anlagestrategie" zu wählen, meinte der Gutachter im Ergänzungsgutachten, dass es

aus seiner Sicht durchaus vernünftig erscheine, ein solches Produkt mit einem gleichwertigen zu ersetzen, es sei denn, man habe schon offensichtliche Anhaltspunkte für zukünftige Verluste. Solche könne er aber aus den Unterlagen nicht erkennen (Urk. 321 S. 27).

Auf diese überzeugenden Aussagen des Gutachters ist in Übereinstimmung mit der Vorinstanz abzustellen. Es bestehen keinerlei Anhaltspunkte, dass diese gutachterlichen Feststellungen in irgendeiner Weise unplausibel wären. Die Beklagte vermochte ihnen denn auch keine überzeugenden Einwände entgegenzustellen (Urk. 400 S. 29 ff.). Es wurde von der Beklagten auch nicht näher begründet, was sie damit zum Ausdruck bringen wollte, dass es sich dabei um das einzige Beweismittel handle (Urk. 400 S. 29). Sofern das Beweismittel überzeugend erscheint, was wie erwähnt der Fall ist, spielt es keine Rolle, wenn es das einzige ist.

Zusammenfassend ist davon auszugehen, dass die Klägerin zur Erreichung einer Prämienreduktion wesentliche Änderungen in ihrer Anlagestrategie hätte vornehmen müssen. Die Klägerin hätte ihr Portfolio erheblich umgestalten müssen, um überhaupt die erste Hürde einer Gebührenreduktion, 85% in Fonds mit monatlicher Liquidität (<50 Tage nach der M.\_\_\_\_\_ Berechnung), zu nehmen (Urk. 233 S. 153). Die erste Gebührenreduktion wäre erst zum 30. April 2011, also zwei Jahre nach Abschluss der M.\_\_\_\_\_ Put Option, überhaupt möglich gewesen. Der Gutachter schloss daher – wie schon erwähnt – darauf, dass kein Anhaltspunkt bestehe, warum bei der Berechnung im September 2009 absehbar gewesen wäre, dass eine Gebührenreduktion eintreten sollte (Urk. 233 S. 154). Die reale Möglichkeit einer allfälligen Gebührenreduktion war demgemäss von diversen (hypothetischen) Faktoren abhängig und im relevanten Zeitpunkt nicht vorhersehbar, so dass die Klägerin vernünftigerweise nicht von einer solchen ausgehen konnte. Der Gutachter hielt klar fest, dass bei der Berechnung im September 2009 nicht absehbar gewesen sei, dass eine Gebührenreduktion eintreten sollte (Urk. 233 S. 154).

4.2.4. Wie oben ausgeführt, ist aufgrund dieses Sachverhaltes die Rechtsfrage zu prüfen, ob das Vorgehen der Klägerin den Grundsätzen der "commercial

reasonableness" und "good faith" standhält bzw. vertragsgemäss im Sinne des Agreements war. Dies ist aufgrund der Tatsache, dass die Möglichkeit einer Prämienreduktion von derart vielen ungewissen Faktoren und von einer grundlegenden Änderung der Anlagestrategie mit diversen Unsicherheiten abhängig war, ohne Zweifel zu bejahen. Die Beklagte übersieht in ihrer Argumentation, dass die Klägerin vertraglich nicht unter allen Umständen verpflichtet war, eine Prämienreduktion anzustreben und es auch nicht massgebend ist, dass sie (theoretisch) die Möglichkeit einer Prämienreduktion allenfalls gehabt hätte (Urk. 400 S. 29). Um sich vertragskonform zu verhalten genügte es, dass sich die Klägerin bei ihrer Vorgehensweise an die Grundsätze von Treu und Glauben und der "commercial reasonableness" hielt, was zweifellos der Fall war. Die Verhaltensweise der Klägerin in der konkreten Situation ist als vernünftig und in diesem Sinne vertragskonform zu qualifizieren. Sie würde auch einer allfälligen Schadensminderungspflicht genügen. Der Loss ist somit aufgrund der gleichbleibenden Prämie von 1,8% zu berechnen. Die entsprechende Ausführung der Vorinstanz sind in diesem Sinne zu bestätigen.

