

Der Erfüllungsanspruch des Anlegers i.S.v. Art. 21 Abs. 1 aAFG¹ und 4 Abs. 3 aAFV^{2 3}: Die höchstrichterliche judikative Relativierung dieses gesetzlichen Anspruchs des Anlegers unter Verwendung des nicht haltbaren Arguments der Schätztoleranz⁴

Anhand eines kürzlichen Bundesgerichtsentscheids zum Anlagefondsrecht soll in Sachen Erfüllung (zu beurteilen war eine Klage auf nachträgliche Leistung) untersucht werden, welchen Voraussetzungen der Kläger hinsichtlich seiner Beweisobliegenheit zu genügen hat. Konkret kritisiert der Autor, dass das Bundesgericht der beklagten Fondsleitung (und damit dem Anlagefonds) – trotz durch den Kläger geführtem Beweis bezüglich der Höhe seines Erfüllungsanspruchs – eine gesetzlich nicht vorgesehene Toleranz in Höhe von 10% zubilligte.

A) Die zugrundeliegende Rechtsprechung

1. Die höchstrichterliche Rechtsprechung zum Anlagefondsrecht ist auffallend dünn gesät, eigentlich ist sie gar nicht vorhanden. Die judikative Kontrolle der Gesetzesanwendung im Bereich der im Wirtschaftsleben eine grosse Bedeutung einnehmenden Anlagefonds fristet ein Mauerblümchendasein; und das zu Unrecht!

In Fachkreisen bekannt ist **BGE 132 III 186 vom 1. November 2005**, der in einem Zürcher Verfahren das Handelsgericht korrigieren musste und i.S. (nachträgliche) Erfüllung die – nach Auffassung des Autors – korrekten Leitplanken setzte.

2. Am **18. Februar 2015** ist nun – im nämlichen Verfahren – ein zweiter Leitentscheid als **BGE 4A_202/2014** ergangen, der eine neue, – nach Auffassung des Autors – unhaltbare Messlatte in Sachen „Bewertungsermessen“ setzt.⁵ Es ist zu hoffen, dass die Lehre deutlich reagieren wird.
3. Zum besseren Verständnis der nachstehende Kritik ist es unumgänglich, das sachverhaltliche und rechtliche Umfeld, in dem sich der Anlagefonds bewegt, kurz auszuleuchten.

¹ (Altrechtliches) Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 1. Juli 1966; AS 1967 115.

² (Altrechtliche) Vollziehungsverordnung zum Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 20. Januar 1967; AS 1967 135.

³ Im Kollektivanlagengesetz vom 23.6.2006, SR 951.31, unter Art. 80 geregelt.

⁴ Die nachstehenden Ausführungen lassen sich mutatis mutandis auf die aktuellen Gesetzesgrundlagen übertragen.

⁵ Der Autor war mit der Vertretung der klagenden Anleger vor Handelsgericht Zürich und in der Folge vor Bundesgericht mandatiert.

B) Worum es sachverhaltlich und rechtlich geht

Der Anlagefonds verkörpert ein Vermögen, das aufgrund öffentlicher Werbung von zahllosen Anlegern zum Zwecke gemeinschaftlicher Kapitalanlage aufgebracht und von der Fondsleitung nach dem Grundsatz der Risikoverteilung für Rechnung der Anleger verwaltet wird (Art. 2 Abs. 1 aAFG). Er soll dem Kleinsparer die Möglichkeiten kapitalkräftiger, sachkundiger Anleger zugänglich machen.⁶ Der Anleger erwirbt durch seine Einzahlung Forderungen gegen die Fondsleitung auf Beteiligung am Vermögen und am Ertrag des Anlagefonds (Art. 20 Abs. 1 und 2 aAFG). Der Anlagefonds ist nach schweizerischem Recht offen ausgestaltet, d.h. neue Anleger können grundsätzlich jederzeit zu den bisherigen hinzutreten und sich am Fonds beteiligen. Der Ausgabepreis der neuen Anteilscheine ist auf Grund des Verkehrswertes festzusetzen, den das Fondsvermögen im Zeitpunkt der Ausgabe hat, geteilt durch die Anzahl der in Umlauf befindlichen Anteile (Art. 12 Abs. 3 aAFG).

