

# Rechtsnatur und Voraussetzungen der obligationenrechtlichen Prospekthftung – ein Überblick



lic. iur. MICHAEL NOTH,  
Rechtsanwalt, Zürich



lic. iur. HSG EVELYNE GROB,  
Rechtsanwältin, Zürich

## Inhaltsübersicht:

1. Einleitung
2. Emission und Emissionsprospekt
  - 2.1. Emission
    - 2.1.1. Anwendungsfälle von Emissionen und Neuheit der Titel
    - 2.1.2. Arten der Titel
    - 2.1.3. Mitwirkung Dritter
  - 2.2. Emissionsprospekt und ähnliche Mitteilungen
    - 2.2.1. Begriff und Form des Prospektes
    - 2.2.2. Funktion und Rechtsnatur des Prospektes
    - 2.2.3. Inhalt und inhaltliche Anforderungen an den Prospekt
    - 2.2.4. Veröffentlichung des Prospektes
    - 2.2.5. Prospektzwang
3. Rechtsnatur der obligationenrechtlichen Prospekthftung
  - 3.1. Überblick über den Stand der Lehrmeinungen betreffend die Rechtsnatur der obligationenrechtlichen Prospekthftung
  - 3.2. Deliktsrechtliche Natur der Prospekthftung?
  - 3.3. Vertragliche Natur der Prospekthftung?
  - 3.4. Prospekthftung als Vertrauenshaftung?
    - 3.4.1. Gesetzliches Schuldverhältnis und rechtliche Sonderverbindung
    - 3.4.2. Vertrauenshaftung
  - 3.5. Prospekthftung als eigenständige Haftung aus Verletzung von Informationspflichten gegenüber dem Kapitalmarkt?
  - 3.6. Ergebnis
4. Sachlegitimation und Haftungsvoraussetzungen
  - 4.1. Sachlegitimation
  - 4.2. Vertrauensverletzung (Verletzung der Verhaltenspflichten)
  - 4.3. Verschulden
  - 4.4. Kausalzusammenhang
  - 4.5. Schaden
    - 4.5.1. Allgemeiner Schadensbegriff
    - 4.5.2. Schaden gemäss deliktsrechtlichen Grundsätzen
    - 4.5.3. Schaden gemäss vertraglichen Grundsätzen
    - 4.5.4. Bestimmung des hypothetischen Vermögensstandes (Berechnungsmodelle)
    - 4.5.5. Beweislast
    - 4.5.6. Schätzung des Schadens durch den Richter
5. Zusammenfassung

## 1. Einleitung

Die Aktualität der Fragen rund um die Prospekthftung hat in jüngerer Vergangenheit stark zugenommen, was die Medienberichte beispielsweise im Zusammenhang mit der Swissair<sup>1</sup> oder einzelnen am New Market kotierten Unternehmen<sup>2</sup> belegen. Bis anhin haben sich die schweizerischen Gerichte soweit ersichtlich selten mit Prospekthftpflichtfällen befassen müssen, weshalb der Katalog an offenen und ungeklärten Fragen rund um dieses Thema entsprechend gross ist<sup>3</sup>.

- 1 Vgl. beispielsweise NZZ vom 6.10.2001, 32; Finanz und Wirtschaft vom 17.10.2001, 23 (zit. F. S. JÖRG/O. ARTER); Finanz und Wirtschaft vom 14.11.2001, 5.
- 2 Vgl. beispielsweise Tages-Anzeiger vom 20.3.2001, 29; Tages-Anzeiger vom 28.3.2001, 31; Finanz und Wirtschaft vom 28.3.2001, 18; Die Weltwoche vom 10.1.2002, 23; FACTS vom 16.8.2001, 66 ff.
- 3 In den vergangenen 90 Jahren haben sich folgende höchstrichterliche Entscheide mit der Prospekthftung auseinander gesetzt: BGE 47 II 272 ff.; BGE 58 II 151 ff. = Pra. 21 (1932) Nr. 93; BGE 112 II 172 ff., welcher einen Anlagefonds betrifft; BGE 112 II 258 ff. = Pra. 75 (1986) Nr. 210; BGE 113 II 283 ff., der sich mit der Aktivlegitimation der Gläubigergemeinschaft bei der Prospekthftungsklage befasst; BGE 120 IV 122 ff., welcher festhält, ein inhaltlich unwahrer, bei der Kapitalerhöhung freiwillig erstellter Emissionsprospekt erfülle den Tatbestand der Falschbeurkundung; BGE vom 2.8.1996, in: SJ 1997, 108 ff.; vgl. auch WOLFHART F. BÜRGI/URSULA NORDMANN-ZIMMERMANN, zu Art. 752 OR, Zürcher Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Band V5b/3, Die Aktiengesellschaft und die Kommanditgesellschaft, Art. 739–771 OR, Zürich 1979, N 1 zu Art. 752, die auf einen unveröffentlichten Bundesgerichtsentscheid vom 11.6.1968 verweisen. Auch die vier in der Schweiz existierenden Handelsgerichte haben sich soweit ersichtlich kaum mit der Prospekthftung auseinander gesetzt, siehe immerhin Kantonsgericht St. Gallen vom 20.11.1936, in: SJZ 1937/1938, 105, Nr. 65; Kantonsgericht St. Gallen vom 19.12.1986, in: SJZ 1989, 50 f., Nr. 7. Im Vergleich zur Schweiz ist in Deutschland die Rechtsprechung reicher, vgl. beispielsweise aktuellste Urteile zur *spezialgesetzlichen Prospekthftung* Urteil der 7. Kammer für Handelssachen des Landgerichtes Frankfurt am Main vom 26.9.2001 (Aktenzeichen 3/7 O 5/01); Urteil des Landesgerichtes München I vom 28.6.2001 (Aktenzeichen 12 O 10157/01), in: WM 2001, 1948 ff.; Urteil des Landesgerichtes Bonn vom 15.5.2001 (Aktenzeichen 11 O 181/00), in: EWiR 2001, 767. Erster höchstrichterlicher Entscheid des Bundesgerichtshofes zur *börsengesetzlichen Prospekthftung* nach längerer Zeit, vgl. Urteil vom 14.7.1998 – XI ZR 173/97 (Elsflether Werft), in: WM 1998, 1772 ff., AG 1998, 520 ff. und ZIP 1998, 1528 ff. Vgl. zur *bürgerlichrechtlichen Prospekthftung* beispielsweise Urteil des OLG Frankfurt am Main vom 28.2.2001 (Aktenzeichen 9 U 117/00), in: WM 2002, 1275 ff.; BGH, Urteil vom 26.9.2000 – X ZR 94/98 (Celle).

Das schweizerische Recht kennt verschiedene Rechtsgrundlagen einer Prospekthaftung. In Anlehnung an das deutsche Recht<sup>4</sup> kann zwischen der obligationenrechtlichen und der spezialgesetzlichen Prospekthaftung unterschieden werden. Der vorliegende Aufsatz befasst sich grundsätzlich nur mit der *obligationenrechtlichen Prospekthaftung*, also mit den Bestimmungen von Art. 752 OR und Art. 1156 Abs. 3 OR. Nicht Gegenstand dieses Aufsatzes sind somit sämtliche Fragen betreffend die *spezialgesetzlichen Prospekthaftungen*, d.h. die Haftungen gemäss Art. 39 BankG<sup>5</sup>, Art. 65 AFG<sup>6</sup>, Art. 24 BEHG<sup>7</sup> und Art. 35 KR<sup>8</sup>. Ausdrücklich ausgenommen sind ferner die weiteren Anspruchsgrundlagen und -konkurrenzen<sup>9</sup> im Rahmen der Prospekt-

4 Im deutschen Recht ist die konzeptionelle Grundlage der Prospekthaftung zweigleisig, HEINZ-DIETER ASSMANN/ROLF A. SCHÜTZE (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. A., München 1997 (zit. H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Kapitalanlagerecht), N 1 zu § 7; HEINZ-DIETER ASSMANN, Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht, München 1985 (zit. H.-D. ASSMANN, Prospekthaftung), 17; JOHANNES KÖNDGEN, Zur Theorie der Prospekthaftung, Köln 1983, 11. Die deutsche Rechtsprechung hat eine *bürgerlichrechtliche (allgemein-zivilrechtliche)* Prospekthaftung entwickelt für Anleger auf dem sog. grauen Markt, worunter der nicht organisierte Markt verstanden wird, d.h. der Handel mit Wertpapieren, die ausserhalb des organisierten Kapitalmarktes vertrieben werden und keinerlei spezialgesetzliche Reglementierung erfahren haben. Bei der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung ist zwischen einer Haftung im engeren Sinn, einer im weiteren Sinn sowie einer deliktrechtlichen Haftung zu unterscheiden. Der Anwendungsbereich der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung beginnt erst dort, wo derjenige der *spezialgesetzlichen Prospekthaftung* endet. Bei den spezialgesetzlichen Prospekthaftungsbestimmungen ist folgende Unterscheidung zu verzeichnen: Die börsengesetzliche Prospekthaftung (BörsG), die Prospekthaftung nach dem Verkaufsprospekt (VerkProspG) und die investimentrechtliche Prospekthaftung (KAGG, AuslInvestmG), vgl. dazu ausführlich HEINZ-DIETER ASSMANN/ROLF A. SCHÜTZE (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, Ergänzungsband, München 2001 (zit. H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Ergänzungsband), N 13 ff., N 21 ff., N 65 ff. zu § 7; H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Kapitalanlagerecht (FN 4), N 3, N 14 f., N 48 ff., N 94, N 96, N 183 ff., N 197 ff., N 245 ff. zu § 7; H.-D. ASSMANN, Prospekthaftung (FN 4), 74, 377 ff.; SIEGFRIED KÜMPEL, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2. A., Köln 2000, N 9.289 ff., N 9.340, N 9.349; UWE EYLES, Bürgerlichrechtliche Prospekthaftung, in: JÜRGEN VORTMANN, Prospekthaftung und Anlageberatung, Stuttgart 2000, N 1, N 3, N 13 f.; FRANK VAN LOOK, Grundlagen einer Haftung für fehlerhafte Information, Beratung und Prospektangaben, in: JÜRGEN VORTMANN, Prospekthaftung und Anlageberatung, Stuttgart 2000, N 12; MARKUS R. HAUPTMANN, Die spezialgesetzliche Prospekthaftung gemäss Börsengesetz und Verkaufsprospektgesetz, in: JÜRGEN VORTMANN, Prospekthaftung und Anlageberatung, Stuttgart 2000, N 27 ff., N 178 ff.; WOLFGANG GROSS, Die börsengesetzliche Prospekthaftung, in: AG 1999, 199 ff.; MICHAEL KORT, Neuere Entwicklungen im Recht der Börsenprospekthaftung (§§ 45 ff. BörsG)

und der Unternehmensberichtshaftung (§ 77 BörsG), in: AG 1999, 9 ff.; vgl. ferner HORST ROLLER, Die Prospekthaftung im Englischen und im Deutschen Recht, Diss. Tübingen, Berlin 1991, 33 f.; KLAUS J. HOPT, Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, Recht und Praxis in der EG, in Deutschland und in der Schweiz, München 1991, N 86 ff.

- 5 Vgl. beispielsweise DANIEL BODMER/BEAT KLEINER/BENNO LUTZ, Kommentar zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen, Zürich 1976 ff., N 1 ff. zu Art. 39 BankG; RETO ARPAGAU, Die Besicherung von Anleihen, Diss. Zürich 1995, 20 f.; ANDREAS ROHR, Grundzüge des Emissionsrechts, Diss. Zürich 1990, 213 f.
- 6 Vgl. beispielsweise ANDREAS VON PLANTA, zu Art. 65 AFG, in: NEDIM PETER VOGT/ROLF WATTER (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel/Genf/München 1999, N 1 ff. zu Art. 65; ROLF H. WEBER, zu Art. 50 AFG, in: NEDIM PETER VOGT/ROLF WATTER (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel/Genf/München 1999 (zit. AFG-WEBER), N 1 ff. zu Art. 50; ROMAIN MARTI, zu Art. 50 AFG, in: PETER FORSTMOSER (Hrsg.), Kommentar zum schweizerischen Anlagefondsgesetz, Band I, Kommentar, Zürich 1997, N 94 zu Art. 50; PETER FORSTMOSER, zu Art. 65 AFG, in: PETER FORSTMOSER (Hrsg.), Kommentar zum schweizerischen Anlagefondsgesetz, Band I, Kommentar, Zürich 1997, N 4, N 13 zu Art. 65.
- 7 Vgl. beispielsweise RUDOLF TSCHÄNI/MATTHIAS OERTLE, zu Art. 24 BEHG, in: NEDIM PETER VOGT/ROLF WATTER (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel/Genf/München 1999, N 1 ff. zu Art. 24; MANFRED KÜNG/FELIX M. HUBER/MATTHIAS KUSTER, Kommentar zum Börsengesetz, Band II, Materialien und Kommentar, Zürich 1998, N 4 zu Art. 24; ROLF WATTER/DIETER DUBS, Organverhaltens- und Organhaftungsregelung im Börsenrecht, in: AJP/PJA 1998, 1308 ff., 1311 ff.; HARALD BÄRTSCHI, Verantwortlichkeit im Aktienrecht, Diss. Zürich 2001, 79 f.
- 8 Vgl. beispielsweise H. BÄRTSCHI (FN 7), 81 f.; PETER NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht, Bern 1997, § 10 N 133.
- 9 Weitere allenfalls mit Art. 752 OR konkurrierende Anspruchsgrundlagen sind insbesondere die Haftung aus unerlaubter Handlung (Art. 41 ff. OR), die Haftung aus Vertrag (z.B. Art. 97 ff. OR), die Gründungshaftung (Art. 753 OR) sowie die Haftung für Verwaltung und Geschäftsführung (Art. 754 OR). *Zum Verhältnis zu Art. 41 OR* vgl. beispielsweise ROLAND MÜLLER/LORENZ LIPP/ADRIAN PLÜSS, Der Verwaltungsrat, Ein Handbuch für die Praxis, 2. A., Zürich 1999, 208; KINGA M. KONDOROSY, Die Prospekthaftung im internationalen Privatrecht unter Berücksichtigung des US-amerikanischen, englischen und deutschen Rechts, Diss. Zürich 1999, 152 f. *Zum Verhältnis zu vertraglichen Ansprüchen* vgl. beispielsweise R. ARPAGAU (FN 5), 116 ff.; ROLF WATTER, Prospekt(haft)pflicht heute und morgen, in: AJP/PJA 1992, 48 ff. (zit. R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht), 56 f. *Zur Abgrenzung zu Art. 753 OR und zu Art. 754 OR* vgl. beispielsweise ROLF WATTER, zu Art. 752 OR und Art. 1156 OR, in: HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/ROLF WATTER (Hrsg.), Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II, Art. 530–1186 OR, 2. A., Basel/Genf/München 2002 (zit. OR-WATTER), N 38 f. zu Art. 752; PETER FORSTMOSER, Die aktienrechtliche Verantwortlichkeit, 2. A., Zürich 1987 (zit. P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit), N 913 f., N 981 f.; PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 2. A., Zürich 1996, N 1966b; CHRISTIAN A. CAMENZIND, Prospektzwang und Prospekthaftung bei öffentlichen Anleiheobligationen und Notes, Diss. Zürich 1989, 91 f.

haftung, die aktienrechtliche Sonderregelung für die Verantwortlichkeit nach Art. 756 OR bis Art. 760 OR<sup>10</sup> sowie sämtliche Fragen des Internationalen Privatrechts<sup>11</sup> und des Strafrechts<sup>12</sup> im Zusammenhang mit der Prospekthaftung.

Die Autoren orientieren sich primär an Art. 752 OR und weisen jeweils auf Besonderheiten und Abweichungen hin, die sich im Verhältnis zu Art. 1156 Abs. 3 OR ergeben. Zum Verhältnis dieser beiden Bestimmungen ist im Wesentlichen Folgendes festzuhalten: Die Prospekthaftung nach Art. 752 OR ist immer dann anwendbar, wenn eine *schweizerische Aktiengesellschaft Wertpapiere oder andere Titel* emittiert<sup>13</sup>. Demgegenüber greift Art. 1156 Abs. 3 OR in den Fällen, in denen eine *Anleihenschuldnerin, die nicht eine Aktiengesellschaft zu sein braucht, Anleihsobligationen* – nicht aber andere Titel – emittiert<sup>14</sup>. Ist die Anleihenschuldnerin eine schweizerische Aktiengesellschaft, so geht die vorherrschende Lehre davon aus, Art. 752 OR stelle *lex specialis* gegenüber Art. 1156 Abs. 3 OR dar<sup>15</sup>. Demnach ist Art. 1156 Abs. 3 OR nur anwendbar bei Anleihenschuldnerinnen, die eine andere Rechtsform als die schweizerische Aktiengesellschaft bekleiden<sup>16</sup>.

## 2. Emission und Emissionsprospekt

Dem Wortlaut der Bestimmung von Art. 752 OR lässt sich entnehmen, dass die Prospekthaftung nur im Rahmen einer *Emission (Ausgabe von Wertpapieren oder anderen Titeln)*<sup>17</sup> und bei der *Verwendung eines Emissionsprospektes oder ähnlicher Mitteilungen* zur Anwendung gelangen kann. Damit ist grundsätzlich der mögliche Geltungsbereich der Prospekthaftung umrissen. Nachfolgend wird auf die beiden den Anwendungsbereich von Art. 752 OR begrenzenden Voraussetzungen näher eingegangen.

10 Zu Art. 756 OR bis Art. 758 OR siehe beispielsweise BGE 127 III 374 ff.; BGE 125 III 86 ff.; BGE 122 III 176 ff.; H. BÄRTSCHI (FN 7), 149 ff.; PETER V. KUNZ, Zu den Haftungsvoraussetzungen und zu einigen weiteren Themen der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit – Rückblick, Status quo und Perspektiven, in: AJP/PJA 1998, 1267 ff. (zit. P. V. KUNZ, Haftungsvoraussetzungen), 1271 ff. Da sich die Prospekthaftung nach Art. 752 OR auf den unmittelbaren Schaden beschränkt, sind Art. 756 OR bis Art. 758 OR kaum von Bedeutung, vgl. dazu ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 13 zu Art. 752; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 91, 103; A. ROHR (FN 5), 221; H. BÄRTSCHI (FN 7), 211. Zu Art. 759 OR siehe beispielsweise BGE 125 III 138 ff.; BGE 122 III 324 ff.; H. BÄRTSCHI (FN 7), 117 ff.; VITO ROBERTO/THOMAS WEGMANN, Prospekthaftung in der Schweiz, in: SZW 2001, 161 ff., 176. Zu Art. 760 OR siehe beispielsweise H. BÄRTSCHI (FN 7), 327 ff.

11 FRANK VISCHER, zu Art. 156 IPRG, in: ANTON HEINI/MAX KELLER/KURT SIEHR/FRANK VISCHER/PAUL VOLKEN (Hrsg.), Kommentar zum Bundesgesetz über das Internationale Pri-

vatrecht (IPRG) vom 1.1.1989, Zürich 1993, N 1 ff. zu Art. 156; ROLF WATTER, zu Art. 156 IPRG, in: HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/ANTON K. SCHNYDER (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Internationales Privatrecht, Basel/Frankfurt am Main 1996 (zit. IPRG-WATTER), N 1 ff. zu Art. 156; umfassend K. M. KONDOROSY (FN 9), 1 ff.

- 12 Von Bedeutung ist insbesondere die strafrechtliche Verantwortlichkeit nach Art. 146 StGB (Betrug), Art. 251 Ziff. 1 StGB (Falschbeurkundung), Art. 161<sup>bis</sup> StGB bzw. Art. 46 BEHG (Kursmanipulation), Art. 152 StGB (Unwahre Angaben über kaufmännische Gewerbe) sowie Art. 81 KR und Art. 82 KR (Sanktionen gemäss Kotierungsreglement). Zur strafrechtlichen Verantwortung vgl. beispielsweise BGE 120 IV 122 ff.; H. BÄRTSCHI (FN 7), 88 ff.; K. M. KONDOROSY (FN 9), 156 ff.; P. BÖCKLI (FN 9), N 1966q ff.
- 13 OR-WATTER (FN 9), N 23 zu Art. 1156; ALFRED ZIEGLER, zu Art. 1156 OR, Berner Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Band VII, 6. Abteilung, Anleihsobligationen, Art. 1156–1186 OR, Bern 1950, N 1 zu Art. 1156; URS BERTSCHINGER, Arbeitsteilung und aktienrechtliche Verantwortlichkeit, Zürich 1999, N 490; H. BÄRTSCHI (FN 7), 69; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 163; HEINRICH HENCKEL VON DONNERSMARCK, Die Kotierung von Effekten, Eine empirische und rechtsvergleichende Untersuchung der Kotierungsbestimmungen und der Kotierungspraxis in der Schweiz, Diss. Freiburg 1996, 172; A. ROHR (FN 5), 213; KARL SCHWEIZER, Notes, Euronotes, NIFs und RUFs als Finanzierungsmittel für Unternehmen; bankenrechtliche Haftungsprobleme, Diss. Zürich 1993, 63; CHRISTOPH VON GREYERZ, Die Aktiengesellschaft, in: WERNER VON STEIGER (Hrsg.), Schweizerisches Privatrecht, Achter Band, Handelsrecht, Zweiter Teilband, Basel/Frankfurt am Main 1982 (zit. CH. VON GREYERZ, SPR VIII/2), 292.
- 14 OR-WATTER (FN 9), N 23 zu Art. 1156; H. BÄRTSCHI (FN 7), 69; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 82 f.
- 15 ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 9 zu Art. 752; BK-ZIEGLER (FN 13), N 1 ff. zu Art. 1156; OR-WATTER (FN 9), N 23 zu Art. 1156, der Art. 752 OR als neuerer Norm den Vorrang geben will; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 82, 125, 138; ALFRED ERB, Der Prospekt und die Prospekthaftung bei Anleihs-Emissionen am schweizerischen Kapitalmarkt, Diss. Basel 1986, 112 f.; A. ROHR (FN 5), 213; DIETER ZOBL/RETO ARPAGAU, Zur Prospekt-Prüfungspflicht der Banken bei Emissionen, in: HANS ULRICH WALDER/TOBIAS JAAG/DIETER ZOBL (Hrsg.), Aspekte des Wirtschaftsrechts, Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1994, Zürich 1994, 195 ff. (zit. D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht), 205; R. ARPAGAU (FN 5), 20 f.; H. BÄRTSCHI (FN 7), 69; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 163; CH. VON GREYERZ, SPR VIII/2 (FN 13), 292. A.M. P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 971 FN 1770, der eine *kumulative* Berufung auf Art. 752 OR und Art. 1156 Abs. 3 OR als zulässig erachtet; für eine *alternative* Anwendung sind H. HENCKEL (FN 13), 173 und K. SCHWEIZER (FN 13), 63.
- 16 BK-ZIEGLER (FN 13), N 1 zu Art. 1156; OR-WATTER (FN 9), N 23 zu Art. 1156; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 82 f.; A. ERB (FN 15), 113; H. BÄRTSCHI (FN 7), 69; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 163; ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 9 zu Art. 752.
- 17 Das Obligationenrecht definiert den Begriff der Emission nicht; ausführlich zum Begriff der Emission vgl. etwa A. ROHR (FN 5), 97 ff.; K. SCHWEIZER (FN 13), 24 f.; A. ERB (FN 15), 5 ff.



## 2.1. Emission

### 2.1.1. Anwendungsfälle von Emissionen und Neuheit der Titel

Eine Ausgabe von Titeln im Sinne von Art. 752 OR erfolgt primär im Rahmen der Gründung einer Kapitalgesellschaft (Art. 629 OR)<sup>18</sup>, bei der Kapitalerhöhung einer Gesellschaft (Art. 650 ff. OR) oder durch Ausgabe von Anleiheobligationen (Art. 1156 OR). Sie kann also *zwecks Beschaffung von Eigen- oder Fremdkapital* erfolgen. Bei diesen drei vom Gesetz geregelten Fällen handelt es sich um die Ausgabe *neuer* im Sinne von *neu begebener und erstmals angebotener Titel*. Deshalb stellt sich die Frage, ob eine solche Neuheit der Titel ein Wesensmerkmal der Emission gemäss Art. 752 OR ist. Dies ist zu verneinen, denn der Bestimmung von Art. 752 OR lässt sich keine Neuheit der Titel im vorgenannten Sinne als Haftungsvoraussetzung entnehmen<sup>19</sup>. In der Lehre wird denn zu Recht die Ansicht vertreten, dass auch die Wiedereinsetzung von vorher aus dem Verkehr genommenen eigenen Aktien (vgl. Art. 659 OR) unter die Prospekthaftung falle, sofern dabei ein Prospekt ausgegeben werde<sup>20</sup>. Weiter sind auch solche Fälle des Going Public dazu zu zählen, bei denen Beteiligungen an bisher privat gehaltenen Gesellschaften an die Börse gebracht und damit einem breiteren Publikum angeboten werden<sup>21</sup>. Indessen sind die Secondary Placements, bei denen ein bisheriger Grossinvestor seine Titel an das Publikum veräussert, nicht als eine die Prospekthaftung begründende Emission zu betrachten<sup>22</sup>. Folglich kann festgehalten werden, dass sämtliche Ausgaben eigener Titel, die auf dem Primärmarkt zwecks Beschaffung von Fremd- oder Eigenkapital platziert werden, unter den Emissionsbegriff fallen. In diesem Sinne ist die *Neuheit* der Titel gemäss den Bestimmungen von Art. 652a Abs. 1 OR und Art. 1156 Abs. 2 OR zu verstehen.