5. Die Beklagte brachte als letztes Argument für die Abweisung der Klage vor (Urk. 400 S. 32 ff.), dass die Vorinstanz das englische Recht nicht korrekt angewendet habe und das Urteil deswegen aufzuheben und die Klage abzuweisen sei. Das Obergericht sei in seinem Vor-Urteil zum Schluss gekommen, dass konkret die Rechtsfrage zu beantworten sei, ob das Datum der Ersatztransaktion vom 6. Mai 2009 unter den Gesichtspunkten der "commercial reasonableness" und des "good faith" zu akzeptieren sei. Mithin seien nach Ansicht des Obergerichts letztlich allein diese Kriterien ausschlaggebend. Mit dem englischen Tschira-Urteil sei diese Rechtsposition unter dem englischen Recht jedoch insofern klargestellt worden, als bei der Loss-Ermittlung auch andere Grundsätze des englischen Rechts zur Schadenersatzbemessung zur Anwendung gelangten. Judge Snowden habe insbesondere herausgearbeitet, dass der ersatzfähige Loss durch das Kriterium der "Remoteness" beschränkt werde. Die Vorinstanz habe die Auswirkung dieses Entscheids, der nach dem Vor-Urteil des Obergerichts ergangen sei, nicht korrekt erfasst und damit das englische Recht unrichtig angewandt (Urk. 400 S. 32). Das Tschira-Urteil zeige, dass die Auffassung der Klägerin, wonach ihr bei

der Bestimmung des Loss ein äusserst grosses Ermessen zukomme, nicht zutref- fe. Das englische Recht schränke nämlich über das Kriterium der "Remoteness" sehr wohl ein, was die Non-defaulting Party unter dem Titel Loss geltend machen könne. Die Vorinstanz habe den Gehalt dieses Urteils auf die Umstände des dortigen konkreten Falles beschränkt und dann ausgeführt, diese seien mit den vorlie- genden Umständen nicht vergleichbar. Dies sei jedoch nicht der relevante Punkt. Massgeblich sei vielmehr, dass die Gerichte die Loss-Ermittlung nicht nur nach den Kriterien "reasonableness" und "good faith" zu prüfen hätten, sondern insbe- sondere auch beurteilen müssten, ob die geltend gemachte Forderung überhaupt unter den Begriff des Loss fallen könne. Dabei seien bei Anwendbarkeit des engli- schen Rechts die Kriterien des englischen Common Law massgeblich, insbeson- dere der Remoteness-Test. Bei der Loss-Ermittlung gestützt auf die Kosten einer Ersatztransaktion seien deren Kosten per Early Termination Date der Ausgangs- punkt. Erfolge die Loss-Ermittlung wie vorliegend auf einen späteren Zeitpunkt, stelle sich nach dem Remoteness-Test die Frage, ob die Parteien die zu beurtei- lenden Vermögenseinbussen im Zeitpunkt des Abschlusses des Vertrages ver- nünftigerweise als nicht unwahrscheinliche Folge der relevanten Vertragsverlet- zung betrachtet hätten (Urk. 400 S. 33). Die Beklagte vertrat den Standpunkt, dass folgende Umstände, welche den Umfang des Loss signifikant erhöht hätten, von den Parteien bei Abschluss der A.\_\_\_\_\_ Put Option vernünftigerweise nicht als nicht unwahrscheinliche Folge der relevanten Vertragsverletzung zu betrach- ten gewesen seien, nämlich dass (Urk. 400 S. 34):

- die Klägerin ihre gesamte Investition in Hedge Funds neu organisieren würde, anstatt einfach einen Ersatz für die A.\_\_\_\_\_ Put Option zu su- chen,
- A3.\_\_\_\_\_ als Calculation Agent bei einer vorzeitigen Beendigung der A.\_\_\_\_\_ Put Option ihre Pflichten nicht mehr erfüllen würde, zumal die Aufgabe des Calculation Agent gar nicht in der A.\_\_\_\_\_ Put Option ge- regelt gewesen sei,
- die Klägerin aus nicht gerechtfertigten Überlegungen mit der Einsetzung eines neuen Calculation Agent zuwarten würde,

- die Marktverhältnisse nach dem 15. September 2008 den zeitnahen Abschluss einer Ersatztransaktion verunmöglichten.

Die Anwendung des Remoteness-Tests habe auch Auswirkungen auf die Feststellungen im Vor-Urteil der Kammer vom 11. August 2016 (Urk. 108). Es stelle sich nicht nur die Frage, ob das Datum der Ersatztransaktion unter den Gesichtspunkten der "commercial reasonableness" und des "good faith" zu akzeptieren sei, sondern auch, ob die als Loss geltend gemachte Forderung unter dem Remoteness-Test gerechtfertigt sei (Urk. 400 S. 35).