Will der Anleger den von ihm investierten Vermögenswert realisieren, bieten sich ihm dazu zwei Möglichkeiten. Er kann sich entweder die Umlauffähigkeit der Anteilscheine zu Nutze machen und diese – in der Regel an der Börse – an einen Dritten veräussern oder er kann (dieses Vorgehen ist Hintergrund der vorliegenden Darstellung) den Kollektivanlagevertrag jederzeit widerrufen und *von der Fondsleitung gegen Rückgabe des wertpapiermässig ausgestalteten Anteilscheins die Auszahlung (bzw. Rückzahlung) seines Anteils am Anlagefonds in bar verlangen* (Art. 21 aAFG). Gemäss Art. 21 Abs. 3 aAFG ist der Rücknahmepreis nach denselben Grundsätzen zu berechnen wie der Ausgabepreis, so dass auch diesbezüglich vom Verkehrswert am Auszahlungstag auszugehen ist.⁷

Die obigen Ausführungen unterstreichen die zentrale Bedeutung, die (1) der *korrekten Bewertung des Fondsvermögens* und (2) der *Gleichbehandlung der Anleger* zukommt.⁸ Wird das Fondsvermögen zu tief bewertet, erhält der den Vertrag widerrufende (recte kündigende) Anleger nicht den vollen, ihm zustehenden Betrag. Ein zu tiefer Rücknahmepreis bevorteilt die verbleibenden Anleger, indem der Anlagefonds „verdichtet“ wird. Werden (bspw. in der Folge) neue Anteile ausgegeben, führt eine zu tiefe Bewertung dagegen zur „Verwässerung“ des Anlagefonds und damit zu einer Schädigung der bereits am Fonds beteiligten Anleger.⁹

Diese Bewertungsproblematik war dem Gesetzgeber bewusst, was sowohl Gesetz wie Botschaft zeigen. Die zentralen Rechtsquellen finden sich in Art. 12 aAFG und Art. 4 Abs. 3 aAFV, wonach *die Bewertung des Fondsvermögens nach Marktwerten zu geschehen habe, wie sie bei einem sorgfältigen Verkauf der Liegenschaften auf dem Markt zu erzielen gewesen wären.*

⁶ FORSTMOSER, Zum schweizerischen Anlagefondsgesetz, Bern 1972, S. 11.

⁷ Bundesrätliche Botschaft vom 23.11.1965 zum Entwurf eines Bundesgesetzes über die Anlagefonds, BBl 1965 III 258 ff.; hiernach «Botschaft».

⁸ Botschaft, S. 274.

⁹ BGE 132 III 186, mit Verweis auf BGE 2A.20/1993 vom 27.10.1993 E. 3c.

C) Was hat das Bundesgericht in BGE 132 III 186 vom 1. November 2005 korrekt entschieden ?

In Bezug auf die hier zu erörternde Thematik hat das Bundesgericht vor gut 10 Jahren (BGE 132 III 186, E.5) hinsichtlich des Erfüllungsanspruchs – unter Bezugnahme auf das „alte Bundesgesetz vom 1. Juli 1966 über die Anlagefonds (aAFG; AS 1967 115)“ – festgestellt: „Der Beweis nicht gehöriger Erfüllung kann insbesondere durch den Nachweis erbracht werden, dass dem Anleger bei Rücknahme seines Anteilscheins nicht der wahre Inventarwert ausbezahlt wurde [...]. Da sich dieser von Gesetzes wegen auf der Basis des Verkehrswerts bestimmt [...], genügt es darzulegen, dass die Fondsleitung den Rücknahmepreis nicht nach dem korrekten Verkehrswert des Anlagefondsvermögens im Zeitpunkt der Rücknahme berechnet hat“.¹⁰

Nach dem Schätzauftrag des Gesetzes sind Marktpreise zu schätzen. Art. 4 Abs. 3 aAFV statuiert denn auch, dass der Verkehrswert einer Sache oder eines Rechts dem Preis entspricht, der bei sorgfältigem Verkauf der Sache oder des Rechts im Zeitpunkt der Schätzung wahrscheinlich erzielt würde.