### 2.1.2. Arten der Titel

Der Begriff "Titel" im Sinne von Art. 752 OR umfasst einerseits alle Arten von massenweise emittierten Wertpapieren<sup>23</sup> und andererseits alle Arten von massenweise emittierten Wertrechten<sup>24</sup>. Freilich ist eine physische Verurkundung der Titel nicht vorausgesetzt<sup>25</sup>.

### 2.1.3. Mitwirkung Dritter

Heute wirken bei einer Emission auch regelmässig die Banken oder andere dem Bankengesetz unterstellte Finanzinstitute mit, sei es als Vermittler, als Festübernehmer<sup>26</sup> oder im

Botschaft des Bundesrates an die Bundesversammlung zu einem Gesetzesentwurf über die Revision der Titel XXIV bis XXXIII des Schweizerischen Obligationenrechtes vom 21.2. 1928, BB1 1928 I 224 ff., 227. Soll nach geltendem Recht eine Aktiengesellschaft mit einem grösseren Kreis von "Gründern" ins Leben gerufen werden, wird heute in der Praxis oft eine Gründung mit einem Aktienkapital von Fr. 100000.– vorgenommen und anschliessend eine Kapitalerhöhung durchgeführt.

- 19 A.M. K. SCHWEIZER (FN 13), 24; K. M. KONDOROSY (FN 9), 36; vgl. auch V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 161, wonach die Titel "erstmalig" zu den Anlegern gelangen müssen.
- 20 P. BÖCKLI (FN 9), N 1966f mit dem Hinweis, dass die Prospekthaftung auf den Fall des Aktienrückkaufangebotes, bei welchem Informationen an die Aktionäre gelangen, nicht anwendbar ist; H. BÄRTSCHI (FN 7), 69; OR-WATTER (FN 9), N 5 zu Art. 752; a.M. URS BERTSCHINGER, zu Art. 752 OR, in: JOLANTA KREN KOSTKIEWICZ/URS BERTSCHINGER/PETER BREITSCHMID/IVO SCHWANDER (Hrsg.), OR Handkommentar, Schweizerisches Obligationenrecht, Zürich 2002 (zit. Handkomm-BERTSCHINGER), N 8 zu Art. 752.
- 21 Vgl. R. MÜLLER/L. LIPP/A. PLÜSS (FN 9), 211; ebenso H. HENCKEL (FN 13), 179, jedoch explizit nur im Zusammenhang mit einer Kapitalerhöhung; vgl. auch ROLF WATTER, Die Festübernahme von Aktien, speziell beim "Initial Public Offering", in: ROLAND VON BÜREN (Hrsg.), Aktienrecht 1992–1997: Versuch einer Bilanz. Zum 70. Geburtstag von Rolf Bär, Bern 1998, 387 ff. (zit. R. WATTER, IPO), 399 f. betreffend "ähnliche Geschäftsvorfälle"; a.M. K. M. KONDOROSY (FN 9), 36.
- 22 OR-WATTER (FN 9), N 5 zu Art. 752; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 165; vgl. aber R. WATTER, IPO (FN 21), 400.
- 23 OR-WATTER (FN 9), N 3 zu Art. 752, womit Aktien, Partizipationsscheine, Wandelobligationen, Optionsanleihen und Obligationen inkl. Notes unter den Begriff des Titels i.S.v. Art. 752 OR fallen; P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 972, nach dem auch Genussscheine dazugehören; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 161; F. VISCHER (FN 11), N 11 zu Art. 156; R. WATTER, Prospekt(haft)pfl. (FN 9), 55; THEO GUHL/ALFRED KOLLER/ANTON K. SCHNYDER/JEAN NICOLAS DRUEY, Das Schweizerische Obligationenrecht, 9. A., Zürich 2000, § 72 N 16; ROLAND VON BÜREN/WALTER A. STOFFEL/ANTON K. SCHNYDER/CATHERINE CHRISTEN-WESTENBERG, Aktienrecht, Zürich 2000, N 985.
- 24 OR-WATTER (FN 9), N 3 zu Art. 752; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 161; H. BÄRTSCHI (FN 7), 68 f.; TH. GUHL/A. KOLLER/A. K. SCHNYDER/J. N. DRUEY (FN 23), § 72 N 16; R. MÜLLER/L. LIPP/A. PLÜSS (FN 9), 209; H. HENCKEL (FN 13), 171; K. M. KONDOROSY (FN 9), 150; IPRG-WATTER (FN 11), N 26 zu Art. 156; P. BÖCKLI (FN 9), N 1966d verneint dies bei Derivaten auf Basiswerten anderer Gesellschaften, wie z.B. Stillhalteroptionen.
- 25 TH. GUHL/A. KOLLER/A. K. SCHNYDER/J. N. DRUEY (FN 23), § 72 N 16; U. BERTSCHINGER (FN 13), N 490; Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 3 zu Art. 752.
- 26 ARTHUR MEIER-HAYOZ/HANS CASPAR VON DER CRONE, Wertpapierrecht, 2. A., Bern 2000, § 20 N 74 ff.; D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 196; K. SCHWEIZER (FN 13), 25 ff., der verschiedene Platzierungsarten aufführt; R. WATTER, Prospekt(haft)pfl. (FN 9), 50; PATRICK A. HUSER, Anlegerschutz durch Unternehmenspublizität, Diss. Zürich 1994, 93; DIETER ZOBL/RETO ARPAGAU, Aktuelle Probleme des Primärmarktes – Ein Überblick, in: SZW 1995, 244 ff. (zit. D. ZOBL/R. ARPAGAU, Primärmarkt), 249 f.; P. BÖCKLI (FN 9), N 169a ff., N 1966d FN 43; A. ERB (FN 15),

18 Der in Art. 752 OR enthaltene Verweis auf die Emission im Rahmen der Gründung ist in der Praxis kaum von Bedeutung, da bei der Gründung regelmässig nur wenige Personen teilnehmen. Bei der Sukzessivgründung nach Art. 629 ff. aOR war das anders, da bei einer solchen begriffsmässig nicht sämtliche Aktien von den Gründern, sondern ein Teil davon durch Zeichnung anderer Personen aufgebracht wurden, vgl.

Rahmen des Bookbuilding-Verfahrens<sup>27</sup>. Je nachdem, ob das Platzierungsrisiko beim Emittenten verbleibt oder von einem Dritten übernommen wird, spricht man von *Selbster Fremdemission*<sup>28</sup>. Auch wenn die Festübernahme formell als Privatplatzierung auf dem Primärmarkt und der anschliessende Verkauf der von der Bank gehaltenen Titel formell als öffentliche Platzierung auf dem Sekundärmarkt betrachtet werden können, so ist Letzteres materiell doch als Absatz auf dem Primärmarkt anzusehen, weshalb die Prospekthftung auch in diesem Falle greift<sup>29</sup>.

## 2.2. Emissionsprospekt und ähnliche Mitteilungen

### 2.2.1. Begriff und Form des Prospektes

Art. 752 OR hält ausdrücklich fest, dass neben dem *Prospekt*<sup>30</sup> im eigentlichen Sinn auch *ähnliche Mitteilungen* unter den Prospektbegriff fallen. Strittig ist, was alles unter diesen Begriff fällt. U.E. ist von einem weiten Verständnis des Begriffes "ähnliche Mitteilungen" auszugehen. Es können *sämtliche Informationen des Emittenten (oder einer an der Emission mitwirkenden Person)*<sup>31</sup> an den potentiellen Anleger<sup>32</sup> als ähnliche Mitteilung gelten, *sofern ein Zusammenhang zwischen der Information und der Emission besteht*<sup>33</sup>, *dieser für den potentiellen Anleger ersichtlich ist und sofern diese Information, wie der Prospekt, eine Aufklärungs- oder Werbefunktion hat*<sup>34</sup>. Solche Informationen können u.E. auf einem beliebigen Datenträger in beliebiger Form festgehalten sein<sup>35</sup>. Auch genügt es, wenn die Infor-

- 93 f.; DANIEL STRAZZER, Die Festübernahme bei der Kapitalerhöhung der Aktiengesellschaft, Diss. Zürich 1995, 94 ff.; A. ERB (FN 15), 123; A. ROHR (FN 5), 192; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 57, 89; vgl. D. ZOBL/R. ARPAGAU, Primärmarkt (FN 26), 249 f., die eine gesetzgeberische Lösung fordern; vgl. auch ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 10, N 16 zu Art. 752.
- 30 Das Obligationenrecht kennt keine Legaldefinition des Begriffes "Prospekt". Gemäss A. ERB (FN 15), 58 ff. weist der Prospektbegriff folgende vier Merkmale auf: (1) Schriftliche Ankündigung, (2) wesentliche Angaben über den Emittenten und die zu emittierenden Titel, (3) Informationsabsicht und (4) an eine Mehrheit von Personen gerichtet; vgl. A. ROHR (FN 5), 185 f. Beachte auch CH. A. CAMENZIND (FN 9), 51, wonach es auf die Bezeichnung ("Titelung") des Prospektes nicht ankommt. Im Falle von elektronischen Kapitalmarkttransaktionen muss der Prospekt freilich nicht in Papierform vorliegen, vgl. ROLF H. WEBER, E-Commerce und Recht, Zürich 2001 (zit. R. H. WEBER, E-Commerce), 611.
- 31 Vgl. zum Kreis der Passivlegitimierten hinten 4.1. Sachlegitimation. U.E. keine ähnlichen Mitteilungen sind Informationen von an der Emission nicht beteiligten Dritten wie Ratings oder (journalistische) Fachartikel in Zeitungen oder Zeitschriften.
- 32 Vgl. R. VON BÜREN/W. A. STOFFEL/A. K. SCHNYDER/C. CHRISTEN-WESTENBERG (FN 23), N 988, wonach keine Mitteilung im Sinne von Art. 752 OR vorliegt, wenn sie sich nicht an die Zeichner richtet; vgl. zum potentiellen Anleger hinten 2.2.3. Inhalt und inhaltliche Anforderungen an den Prospekt.
- 33 BGE 112 II 261 E.3.a); P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 973; R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 58; Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 9 zu Art. 752; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 162 FN 6; H. HENCKEL (FN 13), 174 f.; K. SCHWEIZER (FN 13), 63; H. BÄRTSCHI (FN 7), 68; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 87 f.; A. ROHR (FN 5), 220.
- 34 Vgl. dazu hinten 2.2.2. Funktion und Rechtsnatur des Prospektes.
- 35 Vgl. etwa OR-WATTER (FN 9), N 14 zu Art. 752, wonach beispielsweise Kurzprospekte, Inserate in Tageszeitungen, der Börsenprospekt, Werbespots oder Mitteilungen auf einer Website dazugehören; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 162, die auch elektronische Massenpostsendungen darunter subsumieren; Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 9 zu Art. 752, der auch Investment Reports von Finanzanalysten, die im Zusammenhang mit der Emission stehen, dazu zählt; K. J. HOPT (FN 4), N 148, nach dem auch Aufrufe im Fernsehen dazugehören können; TH. GUHL/A. KOLLER/A. K. SCHNYDER/J. N. DRUEY (FN 23), § 72 N 17, wonach es auf den Ort der Präsentation nicht ankommt; ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 9 zu Art. 752, die von einer umfassenden Auslegung des Prospektes bzw. der ähnlichen Mitteilungen ausgehen; H. BÄRTSCHI (FN 7), 68; F. S. JÖRG/O. ARTER (FN 1), 23. Zusätzlich zu diesen Beispielen können unter die Prospekthftung unter den vorgenannten Voraussetzungen u.E. auch Pressemitteilungen, Publikationen des Emittenten in Zeitschriften und Zeitungen, Präsentationen, Geschäftsberichte, Aktionärsbriefe sowie die Zwischenberichte und Halbjahresberichte fallen, vgl. zu Letzteren P. BÖCKLI (FN 9), N 1966g. Selbst individuelle Aussagen gegenüber potentiellen Investoren können unter vorgenannten Voraussetzungen eine ähnliche Mitteilung sein; a.M. OR-WATTER (FN 9), N 14 zur Art. 752; TH. GUHL/A. KOLLER/A. K. SCHNYDER/J. N. DRUEY (FN 23), § 72 N 17; R. VON BÜREN/W. A. STOFFEL/A. K. SCHNYDER/C. CHRISTEN-WESTENBERG (FN 23), N 988; H. BÄRTSCHI (FN 7), 68.

31 f.; PETER R. ISLER, Ausgewählte Aspekte der Kapitalerhöhung, in: AJP/PJA 1992, 726 ff., 727 FN 5; GAUDENZ G. ZINDEL/PETER R. ISLER, zu Art. 650 OR und Art. 652a OR, in: HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/ROLF WATTER (Hrsg.), Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II, Art. 530–1186 OR, 2. A., Basel/Genf/München 2002 (zit. OR-ZINDEL/ISLER), N 16, N 32 zu Art. 650.

27 VALERIO SCHMITZ-ESSER/CARSTEN STOLZ, Was kommt nach dem Bookbuilding?, Entwicklungstendenzen im Going Public schweizerischer Gesellschaften, in: ST 1998, 1039 ff., 1039, 1042; vgl. auch R. WATTER, IPO (FN 21), 390; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 161. Ausführlich zum Bookbuilding CARSTEN STOLZ, Nachfrageorientierte Emissionspolitik mit Bookbuilding, Diss. Freiburg 1998, 1 ff.

28 Ausführlich dazu A. ROHR (FN 5), 101 ff.; weiter etwa DANIEL DAENIKER, Anlegerschutz bei Obligationenanleihen, Diss. Zürich 1992, 35 f.; P. NOBEL (FN 8), § 10 N 209; K. J. HOPT (FN 4), N 23, der anstelle von Selbstemission von Eigenemission oder Direktplatzierung spricht.

29 OR-ZINDEL/ISLER (FN 26), N 3 zu Art. 652a; OR-WATTER (FN 9), N 5 zu Art. 752; P. BÖCKLI (FN 9), N 1966d FN 43; H. BÄRTSCHI (FN 7), 67; Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 7 zu Art. 752; DIETER GERICKE, Die genehmigte Kapitalerhöhung, Eine Untersuchung nach schweizerischem Recht, Diss. Zürich 1996, 305; R. WATTER, IPO (FN 21), 399 f.; R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 51; P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 973a; P. A. HUSER (FN 26),

mationen mündlich mitgeteilt werden<sup>36</sup>. Vorgenannten Voraussetzungen zufolge ist es auch nicht erforderlich, dass bei prospektähnlichen Mitteilungen grundsätzlich ein Hinweis angebracht sein muss, wo Interessenten den vollständigen Prospekt beziehen können<sup>37</sup>. Ebenso wenig sind die Unzumutbarkeit oder die Unmöglichkeit der Überprüfung dieser Informationen durch den Empfänger ein allgemeines Merkmal einer ähnlichen Mitteilung<sup>38</sup>. Dies sind vielmehr Kriterien, welche allenfalls die Verletzung der Verhaltenspflichten, den Kausalzusammenhang und/oder das Selbstverschulden betreffen<sup>39</sup>.

Abzugrenzen ist der Emissionsprospekt grundsätzlich vom *Kotierungsprospekt* (bzw. *Börsenprospekt*), der für die Zulassung eines Wertpapiers zum Handel an der Börse erforderlich ist<sup>40</sup>. In der Praxis wird häufig nur ein Prospekt für die Emission und die Börsenzulassung verwendet, der alsdann auch den Anforderungen des Kotierungsreglements zu genügen hat<sup>41</sup>. In diesen Fällen unterliegen allfällige das Kotierungsreglement betreffende Mängel des Prospektes auch der Prospekthaftung nach Art. 752 OR<sup>42</sup>. Werden zwei verschiedene Prospekte ausgegeben, so kann der Börsenprospekt noch eine ähnliche Mitteilung im Sinne von Art. 752 OR darstellen<sup>43</sup>.

### 2.2.2. Funktion und Rechtsnatur des Prospektes

Beim Prospekt stehen die *Aufklärungsfunktion*<sup>44</sup> sowie die *Werbefunktion*<sup>45</sup> im Vordergrund; er bildet für den potentiellen Anleger die Grundlage für dessen Investitionsentscheid. Zudem kommen dem Prospekt auch eine *gesamtwirtschaftliche Funktion*<sup>46</sup>, da er der Informationsvermittlung auf dem Kapitalmarkt dient<sup>47</sup>, sowie eine *Garantiefunktion*<sup>48</sup> zu. Die

36 ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 9 zu Art. 752, wonach Referate an Versammlungen ebenfalls unter den Prospektbegriff fallen; ebenso R. MÜLLER/L. LIPP/A. PLÜSS (FN 9), 212; P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 975; K. SCHWEIZER (FN 13), 63, wonach auch Auskünfte an Bankschaltern dazugehören können; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 90, gemäss welchem Äusserungen des Verwaltungsratspräsidenten an der Generalversammlung im Zusammenhang mit der Ausgabe von Anleihen unter Art. 752 OR fallen können; A. ROHR (FN 5), 213, wonach sämtliche Äusserungen des Verwaltungsratspräsidenten darunter fallen; K. J. HOPT (FN 4), N 148, N 150; R. VON BÜREN/W. A. STOFFEL/A. K. SCHNYDER/C. CHRISTEN-WESTENBERG (FN 23), N 986; OR-WATTER (FN 9), N 14 zu Art. 752, sofern es sich nicht um individuelle Aussagen gegenüber potentiellen Kunden handelt, sondern z.B. um einen Werbespot in einem elektronischen Medium. A.M. P. BÖCKLI (FN 9), N 1966g, N 1966h, der Schriftlichkeit verlangt und mündliche Aussagen nur sekundär für Interpretationen von Prospektaussagen beachten möchte; Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 9 f. zu Art. 752; A. ROHR (FN 5), 213, wonach betreffend die Bestimmung von Art. 1156 OR nur Schriftlichkeit genügt. *Unentschieden* V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 162, aber mit dem Hinweis, dass mündliche Äusserungen zumindest eine korrigierende und konkretisierende Bedeutung haben.

37 A.M. A. ERB (FN 15), 79; A. ROHR (FN 5), 188; BK-ZIEGLER (FN 13), N 10 zu Art. 1156.

38 A.M. Kantonsgericht St. Gallen vom 19.12.1986, in: SJZ 1989, 50 f.; OR-WATTER (FN 9), N 14 zu Art. 752; H. BÄRTSCHI (FN 7), 68; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 162; TH. GUHL/A. KOLLER/A. K. SCHNYDER/J. N. DRUEY (FN 23), § 72 N 17; R. WATTER, Prospekt(haft)pflcht (FN 9), 50 FN 16.

39 Vgl. dazu hinten 4. Sachlegitimation und Haftungsvoraussetzungen.

40 Der Emissionsprospekt dient dem *Primärmarkt*, der Börsenprospekt in erster Linie dem *Sekundärmarkt*, Einführung zum Kotierungsreglement der Schweizer Börse, Zürich 1999, 3; K. M. KONDOROSY (FN 9), 150 FN 609. Zur Abgrenzung dieser Prospekte vgl. beispielsweise R. ARPAGAU (FN 5), 36 f.; A. ERB (FN 15), 67 ff.; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 162 f.

41 A. MEIER-HAYOZ/H. C. VON DER CRONE (FN 26), § 20 N 91; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 163; K. M. KONDOROSY (FN 9), 112; D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 200, 206 f.; R. ARPAGAU (FN 5), 39; A. ERB (FN 15), 69; A. ROHR (FN 5), 187. Zu den Anforderungen an den Kotierungsprospekt vgl. Art. 35 KR i.V.m. Anhang I KR.

42 BENEDIKT MAURENBRECHER, Die Stellung der Banken in Verantwortlichkeitsprozessen, in: AJP/PJA 1998, 1327 ff., 1343; D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 206 f.; R. WATTER, Prospekt(haft)pflcht (FN 9), 48 FN 1; H. BÄRTSCHI (FN 7), 68, 82 FN 357; K. M. KONDOROSY (FN 9), 155; K. J. HOPT (FN 4), N 82 ff.; A. ERB (FN 15), 92, 124; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 89; A. ROHR (FN 5), 220; P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 973, sofern der Börsenprospekt in unmittelbarem Zusammenhang mit der Emission steht.

43 OR-WATTER (FN 9), N 14 zu Art. 752; a.M. A. ERB (FN 15), 123; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 89. Vgl. auch Art. 38 Abs. 1 Ziff. 1 KR.

44 BGE 120 IV 128 E.4.d)bb); R. WATTER, Prospekt(haft)pflcht (FN 9), 48 f.; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 162; TH. GUHL/A. KOLLER/A. K. SCHNYDER/J. N. DRUEY (FN 23), § 72 N 17; ROLF H. WEBER, Prospekthaftungspflicht in der Praxis, in: SZW 1993, 55 ff. (zit. R. H. WEBER, Prospekthaftungspflicht), 57; P. BÖCKLI (FN 9), N 1966e; D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 201; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 52; P. A. HUSER (FN 26), 85 f. Hierzu gehört auch die Publizitätsfunktion, so A. ERB (FN 15), 66; A. ROHR (FN 5), 185.

45 BGE 120 IV 128 E.4.d)bb); BGE 112 II 260 f. E.3.a); BGE 58 II 153 f. E.2.; R. WATTER, Prospekt(haft)pflcht (FN 9), 48; H. BÄRTSCHI (FN 7), 67; F. VISCHER (FN 11), N 18 f. zu Art. 156; K. M. KONDOROSY (FN 9), 147; D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 201; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 52; A. ERB (FN 15), 65 f.; P. A. HUSER (FN 26), 87, 90; R. ARPAGAU (FN 5), 38; D. STRAZZER (FN 29), 92; J. KÖNDGEN (FN 4), 13; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 166; vgl. aber A. ROHR (FN 5), 184 f. und D. GERICKE (FN 29), 205 FN 912, gemäss denen die Werbefunktion zunehmend in den Hintergrund tritt.

46 R. WATTER, Prospekt(haft)pflcht (FN 9), 49; D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 201; vgl. auch AFG-WEBER (FN 6), N 15 zu Art. 50.

47 A. ROHR (FN 5), 184, gemäss welchem der Prospekt sogar das wichtigste Informationsmittel auf dem Kapitalmarkt ist; R. WATTER, Prospekt(haft)pflcht (FN 9), 48; K. M. KONDOROSY (FN 9), 147; P. A. HUSER (FN 26), 88 mit dem wohl



weiter in der Lehre angeführte *Anlegerschutzfunktion*<sup>49</sup> des Prospektes ist lediglich Ausfluss der Aufklärungs- und der Garantiefunktion. U.E. gelten diese vier Funktionen auch im heutigen Zeitalter des informationsreichen Internets, da der Prospekt für den potentiellen Anleger regelmässig die einzige unmittelbar vom Emittenten stammende Informationsquelle ist.

Bezüglich der Rechtsnatur des Prospektes gilt es festzuhalten, dass er gemäss herrschender Lehre keine verbindliche Vertragsofferte, sondern nur eine *Einladung bzw. ein Angebot zur Offertstellung* ist bzw. beinhaltet<sup>50</sup>.

### 2.2.3. Inhalt und inhaltliche Anforderungen an den Prospekt

Das Gesetz enthält in Art. 652a OR einen *Positivkatalog* mit den erforderlichen *Minimalangaben*<sup>51</sup>. Betreffend die Anforderungen an den Prospektinhalt ist zudem die Umschreibung der Pflichtverletzung<sup>52</sup> in Art. 752 OR zu beachten, woraus sich die Prospektanforderungen *negativ* umschreiben lassen. Da bei einer Börsenkotierung in der Regel nur ein Prospekt publiziert wird, beinhalten die wesentlich weitergehenden *Vorschriften des Kotierungsreglements* faktisch auch die Minimalanforderungen an den Inhalt des Emissionsprospektes<sup>53</sup>. Hier gilt es ferner in Erinnerung zu rufen, dass das Gesetz *keine amtliche Kontrolle* des Prospektinhalts vorsieht<sup>54</sup>.