5.1. Die Beklagte kritisierte in diesem Zusammenhang konkret mehrere Feststellungen der Kammer im Entscheid vom 11. August 2016 und verlangte, dass diese die dort festgehaltenen Grundsätze für die Loss-Ermittlung im Lichte des Tschira-Urteils nochmals prüfen müsse (Urk. 400 S. 35 f.). Dieser Auffassung kann nicht gefolgt werden. Die Kammer ist an ihre Erwägungen im Vor-Urteil und Beschluss vom 11. August 2016 (Urk. 108 S. 40 ff.) grundsätzlich gebunden, vorbehaltlich rechtserheblicher Tatsachen, welche sich erst später ereigneten und als Noven zu berücksichtigen wären. Beim Tschira-Urteil handelt es sich jedoch nicht um eine solche Tatsache, aufgrund derer die Rechts- oder Sachverhaltslage anders beurteilt werden müsste. Wie die Vorinstanz zutreffend festhielt, ist das Tschira-Urteil ebenso wie die Urteile Briggs und Richards nur als Hilfsmittel zur Auslegung des ISDA Agreements (Rechtsanwendung) heranzuziehen, ohne dass einem dieser Urteile ein erhöhtes Gewicht zukäme (Urk. 401 S. 46). Auch beim Tschira-Urteil handelt es sich um eine Einzelfallentscheidung, welche – wie die Vorinstanz zutreffend ausführte – weder eine massgebliche Weiterentwicklung des englischen Rechts noch eine Änderung der englischen Rechtsprechung beinhaltet (Urk. 401 S. 46). Dass der Grundsatz der "remoteness" auch bei der Bestimmung des Loss zu beachten ist – wie die Vorinstanz zutreffend ausführte –, ist allgemein anerkannt und daher auch nicht neu (Urk. 401 S. 47).

5.2. Die Vorinstanz befasste sich in diesem Zusammenhang mit der Frage, ob die Beklagte beim Abschluss der Put Option mit der Klägerin nicht damit rechnen konnte bzw. musste, dass im Falle des Zusammenbruchs der A.\_\_\_\_\_ Gruppe die Klägerin sämtliche von Teilen der A.\_\_\_\_\_ Gruppe besetzten Schlüs-

selpositionen werde ersetzen müssen, und verneinte dies. Die Beklagte habe auch damit rechnen bzw. die nicht unwahrscheinliche Möglichkeit in Betracht ziehen müssen, dass sich nach einem Early Termination Event die Marktpreise verändern und unter Umständen erhöht sein könnten. Damit hielten diese Faktoren dem Remoteness-Test stand und hätten sich auch zu Lasten der Beklagten als Defaulting Party auswirken können (Urk. 401 S. 47).

Die Beklagte setzte sich mit den in diesem Zusammenhang von der Vorinstanz gemachten Erwägungen nicht substantiiert auseinander, sondern stellte ihnen lediglich ihre eigenen Behauptungen – insbesondere die vier oben genannten Thesen, wonach diese Umstände bei Abschluss der Put Option als unwahrscheinliche Folgen nicht in Betracht gezogen worden seien bzw. in Betracht hätten gezogen werden müssen – entgegen, ohne diese näher darzulegen (Urk. 400 S. 34). Es ist auch nicht ersichtlich, wo sich die Beklagte im vorinstanzlichen Verfahren vor Aktenschluss auf den Standpunkt stellte, diese von ihr bezeichneten vier Umstände seien für sie bei Abschluss der A. \_\_\_\_\_ Put Option nicht vernünftigerweise vorhersehbar gewesen. Soweit eruierbar hatte die Beklagte bis anhin auch nie behauptet, diese Umstände hätten zu einer signifikanten Erhöhung des Loss geführt. Insgesamt genügen ihre Ausführungen den Begründungsanforderungen im Berufungsverfahren nicht, weshalb darauf nicht näher eingegangen werden muss. Es erhellt im Weiteren auch nicht, was die Beklagte daraus zu ihren Gunsten konkret ableiten möchte. Die Beklagte führte lediglich pauschal aus, dass die Tatsache, wonach all diese Umstände bei der Loss-Ermittlung ausgeblendet worden seien, zum Schluss führe, dass die Klage nicht gutgeheissen werden könne. Es liege jedoch nicht an ihr, jenen Betrag zu beziffern, den die Klägerin als Loss bei richtiger Anwendung des Remoteness-Tests allenfalls noch geltend machen könnte (Urk. 400 S. 34). Diese Vorbringen der Beklagten lassen jegliche schlüssigen Behauptungen vermessen, welche erhellen könnten, wie die geltend gemachten Umstände zu einem tieferen oder gar Null-Loss führen könnten, auch wenn dieser – wie die Beklagte zutreffend ausführt – von ihr nicht beziffert werden muss. Diese Ausführungen genügen somit insgesamt den Anforderungen an eine ausreichende Berufungsbegründung nicht.