D) Was hat das Bundesgericht am 18. Februar 2015, zum Teil fragwürdig, entschieden ?

In seinem kürzlichen Entscheid hat das Bundesgericht einerseits seine früheren Klärungen aus dem Jahr 2005, was Klagvoraussetzungen, Prozessrollen und Beweislast angeht, bestätigt.¹¹

Das Bundesgericht hatte sich darüber hinaus zur Frage zu äussern, *in welcher Dichte und/oder Qualität der klagende Anleger in Sachen Klagfundament die Höhe der Unterbewertung nachzuweisen hat*. Hierzu ist anzumerken, dass die Kläger der Fondsleitung vorwarfen, im fraglichen Zeitraum (rückwirkend für die Jahre 1983 bis 1991, also über einen Zeitraum von 9 Jahren) die Bewertung der zahlreichen Fondsliegenschaften aus strategischen Gründen systematisch und bewusst zu tief vorgenommen zu haben.

Einerseits räumt das materielle Recht dem Kläger einen Erfüllungsanspruch ein und andererseits hat der Kläger seinen Anspruch summenmässig nachzuweisen. Im Widerspruch zum Gesagten gesteht nun das Bundesgericht im referenzierten Entscheid den Anlagefonds im Rahmen der Bewertung ihrer Fondsliegenschaften eine andernorts zu Recht anerkannte, hier jedoch nicht vertretbare und dem Prinzip der Gleichbehandlung der Anleger widersprechende „Toleranz“ von 10% zu.

Es hat dabei, ohne dies offenzulegen, seine bisherige gegenteilige Praxis (**BGE vom 27.10.1993, Erw. 4.e**)¹² ändern müssen. Da die Kläger diese (bisherige) Praxis zur Unter-

¹⁰ BGer 4A_202/2014 vom 18.02.2015, E. 2, S. 6 f.

¹¹ BGer 4A_202/2014 vom 18.02.2015.

¹² „En résumé l’art. 4 alinéa 3 OFP est seul déterminant pour l’estimation de la valeur vénale des immeubles d’un fonds de placement. **Rien ne permet de s’écarter de la notion de valeur vénale** telle qu’elle a été définie par la loi; ni l’existence des difficultés ... liées à l’estimation de la valeur vénale, **ni la marge d’appréciation octroyée** [...], ni enfin la liberté dont jouit la direction dans la gestion de la fortune du fonds [...]“ (Hervorhe-

mauerung ihrer Position explizit ins Feld geführt hatten, hätte das Bundesgericht nicht nur bekannt geben müssen, dass es früher anders entschieden hatte, sondern man hätte erwarten dürfen, dass es sich darüber erklärt, wieso es heute eine andere Auffassung vertritt als vor knapp 13 Jahren; ... zumal es sich zu derartigen Versäumnissen seiner Vorinstanzen jeweils kritisch zu äussern pflegt.

Dem hier kritisierten Urteil lag folgender Sachverhalt zugrunde: Die Kläger hatten gestützt auf eine gerichtliche Expertise den Nachweis erbringen können, dass die Verkehrswerte der Fondsliegenschaften in den Jahresberichten regelmässig zu tief ausgewiesen worden waren, was – vom Zürcher Handelsgericht als Vorinstanz anerkannt – zu einer Unterbewertung geführt hatte. In Bestätigung der Vorinstanz vertrat das Bundesgericht jedoch die Auffassung, die Kläger hätten die „für eine Gutheissung erforderliche Unterbewertung“ nicht nachweisen können, da die von der Fondsleitung verwendeten Inventarwerte gegenüber den durch die Expertise ermittelten Verkehrswerten wie auch den von der Fondsleitung durch effektive Verkäufe im mehrjährigen Durchschnitt realisierten Verkaufspreisen *innerhalb einer zulässigen Schätztoleranz von 10% lägen*.