Umstritten ist, welche *Anforderungen an die Verständlichkeit* der Prospektangaben zu stellen sind. In der Lehre werden die Ansichten vertreten, der Prospekt müsse so formuliert sein, dass er vom unkundigen Anleger<sup>55</sup>, vom Anleger mit gewissen Sachkenntnissen<sup>56</sup>, vom Durchschnittsinvestor<sup>57</sup> oder nur vom berufsmässigen Investor<sup>58</sup> verstanden werde. Auch eine differenzierte Lösung wird vorgeschlagen, nach der die Anforderungen von der Transaktion und dem entsprechenden Zielpublikum abhängen<sup>59</sup>. Dieser letztgenannten Ansicht ist zuzustimmen, da das Zielpublikum des Prospektes in vielen Fällen nicht nur berufsmässige Investoren, sondern auch Einzelanleger sind. U.E. haben sich die Anforderungen an der *potentiellen Anlegerschaft* (z.B. Investmentbanker oder Kleinanleger) auszurichten, innerhalb welcher vom Durchschnittsmenschen mit den entsprechenden Fachkenntnissen und Geschäftserfahrungen auszugehen ist. Hinsichtlich der *Sprache* des Prospektes ist demnach auf die Sprachkenntnisse der potentiellen Anle-

idealistischen Hinweis, der Prospekt diene der gerechten Informationsverteilung.

48 BGE 120 IV 128 E.4.d)bb); R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 49; Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 5 zu Art. 752; so wohl auch U. BERTSCHINGER (FN 13), N 488; vgl. A. ERB (FN 15), 42, 110 und CH. A. CAMENZIND (FN 9), 48, welche die Angaben im Prospekt als "zugesicherte Eigenschaften" im Sinne von Art. 197 Abs. 1 OR betrachten; vgl. auch AFG-WEBER (FN 6), N 16 zu Art. 50; a.M. V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 166.

49 ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 11 zu Art. 752; K. M. KONDOROSY (FN 9), 147; A. ERB (FN 15), 66; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 52 f.; P. A. HUSER (FN 26), 91; A. ROHR (FN 5), 186, 209. Die vier zuletzt genannten Autoren sind der Auffassung, dass der *Prospekt einen wichtigen präventiven Schutz* des Anlegers und die *Prospekthaftung einen repressiven Schutz* bezwecken. Vgl. diesbezüglich auch die Aufgaben des Kapitalmarktrechts hinten 3.5. Prospekthaftung als eigenständige Haftung aus Verletzung von Informationspflichten gegenüber dem Kapitalmarkt?

50 OR-ZINDEL/ISLER (FN 26), N 2 zu Art. 652a; A. MEIER-HAYOZ/H. C. VON DER CRONE (FN 26), § 20 N 90; F. VISCHER (FN 11), N 18 zu Art. 156; PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 52 im Titel zu N 87 ff.; A. ERB (FN 15), 63 f.; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 51; A. ROHR (FN 5), 148, 186; J. KÖNDGEN (FN 4), 16; a.M. D. GERICKE, (FN 29), 205.

51 Verschiedene Autoren weisen darauf hin, dass diese Minimalangaben zu knapp seien, vgl. etwa P. A. HUSER (FN 26), 87, 107, 127 ff., der verlangt, dass auch Informationen über gegenwärtige Geschäftsentwicklungen, bedeutende Unternehmensereignisse, wichtige Investitions- und Expansionsvorhaben sowie Perspektiven der Unternehmensbranche in den Prospekt aufzunehmen seien; zudem verlangt er, dass die Anforderungen an die Informationstiefe des Prospektes mindestens denen des Geschäftsberichtes entsprechen und dass der Inhalt des Prospektes den gesetzlichen Anforderungen an den Börsenprospekt genügt; ROLF WATTER, Investorenschutz im Kapitalmarktrecht, in: AJP/PJA 1997, 269 ff. (zit. R. WATTER, Investorenschutz), 280; P. BÖCKLI (FN 9), N 195; Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG), BBl 1993 I 1369 ff., 1384; IPRG-WATTER (FN 11), N 7 zu Art. 156. Art. 1156 OR verweist auf Art. 652a OR und verlangt zudem die näheren Angaben zu den Anleihen, vgl. dazu beispielsweise BK-ZIEGLER (FN 13), N 18 zu Art. 1156; D. DAENIKER (FN 28), 162 f.; P. A. HUSER (FN 26), 103 f. Bezüglich der *Gestaltung und der Gliederung* des Emissionsprospektes ist der Emittent grundsätzlich frei (Art. 36 KR analog), vgl. dazu A. ERB (FN 15), 81 ff.; A. ROHR (FN 5), 189.

52 Vgl. hinten 4.2. Vertrauensverletzung (Verletzung der Verhaltenspflichten).

53 Vgl. vorne 2.2.1. Begriff und Form des Prospektes.

54 D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 204; D. ZOBL/R. ARPAGAU, Primärmarkt (FN 26), 253; A. ROHR (FN 5), 189 f. Wird der Emissionsprospekt gleichzeitig als Kotierungsprospekt verwendet, so wird er von der Zulassungsstelle immerhin *formell* überprüft, Art. 58 KR i.V.m. Art. 52 Ziff. 1 KR; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 163. Indessen ist eine *materielle* Kontrolle auch in diesem Fall nicht vorgesehen, H. HENCKEL (FN 13), 152 ff.; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 163. Ferner ist darauf hinzuweisen, dass das *Handelsregisteramt*, welchem im Rahmen der Kapitalerhöhung ein Prospekt einzureichen ist (Art. 80 Abs. 1 lit. k HRegV), ebenfalls keine Prüfung des Prospektes vornimmt, sofern keine strukturimmanenten gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen verletzt werden.

55 H.-D. ASSMANN, Prospekthaftung (FN 4), 317.

56 Art. 32 Abs. 1 KR; P. A. HUSER (FN 26), 86; H. BÄRTSCHER (FN 7), 280; vgl. CH. A. CAMENZIND (FN 9), 95, der von "gewissen wirtschaftlichen Kenntnissen" spricht.

57 V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 166; F. S. JÖRG/O. ARTER (FN 1), 23; a.M. A. ROHR (FN 5), 216.

58 D. DAENIKER (FN 28), 164.

gerschaft abzustellen, wobei in der Regel neben den Landessprachen auch Englisch genügen wird<sup>60</sup>.

#### 2.2.4. Veröffentlichung des Prospektes

Nicht geregelt ist der *Zeitpunkt der Veröffentlichung des Prospektes*. Die Veröffentlichung sollte spätestens im Moment des öffentlichen Angebotes erfolgen<sup>61</sup>, vorzugsweise eine der Grösse des Emissionsvorhabens entsprechende und angemessene Zeit zuvor. Eine nach diesem Zeitpunkt erfolgte Veröffentlichung ist u.E. eine verspätete Veröffentlichung und begründet eine Verletzung der Verhaltenspflichten<sup>62</sup>. Bezüglich der *Art der Veröffentlichung* genügt es, dass der Prospekt an den Zeichnungsstellen oder an einer vom Emittenten bezeichneten Stelle eingesehen oder dort bestellt werden kann<sup>63</sup>.

Nicht geregelt ist auch die Frage, wie lange *nach Ausgabe der Titel bzw. Veröffentlichung des Prospektes* noch eine die Prospekthaftung begründende ähnliche Mitteilung gemäss Art. 752 OR gemacht werden kann<sup>64</sup>. Wird ein mangelhafter Prospekt verspätet veröffentlicht, muss die Prospekthaftpflicht greifen können, ansonsten könnte die Prospekthaftung mittels Verspätung widersinnigerweise umgangen werden. Demnach muss auch eine nach diesem Zeitpunkt gemachte mangelhafte ähnliche Mitteilung grundsätzlich die Haftung nach Art. 752 OR auslösen können. Folglich können die ähnlichen Mitteilungen, die konkret einen Zusammenhang mit der Ausgabe der Titel aufweisen bzw. Bezug auf die Emission nehmen, die Prospekthaftung auslösen und zwar unabhängig davon, wie gross die Zeitspanne zwischen Ausgabe der Titel und Bekanntgabe der Mitteilung ist. Denn entscheidend ist einzig der *funktionale und nicht der zeitliche Zusammenhang*<sup>65</sup>. Wie eng der Zusammenhang mit der Emission bzw. der Bezug zur Ausgabe der Titel sein muss, ist im Einzelfall anhand der konkreten Umstände sowie aus der Sicht der potentiellen Anleger-schaft zu bestimmen.

#### 2.2.5. Prospektzwang

Werden neue *Aktien öffentlich* zur Zeichnung angeboten, so besteht die *Pflicht*, einen Prospekt *zu erstellen* (Art. 652a Abs. 1 OR)<sup>66</sup>. Ebenso besteht ein Prospektzwang, wenn *Anleiheobligationen öffentlich* zur Zeichnung aufgelegt oder an der Börse eingeführt werden (Art. 1156 Abs. 1 OR). Auch wenn bei einer Festübernahme formell eine Privatplatzierung vorliegt, besteht eine Pflicht zur Prospekterstellung der Bank für die nachfolgende öffentliche Platzierung. Diese auch im Rahmen der Festübernahmen geltende Prospektpflicht stimmt auch mit der dort greifenden Prospekthaftung überein<sup>67</sup>. Indessen besteht kein Prospektzwang bei massenweise emittierten derivativen Produkten<sup>68</sup>. Keine Prospektpflicht besteht auch auf dem Sekundärmarkt<sup>69</sup> und bei allen nicht öffentlichen Angeboten<sup>70</sup>. Gemäss Obligationenrecht ist jede Einladung zur Zeichnung *öffentlich*, die sich nicht an einen begrenzten Kreis von Personen richtet (Art. 652a Abs. 2 OR). Umstritten ist hier einerseits, ob der Begriff "Öffentlichkeit" auch zahlenmässig ein Minimum bedingt<sup>71</sup>, und andererseits, ob eine sich ausschliesslich an die bisherigen Aktionäre gerichtete Einladung zur Zeich-

nung per se als nicht öffentlich gilt<sup>72</sup>. Schliesslich gilt es an dieser Stelle anzumerken, dass in Fällen, in denen kein Pros-

59 R. WATTER, Prospekt(haft)pflcht (FN 9), 55; A. ROHR (FN 5), 216.

60 Art. 33 Abs. 1 KR analog. Von der Frage nach den inhaltlichen Anforderungen an den Prospekt zu unterscheiden ist die Frage, ob der potentielle Anleger im konkreten Fall den Prospekt auch tatsächlich gelesen hat bzw. gelesen haben muss, damit der Kausalzusammenhang als Haftungsvoraussetzung gegeben ist, vgl. dazu hinten 4.4. Kausalzusammenhang.

61 R. WATTER, Prospekt(haft)pflcht (FN 9), 51; OR-WATTER (FN 9), N 11 zu Art. 1156; P. A. HUSER (FN 26), 96; vgl. auch D. ZOBL/R. ARPAGAU, Primärmarkt (FN 26), 250.

62 Vgl. dazu hinten 4.2. Vertrauensverletzung (Verletzung der Verhaltenspflichten).

63 R. WATTER, Prospekt(haft)pflcht (FN 9), 51; R. H. WEBER, E-Commerce (FN 30), 611, wonach aber eine solche Lokalisierung im elektronischen Kapitalmarktverkehr nicht realisierbar sei.

64 Eine andere Frage ist, wie lange nach der Ausgabe der Titel noch Ansprüche gemäss Art. 752 OR geltend gemacht werden können; hierfür ist Art. 760 OR massgebend.

65 Zum geforderten Zusammenhang vgl. vorne 2.2.1. Begriff und Form des Prospektes.

66 Dasselbe gilt für gemischte Emissionen, vgl. dazu K. SCHWEIZER (FN 13), 35 f.; R. ARPAGAU (FN 5), 30; K. M. KONDOROSY (FN 9), 15; K. J. HOPT (FN 4), N 133.

67 Vgl. dazu vorne 2.1.3. Mitwirkung Dritter.

68 H. HENCKEL (FN 13), 179; P. A. HUSER (FN 26), 84.

69 A. ROHR (FN 5), 187; K. M. KONDOROSY (FN 9), 35.

70 D. DAENIKER (FN 28), 26; A. ERB (FN 15), 23, 74; A. ROHR (FN 5), 119 ff.; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 23; BK-ZIEGLER (FN 13), N 7 vor Art. 1156; P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 968; R. ARPAGAU (FN 5), 28, mit der Begründung, dass hier die vertraglichen Rechtsbehelfe genügend sind; OR-WATTER (FN 9), N 8 zu Art. 1156; K. SCHWEIZER (FN 13), 31; K. M. KONDOROSY (FN 9), 14.

71 U.E. zu Recht *gegen* eine feste Zahl sind OR-ZINDEL/ISLER (FN 26), N 3 zu Art. 652a; FRANCO TAISCH, Das öffentliche Angebot im neuen Aktienrecht, in: WALTER R. SCHLUEP/PETER R. ISLER (Hrsg.), Neues zum Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht, Zum 50. Geburtstag von Peter Forstmoser, Zürich 1993, 263 ff., 274 f., der nicht auf eine quantitative, sondern auf eine qualitative Bestimmtheit des Personenkreises abstellt; MATTHIAS KUSTER, Zum Begriff der Öffentlichkeit und Gewerbmässigkeit im Kapitalmarktrecht (OR, BankG, BEHG und AFG), in: SZW 1997, 10 ff., 12; R. ARPAGAU (FN 5), 31; P. BÖCKLI (FN 9), N 193 und FN 184; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 19; R. H. WEBER, E-Commerce (FN 30), 610; D. GERICKE (FN 29), 206. Für eine feste Zahl sind P. NOBEL (FN 8), § 10 N 183 f., wonach ein Kreis von mindestens 20 Personen angesprochen sein muss; OR-WATTER (FN 9), N 8 zu Art. 1156; vgl. auch Art. 4 BEHV und Art. 3a Abs. 2 BankV. *Unentschieden* V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 165.

72 Keine Öffentlichkeit liegt u.E. nur dann vor, wenn die Aktien tatsächlich ausschliesslich den Aktionären angeboten werden und die Bezugsrechte nicht an Dritte abtretbar sind; so auch D. STRAZZER (FN 29), 97; P. BÖCKLI (FN 9), N 194; D. GE-



pektzwang besteht, jedoch freiwillig ein Prospekt (oder eine ähnliche Mitteilung) erstellt und verwendet wird, die Prospekthaftung ebenfalls greifen kann<sup>73</sup>.

### 3. Rechtsnatur der obligationenrechtlichen Prospekthaftung

Unter diesem Titel wird untersucht, ob die obligationenrechtliche Prospekthaftung deliktsrechtlicher, vertraglicher oder anderer Rechtsnatur ist. Das Resultat dieser Untersuchung hat wichtige praktische Folgen für die Betroffenen und ist demnach nicht rein akademischer Natur. Je nach Rechtsnatur der obligationenrechtlichen Prospekthaftung gestalten sich die Beweislast für das Verschulden, die Verantwortlichkeit der Hilfspersonen<sup>74</sup> sowie der Beweis des Kausalzusammenhanges und die Berechnung des Schadens unterschiedlich<sup>75</sup>.

#### 3.1. Überblick über den Stand der Lehrmeinungen betreffend die Rechtsnatur der obligationenrechtlichen Prospekthaftung

Die Auffassungen zur Rechtsnatur der Prospekthaftung sind *kontrovers*. Gemäss vorherrschender Lehre handelt es sich bei der Prospekthaftung nach Art. 752 OR um eine *deliktsrechtliche Haftung*<sup>76</sup>. Diese Ansicht wird – wenn überhaupt – damit begründet, dass kein Vertragsverhältnis bestehe<sup>77</sup> oder der Kreis der Aktiv- bzw. Passivlegitimierten für eine vertragliche Haftung zu weit sei<sup>78</sup>. Vereinzelt ist auch der Versuch unternommen worden, die Prospekthaftung über eine Fortbildung des *deliktischen Wettbewerbsrechts* darzulegen<sup>79</sup>.

Ein anderer Teil der Lehre geht bei Art. 752 OR von einer *vertraglichen Haftung* aus<sup>80</sup>. Einige bejahen eine vertragliche Haftung wenigstens in den Fällen, in denen der Investor die Aktien bei der an der Festübernahme beteiligten Bank zeichnet und folglich zwischen diesen ein Kaufvertrag geschlossen wird; erweise sich der Emissionsprospekt als fehlerhaft, verletze die Bank den Kaufvertrag, und unter den gegebenen Voraussetzungen könne der Investor zusätzlich die Ansprüche aus Art. 752 OR geltend machen, weshalb sich in dieser Konstellation die Einordnung der Prospekthaftung als Vertragshaftung vertreten lasse<sup>81</sup>. Ferner werden dem Prospekt in der Lehre auch *vorvertragliche Funktionen* zugesprochen<sup>82</sup>, was man als Indiz für eine ver-

8), § 10 N 205; Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 4 zu Art. 752; F. S. JÖRG/O. ARTER (FN 1), 23; R. MÜLLER/L. LIPP/A. PLÜSS (FN 9), 211; P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 974; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 101; R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 48; R. WATTER, Investorenschutz (FN 51), 280; K. SCHWEIZER (FN 13), 72; vgl. auch H. HENCKEL (FN 13), 174, 179.

74 Statt vieler HANS PETER WALTER, Vertrauenshaftung im Umfeld des Vertrages, in: ZBJV 1996, 273 ff. (zit. H. P. WALTER, Vertrauenshaftung im Umfeld des Vertrages), 277; MARTIN MOSER/BERNHARD BERGER, Vertrauenshaftung auch im Bankgeschäft – zur Haftungsgrundlage und zu den Grenzen von Aufklärungspflichten, in: AJP/PJA 1999, 541 ff., 545; MARTIN MOSER, Die Haftung gegenüber vertragsfremden Dritten, Ein Beitrag zur Lehre von der Vertrauenshaftung, gezeigt am Beispiel des Wirtschaftsprüfers, Diss. Bern 1998, 11 f. Die Rechtsnatur der Prospekthaftung ist für den Aspekt der *Verjährung* nicht relevant, weil die Sonderbestimmung Art. 760 OR zur Anwendung gelangt.

75 Vgl. dazu hinten 4.4. Kausalzusammenhang und 4.5. Schaden.

76 P. BÖCKLI (FN 9), N 1966; P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 147; D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 205; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 164; R. MÜLLER/L. LIPP/A. PLÜSS (FN 9), 208; R. VON BÜREN/W. A. STOFFEL/A. K. SCHNYDER/C. CHRISTEN-WESTENBERG (FN 23), N 994; H. BÄRTSCHI (FN 7), 203; K. M. KONDOROSY (FN 9), 152; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 86; A. ROHR (FN 5), 209; R. ARPAGAU (FN 5), 103; FRANÇOIS RAYROUX/JEAN-PAUL AESCHIMANN, Responsabilité des auteurs de prospectus et pratique allemande, in: SZW 1993, 222 ff., 223; A. ERB (FN 15), 111; K. SCHWEIZER (FN 13), 66; ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 1, N 7 zu Art. 752, jedoch mit der Bemerkung, dass die deliktsrechtliche Haftung nicht ohne weiteres überzeugend sei.

77 U. BERTSCHINGER (FN 13), N 18 FN 58 mit dem Beispiel des fehlenden Vertrages zwischen einem an der Emission mitwirkenden Anwalt und einem Anleger; A. ROHR (FN 5), 209 f.

78 A. ERB (FN 15), 111; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 86 FN 24; THOMAS WERLEN, Konzeptionelle Grundlagen des schweizerischen Kapitalmarktrechts, Diss. Zürich 1994, 253 f.; K. SCHWEIZER (FN 13), 66.

79 Vgl. dazu J. KÖNDGEN (FN 4), 12.

80 TH. GUHL/A. KOLLER/A. K. SCHNYDER/J. N. DRUEY (FN 23), § 72 N 6, wonach bei den Verantwortlichkeitstatbeständen aufgrund des Sonderverhältnisses generell das vertragliche Modell näher liege; vgl. auch A. ERB (FN 15), 109, der auf einen alten Entscheid der Zürcher Appellationskammer verweist, wonach es sich bei einer Klage nach Art. 671 aOR um eine vertragliche handle, weil die Handlungen, für welche die betreffenden Personen verantwortlich gemacht werden, besonders umschriebene seien und sich diese Umschreibung nicht einfach an den allgemeinen Deliktsbegriff anlehnen lasse; HEINZ HÄMMERLI, Aspekte des schweizerischen Emissionsgeschäftes, In volkswirtschaftlicher, bankbetriebswirtschaftlicher und juristischer Sicht, Diss. Zürich 1986, 302. Vgl. für das deutsche Recht J. KÖNDGEN (FN 4), 18 ff.

81 U. BERTSCHINGER (FN 13), N 18; H. BÄRTSCHI (FN 7), 203; unklar V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 164, weil nicht deutlich wird, ob sie in diesen Fällen die Rechtsnatur der Prospekthaftung als eine vertragliche qualifizieren oder ob zusätzlich zur Prospekthaftung nach Art. 752 OR eine vertragliche Anspruchsgrundlage hinzutritt.

RICKE (FN 29), 206; a.M. OR-ZINDEL/ISLER (FN 26), N 3 zu Art. 652a.

73 BGE 120 IV 128 E.4.d)bb); OR-WATTER (FN 9), N 4 zu Art. 752 mit dem richtigen Hinweis, dass dies grundsätzlich selbst dann gelte, wenn auf dem entsprechenden Dokument vermerkt sei, es handle sich nicht um einen Prospekt i.S.v. Art. 752 OR; P. BÖCKLI (FN 9), N 1966g; H. BÄRTSCHI (FN 7), 68; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 162; P. NOBEL (FN

tragliche Rechtsnatur der Prospekthaftung deuten könnte. Auch von *quasi-vertraglicher Haftung*<sup>83</sup> oder *culpa in contrahendo*<sup>84</sup> ist im Zusammenhang mit der Prospekthaftung in der Lehre vereinzelt die Rede.

Ein beachtlicher Teil der Lehre vertritt die Ansicht, es handle sich bei der Prospekthaftung weder um eine rein deliktsrechtliche noch um eine vertragliche Rechtsnatur. Diesen Lehrmeinungen zufolge handelt es sich um eine *eigenständige gesetzliche Haftung*<sup>85</sup>, um eine *eigenständige Haftung für Verletzungen von Informationspflichten gegenüber dem Kapitalmarkt*<sup>86</sup> oder um eine *Vertrauenshaftung*<sup>87</sup>. Schliesslich wird vereinzelt sogar eine dem amerikanischen Recht nachgebildete *Erklärungshaftung ohne Verschulden*<sup>88</sup> oder eine *Berufshaftung*<sup>89</sup> vorgeschlagen.

Gemäss KÖNDGEN zeigt diese in Deutschland ebenfalls bestehende Vielzahl an vertretenen Lehren nicht nur, dass "das 'Niemandland' zwischen Vertrag und Delikt immer noch schlecht kartographiert und mit allerlei Wildwuchs bestanden" ist, sondern beweist vor allem auch die Notwendigkeit einer Theorie der Prospekthaftung<sup>90</sup>. Es würde den Rahmen dieses Aufsatzes sprengen, auf all die vorgenannten, in der Lehre diskutierten Ansätze detailliert einzugehen, weshalb nachfolgend nur zu den u.E. wichtigsten Ansichten Stellung genommen wird.

### 3.2. Deliktsrechtliche Natur der Prospekthaftung?

Die Argumentation, es handle sich *mangels eines Vertrages* um keine vertragliche Haftung und damit notwendigerweise um eine deliktsrechtliche<sup>91</sup>, verdient u.E. alleine schon deshalb keine Zustimmung, weil sich die Haftungsarten heute anerkanntermassen nicht in deliktsrechtlichen und vertraglichen erschöpfen. Zu denken ist vor allem an die Vertrauenshaftung als dritte Haftungskategorie zwischen dem Delikts- und Vertragsrecht<sup>92</sup>.

82 R. WATTER, Prospekt(haft)pflcht (FN 9), 48, 52, der dem Prospekt eine "vorvertragliche Aufklärungspflicht" zuweist; vgl. R. H. WEBER, Prospekthaftpflicht (FN 44), 55, 57, der

u.a. von "vorvertraglichem Auskunftsmittel" spricht; vgl. auch P. A. HUSER (FN 26), 89; TH. WERLEN (FN 78), 254, der die Deutung der Prospekthaftung als eine Haftung für die Verletzung vorvertraglicher, kapitalmarktbezogener Verhaltenspflichten als dogmatisch interessant bezeichnet. Vgl. für das deutsche Recht beispielsweise H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Kapitalanlagerecht (FN 4), N 12 zu § 7; H.-D. ASSMANN, Prospekthaftung (FN 4), 225 ff.

83 K. J. HOPT (FN 4), N 98.

84 P. NOBEL (FN 8), § 10 N 133; ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 1 zu Art. 752, welche mit einem Verweis auf einen unveröffentlichten Entscheid des Bundesgerichtes vom 11.6.1968 die culpa in contrahendo verneinen; J. KÖNDGEN (FN 4), 12.