5.3. Auf die von der Beklagten bezüglich des Zusammenhangs zwischen dem Remoteness-Test und dem nach ihrer Ansicht schon 2008 bestandenen Kapitalschutz (Urk. 400 S. 34 f.) ist nicht weiter einzugehen, da – wie vorne unter Ziff. III. 3. dargelegt – entgegen der Auffassung der Beklagten davon auszugehen ist, dass von ihr nicht bewiesen werden konnte, dass die Klägerin 2008 bereits über einen Kapitalschutz verfügte.

Zusammenfassend sind die entsprechenden Rügen der Beklagten allesamt unbegründet und vermögen demzufolge ebenso wenig eine Änderung am vorinstanzlichen Entscheid zu bewirken. Der vorinstanzliche Entscheid ist auch in diesem Punkt zu bestätigen.

6. Die von der Vorinstanz vorgenommene Loss-Berechnung wurde von der Beklagten im Berufungsverfahren betragsmässig nicht konkret gerügt (Urk. 400). Die Berufung ist diesbezüglich abzuweisen und der vorinstanzliche Entscheid insoweit zu bestätigen. Es bleibt damit beim von der Vorinstanz gutgeheissenen Umfang der Klage in der Höhe von Fr. 67'377'108.42; in dieser Höhe ist die Forderung der Klägerin im Konkurs der Beklagten in der 3. Klasse zu kollozieren (Urk. 401 S. 99).

#### IV.

1. Die Vorinstanz setzte die Kosten- und Entschädigungsfolgen ihres Verfahrens folgendermassen fest (Urk. 401 S. 103):

"2. Die Entscheidgebühr wird festgesetzt auf

CHF	398'330.00	die weiteren Kosten betragen:
CHF	159'640.00	Kosten Gutachter
CHF	20'000.00	Kosten Edition England
<u>CHF</u>	<u>787.50</u>	<u>Kosten Übersetzung</u>
CHF	578'757.50	Total Gerichtskosten

Es wird vorgemerkt, dass die Akontozahlungen für den Gutachter vom 31. August 2018 sowie vom 3. Juni 2020 im Umfang von je CHF 55'000.– (total von CHF 110'000.–) von den Vorschüssen der Parteien bezogen wurden.

3. Die Gerichtskosten, einschliesslich der Spruchgebühr des Entscheids des Obergerichts vom 11. August 2016 (NE160001-O/U) von CHF 273'000.–, werden der Beklagten auferlegt.

4. Die Gerichtskosten werden im Umfang von CHF 301'881.– vom Vorschuss der Klägerin und im Umfang von CHF 79'000.– vom Vorschuss der Beklagten bezogen. Die Beklagte hat der Klägerin die von dieser geleisteten Vorschüsse von insgesamt CHF 356'881.– zu ersetzen.
5. Die Beklagte wird verpflichtet, der Klägerin für das erst- und zweitinstanzliche Verfahren eine Parteientschädigung von CHF 728'510.– zu bezahlen."

2. In ihrer dagegen erhobenen Anschlussberufung verlangte die Klägerin, dass die Gerichtskosten im Umfang von Fr. 320'881.– (statt Fr. 301'881.–) von ihrem Vorschuss und im Umfang von Fr. 352'000.– (statt Fr. 79'000.–) vom Vorschuss der Beklagten bezogen würden. Die Beklagte hätte ihr demnach den geleisteten Vorschuss in der Höhe von Fr. 375'881.– (statt Fr. 356'881.–) zu ersetzen (Urk. 429 S. 2). Die Klägerin rügte, dass die Vorinstanz bei der Liquidation der Prozesskosten wohl versehentlich nicht sämtliche von den Parteien geleisteten Kostenvorschüsse berücksichtigt habe. Namentlich habe die Vorinstanz den von der Beklagten im Berufungsverfahren NE160001-O und den von der Klägerin im damit vereinigten Beschwerdeverfahren PE160001-O geleisteten Kostenvorschuss von Fr. 273'000.– bzw. Fr. 19'000.– ausser Acht gelassen. Infolgedessen habe die Vorinstanz den Anspruch der Klägerin gegenüber der Beklagten auf Ersatz der geleisteten Vorschüsse um Fr. 19'000.– zu tief angesetzt (Urk. 429 S. 33, 37 f.).