Das Bundesgericht hielt dazu¹³ Folgendes fest: Die Schätzung des Wertes einer Sache sei naturgemäss eine Ermessensfrage und das Resultat einer Verkehrswertschätzung könne nicht nach objektiven Kriterien als richtig oder falsch bewertet (gemeint wohl: bezeichnet) werden. So anerkenne das Bundesgericht in konstanter Praxis, dass bei Liegenschaftsschätzungen Schätzungsabweichungen in der branchenüblichen Grössenordnung von rund +/- 10% zu tolerieren seien, ohne dass deshalb von einer nicht mehr korrekten Bewertung gesprochen werden könne. An diesem Grundsatz ändere nichts, dass bei einem Fonds nicht bloss eine einzelne Liegenschaft zu schätzen sei, sondern eine Vielzahl von Immobilien, wenn wie in casu für die Schätzung derselben durchgehend dieselben Grundsätze angewendet würden.¹⁴

Mit der Vorinstanz meinte das Bundesgericht, dass die Schätztoleranz mit Blick auf die Regelung von Art. 4 Abs. 3 aAFV nicht bedeute, dass die Fondsleitung bei der nach gesetzlicher Anweisung vorzunehmenden periodischen Bewertung jeder einzelnen Fondsliegenschaft einen Spielraum hätte, den sie ausnutzen dürfe. Jedoch sei davon auszugehen, dass dem Experten bei der Schätzung von Liegenschaften ein Ermessensspielraum zuzubilligen sei, weil es den objektiv richtigen Verkehrswert einer Immobilie nicht gebe. Deswegen dürfe bei „kleineren“ Schätzungsabweichungen in der Grössenordnung von 10% von Übereinstimmung gesprochen werden.¹⁵

bungen durch den Autor; Urteil des Bundesgerichts vom 27. Oktober 1993 i.S. X. S.A. c. CFB, Erw. 4.e), publiziert in EBK-Bulletin Nr. 25, S. 34 ff., S. 43).

¹³ BGer 4A_202/2014 vom 18.02.2015, E. 5, S. 22.

¹⁴ Mit der unbesehenen Übernahme der für Einzelschätzungen entwickelten Grundsätze auf die institutionalisierten „Massenschätzungen“ im Anlagefondsrecht begeht das Bundesgericht nach Auffassung des Autors einen eklatanten Denkfehler; siehe nachstehend unter lit. E Ziff. 2 (Gesetz der grossen Zahl).

¹⁵ BGer 4A_202/2014 vom 18.02.2015, E. 5, S. 23.

E) Kritik bzw. welchen Rechtsanspruch hat der Anleger bei korrekter Rechtsanwendung

1. Anspruchs- und Rechtsgrundlage

Der Erfüllungsanspruch gemäss Art. 21 Abs. 3 aAFG setzt neben dem bestehenden Vertrag im Wesentlichen nur dessen nicht gehörige Erfüllung voraus. Der Beweis nicht gehöriger Erfüllung kann insbesondere durch den Nachweis erbracht werden, dass dem Anleger bei Rücknahme seines Anteilscheins nicht *der wahre Inventarwert* ausbezahlt wurde. Da sich dieser von Gesetzes wegen auf der Basis des Verkehrswerts bestimmt (Art. 12 Abs. 3 und 21 Abs. 3 aAFG), genügt es darzulegen, dass die Fondsleitung den Rücknahmepreis nicht nach dem *korrekten Verkehrswert des Anlagefondsvermögens* im Zeitpunkt der Rücknahme berechnet hat.¹⁶