85 U. BERTSCHINGER (FN 13), N 19.

86 OR-WATTER (FN 9), N 2 zu Art. 752; U. BERTSCHINGER (FN 13), N 19; R. WATTER/D. DUBS (FN 7), 1312; K. M.

KONDOROSY (FN 9), 161; R. WATTER, Prospekt(haft)pflcht (FN 9), 55; R. MÜLLER/L. LIPP/A. PLÜSS (FN 9), 208 FN 66 (in welcher Art. 756 OR anstatt Art. 752 OR angegeben ist); Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 4 zu Art. 752; vgl. P. BÖCKLI (FN 9), N 1966, der zwar eine deliktsrechtliche Haftung annimmt, aber gleichzeitig darauf hinweist, dass Art. 752 OR ein klassisches gesellschaftsrechtliches Informationsdelikt sei und offensichtlich eine kapitalmarktrechtliche Dimension habe. A.M. V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 164. Vgl. auch WOLFGANG WIEGAND, Ad hoc-Publizität und Schadenersatz, in: CLAUDE-ALAIN MARGELISCH/CHRISTOPH WINZELER (Hrsg.), Freiheit und Ordnung im Kapitalmarktrecht, Festgabe für Jean-Paul Chapuis, Zürich 1998, 143 ff. (zit. W. WIEGAND, Ad hoc-Publizität), 161, der die Auffassung einer Haftung für die Verletzung von Informationspflichten gegenüber dem Kapitalmarkt als Variante der deliktsrechtlichen Einordnung bezeichnet. Vgl. H.-D. ASSMANN, Prospekthaftung (FN 4), 273, gemäss dem die Prospekthaftung "als Bündel kapitalmarktbezogener Informationsverhaltenspflichten" betrachtet werden kann.

87 W. WIEGAND, Ad hoc-Publizität (FN 86), 162; PETER LOSER, Konkretisierung der Vertrauenshaftung, in: recht 1999, 73 ff. (zit. P. LOSER, Vertrauenshaftung), 88; vgl. auch ROLF H. WEBER, Dome Petroleum und Bankenhaftung, Ein Rechtsgutachten, publiziert vom Tages-Anzeiger, Zürich 1987 (zit. R. H. WEBER, Rechtsgutachten), 16 f. und Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 30 zu Art. 752. In Deutschland wird die bürgerlichrechtliche Prospekthaftung – in der Weiterführung der Grundsätze der culpa in contrahendo – als *Vertrauenshaftung* qualifiziert, CLAUDE-WILHELM CANARIS, Bankvertragsrecht, 2. A., Berlin/New York 1981 (zit. C.-W. CANARIS, Bankvertragsrecht), N 2276 f., H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Kapitalanlagerecht (FN 4), N 20 zu § 7; H.-D. ASSMANN, Prospekthaftung (FN 4), 226 ff.; S. KÜMPEL (FN 4), N 9.342 f., der die bürgerlichrechtliche Prospekthaftung als *kapitalmarktrechtliche Vertrauenshaftung* bezeichnet; K. J. HOPT (FN 4), N 98; F. VAN LOOK (FN 4), N 71; U. EYLES (FN 4), N 3; J. KÖNDGEN (FN 4), 17; H. ROLLER (FN 4), 20 f.

88 Vgl. J. KÖNDGEN (FN 4), 12, 16 f. Kritisch dazu insbesondere F. VAN LOOK (FN 4), N 63 f.

89 H. ROLLER (FN 4), 143 ff. Vgl. zur Berufshaftung im Allgemeinen beispielsweise BERNHARD BERGER, Verhaltenspflichten und Vertrauenshaftung dargestellt anhand der Informationspflicht des Effektenhändlers, Diss. Bern 2000, 55 mit weiteren Literaturhinweisen.

90 J. KÖNDGEN (FN 4), 12.

91 Vgl. dazu vorne 3.1. Überblick über den Stand der Lehrmeinungen betreffend die Rechtsnatur der obligationenrechtlichen Prospekthaftung.

92 BGE 121 III 355 E.6.c); BGE 120 II 335 E.5.a); CLAUDE-WILHELM CANARIS, Schutzgesetze – Verkehrspflichten – Schutzpflichten, in: Festschrift für Karl Larenz zum 80. Geburtstag, hrsg. von CLAUDE-WILHELM CANARIS und UWE DIEDERICHSEN, München 1983, 27 ff. (zit. C.-W. CANARIS, Schutzgesetze), 84, der von einer "dritten Spur" zwischen Delikts- und Vertragshaftung spricht; CLAUDE-WILHELM CANARIS, Die Vertrauenshaftung im deutschen Privatrecht, München 1981 (zit. C.-W. CANARIS, Vertrauenshaftung), 411; EUGEN BUCHER, zu Art. 1 OR, in: HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/WOLFGANG WIEGAND (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, 2. A., Basel/Frankfurt am Main 1996 (zit. OR-BUCHER), N 90 zu Art. 1; PETER GAUCH/WALTER R. SCHLUEP/JÖRG SCHMID/HEINZ

Auch die Begründung, der *Kreis der Aktiv- und Passiv-legitimierten* sei für eine vertragliche Haftung zu weit<sup>93</sup>, ist fragwürdig. Genauso lässt sich das gegenteilige Argument vertreten, der Legitimationskreis sei für eine deliktsrechtliche Verschuldenshaftung zu eng. Denn nur wer im Rahmen einer Emission, bei welcher Prospekte ausgegeben werden, Titel erwirbt bzw. wer an der Erstellung der Prospektes mitwirkt, gehört zum Kreis der Legitimierten<sup>94</sup>. Dieser Kreis geht zwar regelmässig weiter als bei einem zweiseitigen Vertrag<sup>95</sup>, doch ist er im Gegensatz zur deliktsrechtlichen Verschuldenshaftung und in Übereinstimmung mit dem Vertragsrecht begrenzt und erfasst nur diejenigen, die in einem entsprechenden *Vertragsumfeld*<sup>96</sup> sind. Ein solcher weiter, aber dennoch begrenzter Kreis der Legitimierten ist auch typisch für gewöhnliche *Kausalhaftungen*, deren Legitimationskreis durch ein bestimmtes Verhältnis zu einem bestimmten Objekt begrenzt wird und den Bestand einer Sorgfaltspflicht voraussetzt<sup>97</sup>. Derjenige Teil der Lehre, der eine deliktsrechtliche Natur der Prospekthaftung mit dem weiten Kreis der Legitimierten begründet, hätte wohl konsequenterweise von einer Kausalhaftung auszugehen. Dem steht der Wortlaut von Art. 752 OR entgegen, der ausdrücklich ein Verschulden verlangt.

Zu beachten gilt es auch, dass dem Emittenten verschiedene Verhaltenspflichten auferlegt werden, wie z.B. die Prospektpflicht gemäss Art. 652a OR und die entsprechende Aktualisierungspflicht<sup>98</sup>. Diese Pflichten des Emittenten stehen – trotz fehlendem gegenseitig übereinstimmendem Konsens bzw. unabhängig vom Parteiwillen – dem Vertrag wesentlich näher als das gegenüber jedermann geschuldete Mass an Sorgfalt, welches für die deliktsrechtliche Haftung typisch ist<sup>99</sup>. Mit anderen Worten: Die Verhaltenspflichten gehen in ihrer Intensität über diejenigen des allgemeinen Deliktsrechtes (sog. "deliktischer Jedermannsschutz"<sup>100</sup>) hinaus<sup>101</sup> und sprechen demnach gegen eine deliktsrechtliche Natur der Prospekthaftung nach Art. 752 OR.

### 3.3. Vertragliche Natur der Prospekthaftung?

Der Emissionsprospekt stellt lediglich eine Einladung zur Offertstellung dar und keine Offerte bzw. Willenserklärung im Sinne von Art. 1 OR<sup>102</sup>. Auch wenn eine Einladung zur Offertstellung für ein vertragliches Umfeld spricht und jemand aufgrund eines Prospektes eine bestimmte Investition tätigt, so ist der entsprechende (Kauf-)Vertrag mit den erforderlichen Willenserklärungen klar von der Einladung zur Offertstellung (Prospekt) abzugrenzen, da Letztere keinen Bindungswillen der Parteien beinhaltet. Freilich kann im Falle einer Festübernahme eine vertragliche Haftung gegenüber dem Verkäufer als Festübernehmer greifen. Grundlage für eine solche vertragliche Haftung ist aber der Kaufvertrag nach Art. 184 ff. OR und nicht Art. 752 OR<sup>103</sup>. Ginge man bei Art. 752 OR von einer rein vertraglichen Haftung aus, würde u.E. dem Konstrukt von fiktiven Verträgen allzu schnell Vorschub geleistet.

Damit die Haftung nach Art. 752 OR greift, ist, dogmatisch betrachtet, der Abschluss eines Vertrages auch gar nicht vorausgesetzt. Unterlässt es jemand, aufgrund falscher An-

gaben im Prospekt bestimmte Titel wie ursprünglich geplant zu kaufen und erweisen sich diese Titel später als sehr erfolgreich, so könnte er einen entgangenen Gewinn als Schaden nach Art. 752 OR geltend machen, obwohl durch den unterlassenen Kauf eben gerade kein Vertrag im Sinne von Art. 1 OR zustande gekommen ist. Demnach kann die obligationenrechtliche Prospekthaftung nicht rein vertraglicher Rechtsnatur sein.

REY, Schweizerisches Obligationenrecht, Allgemeiner Teil, 7. A., Zürich 1998, N 982m; H. P. WALTER, Vertrauenshaftung im Umfeld des Vertrages (FN 74), 294; B. BERGER (FN 89),

74, 83; M. MOSER (FN 74), 119; M. MOSER/B. BERGER (FN 74), 545; P. LOSER, Vertrauenshaftung (FN 87), 77; PETER GAUCH/JUSTIN SWEET, Deliktshaftung für reinen Vermögensschaden, in: PETER FORSTMOSER/HANS GIGER/ANTON HEINI/WALTER R. SCHLUEP (Hrsg.), Festschrift für MAX KELLER zum 65. Geburtstag, Zürich 1989, 117 ff., 125.

93 Vgl. dazu vorne 3.1. Überblick über den Stand der Lehrmeinungen betreffend die Rechtsnatur der obligationenrechtlichen Prospekthaftung.

94 Vgl. dazu hinten 4.1. Sachlegitimation.

95 Es gilt aber zu bedenken, dass einerseits die Prospekthaftung auch greifen kann, wenn lediglich ganz wenige Anleger an der Emission teilhaben; andererseits aber kann auch bei einem Vertrag die Zahl der Vertragschliessenden sehr gross sein, wie etwa im Falle der einfachen Gesellschaft nach Art. 530 ff. OR.

96 Der Begriff "Vertragsumfeld" wurde von H. P. WALTER, Vertrauenshaftung im Umfeld des Vertrages (FN 74), 280 eingeführt. "Das *Vertragsumfeld* ist dadurch gekennzeichnet, dass die darin angebahnten Kontakte zu keinem (gültigen) Vertrag führen, dessen Erfüllung schon hinter sich haben oder Personen miteinbeziehen, die sich am Vertrag nicht beteiligen. Dessen ungeachtet nehmen diese Kontakte Bezug auf einen angestrebten, beendeten oder drittwirksamen Vertrag, treten damit mindestens im sozialen Verständnis aus der *Freiheitssphäre heraus, der nach herkömmlicher Auffassung allein das Deliktsrecht Schranken setzt* (Hervorhebung beigegefügt)."

97 KARL OFTINGER/EMIL W. STARK, Schweizerisches Haftpflichtrecht, Zweiter Band: Besonderer Teil, Erster Teilband, 4. A., Zürich 1987, § 17 N 4 ff.

98 Vgl. dazu hinten 4.2. Vertrauensverletzung (Verletzung der Verhaltenspflichten).

99 H. P. WALTER, Vertrauenshaftung im Umfeld des Vertrages (FN 74), 277 f.

100 M. MOSER (FN 74), 118; vgl. auch CHRISTIAN J. MEIER-SCHATZ, Über die privatrechtliche Haftung für Rat und Anlagerat, in: FRITZ STURM (Hrsg.), *Mélanges Paul Piotet*, Bern 1990, 151 ff. (zit. CH. J. MEIER-SCHATZ, Haftung für Rat und Anlagerat), 156, der von "deliktsrechtliche(r) Restverantwortlichkeit" spricht. Der deliktische Jedermannsschutz entspricht dem allgemeinen Schädigungsverbot (*neminem laedere*).

101 H. P. WALTER, Vertrauenshaftung im Umfeld des Vertrages (FN 74), 280.

102 Vgl. dazu vorne 2.2.2. Funktion und Rechtsnatur des Prospektes.



### 3.4. Prospekthaftung als Vertrauenshaftung?

#### 3.4.1. Gesetzliches Schuldverhältnis und rechtliche Sonderverbindung

Sobald die Parteien ernsthaft miteinander in *rechtsgeschäftlichen Kontakt*<sup>104</sup> treten, entsteht zwischen ihnen eine besondere Situation, welche zu einer wechselseitigen Loyalität verpflichtet<sup>105</sup>, die über die Beachtung eines gegenüber jedermann geschuldeten sittlichen Minimums (so im Deliktsrecht) hinausgeht<sup>106</sup>. Bei diesen *Loyalitäts- bzw. Verhaltenspflichten* handelt es sich um ein Bündel von Pflichten, die in erster Linie vor Schäden schützen wollen, die durch die Aufnahme rechtsgeschäftlicher Beziehungen möglich werden<sup>107</sup>. Darunter werden beispielsweise Treue-, Sorgfalts-, Aufklärungs-, Informations- und Warnpflichten verstanden<sup>108</sup>. Diese Loyalitätspflichten entstehen unabhängig vom Willen der Parteien und sind gesetzlicher Natur<sup>109</sup>. Sie gründen in einer *rechtlichen Sonderverbindung*, welche ein *gesetzliches Schuldverhältnis* darstellt, dessen positivrechtliche Grundlage Art. 2 ZGB ist<sup>110</sup>. Diese rechtliche Sonderverbindung entsteht ungeachtet allfälliger Pflichtverletzungen und unterscheidet sich von den bloss deliktsrechtlich geschützten Situationen durch den Aspekt des *Vertrauensgedankens*<sup>111</sup>. Zudem unterscheidet sich die *bewusst zustande gekommene* rechtliche Sonderverbindung auch wesentlich von der deliktsrechtlichen Konstellation des *zufälligen und ungewollten Zusammenprallens Dritter*<sup>112</sup>.

Der Prospekt ist eine Einladung zur Offertstellung und hat Aufklärungs- und Werbefunktion<sup>113</sup>. Er ist somit ein Mittel zur Anbahnung rechtsgeschäftlicher Beziehungen zwischen dem Emittenten (bzw. dem Ersteller des Prospektes) und dem potentiellen Anleger, die zu einer gewissen Loyalität verpflichten. Die Bestimmungen von Art. 652a OR und Art. 752 OR konkretisieren Art. 2 ZGB, indem sie eine Prospektspflicht zusammen mit den gesetzlichen Anforderungen an den Prospekt beispielhaft als Verhaltenspflichten des Emittenten bzw. des Prospektverantwortlichen normieren. Mit dem Prospekt werden dem potentiellen Anleger Informationen und Auskünfte über die Gesellschaft vermittelt, die ihn dazu bewegen sollen, sich durch die Zeichnung der Aktien oder anderer Titel vermögens- und mitwirkungsrechtlich an der emittierenden Gesellschaft zu beteiligen. Der bei der rechtlichen Sonderverbindung erforderliche rechtsgeschäftliche Bezug lässt sich in dieser Konstellation nicht von der Hand weisen. Auch kommt die rechtliche Sonderverbindung zwischen dem Emittenten und dem poten-

verbindung etwa C.-W. CANARIS, Schutzgesetze (FN 92), 107; H. P. WALTER, Vertrauenshaftung im Umfeld des Vertrages (FN 74), 294; WOLFGANG WIEGAND, Von der Obligation zum Schuldverhältnis, in: recht 1997, 85 ff. (zit. W. WIEGAND, Schuldverhältnis), 87; M. MOSER (FN 74), 165 ff.; B. BERGER (FN 89), 78; a.M. MARIE V. FISCHER, Die Ad hoc-Publizität nach Art. 72 Kotierungsreglement unter besonderer Berücksichtigung der Haftungsfrage, Diss. Bern 1999, 167 mit Verweis auf die deutsche Literatur.

105 W. WIEGAND, Schuldverhältnis (FN 104), 89; B. BERGER (FN 89), 75; M. MOSER/B. BERGER (FN 74), 545.

106 HANS MERZ, zu Art. 2 ZGB, Berner Kommentar zum Schweizerischen Zivilrecht, Band I, Einleitung und Personenrecht, Art. 1–10 ZGB, Bern 1962, N 34 zu Art. 2; H. P. WALTER, Vertrauenshaftung im Umfeld des Vertrages (FN 74), 277 f., 290; M. MOSER/B. BERGER (FN 74), 544; MARTIN TAUFER, Allgemeine Bemerkungen über die Ad-hoc-Publizitätsvorschrift nach Artikel 72 des Kotierungsreglements der Schweizer Börse (SWX), in: AJP/PJA 2000, 1120 ff., 1130.

107 B. BERGER (FN 89), 66. Vgl. zu Verhaltenspflichten grundlegend WOLFGANG WIEGAND, Die Verhaltenspflichten – Ein Beitrag zur juristischen Zeitgeschichte, in: MICHAEL STOLLEIS/MONIKA FROMMEL/JOACHIM RÜCKERT/RAINER SCHRÖDER/KURT SEELMANN/WOLFGANG WIEGAND (Hrsg.), Die Bedeutung der Wörter, Studien zur europäischen Rechtsgeschichte, Festschrift für Sten Gagnér zum 70. Geburtstag, München 1991, 547 ff.; W. WIEGAND, Schuldverhältnis (FN 104), 87 ff.; H. P. WALTER, Vertrauenshaftung im Umfeld des Vertrages (FN 74), 273 ff.; M. MOSER (FN 74), 97 ff.; B. BERGER (FN 89), 61 ff.; M. MOSER/B. BERGER (FN 74), 544 ff.

108 WOLFGANG WIEGAND, zu Einleitung zu Artikel 97–109 OR und Art. 97 OR, in: HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/WOLFGANG WIEGAND (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, 2. A., Basel/Frankfurt am Main 1996 (zit. OR-WIEGAND), N 6 zu Einl. zu Art. 97–109, N 34 zu Art. 97; BK-MERZ (FN 106), N 265 ff. zu Art. 2 ZGB; B. BERGER (FN 89), 6 f., 67; M. MOSER/B. BERGER (FN 74), 544.

109 W. WIEGAND, Schuldverhältnis (FN 104), 89; M. MOSER (FN 74), 101 f.; B. BERGER (FN 89), 75; M. MOSER/B. BERGER (FN 74), 545.

110 ERNST A. KRAMER, zu Allgemeine Einleitung in das schweizerische OR, Berner Kommentar zum schweizerischen Zivilgesetzbuch, Das Obligationenrecht, Band VI, 1. Abteilung, Allgemeine Bestimmungen, 1. Teilband, 1. Lieferung, Allgemeine Einführung in das schweizerische Obligationenrecht und Kommentar zu Art. 1 und 2 OR, Bern 1980, N 142 ff. zu Allg. Einl. OR; OR-WIEGAND (FN 108), N 35 zu Art. 97; W. WIEGAND, Schuldverhältnis (FN 104), 86, 89 mit weiterem Verweis; B. BERGER (FN 89), 75, 78 f.; M. MOSER (FN 74), 110 ff.; M. MOSER/B. BERGER (FN 74), 545; H. P. WALTER, Vertrauenshaftung im Umfeld des Vertrages (FN 74), 279 f. Kritisch zum gesetzlichen Schuldverhältnis äussern sich P. GAUCH/W. R. SCHLUEP/J. SCHMID/H. REY (FN 92), N 982n, N 2619a.

111 B. BERGER (FN 89), 76 ff.; W. WIEGAND, Schuldverhältnis (FN 104), 87; M. MOSER (FN 74), 112.

112 Neustes Urteil des Bundesgerichtes zur Vertrauenshaftung 4C.82/2002 vom 21.6.2002, E.2.2; BK-KRAMER (FN 110), N 141 zu Allg. Einl. OR; H. P. WALTER, Vertrauenshaftung im Umfeld des Vertrages (FN 74), 294; HANS PETER WALTER, Die Vertrauenshaftung: Unkraut oder Blume im Garten des Rechts?, in: ZSR 2001, 79 ff. (zit. H. P. WALTER, Unkraut oder Blume), 96 f.; M. MOSER (FN 74), 110, 112; M. MOSER/

103 Vgl. P. NOBEL (FN 8), § 10 N 189; P. A. HUSER (FN 26), 95. Vgl. dazu vorne 3.1. Überblick über den Stand der Lehrmeinungen betreffend die Rechtsnatur der obligationenrechtlichen Prospekthaftung.

104 Der Begriff der "Teilnahme am rechtsgeschäftlichen Verkehr" wurde von C.-W. CANARIS, Vertrauenshaftung (FN 92), 442 ff., 538 geprägt. Vgl. zum Erfordernis des rechtsgeschäftlichen Verkehrs für die Begründung einer rechtlichen Sonder-

tiellen Anleger aus einem bewussten Verhalten des Emittenten (bzw. des Erstellers des Prospektes) – und nicht nur zufällig – zustande. Dies gilt unabhängig davon, ob der Emittent (bzw. der Ersteller des Prospektes) auch der Verkäufer der Titel ist, da auch vertragsfremde Dritte in die Sonderbeziehung einbezogen werden können<sup>114</sup>. Die rechtliche Sonderverbindung zwischen dem Emittenten (bzw. dem Ersteller des Prospektes) und dem potentiellen Anleger entsteht bereits im Zeitpunkt der Veröffentlichung des Prospektes, also vor Eintritt des schädigenden Ereignisses. Dies steht im Gegensatz zum Deliktsrecht, wonach eine Art "Sonderverbindung" zwischen Schädiger und Geschädigtem im Moment der Rechtsgutverletzung entsteht, denn das Deliktsrecht regelt typischerweise Sachverhalte, in denen sich Schädiger und Geschädigter vor dem Schadensfall als Fremde gegenüberstehen<sup>115</sup>.

### 3.4.2. Vertrauenshaftung

Das Konzept der Loyalitäts- bzw. Verhaltenspflichten steht in engem Zusammenhang mit der *Rechtsfigur der Vertrauenshaftung*<sup>116</sup>, da die Pflichten zum Verhalten nach Treu und Glauben eine rechtliche Sonderverbindung und damit ein bestimmtes Vertrauen der Beteiligten voraussetzen<sup>117</sup>. Die Rechtsfigur der Vertrauenshaftung<sup>118</sup> nimmt heute in der schweizerischen Lehre<sup>119</sup> sowie in der Rechtsprechung<sup>120</sup> eine anerkannte und gefestigte Position ein<sup>121</sup>. Gemäss dem

B. BERGER (FN 74), 545; P. LOSER, Vertrauenshaftung (FN 87), 85.

113 Vgl. dazu vorne 2.2.2. Funktion und Rechtsnatur des Prospektes.

114 BGE 120 II 336 E.5.a); BK-KRAMER (FN 110), N 145 zu Allg. Einl. OR; W. WIEGAND, Schuldverhältnis (FN 104), 89; H. P. WALTER, Vertrauenshaftung im Umfeld des Vertrages (FN 74), 280 ff.; M. MOSER (FN 74), 114, 124; B. BERGER (FN 89), 78; M. MOSER/B. BERGER (FN 74), 546.

115 VITO ROBERTO, Deliktsrechtlicher Schutz des Vermögens, in: AJP/PJA 1999, 511 ff. (zit. V. ROBERTO, Deliktsrechtlicher Schutz), 520.

116 B. BERGER (FN 89), 63; M. MOSER/B. BERGER (FN 74), 544.

117 BK-MERZ (FN 106), N 34 zu Art. 2; B. BERGER (FN 89), 75.

118 Der Begriff der "Vertrauenshaftung" versteht sich als Oberbegriff für alle Tatbestände der Vertrauenshaftung, wie etwa auch die culpa in contrahendo oder die Haftung aus Konzernvertrauen, BK-KRAMER (FN 110), N 151 zu Allg. Einl. OR.