Die Beklagte beantragte zwar die vollumfängliche Aufhebung des Urteils der Vorinstanz (Urk. 400 S. 2), also u.a. auch der Dispositivziffern 2 und 5, unterliess bezüglich der in diesen beiden Ziffern festgesetzten Höhe der Entscheidunggebühr und der Parteientschädigung aber eine Bezifferung und Begründung, weshalb darauf nicht näher einzugehen ist.

2.1. Gemäss aArt. 111 Abs. 1 ZPO werden die Gerichtskosten mit den geleisteten Vorschüssen der Parteien verrechnet. Ein Fehlbetrag wird von der kostenpflichtigen Partei nachgefordert. Die kostenpflichtige Partei hat der anderen Partei die geleisteten Vorschüsse zu ersetzen sowie die zugesprochene Parteientschädigung zu bezahlen (aArt. 111 Abs. 2 ZPO; vgl. Art. 407f e contrario und Art. 405 Abs. 1 ZPO).

2.2. Es ist durch die von der Kasse des Obergerichts ausgestellte Bescheinigung vom 1. März 2024 belegt, dass die Klägerin für das vorinstanzliche Verfahren FO160009-L und das (erste) Berufungsverfahren NE160001-O insgesamt Fr. 320'881.– an (noch offenen) Vorschüssen für die Gerichtskosten bezahlte (Urk. 430/2). Ihre diesbezügliche Behauptung ist somit zutreffend. Die Vorinstanz hatte bei ihrer Aufstellung den von der Klägerin geleisteten Vorschuss von Fr. 19'000.– aus dem ursprünglichen Verfahren PE160001-O (vereinigt mit NE160001-O; vgl. die Aufstellung in Urk. 430/2) ausser Acht gelassen (Urk. 401 S. 102). Demgemäss sind die Gerichtskosten im Umfang von Fr. 320'881.– (statt Fr. 301'881.–) vom Vorschuss der Klägerin zu beziehen, wie die Klägerin dies beantragte. Entsprechend hat die unterliegende Beklagte der Klägerin die von ihr geleisteten Vorschüsse im Umfang von Fr. 375'881.– (Fr. 356'881.– plus Fr. 19'000.– aus dem Verfahren NE160001-O) zu ersetzen. Die Anschlussberufung ist in diesem Punkt gutzuheissen.

Die Klägerin verlangte in ihrem Rechtsbegehren auch, dass die Gerichtskosten des erstinstanzlichen Verfahrens im Umfang von Fr. 352'000.– (statt Fr. 79'000.–; Urk. 401 S. 103) vom Vorschuss der Beklagten zu beziehen seien (Urk. 429 S. 2). In Widerspruch dazu erklärte sie in der Begründung, dass dieser Aspekt jedoch nicht formell gerügt werde, da sie diesbezüglich nicht beschwert sei (Urk. 429 S. 38), was zutreffend ist. Auf die Anschlussberufung ist diesbezüglich nicht einzutreten.

3. Die Vorinstanz hatte der Klägerin für das erst- und zweitinstanzliche Verfahren eine Prozessentschädigung von insgesamt Fr. 728'510.– zugesprochen (Urk. 401 S. 103), wobei Fr. 597'390.– auf das erstinstanzliche Verfahren und Fr. 131'120.– auf das erste Berufungs- und damit vereinigte Beschwerdeverfahren (NE160001-O) entfielen (Urk. 401 S. 101). Der Streitwert für dieses Verfahren richtet sich nach der im Informationszirkular der Konkursliquidatorin an die Gläubiger vom 3. April 2013 (Urk. 3/5) genannten mutmasslichen Konkursdividende und beträgt Fr. 40'426'265.– (Urk. 1 S. 7; Urk. 9 S. 5; Urk. 103 S. 52; Urk. 108 S. 47). Die Klägerin beanstandete im Rahmen ihrer Anschlussberufung nur die Höhe der ihr von der Vorinstanz für das erste Berufungs- und Beschwerdeverfahren

(NE160001-O) zugesprochenen Parteientschädigung von Fr. 131'120.– (Urk. 401 S. 101), welche festzusetzen gemäss Dispositivziffer 4 des Entscheides der Kammer vom 11. August 2016 der Vorinstanz überlassen worden war (Urk. 108 S. 51). Die von der Vorinstanz für das gesamte erstinstanzliche Verfahren zugesprochene Parteientschädigung in der Höhe von Fr. 597'390.– (Urk. 401 S. 101) kritisierte sie dagegen nicht (Urk. 429 S. 36), weshalb darauf nicht einzugehen ist.