Ein klagender Anleger hat demnach den Beweis zu erbringen, dass der Rücknahmepreis tiefer ist/war als der wahre Inventarwert, welche letzteren die Fondsleitung (Art. 4 Abs. 1 aAFV) nach Verkehrswertprinzipien zu ermitteln hat. Gemäss Art. 4 Abs. 3 aAFV entspricht der massgebliche Verkehrswert „dem Preis, der bei sorgfältigem Verkauf [...] wahrscheinlich erzielt würde.“

2. Was macht das Bundesgericht in seinem Urteil vom 18. Februar 2015 (4A_202/2014) daraus ?

Ein durch das Zürcher Handelsgericht als Vorinstanz eingeholtes Gutachten hatte bestätigt, dass die Fondsleitung die Verkehrswerte der Anlagefondsliegenschaften zu tief ausgewiesen hatte (durchschnittliche Abweichung von 1983 - 1991 im Umfange von 4.26% bzw. 7.43%), was - so das Handelsgericht - zu einer Unterbewertung geführt hatte; gestützt auf diesen Sachverhalt hatten die Kläger Erfüllung geltend gemacht.

Trotz diesem Beweisergebnis hat die Vorinstanz entschieden, die Kläger hätten den Beweis für die von ihnen behauptete Unterbewertung nicht erbringen können, da die vom Anlagefonds verwendeten (auf Verkehrswertbasis zu ermittelnden) Inventarwerte und die Verkehrswerte gemäss Beweisverfahren *innerhalb einer zulässigen Schätztoleranz von 10%* lägen.

Diese Auffassung schützte das Bundesgericht mit dem Argument, dass die Schätzung des Wertes einer Sache naturgemäss eine Ermessensfrage sei und das Resultat einer Verkehrswertschätzung nicht nach objektiven Kriterien als richtig oder falsch bewertet werden könne. Bei Liegenschaftenschätzungen seien Schätzungsabweichungen in der branchenüblichen Grössenordnung von rund +/- 10% zu tolerieren, ohne dass deshalb von einer nicht mehr korrekten Bewertung gesprochen werden könne. An dieser Beurteilung ändere auch nichts, „dass bei einem Fonds nicht bloss eine einzelne Liegenschaft zu schätzen [sei], sondern *eine Vielzahl von Immobilien*, die das Portfolio des Fonds ausmachen, wenn wie hier *für die Schätzung derselben durchgehend dieselben Grundsätze ange-*

¹⁶ BGE 132 III 186, E. 5.1.

wendet werden, die auch auf das Ganze gesehen zu entsprechenden Abweichungen führen.“¹⁷

Das Bundesgericht bestätigte zwar ausdrücklich die Auffassung der Vorinstanz, wonach die Schätzungstoleranz mit Blick auf die Regelung von Art. 4 Abs. 3 aAFV nicht bedeute, dass der Anlagefonds bzw. die Fondsleitung *einen Spielraum hätte(n), den sie ausnutzen dürfte(n)*.

Indem das Bundesgericht die Spielregeln der Einzelschätzung mit den oben widergegebenen Überlegungen auf das Massenschätzverfahren des Anlagefonds überträgt, begeht es den folgenden Denkfehler: Wenn eine Fondsleitung, wie das Bundesgericht sagt, *eine Vielzahl von Immobilien mit durchgehend denselben Grundsätzen schätzt* und dies auf das Ganze gesehen zu entsprechenden Abweichungen führt, bedeutet dies, dass alle Immobilien mit einer gleichgerichteten systematischen Abweichung vom Marktpreis, dem eigentlichen Schätzziel, bewertet werden.