119 BK-KRAMER (FN 110), N 132 ff. zu Allg. Einl. OR; H. P. WALTER, Vertrauenshaftung im Umfeld des Vertrages (FN 74), 273 ff.; W. WIEGAND, Schuldverhältnis (FN 104), 85 ff.; ANTON K. SCHNYDER, Patronatserklärungen – Haftungsgrundlage für Konzernobergesellschaften?, in: SJZ 1990, 57 ff.; HEINZ REY, Rechtliche Sonderverbindungen und Rechtsfortbildung, in: PETER FORSTMOSER/HANS GIGER/ANTON HEINI/WALTER R. SCHLUEP (Hrsg.), Festschrift für MAX KELLER zum 65. Geburtstag, Zürich 1989, 231 ff.; B. BERGER (FN 89), 38 ff.; M. MOSER (FN 74), 88 ff.; SANDRO ABEGGLEN, Die Aufklärungspflichten in Dienstleistungsbeziehungen, insbesondere im Bankgeschäft, Entwurf eines Systems zu ihrer Konkretisierung, Diss. Bern 1995, 141 ff.; P. LOSER,

Vertrauenshaftung (FN 87), 73 ff.; OR-BUCHER (FN 92), N 89 ff. zu Art. 1; OR-WIEGAND (FN 108), N 11 zu Einl. zu Art. 97–109; P. GAUCH/W. R. SCHLUEP/J. SCHMID/H. REY (FN 92), N 982a ff.; MAX BAUMANN, zu Art. 2 ZGB, Zürcher Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Einleitung, 1. Teilband, Art. 1–7 ZGB, 3. A., Zürich 1998, N 106 ff. zu Art. 2. Grundlegendes Werk über die Vertrauenshaftung ist freilich dasjenige von C.-W. CANARIS, Vertrauenshaftung (FN 92).

120 In der Schweiz anerkannte das Bundesgericht erstmals die Vertrauenshaftung in BGE 120 II 331 ff. (*Swissair-Entscheid*); vgl. dazu die Rezensionen von MARC AMSTUTZ/ROLF WATTER, Konzernhaftung, in: AJP/PJA 1995, 502 ff.; JEAN NICOLAS DRUEY, Konzernrecht, in: SZW 1995, 93 ff.; RAINER GONZENBACH, Senkrechstart oder Bruchlandung? – Unvertraute Vertrauenshaftung aus "Konzernvertrauen", in: recht 1995, 117 ff.; LUKAS HANDSCHIN, Haftung der Mutter für Konzernvertrauen, in: NZZ vom 21.2.1995, 27; WOLFGANG WIEGAND, Vertrauenshaftung; BGE 120 II 331 ("Swissair"), in: ZBJV 1996, 321 ff.; ROLF BÄR, Konzernrecht, in: ZBJV 1996, 454 ff. Die Rechtsprechung zur Vertrauenshaftung wurde seit dem *Swissair-Entscheid* mehrmals höchstrichterlich bestätigt: BGE 121 III 350 ff. = Pra. 85 (1996) Nr. 168 (*Amateur-Ringer-Entscheid*); vgl. dazu PHILIPPE MEIER, Position monopolistique des fédérations sportives; rapport spécial de confiance et de fidélité. CO 41; CC 2, in: AJP/PJA 1995, 1622 ff.; WOLFGANG WIEGAND, Vertrauenshaftung; BGE 121 III 350, in: ZBJV 1997, 114 ff.; BGE 123 III 220 ff.; BGE 124 III 297 ff. (*Motor-Columbus-Entscheid*); vgl. dazu P. LOSER, Vertrauenshaftung (FN 87), 73 ff.; HEINZ HAUSHEER/MANUEL JAUN, Haftung für reine Vermögensschäden, in: ZBJV 1999, 401 ff.; BERNHARD BERGER, Abschied vom Gefahrensatz?, in: recht 1999, 104 ff.; BGE 4C.410/1997 vom 23.6.1998 = Pra. 87 (1998) Nr. 155 (teilweise publiziert) = SJ 1999 I 205 ff.; vgl. dazu CHRISTOPHE LEUENBERGER, Sorgfaltspflichten der Bank in Kreditverhältnissen, in: ZBJV 1998, 578 ff.; M. MOSER/

B. BERGER (FN 74), 541 ff.; BGE 124 III 355 ff.; vgl. dazu P. LOSER, Vertrauenshaftung (FN 87), 73 ff.; BGE 124 III 363 ff.; vgl. dazu P. LOSER, Vertrauenshaftung (FN 87), 73 ff.; BGE 4C.299/1998 vom 7.1.1999 (nicht publiziert) = SJ 2000 I 533 ff.; vgl. dazu CHRISTOPHE LEUENBERGER, Der formungültige Grundstückskauf, in: ZBJV 1999, 173 ff.; WOLFGANG WIEGAND, Formungültigkeit und Vertrauenshaftung – Bemerkungen zu einem bemerkenswerten Urteil des Bundesgerichts, in: recht 1999, 225 ff.; EUGEN BUCHER, Was man aus einem Fall von "Putativ-Vertrauenshaftung" lernen kann, in: recht 2001, 65 ff.; BGE 4C.193/2000 vom 26.9.2001; vgl. dazu EVELINE WYSS/HANS CASPAR VON DER CRONE, Haftung für Auskunfts, in: SZW 2002, 112 ff.; BGE 4C.82/2002 vom 21.6.2002 (erwähnt in NZZ vom 25.7.2002, 13).

121 Freilich gibt es gegenüber der Rechtsfigur bzw. dem Konzept der Vertrauenshaftung auch kritische oder sogar ablehnende Ansichten, vgl. etwa MARKUS WICK, Die Vertrauenshaftung im schweizerischen Recht, Versuch einer kurzen Orientierung nach dem *Swissair-Entscheid*, in: AJP/PJA 1995, 1270 ff.; R. GONZENBACH (FN 120), 124 ff.; INGEBORG SCHWENZER, Schweizerisches Obligationenrecht, Allgemeiner Teil, 2. A., Bern 2000, N 52.03 f.; HEINRICH HONSELL, Schweizerisches Haftpflichtrecht, 3. A., Zürich 2000, § 4 N 22; KRISTINA KUZMIC, Haftung aus "Konzernvertrauen", Die Aussenhaftung des Konzerns im Schweizerischen Privatrecht, Diss. Zürich 1998, 255 f., 261 mit weiteren Hinweisen; CH. J. MEIER-

sehr anschaulichen Leading-Case BGE 120 III 331 ff. (Swissair-Entscheid) muss zur Begründung einer Vertrauenshaftung zwischen Schädiger und Geschädigtem eine (1) *rechtliche Sonderverbindung* bestehen, aus welcher sich auf Treu und Glauben beruhende Schutz- und Aufklärungspflichten ergeben. Durch das Verhalten der einen Partei wird im Rahmen dieser Sonderverbindung bei der anderen ein (2) *schutzwürdiges Vertrauen erweckt* und in der Folge (3) *durch die Verletzung von Treu und Glauben enttäuscht*. Der vertrauenden Partei entsteht durch dieses gegen Treu und Glauben verstossende Verhalten (4) *ein Schaden*, welcher (5) *adäquat kausal* durch das Vertrauen gründende Verhalten verursacht worden ist, wofür die schädigende Partei (6) *verantwortlich* ist.

Dem Prospekt kommt vor allem Aufklärungs- und Werbefunktion gegenüber den potentiellen Anlegern und allenfalls sogar Garantiefunktion zu<sup>122</sup>. Der Anleger verlässt sich auf die Angaben im Prospekt, er vertraut auf deren Richtigkeit<sup>123</sup>, er vertraut dem Prospektverantwortlichen und trifft anhand dieser Informationen seinen Investitionsentscheid. Dieses Vertrauen gehört ebenfalls zu den von Art. 752 OR geschützten Rechtsgütern<sup>124</sup>. Der potentielle Anleger kann vom Emittenten bzw. Prospektverantwortlichen regelmässig keine weiteren wesentlichen Informationen über die zu emittierenden Titel erlangen. Damit sowie mit dem vorgeannten rechtsgeschäftlichen Bezug steht der Emittent (bzw. der Prospektverantwortliche) mit dem potentiellen Anleger, bei welchem er wirbt und welchen er zu einem Angebot für eine Investition einlädt, in einer *Sonderverbindung* und einem *Vertrauensverhältnis*<sup>125</sup>. Folglich ist der Schutzbedarf des Anlegers für den Emittenten objektiv erkennbar<sup>126</sup>, und es ist von einem *erweckten Vertrauen* zwischen dem Emittenten und dem potentiellen Investor auszugehen. Das Bundesgericht hat ausdrücklich festgehalten, dass Werbeaussagen berechnete Erwartungen wecken und damit haftungsrechtliche Bedeutung erlangen können<sup>127</sup>. Der unter anderem auch als Werbe- und Aufklärungsmittel dienende Prospekt vermag solche berechtigten Erwartungen bzw. das schutzwürdige Vertrauen zu erwecken. Sind nun die Prospektangaben, auf deren Richtigkeit der Käufer sich verlassen hat und kraft welcher er seinen Investitionsentscheid getroffen hat, mangelhaft, so ist darin eine *Enttäuschung des erweckten Vertrauens* zu erblicken. Wird beispielsweise die Aktualisierungspflicht verletzt oder werden leichtfertig Prognosen und Werturteile oder täuschende Informationen verbreitet<sup>128</sup>, führt diese Verletzung der Verhaltenspflichten zur Vertrauenshaftung, da das berechnete Vertrauen des Anlegers enttäuscht wurde<sup>129</sup>.

### 3.5. Prospekthaftung als eigenständige Haftung aus Verletzung von Informationspflichten gegenüber dem Kapitalmarkt?

Eine Verletzung von Informationspflichten gegenüber dem Kapitalmarkt ist durchaus gegeben, wenn der für die Emission vorgesehene Prospekt mangelhaft ist<sup>130</sup>. Damit ist aber noch nichts über die Rechtsnatur von Art. 752 OR gesagt.

Bei genauerer Betrachtung entpuppt sich die Prospekthaftung aber gerade auch aus *kapitalmarktrechtlichen Überlegungen* heraus als eine Vertrauenshaftung. *Aufgaben des Kapitalmarktrechts*<sup>131</sup>, zu dem auch Art. 752 OR gehört, sind der Anleger- und Funktionenschutz<sup>132</sup>. "Der Funktionenschutz ist eine weitere Ausprägung des Vertrauensschutzes (...). Dieses Vertrauen ist unter dem Aspekt von Treu und Glauben im Geschäftsverkehr schutzwürdig."<sup>133</sup> Im Falle von öffentlichen Angeboten verpflichtet das Gesetz den Emittenten, die Anleger und den Kapitalmarkt mit Informa-

SCHATZ, Haftung für Rat und Anlagerat (FN 100), 158; CORINNE WIDMER, Vertrauenshaftung – Von der Gefährlichkeit des Überflüssigen, in: ZSR 2001, 101 ff., 101; V. ROBERTO, Deliktsrechtlicher Schutz (FN 115), 517 f.; VITO ROBERTO, Haftung für Dienstleistungen gegenüber vertragsfremden

Dritten, in: CHRISTIAN J. MEIER-SCHATZ/RAINER J. SCHWEIZER (Hrsg.), Recht und Internationalisierung, Festgabe gewidmet dem Schweizerischen Juristenverein anlässlich des Juristentags 2000 in St. Gallen durch die Juristische Abteilung der Universität St. Gallen, Zürich 2000, 137 ff., 151.

122 Vgl. dazu vorne 2.2.2. Funktion und Rechtsnatur des Prospektes.

123 P. A. HUSER (FN 26), 86, 102, 129 f.; K. M. KONDOROSY (FN 9), 242; S. ABEGGLEN (FN 119), 24 FN 127; Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG), BBl 1993 I 1369 ff., 1383, die besagt, der "Anleger ist im Emissionsmarkt (...) ebenso auf Treu und Glauben angewiesen wie an der Börse"; vgl. auch BGE 112 II 176 E.2.a); K. SCHWEIZER (FN 13), 64; W. WIEGAND, Ad hoc-Publizität (FN 86), 163, wonach die Vertrauensinvestition der eigentliche Kern der Theorie der Vertrauenshaftung ist.

124 P. BÖCKLI (FN 9), N 1966; R. WATTER/D. DUBS (FN 7), 1312.

125 A.M. K. M. KONDOROSY (FN 9), 153, die ein Vertrauensverhältnis zwischen dem Anleger und dem Emittenten verneint.

126 H. P. WALTER, Vertrauenshaftung im Umfeld des Vertrages (FN 74), 294.

127 BGE 120 II 334 E.2.

128 Vgl. dazu hinten 4.2. Vertrauensverletzung (Verletzung der Verhaltenspflichten).

129 B. BERGER (FN 89), 75; M. MOSER (FN 74), 116 f.; M. MOSER/B. BERGER (FN 74), 544 f.; OR-WIEGAND (FN 108), N 13 zu Einl. zu Art. 97–109.

130 Vgl. W. WIEGAND, Ad hoc-Publizität (FN 86), 160 mit Verweis auf H.-D. ASSMANN, Prospekthaftung (FN 4), 252 ff., wonach die Prospektspflicht eine *kapitalmarktbezogene Informationspflicht* ist.

131 Zum Begriff des Kapitalmarktrechts siehe beispielsweise TH. WERLEN (FN 78), 22 ff.; P. NOBEL (FN 8), § 1 N 32 ff., N 110 ff.; D. ZOBL/R. ARPAGAUS, Primärmarkt (FN 26), 245 f.

132 CHRISTIAN J. MEIER-SCHATZ, Wirtschaftsrecht und Unternehmenspublizität, Habil. Zürich 1989, 75, 119 ff.; A. ROHR (FN 5), 26 ff.; P. A. HUSER (FN 26), 8 ff.; D. DAENIKER (FN 28), 12 f., 16 ff.; Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG), BBl 1993 I 1369 ff., 1381 f.; ausdrücklich unter Bezugnahme auf Art. 752 OR D. ZOBL/R. ARPAGAUS, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 206 und R. H. WEBER, Rechtsgutachten (FN 87), 5 ff. Freilich ist strittig, ob das Kapitalmarktrecht



tionen entsprechend zu versorgen<sup>134</sup>. Denn die *Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes* setzt neben der *operationellen* und der *allokativen Effizienz* die *institutionelle Effizienz* voraus<sup>135</sup>. Die *institutionelle Effizienz* versucht die allgemeinen, organisatorischen und technischen Funktionsvoraussetzungen zu sichern sowie das Vertrauen der Investoren in die Stabilität und Integrität des Marktes zu erhalten und zu stärken<sup>136</sup>. Somit bilden u.a. richtige und vollständige Information sowie das entsprechende Vertrauen der Investoren die Voraussetzung dafür, dass der Kapitalmarkt funktioniert. Oder in anderen Worten: Ohne Informationen und ohne Vertrauen der potentiellen Investoren in die Informationen auf dem Kapitalmarkt kann ein Kapitalmarkt nicht existieren. Verletzt ein Teilnehmer des Kapitalmarktes dieses schutzwürdige Vertrauen, so soll er dafür auch nach den Grundsätzen der Vertrauenshaftung belangt werden können.

### 3.6. Ergebnis

Aufgrund der Ausführungen unter dem dritten Titel lässt sich die obligationenrechtliche Prospekthftung nach der hier vertretenen Auffassung als positivrechtlich normierte, kapitalmarktrechtliche Vertrauenshaftung qualifizieren<sup>137</sup>.

## 4. Sachlegitimation und Haftungsvoraussetzungen

Bei der obligationenrechtlichen Prospekthftung müssen neben der *Sachlegitimation* die Haftungsvoraussetzungen, *Vertrauensverletzung*<sup>138</sup>, *Verschulden*, *Kausalzusammenhang* und *Schaden* erfüllt sein, damit erfolgreich Schadenersatz geltend gemacht werden kann. Die für eine Vertrauenshaftung vorausgesetzte *Sonderverbindung* und *Vertrauenserkennung* wurden bereits unter dem Titel "3.4. Prospekthftung als Vertrauenshaftung?" bejaht. Da es sich u.E. bei der Prospekthftung um eine kapitalmarktrechtliche Vertrauenshaftung handelt, unterstehen die Haftungsvoraussetzungen grundsätzlich den Regeln des Vertragsrechtes<sup>139</sup>. Nachfolgend wird auf die Sachlegitimation und die Haftungsvoraussetzungen eingegangen.

### 4.1. Sachlegitimation

Der Kreis der Aktiv- und Passivlegitimierten ist generell weit zu ziehen<sup>140</sup>. *Aktivlegitimiert* sind die Erwerber auf dem Primärmarkt (die Zeichner) und gegebenenfalls auch diejenigen auf dem Sekundärmarkt (die späteren Käufer)<sup>141</sup>. Klageberechtigt ist auch derjenige, der seine Titel bereits veräußert hat<sup>142</sup>. Das gleiche gilt für denjenigen, der die Titel unentgeltlich (z.B. durch Schenkung oder Erbschaft)<sup>143</sup> oder zu fiduziarischen Zwecken<sup>144</sup> erworben hat. Ebenso

sowohl den Anleger- als auch den Funktionsschutz des Kapitalmarktes zum Regelungsziel hat, vgl. dazu etwa TH. WERLEN (FN 78), 29 ff. mit vielen Hinweisen.

133 Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG), BBl 1993 I 1369 ff., 1382.

134 Art. 652a Abs. 2 OR; vgl. dazu vorne 2.2.2. Funktion und Rechtsnatur des Prospektes.

135 TH. WERLEN (FN 78), 13 ff.; P. A. HUSER (FN 26), 11 f.; H.-D. ASSMANN, Prospekthftung (FN 4), 24 ff. Die *operationelle Effizienz* strebt die Minimierung von Transaktionshindernissen an, insbesondere die Reduktion der Kosten; die *allokative Effizienz* soll die Transformationsfunktion des Kapitalmarktes garantieren und gewährleisten, dass Kapital dorthin fließt, wo es am dringendsten benötigt wird, vgl. statt vieler TH. WERLEN (FN 78), 14 ff.

136 TH. WERLEN (FN 78), 14; P. A. HUSER (FN 26), 12.

137 Ebenso geht ein Teil der Lehre bei der kapitalmarktrechtlichen Bestimmung von Art. 72 KR (*Ad hoc-Publizität*) von einer *Vertrauenshaftung* aus, W. WIEGAND, *Ad hoc-Publizität* (FN 86), 162 f.; P. NOBEL (FN 8), § 10 N 153; M. v. FISCHER (FN 104), 162; a.M. M. TAUFER (FN 106), 1131 f.; wohl auch PETER CH. HSU, *Ad hoc-Publizität, Bekanntgabe von kursrelevanten Tatsachen – ein Mindeststandard kapitalmarktgerechter Unternehmenspublizität*, Diss. Zürich 2000, 284 f. Vgl. ferner B. BERGER (FN 89), 109, der in Art. 11 BEHG eine positivrechtliche Normierung der *Vertrauenshaftung* sieht.

138 Da die herrschende Lehre bei Art. 752 OR von einer deliktsrechtlichen Haftung ausgeht, spricht sie von *Widerrechtlichkeit*.

139 Neustes Urteil des Bundesgerichtes zur Vertrauenshaftung 4C.82/2002 vom 21.6.2002, E.2.5; BK-KRAMER (FN 110), N 141 zu Allg. Einl. OR; W. WIEGAND, *Schuldverhältnis* (FN 104), 93; H. P. WALTER, *Vertrauenshaftung im Umfeld des Vertrages* (FN 74), 295; M. MOSER (FN 74), 117 ff., 193 ff.; OR-WIEGAND (FN 108), N 13 zu Einl. zu Art. 97–109; B. BERGER (FN 89), 83 ff.; M. TAUFER (FN 106), 1130; M. MOSER/B. BERGER (FN 74), 545; P. GAUCH/W. R. SCHLUEP/J. SCHMID/H. REY (FN 92), N 982m; a.M. ZK-BAUMANN (FN 119), N 127, N 131, N 181 ff. zu Art. 2; *differenzierend* H. HAUSHEER/M. JAUN (FN 120), 409 ff.; H. P. WALTER, *Unkraut oder Blume* (FN 112), 99.

140 P. BÖCKLI (FN 9), N 1966c; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 172.

141 Ebenso BGE vom 2.8.1996, in: SJ 1997, 112; BGE 112 II 261 E.3.a); ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 17 zu Art. 752 mit dem Hinweis, in solchen Fällen sei der Nachweis des Kausalzusammenhanges oft schwer zu erbringen; P. BÖCKLI (FN 9), N 1966c; OR-WATTER (FN 9), N 6 zu Art. 752; P. NOBEL (FN 8), § 10 N 193; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 172 f.; Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 15 zu Art. 752; BK-ZIEGLER (FN 13), N 24 zu Art. 1156; R. MÜLLER/L. LIPP/A. PLÜSS (FN 9), 215; H. BÄRTSCHI (FN 7), 144; TH. GUHL/A. KOLLER/A. K. SCHNYDER/J. N. DRUEY (FN 23), § 72 N 15; P. FORSTMOSER/A. MEIER-HAYOZ/P. NOBEL (FN 50), § 37 N 80; R. VON BÜREN/W. A. STOFFEL/A. K. SCHNYDER/C. CHRISTEN-WESTENBERG (FN 23), N 996; P. FORSTMOSER, *Verantwortlichkeit* (FN 9), N 988 f.; U. BERTSCHINGER (FN 13), N 499; A. ROHR (FN 5), 226 f.; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 118 ff.; K. J. HOPT (FN 4), N 143 f.; R. WATTER, *Prospekt(haft)pflcht* (FN 9), 57; A. ERB (FN 15), 151 ff.; K. M. KONDOROSY (FN 9), 151; TH. WERLEN (FN 78), 253.

142 P. BÖCKLI (FN 9), N 1966c; OR-WATTER (FN 9), N 7 zu Art. 752; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 173; H. BÄRTSCHI (FN 7), 144; R. WATTER, *Prospekt(haft)pflcht* (FN 9), 57.

aktivlegitimiert ist derjenige, der die Nutzniessung an den Titeln hat, nicht jedoch der Pfandgläubiger. Umstritten ist, inwieweit die Gläubigergemeinschaft nach Art. 1164 OR aktivlegitimiert ist<sup>145</sup>. Nicht klageberechtigt sind die Gesellschaft oder andere Gläubiger als die Obligationäre<sup>146</sup>.

Passivlegitimiert sind gemäss Art. 752 OR alle Personen, die bei der Erstellung oder Verbreitung des mangelhaften Prospektes (oder der ähnlichen Mitteilung) mitgewirkt haben<sup>147</sup>. Massgebend ist, dass die mitwirkende Person in der Lage war, den Mangel im Prospekt zu verhindern bzw. eine Korrektur des Prospektes anzuordnen (*Erfordernis der Einflussmöglichkeit*)<sup>148</sup>. Nur in diesem Sinne kann dem in der Lehre oft genannten Postulat der wesentlichen Mitwirkung<sup>149</sup> zugestimmt werden, weil die Wesentlichkeit in diesem Zusammenhang keine Frage der Legitimation, sondern der Kausalität und des Verschuldens ist. Grundsätzlich nicht massgebend ist die wirtschaftliche und berufliche Stellung der handelnden Person<sup>150</sup>. De facto werden es jedoch regelmässig Personen in verantwortlicher Stellung sein, da sonst das Erfordernis der Einflussmöglichkeit nicht gegeben ist. Die Mitwirkung kann in unmittelbarer oder mittelbarer Form erfolgen und beliebiger Natur sein<sup>151</sup>. Gemäss Wortlaut von Art. 752 OR sind auch diejenigen Personen passivlegitimiert, die bei der Verbreitung des mangelhaften Prospektes mitgewirkt haben, wobei der Begriff der Verbreitung sehr eng zu fassen ist. Schliesslich ist passivlegitimiert, wer trotz Prospektzwang keinen Prospekt erstellt hat<sup>152</sup>.

## 4.2. Vertrauensverletzung (Verletzung der Verhaltenspflichten)

Die Vertrauensverletzung wird gemäss Art. 752 OR dadurch begründet, dass jemand *unrichtige, irreführende oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben* in den Prospekten (oder in ähnlichen Mitteilungen) macht oder solche Angaben verbreitet<sup>153</sup>. Voraussetzung ist zudem, dass es sich um ins Gewicht fallende Fehler im direkten Zusammenhang mit der Emission handelt (sog. *Wesentlichkeitsprinzip*)<sup>154</sup>. Zu beachten gilt es auch, dass der Prospekt nur dann mangelhaft ist, wenn er unter Betrachtung aller

zierend D. DAENIKER (FN 28), 103 ff. mit Hinweisen auf Urteilsbesprechungen zu BGE 113 II 283 ff.