Die Klägerin beantragte anschlussberufungsweise, dass die zu ihren Gunsten und zu Lasten der Beklagten für das erste Berufungsverfahren NE160001-O (Vor-Urteil und Rückweisungsbeschluss vom 11. August 2016, Urk. 108) durch die Vorinstanz festgesetzte Parteientschädigung neu auf Fr. 392'570.– (statt Fr. 131'120.–; Urk. 401 S. 101) festzulegen sei. Insgesamt sei ihr für die Verfahren FO130019-L, FO160009-L und NE160001-O eine Parteientschädigung von Fr. 989'960.– (Fr. 597'390.– plus Fr. 392'570.–) statt Fr. 728'510.– (Urk. 401 S. 103) zuzusprechen (Urk. 429 S. 36).

3.1. Für das erste Berufungsverfahren NE160001-O (mit welchem das Beschwerdeverfahren PE160001-O vereinigt worden war) bemass die Vorinstanz die Parteientschädigung wie folgt: Die Grundgebühr von Fr. 284'471.50 wurde aufgrund der Schwierigkeit des Falls um 20% (Fr. 56'894.30) auf Fr. 341'365.80 erhöht (§ 4 Abs. 2 AnwGebV). Für die Berufungsduplik wurde ein Zuschlag von 15% (Fr. 51'204.90) gewährt, was eine Entschädigung von Fr. 392'570.70 ergab. Mit der Begründung, dass die Klägerin nur das erstinstanzliche Urteil habe verteidigen müssen und unter Hinweis auf § 13 Abs. 4 AnwGebV kürzte die Vorinstanz die Parteientschädigung jedoch um (rund) 2/3 auf Fr. 131'120.– (Urk. 401 S. 101; Urk. 429 S. 34). Die Entschädigung für das mit dem Berufungsverfahren vereinigte Beschwerdeverfahren (PE16000-O) wurde nicht separat ausgeschieden, sondern inkludiert. Es ist daher davon auszugehen, dass Fr. 131'120.– rund einem Drittel der vollen Entschädigung entsprechen.

Die Klägerin monierte, dass § 13 Abs. 4 AnwGebV keine Grundlage für die erwähnte Kürzung um 2/3 biete. Diese Bestimmung beziehe sich – im Unterschied zu § 13 Abs. 1 und 2 AnwGebV – ausdrücklich nur auf das Beschwerdeverfahren. Die Klägerin rügte weiter, dass es auch keine andere gesetzliche

Grundlage für die von der Vorinstanz vorgenommene Reduktion der Parteientschädigung um 2/3 gebe. § 13 Abs. 2 AnwGebV, wonach die Gebühr im Berufungs- oder Beschwerdeverfahren bei endgültiger Streiterledigung auf einen bis zwei Drittel herabgesetzt werde, komme nicht in Betracht, da der ergangene Entscheid (Vor-Urteil und Rückweisungsbeschluss) den Streit nicht definitiv erledigt habe (Urk. 429 S. 35); dieser Meinung ist auch die Beklagte (Urk. 434 S. 33 f.). Dem ist grundsätzlich beizupflichten; es erfolgte im ersten Berufungsverfahren keine endgültige Streiterledigung im Sinne von § 13 Abs. 2 AnwGebV, da das Verfahren an die erste Instanz zurückgewiesen wurde. Die Vorinstanz hatte diese Parteientschädigung anstelle der Berufungsinstanz für deren Verfahren NE160001-O (in ihrem Verfahren) festzusetzen, wie dies in Dispositivziffer 4 des Entscheids der Berufungsinstanz vom 11. August 2016 (Urk. 108 S. 49 und 51) beschlossen worden war und zwar nach Massgabe des Ausgangs ihres neuerlichen, zweiten Urteils.