Das Bundesgericht legt korrekt dar, dass ein schliesslich erzielter Verkaufspreis nie genau vorhergesagt werden kann und Über- und Unterschätzungen nicht auszuschliessen sind; es trifft auch zu, dass sich *unabsichtliche Abweichungen* bei einer Vielzahl von [recte voneinander unabhängigen] Bewertungen (gemäss dem *Gesetz der grossen Zahl*) im Durchschnitt ausgleichen.¹⁸

Wenn nun aber wie dargelegt die Vielzahl der vorzunehmenden Schätzungen auf das Ganze gesehen *zu einer entsprechenden Abweichung* führt, hat das Gesetz der grossen Zahl seine glättenden Auswirkungen nicht um den vom Gesetzgeber vorgesehenen Zielwert entfaltet, sondern um ein fehlerhaftes Schätzziel. Diese logische Konsequenz hat das Bundesgericht übersehen oder missverstanden.

Das Bundesgericht billigt im Resultat dem Experten bei jeder der von ihm vorzunehmenden zahlreichen Schätzungen einen Ermessensspielraum zu¹⁹, weil es den objektiv richtigen Verkehrswert einer einzelnen singulären Immobilie nicht gebe und daher bei kleineren Schätzungsabweichungen in der Grössenordnung von 10% von Übereinstimmung gesprochen werden dürfe.

Damit stellt das Bundesgericht²⁰ im Ergebnis fest, dass der auf Erfüllung klagende Anleger keine Ausgleichszahlungen verlangen könne, wenn die von der Fondsleitung berechneten Inventarwerte in einem in der Schätzungstoleranz liegenden Umfang (konkret von 10%) von den Verkehrswerten abweichen, die ein gerichtlicher Gutachter ermittelt hat. Ein „Ausgleich“ sei gemäss dem Bundesgericht nur bei einer „relevanten“, die

¹⁷ BGE 4A_202/2014, E. 5, S. 22.

¹⁸ Das Gesetz der grossen Zahl statuiert, dass sich bei einer grossen Zahl von Beobachtungen der berechnete Durchschnitt dem theoretischen Durchschnitt (hier: dem wahrscheinlichen Marktpreis) annähert. Man geht von einer Normalverteilung um den Zielwert aus.

¹⁹ Aus der Optik des Anlagefonds betrachtet erlaubt das Bundesgericht eine Abweichung des Inventarwerts gegenüber dem Verkehrswert in Höhe von 10%, und zwar nach unten wie nach oben! Während beim hier gegebenen Sachverhalt der Unterbewertung der ausscheidende Anleger zum Vorteil des Anlagefonds benachteiligt wird, profitiert bei einer Überbewertung der ausscheidende Anleger zum Nachteil des Fondsvermögens und damit der aktuellen und späteren Anteilscheininhaber.

²⁰ BGer 4A_202/2014 vom 18.02.2015, E. 5, S. 23.

branchenübliche Schätzungstoleranz übersteigenden Unterbewertung des Fondsvermögens zu leisten, die als Ergebnis einer nicht korrekten bzw. pflichtwidrigen Bewertung bezeichnet werden könne. ... Eine andere Sichtweise – so das Bundesgericht – erschiene *nicht praktikabel*, könnten Fondsleitungen doch sonst aufgrund kleinerer Abweichungen ihrer Verkehrswertschätzungen vom angeblich „richtigen“ Verkehrswert jährlich unzähligen Begehren von Anlegern auf Ausgleichs- oder Schadenersatzzahlungen ausgesetzt werden.

Die vorstehenden – nach Auffassung des Autors rechtlich nicht haltbaren – Ausführungen des Bundesgerichts können nicht weitergezogen werden, sie rufen aber nach Wahrnehmung durch die Öffentlichkeit und provozieren Kritik.