- 146 P. FORSTMOSER/A. MEIER-HAYOZ/P. NOBEL (FN 50), § 37 N 81; ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 13 zu Art. 752; P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 990, N 994; H. BÄRTSCHI (FN 7), 144 f.; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 120.
- 147 OR-WATTER (FN 9), N 10 zu Art. 752, der dazu zu Recht etwa Organe, Angestellte, Anwälte und andere Berater des Emittenten, aber auch die Revisionsstelle und die federführende Emissionsbank zählt; ausführlich zu den möglichen Beklagten vgl. V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 173 f.; U. BERTSCHINGER (FN 13), N 496 ff. und Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 18 ff. zu Art. 752, wonach u.U. auch die Mitglieder der Börsenzulassungsstelle der SWX Swiss Exchange der Prospekthaftung unterliegen können; P. BÖCKLI (FN 9), N 1966a; P. FORSTMOSER/A. MEIER-HAYOZ/P. NOBEL (FN 50), § 37 N 72 ff. mit dem Hinweis, es sei umstritten, ob Urkundspersonen und Zeichnungsstellen passivlegitimiert seien; P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 985, gemäss welchem auch der nur fiduziarisch tätig gewordene Unterzeichner eines Prospektes passivlegitimiert ist; U. BERTSCHINGER (FN 13), N 492 und Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 18 zu Art. 752, wonach auch Ratingagenturen, deren Bewertungen im Prospekt genannt sind, dazugehören können; H. BÄRTSCHI (FN 7), 114 f.; ferner P. NOBEL (FN 8), § 10 N 193; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 115 ff.; H. HENCKEL (FN 13), 175 ff.; R. ARPAGAU (FN 5), 104.
- 148 BK-ZIEGLER (FN 13), N 20 zu Art. 1156; U. BERTSCHINGER (FN 13), N 494; A. ERB (FN 15), 150; A. ROHR (FN 5), 229; Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 19 zu Art. 752.
- 149 U. BERTSCHINGER (FN 13), N 494 f.; R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 57; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 173 f.; A. ROHR (FN 5), 229; A. ERB (FN 15), 149 f.; BK-ZIEGLER (FN 13), N 20 zu Art. 1156; K. M. KONDOROSY (FN 9), 151; OR-WATTER (FN 9), N 10 zu Art. 752. Vgl. aber TH. GUHL/A. KOLLER/A. K. SCHNYDER/J. N. DRUEY (FN 23), § 72 N 14, wonach Dritte, "die nicht zentral, sondern in der weiteren Handelskette die einschlägigen Informationen generieren oder weiterleiten", passivlegitimiert sind.
- 150 V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 174; vgl. auch P. BÖCKLI (FN 9), N 1966a; ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 18 zu Art. 752; A. ROHR (FN 5), 229.
- 151 R. MÜLLER/L. LIPP/A. PLÜSS (FN 9), 215.
- 152 R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 57. Die Unterlassung der Prospekterstellung trotz Prospektspflicht ist pflichtwidrig, vgl. dazu vorne 4.2. Vertrauensverletzung (Verletzung der Verhaltenspflichten). Zur Prospektspflicht vgl. vorne 2.2.5. Prospektzwang.
- 153 ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 9 zu Art. 752 führen aus, dass das Verbreiten solcher Informationen auch ohne jegliche Mitwirkung an der Erstellung des Prospektes eine widerrechtliche Handlung darstellt, weshalb jedermann, der die Prospekte verbreitet, deren Inhalt im eigenen Interesse sachlich überprüfen sollte; H. BÄRTSCHI (FN 7), 282, wonach beim blossen Prospektvertreiber keine strengen Anforderungen an die Prüfungspflicht zu stellen sind; OR-WATTER (FN 9), N 21 zu Art. 752; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 111; U. BERTSCHINGER (FN 13), N 492.
- 154 CH. A. CAMENZIND (FN 9), 96 mit dem u.E. richtigen Hinweis, dass sich die Frage, ob bestimmte Angaben im Prospekt für den Anleger erhebliche Umstände darstellen, auch bei der Prüfung des adäquaten Kausalzusammenhanges stellt; P. BÖCKLI (FN 9), N 1966i; P. FORSTMOSER/A. MEIER-HAYOZ/P. NOBEL (FN 50), § 37 N 84; P. FORSTMOSER, Verantwort-

143 BK-ZIEGLER (FN 13), N 24 zu Art. 1156; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 173; vgl. auch A. ERB (FN 15), 152.

144 U.E. ist auch der fiduziarische Erwerber aktivlegitimiert, da ihm Dritten gegenüber die volle Berechtigung am Titel zusteht; ob er klagen darf, ist indessen eine Frage des Innenverhältnisses zwischen Fiduziant und Fiduziar. *Unentschieden* V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 173.

145 *Dagegen* sind BGE 113 II 290 f. E.5.b); PETER WIDMER, in: SAG 1988, 76 ff., 79 f.; P. NOBEL (FN 8), § 10 N 193; A. ROHR (FN 5), 228; R. ARPAGAU (FN 5), 104 FN 578; vgl. R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 57 FN 109, der den Entscheider als vertretbar, aber gleichzeitig als bedauerlich bezeichnet. *Dafür* sind OR-WATTER (FN 9), N 9 zu Art. 752; P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 971 und FN 1774; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 121 ff.; *unentschieden* Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 17 zu Art. 752; *differen-*

Angaben – der *Gesamteindruck*<sup>155</sup> ist massgebend – bei den Prospektadressaten unzutreffende Vorstellungen erweckt. Ungeklärt ist, ob und wie weit die Kenntnis allgemein bekannter Tatsachen vorausgesetzt werden darf<sup>156</sup>. U.E. darf davon ausgegangen werden, dass der potentielle Anleger von allgemein bekannten Tatsachen Kenntnis hat. Was als allgemein bekannte Tatsache vorausgesetzt werden darf, ist im Einzelfall aus der Sicht der angesprochenen potentiellen Anleger (z.B. Investmentbanker oder Kleinanleger) zu bestimmen.

*Unrichtig* sind die Angaben dann, wenn sie objektiv nicht den Tatsachen (der Wahrheit) entsprechen<sup>157</sup>; dazu gehören auch wesentliche Druckfehler (z.B. falsche Zahlen).

Als *irreführend* können diejenigen Angaben bezeichnet werden, welche wesentliche Tatsachen oder Umstände verschweigen oder unterdrücken<sup>158</sup> oder die aufgrund eines Mangels an Transparenz den Anleger täuschen<sup>159</sup>. Dazu zählen auch Angaben, die im Prospekt in (sehr) unverständlicher oder unübersichtlicher Weise dargestellt werden<sup>160</sup> oder widersprüchlich sind. Ob auch sprachliche Erschwerungen durch Fachausdrücke oder fremdsprachliche Begriffe zur Unübersichtlichkeit führen können<sup>161</sup>, bestimmt sich wiederum danach, wer potentieller Anleger ist, da dessen Fach- und Sprachwissen unterschiedlich sein kann. Formale und stilistische Mängel können nur dann haftungsbegründend sein, wenn sie einen unzutreffenden Gesamteindruck hervorrufen. Zu beachten ist auch, dass reisserische und allzu übertriebene Werbung bald zur Täuschung des potentiellen Anlegers führen kann, weshalb mit werblichen Übertreibungen Vorsicht geboten ist<sup>162</sup>. Ferner können Angaben, die eine raffinierte Zweideutigkeit enthalten<sup>163</sup> oder die sehr einseitig sind und jeglicher Objektivität entbehren, irreführend sein. In der Praxis kommt weiter der klaren *Risikoauflärung* eine zentrale Bedeutung zu, weshalb auf bestehende Risiken im jeweiligen Sachzusammenhang hingewiesen werden muss und erhöhte Risiken sogar besonders hervorzuheben sind<sup>164</sup>. Fehlen diese besonderen Hinweise auf die

lichkeit (FN 9), N 992; A. ERB (FN 15), 128; K. J. HOPT (FN 4), N 154; A. ROHR (FN 5), 217; D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 207; R. ARPAGAU (FN 5), 108; H. BÄRTSCHI (FN 7), 280; F. S. JÖRG/O. ARTER (FN 1), 23; a.M. V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 165, weil die erheblichen Umstände ein im Rahmen der Kausalität zu prüfender Aspekt sind. Vgl. ferner BGE 112 II 176 E.2.a) (das AFG betreffend). Ebenso bejaht die deutsche Lehre das

Wesentlichkeitsprinzip, vgl. etwa H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Ergänzungsband (FN 4), N 26 zu § 7 (börsengesetzliche Prospekthaftung); H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Kapitalanlagerecht (FN 4), N 66 zu § 7 (allgemein); H.-D. ASSMANN, Prospekthaftung (FN 4), 319 (bürgerlichrechtliche und spezialgesetzliche Prospekthaftung); S. KÜMPEL (FN 4), N 9.298 (börsengesetzliche Prospekthaftung); U. EYLES (FN 4), N 71 (bürgerlichrechtliche Prospekthaftung); W. GROSS (FN 4), 204 (börsengesetzliche Prospekthaftung).

155 V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 165 f.; P. A. HUSER (FN 26), 86 FN 742; so vor allem die deutsche Lehre, vgl. statt vieler H.-D. ASSMANN, Prospekthaftung (FN 4), 320 f.

(bürgerlichrechtliche und spezialgesetzliche Prospekthaftung).

156 V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 167; vgl. Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 34 zu Art. 752, wonach "Selbstverständlichkeiten" nicht im Prospekt aufgenommen werden müssen.

157 B. MAURENBRECHER (FN 42), 1343; OR-WATTER (FN 9), N 16 zu Art. 752; R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 57; BK-ZIEGLER (FN 13), N 22 zu Art. 1156; P. BÖCKLI (FN 9), N 1966i (i); P. FORSTMOSER/A. MEIER-HAYOZ/P. NOBEL (FN 50), § 37 N 84; R. MÜLLER/L. LIPP/A. PLÜSS (FN 9), 214; A. ERB (FN 15), 128 f.; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 96; A. ROHR (FN 5), 217; R. H. WEBER, Prospekthaftungspflicht (FN 44), 56; F. RAYROUX/J.-P. AESCHIMANN (FN 76), 224; H. BÄRTSCHI (FN 7), 280; R. ARPAGAU (FN 5), 109; K. J. HOPT (FN 4), N 155; D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 207; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 165.

158 BGE 47 II 287 E.1.; BGE 112 II 176 E.2.a); P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 977, N 992; OR-WATTER (FN 9), N 17 zu Art. 752, N 26 zu Art. 1156, wonach die Nichtangabe dieser wesentlichen Umstände wie beispielsweise der geringen Liquidität, des Transferrisikos bei ausländischen Schuldnern oder gewichtiger Eigeninteressen des Emissionshauses die gemachten Angaben in einem anderen Lichte erscheinen lässt; P. BÖCKLI (FN 9), N 1966i (iii), (v); R. H. WEBER, Prospekthaftungspflicht (FN 44), 55 f., der auf den Entscheid des Landgerichtes Frankfurt am Main vom 6.10.1992 hinweist, nach dem im Prospekt genaue Angaben über die Verschuldung des Emissionshauses, Hinweise auf die immer negativer werdende Fachpresse sowie ein aktuelles Down-Rating fehlten; B. MAURENBRECHER (FN 42), 1343, gemäss dem auch das Verschweigen unüblicher Eigeninteressen der federführenden Bank dazugehört; D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 208; Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 32 zu Art. 752; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 166 f.; BK-ZIEGLER (FN 13), N 22 zu Art. 1156; P. FORSTMOSER/A. MEIER-HAYOZ/P. NOBEL (FN 50), § 37 N 84; A. ERB (FN 15), 131 ff.; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 98; A. ROHR (FN 5), 218; R. ARPAGAU (FN 5), 110; H. BÄRTSCHI (FN 7), 280; R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 58.

159 V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 165.

160 P. BÖCKLI (FN 9), N 1966i (iv), (v), wonach für als irreführend geltende Angaben eine absichtlich täuschende Unübersichtlichkeit gefordert wird; OR-WATTER (FN 9), N 17 zu Art. 752, wonach ein Übermass an kaum verständlichen Informationen irreführend sei; D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 208; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 165; R. H. WEBER, Prospekthaftungspflicht (FN 44), 57; ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 10 zu Art. 752; BK-ZIEGLER (FN 13), N 22 zu Art. 1156; A. ERB (FN 15), 129; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 99; A. ROHR (FN 5), 219; P. FORSTMOSER/A. MEIER-HAYOZ/P. NOBEL (FN 50), § 37 N 85; P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 992; R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 57; R. MÜLLER/L. LIPP/A. PLÜSS (FN 9), 214; R. ARPAGAU (FN 5), 110; H. BÄRTSCHI (FN 7), 280.

161 V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 166. Vgl. für das deutsche Recht U. EYLES (FN 4), N 66 (bürgerlichrechtliche Prospekthaftung).

162 H.-D. ASSMANN, Prospekthaftung (FN 4), 321 (bürgerlichrechtliche und spezialgesetzliche Prospekthaftung).

163 P. BÖCKLI (FN 9), N 1966i (v); A. ERB (FN 15), 128 f.; K. J. HOPT (FN 4), N 153; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 97; D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 207; R.



Risiken oder entsprechende Hervorhebungen, so ist der Prospekt irreführend (und unvollständig). In der Praxis oft unklar ist die Abgrenzung zwischen den Risiken, die im Prospekt genannt werden müssen, und denjenigen, auf deren Nennung verzichtet werden kann. Diese Frage bestimmt sich primär danach, wer das Zielpublikum der Emission bzw. wer die potentielle Anlegerschaft ist. Verzichtet werden kann stets auf die Nennung allgemein bekannter Risiken, beispielsweise des wirtschaftspolitischen Risikos bei mit Drittweltländern zusammenhängenden Investitionen. Regelmässig zu nennen sind jedoch alle erheblichen Risiken, deren Kenntnis und Beurteilung dem potentiellen Anleger unmöglich sind. Schwierig zu beantworten ist auch die Frage, wie genau die Risiken beschrieben und erläutert werden müssen. Allgemeine Warnklauseln genügen u.E. grundsätzlich nicht. Nicht geklärt ist weiter das Verhältnis der Risikoaufklärungspflicht zu den Geheimhaltungsinteressen des Emittenten. U.E. geht die Risikoaufklärungspflicht den Geheimhaltungsinteressen dann vor, wenn diese Informationen eine erhebliche kapitalmarktrechtliche Relevanz haben bzw. den Kaufentscheid des potentiellen Anlegers wesentlich beeinflussen<sup>165</sup>.

Eine Pflichtwidrigkeit gemäss Art. 752 OR begründen schliesslich die *dem Gesetz nicht entsprechenden Angaben*, worunter vor allem die Unvollständigkeit des Prospektes<sup>166</sup> oder das Unterlassen des Erstellens eines Prospektes trotz einer entsprechenden Erstellungspflicht fallen. Freilich ist Letzteres umstritten. U.E. soll derjenige, der seiner gesetzlichen Erstellungspflicht nicht nachkommt und überhaupt keinen Prospekt produziert, nicht durch Befreiung von der Prospekthaftung besser gestellt werden als derjenige, der einen unvollständigen Prospekt herausgibt<sup>167</sup>. Unter den in Art. 752 OR verwendeten Begriff "Gesetz" fallen nicht nur Art. 652a OR, sondern auch andere Normen, insbesondere Art. 2 ZGB<sup>168</sup>. Damit können im Einzelfall die Anforderungen an den Prospekt erheblich steigen. Wird der Emissionsprospekt auch als Börsenprospekt benutzt, so sind auch die Bestimmungen des Kotierungsreglements darunter zu zählen<sup>169</sup>. Zu Recht wird vereinzelt auch gefordert, dass bedeutsame Einschätzungen Dritter, insbesondere Ratings, im Prospekt aufzuführen seien<sup>170</sup>.

Die Aufzählung ist im Gesetz nicht abschliessend<sup>171</sup>, und so haben Rechtsprechung und Lehre auch *weitere haftungsbegründende Fälle* bestimmt<sup>172</sup>, wie insbesondere die Abgabe von leichtfertigen Prognosen oder Werturteilen<sup>173</sup> sowie das Nichtbeachten der Aktualisierungspflicht.

Umstritten ist, bis wann die *Aktualisierungspflicht* besteht<sup>174</sup>. U.E. besteht die Aktualisierungspflicht grundsätz-

ARPAGAU (FN 5), 109; A. ROHR (FN 5), 218; H. BÄRTSCHI (FN 7), 280.

164 Vgl. Art. 32 Abs. 2 KR, der verlangt, dass im Kotierungsprospekt ausdrücklich auf besondere Risiken hingewiesen wird; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 167 mit einem Verweis auf das Zusatzreglement New Market, in welchem solche Risiken aufgeführt sind; vgl. D. DAENIKER (FN 28), 166 mit Formulierungsbeispielen für den Kotierungsprospekt betreffend Risiken.

165 Vgl. für das deutsche Recht H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Kapitalanlagerecht (FN 4), N 72 zu § 7; K. J. HOPT (FN 4), N 161.

166 BGE 47 II 290 E.3.; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 164, 166; OR-WATTER (FN 9), N 18 zu Art. 752; R. VON BÜREN/W. A. STOFFEL/A. K. SCHNYDER/C. CHRISTEN-WESTENBERG (FN 23), N 991; R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 57; ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 10 zu Art. 752; P. BÖCKLI (FN 9), N 1966i (iii); P. FORSTMOSER/A. MEIER-HAYOZ/P. NOBEL (FN 50), § 37 N 84; P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 992; R. MÜLLER/L. LIPP/A. PLÜSS (FN 9), 214; A. ERB (FN 15), 127; A. ROHR (FN 5), 218; R. H. WEBER, Prospekthaftungspflicht (FN 44), 56; D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 206; R. ARPAGAU (FN 5), 108; H. BÄRTSCHI (FN 7), 281; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 97, 108 f. mit dem richtigen Hinweis, dass Unvollständigkeit beim freiwilligen Prospekt nicht haftungsbegründend sein kann; diesbezüglich kritisch Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 28 zu Art. 752.

167 So auch OR-WATTER (FN 9), N 18 zu Art. 752; ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 10 zu Art. 752; P. FORSTMOSER/A. MEIER-HAYOZ/P. NOBEL (FN 50), § 37 N 86; D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 206; H. BÄRTSCHI (FN 7), 281; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 164; U. BERTSCHINGER (FN 13), N 490; A. ERB (FN 15), 126; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 97; A. ROHR (FN 5), 217; R. WATTER, Prospekt (haft)pflicht (FN 9), 57; K. SCHWEIZER (FN 13), 57. A.M. P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 976, der die Auffassung vertritt, die Unterlassung der Prospektpflicht sei vom klaren Wortlaut der Norm Art. 752 OR nicht gedeckt; P. BÖCKLI (FN 9), N 1966b, wonach in einem solchen Fall regelmässig Art. 754 OR zur Anwendung gelange. *Unentschieden* R. MÜLLER/L. LIPP/A. PLÜSS (FN 9), 214.

168 ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 8 zu Art. 752; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 93; H. HENCKEL (FN 13), 174; K. SCHWEIZER (FN 13), 66; A. ERB (FN 15), 125; a.M. K. M. KONDOROSY (FN 9), 151, 153.

169 Vgl. dazu vorne 2.2.1. Begriff und Form des Prospektes.

170 Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 31 zu Art. 752.

171 ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 10 zu Art. 752.

172 P. BÖCKLI (FN 9), N 1966i, der davor warnt, die Anforderungen an die Gewissenhaftigkeit und Voraussicht der Prospekthaftung auf die Spitze zu treiben; ähnlich R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 50 mit dem Hinweis, die potentielle Haftpflicht (plus die Prospektherstellungskosten) dürften für den Emittenten nicht prohibitiv sein.

173 BGE 47 II 287 E.1.; BGE 112 II 178 E.2.a)bb); OR-WATTER (FN 9), N 19 zu Art. 752; B. MAURENBRECHER (FN 42), 1343 mit dem Hinweis, dass solche Aussagen besonders bei IPO's und Sanierungen delikater seien; ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 10 zu Art. 752; P. BÖCKLI (FN 9), N 1966i (ii); P. FORSTMOSER/A. MEIER-HAYOZ/P. NOBEL (FN 50), § 37 N 85; Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 30 zu Art. 752; P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 992; D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 203, 208 f.; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 166; R. H. WEBER, Prospekthaftungspflicht (FN 44), 56; H. BÄRTSCHI (FN 7), 281; A. ERB (FN 15), 134 ff.; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 99 f.; A. ROHR (FN 5), 219; K. J. HOPT (FN 4), N 156; D. ZOBL/R. ARPAGAU, Primärmarkt (FN 26), 252; R. ARPAGAU (FN 5), 111; R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 58.

174 Für eine Aktualisierungspflicht bis zum *Ablauf der Zeichnungsfrist* sprechen sich aus OR-WATTER (FN 9), N 20 zu

lich *bis zum Ablauf der Zeichnungsfrist*, denn der Emittent (bzw. die emissionsbegleitenden Personen) steht zum Anleger in einem schutzwürdigen Vertrauensverhältnis. Der Emittent hat eine *Aufklärungspflicht* über erhebliche Umstände, die den Zeichner bei seinem Anlageentscheid beeinflussen können. Klären der Emittent oder die weiteren haftungspflichtigen Personen den Anleger nicht über neue, wesentliche Tatsachen auf, wird das Vertrauen des Anlegers durch die Nichtbeachtung des Grundsatzes von Treu und Glauben enttäuscht. Der Anleger ist alsdann berechtigt, Schadenersatzansprüche nach Art. 752 OR geltend zu machen. Ebenso trifft den Emittenten eine Informationspflicht hinsichtlich nachträglich erkannter Mängel des Projektes.

Nicht geregelt ist auch, welcher *Form* die Aktualisierung bzw. die Berichtigung unterliegt, beispielsweise, ob entsprechende Inserate in Zeitungen ausreichen oder ob Mündlichkeit genügt. U.E. sind diesbezüglich grundsätzlich keine Formvorschriften zu beachten, wobei aber im Einzelfall sogar eine persönliche Benachrichtigung nach Treu und Glauben erforderlich sein kann (z.B. bei einem bedeutenden Grossinvestor, dessen Adresse bekannt ist). Fraglich ist zudem, ob die Aktualisierungspflicht auch im Falle einer *Festübernahme* gilt. Da Festübernahmen nur formell und nicht materiell als Primary Offering zu betrachten sind, muss die Aktualisierungspflicht in diesem Falle auch für das Secondary Offering gelten, wenn die eigentlichen Käufer die Titel erwerben. Dies entspricht auch der bei der Festübernahme zur Anwendung gelangenden Prospekthaftung<sup>175</sup>.

Endlich dürfte im Zusammenhang mit der Aktualisierungspflicht oft nicht klar sein, *wer* für die Aktualisierung jeweils *verantwortlich* ist. Aufgrund der solidarischen Haftung nach Art. 759 OR ist es ratsam, nicht voreilig seine diesbezügliche Verantwortung auf andere an der Emission Beteiligte abzuschieben. Schliesslich stellt sich für die Verantwortlichen auch die Frage, ob und wie sie zu reagieren haben, wenn von der Emission unabhängige Dritte (z.B. die Presse) falsche Informationen oder Gerüchte verbreiten. Hier ist grundsätzlich davon auszugehen, dass keine entsprechende Aufklärungspflicht besteht, weil Informationen von an der Emission Dritten nicht beteiligten keine ähnlichen Mitteilungen darstellen.

### 4.3. Verschulden

Weiter verlangt das Gesetz ein Verschulden des Prospektverantwortlichen (Art. 752 OR), wobei *leichte Fahrlässigkeit* genügt<sup>176</sup>. Der Verschuldensmassstab ist *objektiviert* und richtet sich nach den Fähigkeiten, welche bei den handelnden Personen bei diesen Tätigkeiten verlangt werden<sup>177</sup>. Die Sorgfaltspflicht wächst, je verantwortungsvoller die ausgeführten Tätigkeiten sind<sup>178</sup>. Nicht geklärt ist, wie weit

WESTENBERG (FN 23), N 991; R. H. WEBER, Prospekthaftungspflicht (FN 44), 57; H. BÄRTSCHI (FN 7), 282; P. A. HUSER

(FN 26), 131 FN 1135; K. J. HOPT (FN 4), N 155, N 206 ff. A.M. ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 10 zu Art. 752; A. ERB (FN 15), 136; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 101, die der Auffassung sind, der *Zeitpunkt der Prospektausgabe* sei massgeblich für die Bestimmung der Wahrheitsbeurteilung der Angaben und damit auch der Aktualisierungspflicht; so wohl auch A. ROHR (FN 5), 219 f., der zwar vom Zeitpunkt der Prospektangaben spricht, jedoch auf CH. A. CAMENZIND (FN 9), 101 und A. ERB (FN 15), 136 verweist; D. ZOBL/R. ARPAGAU, Primärmarkt (FN 26), 251. Auch die deutsche Lehre bejaht eine Aktualisierungspflicht, vgl. dazu KLAUS-DIETER STEPHAN, Prospektaktualisierung, in: AG 1/2002, 3 ff. (spezialgesetzliche Prospekthaftung); H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Kapitalanlagerecht (FN 4), N 71 zu § 7 (allgemein); H.-D. ASSMANN, Prospekthaftung (FN 4), 322 (bürgerlichrechtliche und spezialgesetzliche Prospekthaftung) und 359 (bürgerlichrechtliche Prospekthaftung); F. VAN LOOK (FN 4), N 109 (allgemein); U. EYLES (FN 4), N 69 (bürgerlichrechtliche Prospekthaftung); W. GROSS (FN 4), 203 f. (börsengesetzliche Prospekthaftung); H. ROLLER (FN 4), 196 (börsengesetzliche Prospekthaftung).