3.2. Für die nicht endgültige Streiterledigung im Beschwerdeverfahren sieht § 13 Abs. 4 AnwGebV eine Reduktion der Gebühr auf einen Fünftel bis auf die Hälfte vor. Vorliegend ist die Parteientschädigung jedoch nicht nur für das Beschwerdeverfahren, sondern auch für das mit diesem vereinigte Berufungsverfahren festzusetzen, welches vorliegend sowohl in qualitativer als auch quantitativer Hinsicht wesentlich gewichtiger als das Beschwerdeverfahren ist und dasselbe als nebensächlich erscheinen lässt. Eine entsprechende Bestimmung zu § 13 Abs. 4 AnwGebV für das Berufungsverfahren fehlt. § 13 Abs. 2 AnwGebV sieht nur eine Regelung für die endgültige Streiterledigung von Berufungen vor, indem die Gebühr in diesen Fällen auf einen bis zwei Drittel herabzusetzen ist. Auf die Bestimmung von § 13 Abs. 2 AnwGebV hatte sich die Vorinstanz jedoch auch nicht gestützt (Urk. 401 S. 101), sondern wie erwähnt auf § 13 Abs. 4 AnwGebV. In der Tat ist nicht plausibel, dass im Berufungsverfahren bei einer nicht endgültigen Streiterledigung – wie vorliegend – die volle Gebühr zugesprochen werden, bei einer endgültigen Streiterledigung dagegen eine Herabsetzung um mindestens einen Drittel erfolgen soll. Da es sich um einen zum Beschwerdeverfahren vergleichbaren Sachverhalt handelt, erscheint es vielmehr sachgerecht, in Analogie zu § 13 Abs. 4 AnwGebV im vorliegenden Verfahren eine Kürzungsmöglichkeit zu

bejahen. Eine analoge Anwendung dieser Vorschrift auch in quantitativer Hinsicht, d.h. mit Bezug auf den Herabsetzungsumfang, erscheint jedoch nicht sachgerecht, weil sich Berufungsverfahren (unter anderem auch wegen des Novenrechts) in der Praxis eher aufwendiger gestalten als Beschwerdeverfahren, was gerade das vorliegende Verfahren zeigte.

3.3. Wie die Klägerin zutreffend darlegte, gestaltete sich das Berufungsverfahren aufwendig, indem die Parteien z.B. dem Gericht auch das ausländische Recht im Rahmen ihrer Vorträge im Berufungsverfahren nachweisen mussten (Urk. 115) und sich das Verfahren auch sonst insgesamt aufwendig gestaltete (Urk. 113/107-138). Die Klägerin behauptete einen Aufwand ihrer Rechtsvertretung für das erste Berufungsverfahren von rund 425 Stunden (Urk. 429 S. 35 f.), was nicht abwegig erscheint. Der Umstand, dass die Klägerin im gegenstandslos gewordenen Beschwerdeverfahren nur teilweise obsiegt hätte (Urk. 108 S. 48), hat angesichts des hohen Streitwertes des den Verfahrensschwerpunkt bildenden Berufungsbegehrens lediglich einen marginalen Einfluss auf die Kosten- und Entschädigungsfolgen des vereinigten Verfahrens und ist daher zu vernachlässigen. Insgesamt erscheint eine Reduktion um einen Drittel der vollen Gebühr angemessen. Da sich der Streitwert nach der von der Konkursverwaltung im Zeitpunkt der Klageerhebung geschätzten mutmasslichen Konkursdividende richtet und eine nachträgliche höhere Dividendenprognose nicht zu berücksichtigen ist (BGE 140 III 65 E. 3.2.3; BSK SchKG I-Hierholzer/Sogo, Art. 250 N 51), ist der Berechnung der Parteientschädigung entgegen der vorinstanzlichen Auffassung (Urk. 401 S. 100) aber ein Streitwert von Fr. 40'426'265.– zugrunde zu legen. Damit ergibt sich bei einer um 20% erhöhten Grundgebühr und einem Zuschlag von 15% eine Parteientschädigung von Fr. 237'850.–. In diesem Umfang ist die Anschlussberufung der Klägerin gutzuheissen. Die Beklagte hat der Klägerin für das erste Berufungsverfahren (inkl. Beschwerdeverfahren) somit eine Parteientschädigung von Fr. 237'850.– zu bezahlen.

Zusammenfassend ist die Beklagte zu verpflichten, der Klägerin für das erstinstanzliche und (erste) zweitinstanzliche Verfahren eine Parteientschädigung von Fr. 835'240.– (Fr. 597'390.– plus Fr. 237'850.–) zu bezahlen. Im Übrigen sind die

Dispositiv-Ziffern 2 und 3 des vorinstanzlichen Urteils zu bestätigen, zumal letztere dem Verfahrensausgang entspricht (vgl. Art. 106 Abs. 1 ZPO).