3. Welche Fehler begeht das Bundesgericht in seinem Urteil vom 18. Februar 2015 ?

- 3.1 Das Bundesgericht verkennt, dass das Gesetz dem Anleger bei Vorliegen der gesetzlichen Voraussetzungen einen (von weiteren als den gesetzlichen Voraussetzungen unabhängigen) Rechtsanspruch einräumt;
- 3.2 Das Bundesgericht ignoriert ein im Rahmen eines zivilprozessualen Verfahrens durch eine gerichtliche Vorinstanz unter Mitwirkung der Prozessparteien ermitteltes Beweisergebnis;
- 3.3 Das Bundesgericht unterlässt es, den oben erwähnten, durch gerichtliche Beweiserhebungen erstellten Sachverhalt rechtlich zu würdigen;
- 3.4 Das Bundesgericht führt eine Praxisänderung durch, ohne dies anzuzeigen, und unterlässt es, darzulegen, weshalb es im aktuellen Urteil anders befindet als im bisherigen Leitentscheid aus dem Jahr 1993;
- 3.5 Das Bundesgericht betätigt sich durch die Einführung einer zulässigen Schätztoleranz von 10% in Verletzung des Prinzips der Gewaltentrennung als „korrigierender“ Rechtsetzer;
- 3.6 Das Bundesgericht überträgt ohne nähere Begründung und in Verletzung des logischen und notorischen Grundsatzes des Gesetzes der grossen Zahl die im Einzelverfahren anerkannte Schätztoleranz auf das Massenschätzverfahren des Anlagefondsrechts;
- 3.7 Das Bundesgericht rechtfertigt schliesslich seine „rechtsetzende Korrektur der Gesetzesgrundlage“ mit weit hergeholten Praktikabilitätsüberlegungen.

4. Welche Auswirkungen zeitigt das obige bundesgerichtliche Vorgehen

- 4.1 Aus der Optik der Anlagefonds (bzw. der hinter diesen stehenden Grossbanken) dürfte die beschriebene Gerichtspraxis mit Befriedigung begrüsst werden. Die in den Jahren des stärksten Immobilienbooms (1983 – 1989) von praktisch der gesamten Branche geübte Praxis, durch zurückhaltende Liegenschaftsbewertungen stille Reserven anzuhäufen

und damit bei den (nicht fachmännischen) Anlegern sogar Werbung für die Zeichnung von Anteilscheinen zu betreiben²¹, wird nur bei einer Überschreitung der 10%-Marge zu Nachzahlungsverpflichtungen führen können;

- 4.2 Weiter erhalten die Anlagefonds, welche eine präzisere Schätzung ausführen können als vom Bundesgericht unterstellt, einen zu ihrer Verfügung stehenden de-facto-Ermessensspielraum;
- 4.3 Aus der Optik der Anleger schafft das Bundesgericht einen Tatbestand der tolerierten Enteignung in einem unter Umständen nicht zu vernachlässigenden Umfang;
- 4.4 In theoretisch denkbaren Fällen von Überbewertung legitimiert das Bundesgericht die Bevorteilung des ausscheidenden Anlegers zum Nachteil des Fondsvermögens bzw. der übrigen Anleger.

F) Konklusionen

Das Urteil des Bundesgerichts vom 18. Februar 2015 überzeugt den Autor – bezogen auf den konkreten, den Gerichten zur Beurteilung präsentierten Sachverhalt – aus den angeführten Gründen nicht, namentlich wegen dessen Unvereinbarkeit mit der gesetzlichen Grundlage und der nicht korrekten juristischen Würdigung des durch das vorinstanzliche Beweisergebnis erstellten Sachverhalts.

Darüber hinaus sind die Auswirkungen dieser Rechtsprechung mit den Grundprinzipien der Anlagefonds nicht in Einklang zu bringen. Nicht nur dürfen die Fondsleitungen – entgegen den ausdrücklichen Beteuerungen des Bundesgerichts – im „Freibereich von 10%“ das Anlagefondsgesetz verletzen, der Anleger hat zudem zu akzeptieren, dass das ihm persönlich gesetzlich garantierte anteilige Fondsvermögen auf andere Anleger verteilt wird.

²¹ Die Fondsleitungen (und ihre Mutterbanken) machten ausdrücklich Werbung für neue Anteilscheine mit dem Argument, dass man sich günstig in grosse Substanzreserven einkaufen könne und von Renditen profitiere, welche über den Renditen von Direktanlagen lägen.