175 Vgl. dazu vorne 2.1.3. Mitwirkung Dritter.

176 ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 15 zu Art. 752; BK-ZIEGLER (FN 13), N 27 zu Art. 1156; OR-WATTER (FN 9), N 29 zu Art. 752; P. BÖCKLI (FN 9), N 1966m; P. FORSTMOSER/A. MEIER-HAYOZ/P. NOBEL (FN 50), § 36 N 75; Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 42 zu Art. 752; P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 286; P. NOBEL (FN 8), § 10 N 192; U. BERTSCHINGER (FN 13), N 26, N 492; A. ERB (FN 15), 141; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 110; A. ROHR (FN 5), 224; D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 209; R. ARPAGAU (FN 5), 112; K. J. HOPT (FN 4), N 168; K. M. KONDOROSY (FN 9), 151 FN 617; H. BÄRTSCHI (FN 7), 300; P. V. KUNZ, Haftungsvoraussetzungen (FN 10), 1275; R. VON BÜREN/W. A. STOFFEL/A. K. SCHNYDER/C. CHRISTEN-WESTENBERG (FN 23), N 994. *Anders* das deutsche Recht hinsichtlich der *börsengesetzlichen* Prospekthaftung, wonach die Haftung für leicht fahrlässiges Verhalten gemäss § 46 Abs. 1 BörsG ausgeschlossen ist, vgl. dazu H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Ergänzungsband (FN 4), N 42 zu § 7; H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Kapitalanlagerecht (FN 4), N 216 f. zu § 7; S. KÜMPEL (FN 4), N 9.306 f.; F. VAN LOOK (FN 4), N 120; M. R. HAUPTMANN (FN 4), N 102 f.; W. GROSS (FN 4), 205; K. J. HOPT (FN 4), N 169; M. KORT (FN 4), 19; H. ROLLER (FN 4), 228 f. Im Rahmen der *bürgerlichrechtlichen* Prospekthaftung haftet der Prospektpflichtige für Vorsatz und jede Fahrlässigkeit nach Massgabe der §§ 276, 278 BGB. Demnach ist bei der börsengesetzlichen Prospekthaftung gesetzlich eine Haftungsprivilegierung beim Verschuldensmassstab vorgesehen, vgl. dazu H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Kapitalanlagerecht (FN 4), N 146 zu § 7; H.-D. ASSMANN, Prospekthaftung (FN 4), 363; J. KÖNDGEN (FN 4), 48; F. VAN LOOK (FN 4), N 76, N 121; U. EYLES (FN 4), N 85; H. ROLLER (FN 4), 228.

177 BGE 112 II 180 E.2.c); OR-WATTER (FN 9), N 29 zu Art. 752; ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 15 zu Art. 752; P. FORSTMOSER/A. MEIER-HAYOZ/P. NOBEL (FN 50), § 36 N 80; P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 292 ff.; U. BERTSCHINGER (FN 13), N 27; A. ERB (FN 15), 142; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 110 f.; A. ROHR (FN 5), 224; K. J. HOPT

Art. 752; Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 33 zu Art. 752; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 167 mit Hinweis auf Art. 34 KR, wonach bei wesentlichen Änderungen der Angaben im Prospekt diese bei Einreichung des Kotierungsgesuches auch der Öffentlichkeit bekannt gegeben werden müssen; R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 58; R. VON BÜREN/W. A. STOFFEL/A. K. SCHNYDER/C. CHRISTEN-



sich der Beklagte auf die Aussagen anderer verlassen kann und wie weit eine allfällige *Nachprüfungspflicht* reicht<sup>179</sup>. U.E. darf man sich grundsätzlich auf die Aussagen der Experten verlassen, sofern man die Experten sorgfältig ausgewählt und instruiert hat. Eine Nachprüfungspflicht ist aber etwa in den Fällen angezeigt, als erkennbare Anhaltspunkte für unsorgfältiges Arbeiten der Experten bestehen.

Der *Ausschluss der Haftung* oder die Reduzierung des Haftungsmaßstabs auf Vorsätzlichkeit mittels einer entsprechenden Klausel ist gemäss herrschender Lehre unzulässig<sup>180</sup>. Dies gilt u.E. auch dann, wenn man von einer den vertraglichen Grundsätzen unterliegenden Vertrauenshaftung ausgeht, da die obligationenrechtliche Prospekthaftung primär den Anleger schützen will, indem die Aufklärungspflichten diesem gegenüber gesetzlich normiert sind. Zudem lassen sich Aufklärungspflichten – wie die gesetzlichen Minimalanforderungen an den Prospekt – nicht einseitig wegbedingen. Hinsichtlich der Entlastung im Zusammenhang mit der Haftung für *Hilfspersonen* kommen nicht Art. 55 Abs. 1 OR oder Art. 754 Abs. 2 OR<sup>181</sup>, sondern Art. 101 Abs. 1 OR sinngemäss zur Anwendung. Als Hilfspersonen sind all diejenigen Personen zu verstehen, die bei der Prospekterstellung eine untergeordnete Rolle einnehmen bzw. das Erfordernis der Einflussmöglichkeit nicht erfüllen<sup>182</sup>.

Da die Bestimmung von Art. 752 OR hinsichtlich der *Beweislast* des Verschuldens keine Regelung vorsieht, ist in der Lehre umstritten, ob der Kläger das Verschulden des Beklagten zu beweisen hat oder ob das Verschulden vermutet wird<sup>183</sup>. Neuerdings wird die Ansicht vertreten, das Verschulden müsse ohnehin nicht mehr separat nachgewiesen werden können, da es aufgrund des objektivierten Fahrlässigkeitsbegriffes bereits mit dem Nachweis der Widerrechtlichkeit erbracht sei<sup>184</sup>, kein grosser Unterschied zwischen Verschulden und Widerrechtlichkeit mehr bestehe und die Bedeutung der Beweislast nicht überschätzt werden solle<sup>185</sup>. Ohne auf diese Lehrmeinungen näher einzugehen,

(FN 4), N 168; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 170; D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 209 f.; R. ARPAGAU (FN 5), 112 f.; P. BÖCKLI (FN 9), N 1966m; H. BÄRTSCHI (FN 7), 301 f.; R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 60; H. HENCKEL (FN 13), 178; P. V. KUNZ, Haftungsvoraussetzungen (FN 10), 1275.

178 ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 15 zu Art. 752; A. ERB (FN 15), 143; R. MÜLLER/L. LIPP/A. PLÜSS (FN 9), 215; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 111; A. ROHR (FN 5), 224.

179 OR-WATTER (FN 9), N 31 zu Art. 752, wonach man sich auf die Aussagen der Experten ohne Nachprüfung verlassen darf und lediglich das Emissionshaus gegenüber dem Emittenten eine beschränkte Überprüfungspflicht hat; B. MAURENBRECHER (FN 42), 1343, der ausführt, eine Nachforschungspflicht der federführenden Bank bestehe immer (nur) dann, wenn besondere Verdachtsmomente eigene Nachforschungen nahe legen; solche Verdachtsmomente können sich entweder aus den besonderen branchen- oder marktspezifischen Kenntnissen der Bank oder aus öffentlich zugänglichen Informationen (beispielsweise der Herabsetzung des Ratings) ergeben; K. J. HOPT (FN 4), N 186 ff., N 155, wonach es sich bei der Nachprüfungspflicht nicht nur um eine Frage des Verschuldens,

sondern vielmehr um eine echte Verhaltenspflicht, also eine Frage der Widerrechtlichkeit, handle; D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 210 ff.; U. BERTSCHINGER (FN 13), N 504 ff.; R. ARPAGAU (FN 5), 113 ff.; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 168; P. BÖCKLI (FN 9), N 1966m; R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 60; A. ROHR (FN 5), 225 f.; A. ERB (FN 15), 143 ff.; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 111 ff.; K. SCHWEIZER (FN 13), 65; F. RAYROUX/J.-P. AESCHMANN (FN 76), 225.

180 U. BERTSCHINGER (FN 13), N 28, der bemerkt, dass das aktienrechtliche Verantwortlichkeitsrecht zwingender Natur sei; OR-WATTER (FN 9), N 32 zu Art. 752; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 162; R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 60; A. ERB (FN 15), 97; A. ROHR (FN 5), 212; K. J. HOPT (FN 4), N 177 ff.; K. SCHWEIZER (FN 13), 65; R. ARPAGAU (FN 5), 115. Auch das deutsche Recht betrachtet eine Freizeichnungsklausel bei der *bürgerlichrechtlichen* Prospekthaftung als unzulässig, vgl. dazu H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Kapitalanlagerecht (FN 4), N 167 zu § 7; H.-D. ASSMANN, Prospekthaftung (FN 4), 370 f.; U. EYLES (FN 4), N 98; H. ROLLER (FN 4), 243. Bezüglich der *börsengesetzlichen* Prospekthaftung sieht § 48 Abs. 1 BörsG ein ausdrückliches Verbot von Freizeichnungsklauseln vor. Nachträgliche Vereinbarungen über die Freizeichnung bleiben von dieser Gesetzesbestimmung unberührt, vgl. dazu H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Ergänzungsband (FN 4), N 58 zu § 7; H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Kapitalanlagerecht (FN 4), N 232; U. EYLES (FN 4), N 98; M. R. HAUPTMANN (FN 4), N 131; J. KÖNDGEN (FN 4), 53; K. J. HOPT (FN 4), N 177.

181 A.M. URS BERTSCHINGER, Arbeitsteilung im aktienrechtlichen Verantwortlichkeitsrecht, in: AJP/PJA 1998, 1286 ff. (zit. U. BERTSCHINGER, AJP/PJA), 1287 f. Dem ist u.E. vorab aus systematischen Überlegungen nicht zuzustimmen.

182 Zum Erfordernis der Einflussmöglichkeit vgl. vorne 4.1. Sachlegitimation.

183 *Gegen* den Nachweis des Verschuldens durch den Anleger sind R. MÜLLER/L. LIPP/A. PLÜSS (FN 9), 208; OR-WATTER (FN 9), N 30, N 33 zu Art. 752; U. BERTSCHINGER, AJP/PJA (FN 181), 1288 f.; R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 60; R. WATTER/D. DUBS (FN 7), 1311; im Ergebnis gleich PETER V. KUNZ, Rechtsnatur und Einredenordnung der aktienrechtlichen Verantwortlichkeitsklage, Diss. Bern 1993, 27; P. V. KUNZ, Haftungsvoraussetzungen (FN 10), 1276; PETER V. KUNZ, Die Klagen im Schweizer Aktienrecht, Zürich 1997, 101, 140; so auch Art. 65 AFG. A.M. P. BÖCKLI (FN 9), N 1966m FN 65; H. BÄRTSCHI (FN 7), 308; ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 7 zu Art. 752; P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 340; A. ERB (FN 15), 143; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 86; A. ROHR (FN 5), 215; K. M. KONDOROSY (FN 9), 151. Das deutsche Recht sieht bei der *börsengesetzlichen* Prospekthaftung in § 46 Abs. 1 BörsG für den Verschuldensnachweis eine Umkehr der Beweislast vor, vgl. dazu H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Ergänzungsband (FN 4), N 42 zu § 7; teilweise anders noch H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Kapitalanlagerecht (FN 4), N 227 zu § 7; S. KÜMPEL (FN 4), N 9.327. Bei der *bürgerlichrechtlichen* Prospekthaftung wird das Verschulden nach Massgabe von §§ 276, 278 BGB ebenfalls vermutet, was in analoger Anwendung der Bestimmungen von §§ 282, 285 BGB zu einer Beweislastumkehr führt, vgl. dazu H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Kapitalanlagerecht (FN 4), N 150 zu § 7; H.-D. ASSMANN, Prospekthaftung (FN 4), 364; U. EYLES (FN 4), 87; K. J. HOPT (FN 4), N 174.



wird u.E. das Verschulden vermutet (Art. 97 Abs. 1 OR analog), handelt es sich bei der Prospekthaftung nach Art. 752 OR doch um eine kapitalmarktrechtliche Vertrauenshaftung, auf welche die vertraglichen Grundsätze sinngemäss Anwendung finden.

#### 4.4. Kausalzusammenhang

Für den Nachweis des erforderlichen Kausalzusammenhangs ist im Einzelfall zu prüfen, welcher Prospektmangel für die Kursänderung relevant gewesen ist und einen konkreten Schaden hervorgerufen hat<sup>186</sup>. Besonders schwierig ist dieser Nachweis im Falle gleichzeitiger anderer äusserer Ursachen, die den Börsenkurs beeinflussen (können)<sup>187</sup>, sowie im Falle mehrerer Prospektmängel.

*Kein Kausalzusammenhang* liegt vor, wenn der Schaden auch im Falle der Ausgabe eines mangelfreien Prospektes eingetreten wäre<sup>188</sup>. Der Kausalzusammenhang ist zudem dann zu verneinen, wenn der Kläger Kenntnis von den verschwiegenen oder unrichtigen Angaben hatte<sup>189</sup> oder wenn der Erwerb der Titel vor der Veröffentlichung des Prospektes stattfand<sup>190</sup>. Ferner ist der Kausalzusammenhang nicht gegeben, wenn erst nach der Veröffentlichung des Prospektes eingetretene Umstände den Schaden bewirken<sup>191</sup> und den Prospektverantwortlichen keine Aufklärungspflicht trifft. Schliesslich ist der Kausalzusammenhang zu verneinen, wenn der Prospekt nur unwesentliche Mängel enthält<sup>192</sup>. Überdies wird die Frage diskutiert, ob das Nichtlesen des Prospektes bzw. die fehlende Kenntnisnahme der ähnlichen Mitteilung den Kausalzusammenhang unterbricht<sup>193</sup>. Da sich regelmässig alle (insbesondere auch die mangelhaften) Informationen im Preis der zu emittierenden Titel niederschlagen, ist das Lesen des Prospektes bzw. die Kenntnisnahme der ähnlichen Mitteilung durch den Anleger keine Voraussetzung für das Vorliegen des Kausalzusammenhangs. Mit der Kenntnisnahme des Kaufpreises werden daher die im Prospekt enthaltenen Informationen indirekt als dem potentiellen Anleger bekannt vorausgesetzt. Würde man das Lesen des Prospektes als Haftungsvoraussetzung betrachten, wäre im Falle eines fehlenden Prospektes trotz Prospekterstellungspflicht nie ein Kausalzusammenhang und damit eine Haftung zu begründen. Daraus ergibt sich, dass das Lesen des Prospektes keine Voraussetzung für die Bejahung des Kausalzusammenhangs ist.

Zu substantiieren und zu beweisen sind alle Sachverhaltsumstände, die geeignet sind, den *natürlichen Kausalzusammenhang*<sup>194</sup> darzulegen, nicht indessen die Adäquanz, welche keine Tatfrage, sondern eine Rechtsfrage darstellt<sup>195</sup>. Die Frage der *Beweislast* hinsichtlich des Kausalzusammenhangs ist in der Lehre *kontrovers*. Der überwiegende Teil der Lehre – der bei Art. 752 OR von einer deliktrechtlichen Natur ausgeht – vertritt die Auffassung, der Investor habe *nachzuweisen*<sup>196</sup>, dass er (1) sich bei der Zeichnung der Titel auf die unrichtige Information (mangelhaften Prospekt) verlassen hat und dass er (2) die Titel nicht (oder nur zu einem tieferen Preis) gezeichnet hätte, wenn er über die wirkliche Sachlage genau und umfassend informiert gewesen wäre<sup>197</sup>. Der andere Teil der Lehre – der überwie-

184 V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 170; OR-WIEGAND (FN 108), N 43 zu Art. 97; M. MOSER (FN 74), 198 f.; I. SCHWENZER (FN 121), N 50.29; H. HONSELL (FN 121), § 6 N 21. Im Ergebnis führt dies aber ebenfalls dazu, dass das Verschulden vom Kläger nachzuweisen ist.

185 P. BÖCKLI (FN 9), N 2012c, N 2013g; *differenzierend* je nach Rechtsnatur der Verantwortlichkeitsansprüche P. FORSTMOSER/A. MEIER-HAYOZ/P. NOBEL (FN 50), § 36 N 40, N 90; Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 42 zu Art. 752, der darauf hinweist, dass das Verschulden immerhin für die Bemessung der Schadenersatzpflicht bedeutsam sei; P. FORST-

MOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 134, N 341; U. BERTSCHINGER (FN 13), N 98; H. BÄRTSCHI (FN 7), 204, 302. Vgl. auch P. GAUCH/W. R. SCHLUEP/J. SCHMID/H. REY (FN 92), N 2754 ff., die sich mit der schwankenden Rechtsprechung des Bundesgerichtes kritisch auseinander setzen und weitergehende Ausführungen bezüglich des objektivierten Verschuldensbegriffes und der Widerrechtlichkeit sowie der Folgen für die Beweislast anbringen.

186 OR-WATTER (FN 9), N 24, N 28 zu Art. 752; H. BÄRTSCHI (FN 7), 234; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 169; R. H. WEBER, Prospekthaftungspflicht (FN 44), 58; R. WATTER, Prospekt(haft)pflcht (FN 9), 59.

187 V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 169.

188 ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 14 zu Art. 752; A. ERB (FN 15), 139; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 108; R. MÜLLER/L. LIPP/A. PLÜSS (FN 9), 214; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 169; P. FORSTMOSER/A. MEIER-HAYOZ/P. NOBEL (FN 50), § 36 N 94; BK-ZIEGLER (FN 13), N 26 zu Art. 1156; A. ROHR (FN 5), 223, der als Beispiele eine Börsenbaisse oder negative Konjunkturinflüsse erwähnt.

189 BGE 33 II 258 f. E.5. (Gründerhaftung); OR-WATTER (FN 9), N 27 zu Art. 752; R. WATTER, Prospekt(haft)pflcht (FN 9), 59; A. ERB (FN 15), 139 f.; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 108; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 169; P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 1001; A. ROHR (FN 5), 223; K. SCHWEIZER (FN 13), 67; K. J. HOPT (FN 4), N 171; a.M. D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 217.

190 A. ERB (FN 15), 139; K. SCHWEIZER (FN 13), 67; OR-WATTER (FN 9), N 27 zu Art. 752.

191 R. MÜLLER/L. LIPP/A. PLÜSS (FN 9), 214.

192 P. BÖCKLI (FN 9), N 1966l; R. WATTER, Prospekt(haft)pflcht (FN 9), 59; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 169; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 96. Als dann ist wegen dem Wesentlichkeitsprinzip auch die Voraussetzung der Pflichtwidrigkeit nicht gegeben, vgl. dazu hinten 4.2. Vertrauensverletzung (Verletzung der Verhaltenspflichten).

193 *Dagegen* sind D. ZOBL/R. ARPAGAU, Prospekt-Prüfungspflicht (FN 15), 217; R. WATTER, Prospekt(haft)pflcht (FN 9), 59; OR-WATTER (FN 9), N 27 zu Art. 752; A. ERB (FN 15), 140; K. M. KONDOROSY (FN 9), 151; H. BÄRTSCHI (FN 7), 234; H. HENCKEL (FN 13), 177 f.; vgl. CH. A. CAMENZIND (FN 9), 109.

194 KARL OFTINGER/EMIL W. STARK, Schweizerisches Haftpflichtrecht, Erster Band: Allgemeiner Teil, 5. A., Zürich 1995 (zit. K. OFTINGER/E. W. STARK, Allgemeiner Teil), § 3 N 34 f.; IRENE C. EGGMANN, Die aktienrechtliche Verantwortlichkeit der Revisionsstelle bei der Abschlussprüfung, Diss. Zürich 1997, 180.

195 BGE 123 III 111 E.2.; BGE 116 II 524 E.4.a); BGE 107 II 243 E.5.a); BGE 96 II 395 f. E.1., E.2.; OSCAR VOGEL/KARL

gend ebenfalls von einer deliktsrechtlichen Natur der Prospekthaftung ausgeht – will demgegenüber den erforderlichen Kausalzusammenhang den spezifischen Gegebenheiten der Prospekthaftung anpassen: Der Kläger dürfe annehmen, der Markt bewerte die Titel unter Berücksichtigung aller vorhandenen Informationen; entsprechend habe der Kläger *nicht nachzuweisen*, dass er sich beim Kauf des Wertpapiers auf die unrichtige Information (mangelhaften Prospekt) verlassen habe<sup>198</sup>.

Geht man bei der Prospekthaftung in Übereinstimmung mit der hier vertretenen Auffassung indessen von einer Vertrauenshaftung aus, bei welcher die Informations- und Aufklärungspflichten als Verhaltenspflichten von zentraler Bedeutung sind, so ist die nunmehr konstante Rechtsprechung des Bundesgerichtes hinsichtlich der Kausalität zu berücksichtigen, wonach der Geschädigte sich bei richtiger und rechtzeitiger Aufklärung anders verhalten hätte<sup>199</sup>. Dies bedeutet mit anderen Worten, dass sich der Geschädigte bei zutreffender Information "richtig" verhalten hätte und es zu keiner Schädigung gekommen wäre<sup>200</sup>. Diese Rechtsprechung kommt dem beweispflichtigen Anleger entgegen, da ihm durch die sogenannte "*Vermutung des aufklärungsrichtigen Verhaltens*"<sup>201</sup> der Kausalitätsbeweis weitgehend abgenommen wird; de facto kann dies je nach Wertung des hypothetischen Verhaltens gemäss den allgemeinen Lebenserfahrungen zu einer Umkehr der Beweislast führen<sup>202</sup>.

Die Rechtsprechung des Bundesgerichtes hinsichtlich des aufklärungsrichtigen Verhaltens des Klägers und derjenige Teil der Lehre, welcher die Anpassung der Kausalität an die spezifischen Gegebenheiten der Prospekthaftung fordert, gehen von *tatsächlichen Vermutungen* aus. Der Nachweis der Kausalität hinsichtlich der Vertrauensverletzung scheint insofern nicht mehr schwierig zu erbringen zu sein. Dem Beklagten steht es frei, diese tatsächliche Vermutung durch den *Gegenbeweis*, d.h. durch den Nachweis von Zweifeln an der Richtigkeit dieser Indizien und der daraus gezogenen Schlussfolgerungen, umzustossen<sup>203</sup>. Indessen ist eine gesetzliche Vermutung des Kausalzusammenhangs

SPÜHLER, Grundriss des Zivilprozessrechts, 7. A., Bern 2001, 13. Kapitel N 168; I. C. EGGMANN (FN 194), 180.

196 Das Bundesgericht hat sich bisher damit begnügt, dass der Kläger den natürlichen Kausalzusammenhang mit überwiegender Wahrscheinlichkeit glaubhaft macht, vgl. BGE 107 II 273 E.1.b); BGE 59 II 451 E.5.; BGE 47 II 293 E.5.

197 ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 14 zu Art. 752; P. FORSTMOSER/A. MEIER-HAYOZ/P. NOBEL (FN 50), § 36 N 98; P. FORSTMOSER, Verantwortlichkeit (FN 9), N 989; A. ERB (FN 15), 139; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 107 f.; A. ROHR (FN 5), 223; F. RAYROUX/J.-P. AESCHIMANN (FN 76), 226; V.

ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 169; R. MÜLLER/L. LIPP/A. PLÜSS (FN 9), 214; R. ARPAGAU (FN 5), 112; P. BÖCKLI (FN 9), N 1966l, der von einer natürlichen Vermutung ausgeht, dass der Prospekt im Primärmarkt die Grundlage für den Erwerbentschluss war.

198 R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 58; R. VON BÜREN/W. A. STOFFEL/A. K. SCHNYDER/C. CHRISTEN-WESTENBERG (FN 23), N 993; H. BÄRTSCHI (FN 7), 233; K. M.