V.

1. Die Prozesskosten für das vorliegende (zweite) Berufungsverfahren werden den Parteien nach Massgabe ihres Unterliegens und Obsiegens auferlegt (Art. 106 Abs. 1 ZPO). Die Beklagte unterliegt bezüglich der zu kollozierenden Forderung auch im Berufungsverfahren vollumfänglich. Das teilweise Obsiegen der Beklagten betreffend die Parteientschädigung im Rahmen der Anschlussberufung der Klägerin erscheint angesichts des Streitwertes von Fr. 40'426'265.– (vgl. BGE 140 III 65 E. 3.2.3) als marginal, weshalb es bei der Verteilung der Kosten- und Entschädigungsfolgen nicht zu berücksichtigen ist. Ausgangsgemäss sind die Kosten des Berufungsverfahrens somit vollumfänglich der Beklagten aufzuerlegen; ausserdem schuldet diese der Klägerin für das Berufungsverfahren eine Parteientschädigung.

2. Die Entscheidgebühr für das Berufungsverfahren bemisst sich auf Fr. 273'000.– (§§ 4 Abs. 1, 12 Abs. 1 und 2 GebV OG). Sie ist mit dem von der Beklagten geleisteten Vorschuss zu verrechnen (Urk. 408 und 409).

Die Beklagte ist zu verpflichten, der Klägerin für das Berufungsverfahren eine auf gut einen Drittel reduzierte Parteientschädigung in der Höhe von Fr. 100'000.– zu bezahlen (§§ 4 Abs. 1, 11 Abs. 1 und 2, 13 Abs. 1 und 2 Anw-GebV).

**Es wird erkannt:**

1. Die Berufung wird abgewiesen und die Dispositiv-Ziffern 1, 2 und 3 des Urteils des Bezirksgerichts Zürich, Einzelgericht für SchKG-Klagen, vom 22. Dezember 2021 werden bestätigt.
2. In teilweiser Gutheissung der Anschlussberufung werden die Dispositiv-Ziffern 4 und 5 des Urteils des Bezirksgerichts Zürich, Einzelgericht für SchKG-Klagen, vom 22. Dezember 2021 aufgehoben und wie folgt geregelt:

- "4. Die Gerichtskosten werden im Umfang von CHF 320'881.– vom Vorschuss der Klägerin und im Umfang von CHF 79'000.– vom Vorschuss der Beklagten bezogen. Die Beklagte hat der Klägerin die von dieser geleisteten Vorschüsse von insgesamt CHF 375'881.– zu ersetzen.
5. Die Beklagte wird verpflichtet, der Klägerin für das erst- und zweitinstanzliche Verfahren eine Parteientschädigung von CHF 835'240.– zu bezahlen."

Im Übrigen wird die Anschlussberufung abgewiesen, soweit auf sie eingetreten wird.

3. Die zweitinstanzliche Entscheidgebühr wird auf Fr. 273'000.– festgesetzt.
4. Die Gerichtskosten für das zweitinstanzliche Verfahren werden der Beklagten auferlegt und mit ihrem Kostenvorschuss verrechnet.
5. Die Beklagte wird verpflichtet, der Klägerin für das zweitinstanzliche Verfahren eine Parteientschädigung von Fr. 100'000.– zu bezahlen.
6. Schriftliche Mitteilung an die Parteien sowie an die Vorinstanz, je gegen Empfangsschein.

Nach unbenutztem Ablauf der Rechtsmittelfrist gehen die erstinstanzlichen Akten an die Vorinstanz zurück.

7. Eine **Beschwerde** gegen diesen Entscheid an das Bundesgericht ist innert **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 des Bundesgesetzes über das Bundesgericht (BGG).

Dies ist ein Endentscheid im Sinne von Art. 90 BGG.

Es handelt sich um eine vermögensrechtliche Angelegenheit. Der Streitwert beträgt Fr. 40'426'265.–.

Die Beschwerde an das Bundesgericht hat keine aufschiebende Wirkung. Hinsichtlich des Fristenlaufs gelten die Art. 44 ff. BGG.

Zürich, 7. Mai 2025

Obergericht des Kantons Zürich  
I. Zivilkammer

Der Vorsitzende:

Der Gerichtsschreiber:

lic. iur. A. Huizinga

Dr. M. Nietlispach

versandt am:  
sba