KONDOROSY (FN 9), 151; OR-WATTER (FN 9), N 26 zu Art. 752; H. HENCKEL (FN 13), 177 f., der jedoch vom adäquaten anstatt vom natürlichen Kausalzusammenhang spricht; vgl. auch R. H. WEBER, Prospekthaftpflicht (FN 44), 58. In Deutschland hat bei der *bürgerlichrechtlichen* Prospekthaftung der Anleger zu beweisen, dass er durch die Prospektmängel zu einer Anlageentscheidung veranlasst wurde. Die Rechtsprechung stellt jedoch an den Nachweis zwischen dem Prospektmangel und dem Anlageentschluss keine hohen Anforderungen. Faktisch läuft dies auf eine *Beweislastumkehr* bei der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung im *weiteren* Sinne hinaus. Bei der bürgerlichrechtlichen Prospekthaftung im *engeren* Sinne läuft es auf eine *Beweiswürdigungsregel* hinaus, vgl. dazu U. EYLES (FN 4), N 83; H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Kapitalanlagerecht (FN 4), N 139 f. zu § 7; H.-D. ASSMANN, Prospekthaftung (FN 4), 297, 360, 362 f., der eine Umkehr der Beweislast verneint, aber im Allgemeinen annimmt, eine widerlegbare Vermutung spreche für die Kausalität der Prospektmängel hinsichtlich der Anlageentscheidung, "schon um dem Anbieter keinen Anreiz zu geben, durch eine geschickte Prospektemissionspolitik mögliche Schadensersatzansprüche zu vereiteln." Ebenso geht C.-W. CANARIS, Bankvertragsrecht (FN 87), N 2282 von einer "widerleglichen Kausalitätsvermutung" aus. Die *börsengesetzliche* Prospekthaftung sieht in § 45 BörsG zwischen der Veröffentlichung des Prospektes und dem Erwerb der Wertpapiere eine Beweislastumkehr vor, vgl. dazu H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Ergänzungsband (FN 4), N 18, N 41 zu § 7; anders noch H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Kapitalanlagerecht (FN 4), N 213 zu § 7; S. KÜMPEL (FN 4), N 9.327; M. R. HAUPTMANN (FN 4), N 122 ff.; W. GROSS (FN 4), 205; M. KORT (FN 4), 11 ff. Vgl. auch Urteil OLG Frankfurt am Main vom 17.3.1999 (Aktenzeichen 21 U 260/97), in: AG 2000, 132 ff., 134; Urteil des Bundesgerichtshofes vom 14.7.1998 – XI ZR 173/97 (Elsflether Werft), in: WM 1998, 1775, AG 1998, 522 und ZIP 1998, 1531.

199 BGE 119 II 463 E.4. (Frage der Beweislastverteilung hinsichtlich der Kausalität bei Aufklärungspflichtverletzungen eines Arztes); BGE 124 III 165 f. E.3.d): In diesem Entscheid geht es um die Verletzung von Aufklärungspflichten bei einem Vertrag über Terminoptionen. Das Bundesgericht führt zur Beweislast der Kausalität aus: "Im Fall einer Unterlassung bestimmt sich der Kausalzusammenhang danach, ob der Schaden auch bei Vornahme der unterlassenen Handlung eingetreten wäre. Es geht um einen hypothetischen Kausalverlauf, für den nach den Erfahrungen des Lebens und dem gewöhnlichen Lauf der Dinge eine überwiegende Wahrscheinlichkeit sprechen muss (...). Diese Voraussetzungen sind im vorliegenden Fall gegeben, da nach allgemeiner Lebenserfahrung anzunehmen ist, dass sich der Kläger nicht auf die Spekulationsgeschäfte mit der Beklagten eingelassen hätte, wenn er von ihr ausreichend aufgeklärt worden wäre (Hervorhebung beigefügt)." In diesem Entscheid verweist das Bundesgericht auf BGE 120 II 341 E.6. (Swissair-Entscheid). Im Swissair-Entscheid hält das Bundesgericht hinsichtlich der Kausalität fest: "Hätte die Klägerin die wahre Sachlage gekannt, so hätte sie – wie gestützt auf die allgemeine Lebenserfahrung angenommen werden muss – von der Weiterführung des Vertrages (...) abgesehen und die Rückzahlung ihrer Einlage verlangt. Das Fehlverhalten der Beklagten war deshalb für den Schaden kausal (...)."

200 M. MOSER (FN 74), 197; B. BERGER (FN 89), 181.

durch richterliche Beweislastumkehr abzulehnen, da es die Aufgabe des Gesetzgebers wäre, eine solche vorzusehen<sup>204</sup>.

Gemäss der Vermutung des aufklärungsrichtigen Verhaltens sind zwei Verhaltensweisen des Anlegers möglich: Zum einen die Investition in andere Titel oder andere Vermögensanlagen und zum anderen die Investition in die gleichen Titel, jedoch zu einem anderen – nämlich tieferen – Preis. Dem Emittenten bzw. dem Ersteller des Prospektes bleibt aufgrund der zuvor dargelegten tatsächlichen Vermutung der kaum zu führende Gegenbeweis, dass der Anleger bei einem mangelfreien Prospekt (1) einerseits sein Vermögen (trotz Kenntnis der Mängel) nicht anderweitig, z.B. in andere Titel, investiert hätte und (2) andererseits, dass er die gleichen Titel (trotz Kenntnis der Mängel) zum gleichen Preis erworben hätte.

## 4.5. Schaden

### 4.5.1. Allgemeiner Schadensbegriff

Für die Umschreibung des Schadens kommt sowohl bei der vertraglichen als auch bei der ausservertraglichen Haftung grundsätzlich die *Differenztheorie* zur Anwendung<sup>205</sup>. Danach versteht man unter *Schaden* die Differenz zwischen dem gegenwärtigen Stand des Vermögens des Geschädigten und dem Stand, den das Vermögen ohne das schädigende Ereignis hätte<sup>206</sup>. Für den Vergleich der beiden Vermögenswerte, des tatsächlichen und des hypothetischen, ist der gleiche Zeitpunkt massgebend<sup>207</sup>. Dieser für die Schadensberechnung massgebende Zeitpunkt ist grundsätzlich der Zeitpunkt der Urteilsfällung<sup>208</sup>; im Falle von schwankenden Aktienkursen kann der Geschädigte unter Umständen auch den Zeitpunkt der Schädigung wählen<sup>209</sup>.

Im *Deliktsrecht* ist eine einzige Differenzrechnung möglich, nämlich der Vergleich des schadenbelasteten Ist-Zustandes mit dem hypothetischen Zustand bei Unterbleiben der unerlaubten Handlung<sup>210</sup>. Aus *vertragsrechtlicher* Sicht sind zwei Differenzrechnungen denkbar, da der Ist-Zustand mit zwei verschiedenen Soll-Zuständen verglichen werden kann<sup>211</sup>: einmal mit dem (hypothetischen) Vermögensstand, der bei gehöriger Vertragserfüllung vorliegen würde (*positives Interesse*), und einmal mit dem (hypothetischen) Vermögensstand, der bestünde, wenn der Vertrag nie geschlossen worden wäre (*negatives Interesse*)<sup>212</sup>. Bei der *Vertrauenshaftung* wird wie im Vertragsrecht zwischen dem *positiven* und *negativen Vertrauensschutz* unterschieden: Einmal wird der Vertrauende so gestellt, als bestünde die von ihm angenommene Lage wirklich, und einmal wird er so gestellt, als hätte er die wahre Lage gekannt und nicht vertraut<sup>213</sup>. Der positive und negative Vertrauensschutz entsprechen dem positiven und negativen Interesse im Vertragsrecht.

Ersatzfähig ist sowohl der *positive Schaden* (damnum emergens) als auch der *entgangene Gewinn* (lucrum cessans)<sup>214</sup>.

Der allgemeine Schadensbegriff und die allgemeinen Regeln des Schadenersatzrechts gelten grundsätzlich auch bei der obligationenrechtlichen Prospekthaftung<sup>215</sup>. Die Art

der ausgegebenen Titel, z.B. ob es sich dabei um Aktien oder Derivate handelt, spielt für die Berechnung des Scha-

201 OR-WIEGAND (FN 108), N 62 zu Art. 97, der hier von der Vermutung des "aufklärungsgemässen" Verhaltens spricht; W. WIEGAND, Ad hoc-Publizität (FN 86), 167; B. BERGER (FN 89), 181. Kritisch dazu ROLF H. WEBER, Zur Haftung des Anlageberaters, in: SZW 1998, 254 f., 255.

202 WOLFGANG WIEGAND, Die Haftung der Kontrolleure, in: W. WIEGAND (Hrsg.), Berner Bankrechtstag 1995, Konsequenzen aus der Krise, Bern 1995, 93 ff., 130; M. MOSER (FN 74), 197; S. ABEGGLEN (FN 119), 113; B. BERGER (FN 89), 130.

203 MAX GULDENER, Schweizerisches Zivilprozessrecht, 3. A., Zürich 1979, 326; O. VOGEL/K. SPÜHLER (FN 195), 10. Kapitel N 51.

204 Diese Frage wurde offengelassen in BGE 124 III 166 E.3.d) mit Nachweisen zur Rechtsprechung in Deutschland. Vgl. auch P. V. KUNZ, Haftungsvoraussetzungen (FN 10), 1277, der ganz allgemein bei der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit eine Beweislastumkehr bzw. eine Vermutung der Kausalität bei Publikumsgesellschaften fordert unter dem Aspekt des Investoren- bzw. Minderheitenschutzes.

205 Statt vieler K. OFTINGER/E. W. STARK, Allgemeiner Teil (FN 194), § 2 N 9; P. GAUCH/W. R. SCHLUEP/J. SCHMID/H. REY (FN 92), N 2631; NIKLAUS LÜCHINGER, Schadenersatz im Vertragsrecht, Grundlagen und Einzelfragen der Schadensberechnung und Schadenersatzbemessung, Diss. Freiburg 1999, 23, 34. Auch wenn in der Lehre gelegentlich kritische Stimmen gegenüber der Differenztheorie laut werden, ist sie noch immer die gebräuchliche Definition des Schadens, N. LÜCHINGER (FN 205), 24 ff.

206 Statt vieler K. OFTINGER/E. W. STARK, Allgemeiner Teil (FN 194), § 2 N 9; ROLAND BREHM, zu Art. 41 OR und Art. 42 OR, Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Band VI, 1. Abteilung, Allgemeine Bestimmungen, 3. Teilband, 1. Unterteilband, Die Entstehung durch unerlaubte Handlungen, Kommentar zu Art. 41–61 OR, 2. A., Bern 1998, N 70 zu Art. 41.

207 BK-BREHM (FN 206), N 70 zu Art. 41.

208 Statt vieler ANTON K. SCHNYDER, zu Art. 41 OR und Art. 42 OR, in: HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/WOLFGANG WIEGAND (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, 2. A., Basel/Frankfurt am Main 1996, N 4 zu Art. 42; BK-BREHM (FN 206), N 7 zu Art. 42; K. OFTINGER/E. W. STARK, Allgemeiner Teil (FN 194), § 6 N 21; im Vertragsrecht alternativ möglich, vgl. etwa P. GAUCH/W. R. SCHLUEP/J. SCHMID/H. REY (FN 92), N 2628 und OR-WIEGAND (FN 108), N 51 zu Art. 97.

209 BGE 109 II 477 E.3.; ANDREAS VON TUHR/HANS PETER, Allgemeiner Teil des Schweizerischen Obligationenrechts, Erster Band, 3. A., Zürich 1979, 123; BK-BREHM (FN 206), N 8 zu Art. 42.

210 N. LÜCHINGER (FN 205), 35; vgl. OR-SCHNYDER (FN 208), N 14 zu Art. 41.

211 N. LÜCHINGER (FN 205), 35.

212 Statt vieler P. GAUCH/W. R. SCHLUEP/J. SCHMID/H. REY (FN 92), N 2631, N 2703 f.; I. SCHWENZER (FN 121), N 14.30 f.

213 C.-W. CANARIS, Vertrauenshaftung (FN 92), 5 f., 491, 518; M. v. FISCHER (FN 104), 171; M. MOSER (FN 74), 76 ff.; P. LOSER, Vertrauenshaftung (FN 87), 74; PETER LOSER-KROGH, Vertrauenshaftung und Schutzpflicht – Vor dem Hintergrund europäischer Rechtsvergleichung, in: CHRISTIAN J. MEIER-



dens im Rahmen der Prospekthaftung aus rechtlicher Sicht grundsätzlich keine Rolle<sup>216</sup>.

#### 4.5.2. Schaden gemäss deliktsrechtlichen Grundsätzen

Da der Nachweis des Schadens im Rahmen von Art. 752 OR häufig besondere Probleme bereitet<sup>217</sup> und der überwiegende Teil der Lehre von einer *deliktsrechtlichen Natur* der Prospekthaftung ausgeht, rechtfertigt sich zunächst eine kurze Untersuchung der Schadensberechnung nach den deliktsrechtlichen Grundsätzen. Danach ist der Schaden gemäss Differenztheorie die Differenz zwischen dem gegenwärtigen Wert des Titels eines Anlegers und dem hypothetischen Vermögenswert, der ohne das schädigende Ereignis bei diesem Anleger entsprechend (anstelle des vorgenannten Titels) vorliegen würde<sup>218</sup>. Als das schädigende Ereignis ist die widerrechtliche Handlung (das Erstellen eines mangelhaften Prospektes) zu betrachten, auch wenn diese per se noch nicht schädigend sein muss, sondern oft erst durch ihr Bekanntwerden schädigend wird<sup>219</sup>.

Um den hypothetischen Vermögensstand zu bestimmen, stellt sich zunächst die Frage, wie sich der Anleger in Kenntnis der Mängel des Prospektes verhalten hätte, d.h. ob der Anleger (jetzt Geschädigter) den Kauf überhaupt getätigt hätte<sup>220</sup> oder nicht. Die in Frage stehende hypothetische Verhaltensweise des Anlegers ist eine Frage der Kausalität. Diese mutmasslichen Kausalitätsüberlegungen führen zu zwei unterschiedlichen hypothetischen Vermögensständen.

Wäre der Kaufvertrag über die Titel auch aufgrund des mangelfreien Prospektes *abgeschlossen worden*, so ist zunächst einmal der entsprechende hypothetische Kaufpreis zu bestimmen, der regelmässig (erheblich) tiefer sein wird<sup>221</sup>. Ausgehend vom hypothetischen Kaufpreis muss die hypothetische Entwicklung des Marktpreises jenes Titels bestimmt werden. Die Differenz zwischen diesem hypothetischen Marktpreis und dem aktuellen Marktpreis entspricht dem Schaden. Wäre indessen der Kauf über die Titel *nicht getätigt worden*, so ist eine Annahme darüber zu treffen, wie man den entsprechenden Vermögenswert investiert und sich diese hypothetische Investition alsdann entwickelt hätte<sup>222</sup>.

#### 4.5.3. Schaden gemäss vertraglichen Grundsätzen

Geht man – in Übereinstimmung mit der hier vertretenen Ansicht – von einer den vertraglichen Grundsätzen unterliegenden *Vertrauenshaftung* aus, so kann der Schaden auf zwei verschiedene Arten, nämlich positiv oder negativ be-

CH. A. CAMENZIND (FN 9), 105; A. ROHR (FN 5), 222; vgl. auch AFG-VON PLANTA (FN 6), N 10 zu Art. 65.

216 C.-W. CANARIS, Bankvertragsrecht (FN 87), N 2285; H.-D. ASSMANN, Prospekthaftung (FN 4), 367 FN 179; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 104 FN 132.

217 P. BÖCKLI (FN 9), N 1966j; R. H. WEBER, Rechtsgutachten (FN 87), 17; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 170; R. MÜLLER/L. LIPP/A. PLÜSS (FN 9), 213; K. SCHWEIZER (FN 13), 56; A. ROHR (FN 5), 221 f.; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 104; F. S. JÖRG/O. ARTER (FN 1), 23; R. H. WEBER, Prospekthaftpflicht (FN 44), 58.

218 R. MÜLLER/L. LIPP/A. PLÜSS (FN 9), 213; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 170; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 104; A. ROHR (FN 5), 220; vgl. auch R. VON BÜREN/W. A. STOFFEL/A. K. SCHNYDER/C. CHRISTEN-WESTENBERG (FN 23), N 989; K. J. HOPT (FN 4), N 172; R. H. WEBER, Prospekthaftpflicht (FN 44), 58; P. BÖCKLI (FN 9), N 1966j, der einen hypothetischen Vergleich mit dem Wertpapier anstellt, den es ohne das schädigende Ereignis hätte; ein solcher Vergleich setzt den Kauf des Wertpapiers voraus und lässt eine andere Investition des Vermögenswertes in Kenntnis des mangelfreien Prospektes nicht zu; unklar N. LÜCHINGER (FN 205), 341, der sich einerseits P. BÖCKLI (FN 9), N 1966j, anschliesst und andererseits das positive Interesse anführt. Vgl. für das deutsche Recht: Bei der *bürgerlichrechtlichen* Prospekthaftung haben die Prospektverantwortlichen im Falle der Pflichtverletzung das sog. negative Interesse (Vertrauensschaden) zu ersetzen. Der enttäuschte Anleger ist so zu stellen, als hätte er die Anlage nicht erworben, vgl. dazu H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Kapitalanlagerecht (FN 4), N 155 zu § 7; H.-D. ASSMANN, Prospekthaftung (FN 4), 366 f.; U. EYLES (FN 4), N 91 f.; K. J. HOPT (FN 4), N 172; H. ROLLER (FN 4), 206. Bei der *börsengesetzlichen* Prospekthaftung bemisst sich der Umfang des zu ersetzenden Schadens danach, ob der Erwerber noch Inhaber der Wertpapiere ist oder nicht. Im ersten Fall kann der Inhaber der Wertpapiere nach Art. 45 Abs. 1, Satz 1 BörsG die Übernahme der Wertpapiere gegen Erstattung des Erwerbspreises verlangen, wobei die oberste Grenze der erste Ausgabepreis ist. Zu erstatten sind zudem die mit dem Erwerb verbundenen üblichen Kosten. Im zweiten Fall kann der Erwerber, der nicht mehr Inhaber der Wertpapiere ist, nach § 45 Abs. 2, Satz 1 BörsG den Unterschiedsbetrag zwischen dem Erwerbspreis und dem Veräusserungspreis sowie die mit dem Erwerb und der Veräusserung verbundenen üblichen Kosten verlangen. Auch hier ist als oberste Grenze des Erwerbspreises der erste Ausgabepreis festgelegt, vgl. dazu H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Ergänzungsband (FN 4), N 50 ff. zu § 7; anders noch H.-D. ASSMANN/R. A. SCHÜTZE, Kapitalanlagerecht (FN 4), N 229 zu § 7; S. KÜMPEL (FN 4), N 9.330 ff.; W. GROSS (FN 4), 207.

219 R. MÜLLER/L. LIPP/A. PLÜSS (FN 9), 213. Im Zusammenhang mit der Prospekthaftung gilt es u.E. insbesondere auch zu bedenken, dass zwischen dem Setzen der Ursache, die zu einem schädigenden Ereignis führen kann, und der Verwirklichung dieser Ursache oft eine grosse Zeitspanne liegt.

220 Deshalb entspricht dieser Schaden nicht zwingend dem negativen Interesse im Sinne des Vertragsrechts, wonach stets davon ausgegangen wird, dass kein Vertrag abgeschlossen worden wäre; *a.M.* CH. A. CAMENZIND (FN 9), 104; A. ROHR (FN 5), 221.

221 Keine Zustimmung verdient u.E. die in der Lehre vorgeschlagene Möglichkeit der Schadensberechnung, wonach vom

SCHATZ/RAINER J. SCHWEIZER (Hrsg.), Recht und Internationalisierung, Festgabe gewidmet dem Schweizerischen Juristenverein anlässlich des Juristentags 2000 in St. Gallen durch die Juristische Abteilung der Universität St. Gallen, Zürich 2000, 113 ff., 128; M. WICK (FN 121), 1271; H. HAUSHEER/M. JAUN (FN 120), 411 f.

214 Statt vieler K. OFTINGER/E. W. STARK, Allgemeiner Teil (FN 194), § 2 N 10 f.; I. SCHWENZER (FN 121), N 14.13.

215 H. BÄRTSCHI (FN 7), 205; ZK-BÜRGI/NORDMANN (FN 3), N 12 f. zu Art. 752; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 170;

stimmt werden<sup>223</sup>. U.E. hat der Kläger *die Wahl*, das positive oder das negative Interesse bzw. den positiven oder negativen Vertrauensschutz geltend zu machen. Ein solches Wahlrecht nach Art. 97 OR ergibt sich aus der analogen Anwendung von Art. 107 Abs. 2 OR und Art. 109 OR<sup>224</sup>. In prozessualer Hinsicht ist es zudem möglich, im Hauptstandpunkt das positive Interesse und im Eventualstandpunkt das negative Interesse geltend zu machen, sofern der Gläubiger nicht mit Sicherheit weiss, ob der Richter das positive oder negative Interesse schützen wird<sup>225</sup>.

Macht der Geschädigte das *negative Interesse* geltend, so soll er so gestellt werden, als hätte er dieses Wertpapier nie erworben bzw. den Prospektangaben nicht vertraut. Der Anleger muss aufgrund der höchststrichlerlich anerkannten Vermutung des aufklärungsrichtigen Verhaltens nicht nachweisen können, dass er die Wertpapiere bei Kenntnis der wahren Sachlage nicht erworben hätte<sup>226</sup>. Alsdann ist die Annahme darüber zu treffen, wie und wo der betreffende Vermögenswert investiert worden wäre und wie sich diese Investition entwickelt hätte. Anstelle dieser hypothetischen Investition und Entwicklung kann aber auch der Anspruch auf Rückerstattung des Erwerbspreises zuzüglich Zinsen gegen Rückgabe des Titels bzw. unter Anrechnung des Veräusserungspreises geltend gemacht werden<sup>227</sup>. Demzufolge würde der Schaden (ökonomisch) der Differenz zwischen dem Erwerbspreis zuzüglich der entsprechenden Zinsen und dem jetzigen Marktpreis, der regelmässig den Veräusserungspreis widerspiegelt, entsprechen<sup>228</sup>. Allfällige Kredit- und Courtagekosten sowie Zinsverluste und entgangene Dividenden können ebenfalls geltend gemacht werden<sup>229</sup>. Haftet der Schuldner im Umfang des negativen Interesses, fällt aber derjenige Gewinn, den er aus der Investition gezogen hat, ausser Betracht<sup>230</sup>.

Beim *positiven Interesse* besteht der Schaden in der Differenz zwischen dem gegenwärtigen Wert des Wertpapiers und dem Wert des Wertpapiers, den dieses hätte, wenn die Aussagen im Prospekt wahr bzw. die verschwiegenen Umstände nicht vorhanden gewesen wären<sup>231</sup>. Diese Umschreibung des positiven Interesses ergibt sich insbesondere aus der Garantiefunktion des Prospektes<sup>232</sup>. Es ist also eine Annahme darüber zu treffen, wie sich die Vermögenssituation entwickelt hätte, wenn die Angaben im Prospekt stimmen würden bzw. gestimmt hätten. Der Ersatz für den Gewinn aus einem entgangenen Geschäft mit einem Dritten kann beim positiven Interesse nicht gewährt werden<sup>233</sup>.

#### 4.5.4. Bestimmung des hypothetischen Vermögensstandes (Berechnungsmodelle)

Für die Bestimmung der hypothetischen Vermögenslage werden in der Lehre wenige Vorschläge gemacht. Im Vordergrund stehen die *Theorie der effizienten Kapitalmärkte* und das *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

Nach der *Theorie der effizienten Kapitalmärkte*<sup>234</sup> bestimmt die Menge an Informationen, die den Marktteilnehmern bei Angebot und Nachfrage von Aktien zur Verfügung stehen, die "Qualität" von Preisen. Sind jederzeit alle im Markt verfügbaren wesentlichen Informationen vollständig in den Kursen verarbeitet, so ist der Preis frei von Verzerrungen und

Erwerbspreis derjenige Preis abzuziehen sei, den der Anleger bei Zugrundelegung eines korrekten Emissionsprospektes zu zahlen bereit gewesen wäre, so V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 171; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 104; A. ERB (FN 15), 156; K. SCHWEIZER (FN 13), 58 f. Dieses Berechnungsmodell steht nicht im Einklang mit der massgebenden Differenztheorie, vielmehr entspricht es der kaufvertraglichen Minderung, die allenfalls gegenüber dem Verkäufer der Titel aus dem Kaufvertrag und neben den Ansprüchen aus Art. 752 OR geltend gemacht werden kann.

222 Nur diese Variante entspricht dem negativen Interesse im Vertragsrecht, vgl. hinten 4.5.3. Schaden gemäss vertraglichen Grundsätzen.

223 Freilich ist in der Lehre strittig, ob bei der Vertrauenshaftung das positive und/oder das negative Interesse geltend zu machen ist, vgl. beispielsweise I. SCHWENZER (FN 121), N 52.04; M. MOSER (FN 74), 188; H. P. WALTER, Unkraut oder Blume (FN 112), 100. Gelegentlich wird in der Lehre im Zusammenhang mit der Verletzung von Verhaltenspflichten das *Integritätsinteresse* in Anspruch genommen, so M. MOSER (FN 74), 188 f.; S. ABEGGLEN (FN 119), 85 ff. Selbst die Rechtsprechung des Bundesgerichtes zu den Rechtsfolgen der Vertrauenshaftung ist schwankend, vgl. z.B. BGE 124 III 369 E.5.b) (es ist wohl das negative Interesse gemeint, obwohl das Bundesgericht vom Erhaltungsinteresse spricht); unveröffentlichter BGE 4C.299/1998 vom 7.1.1999 E.4.a) = SJ 2000 I 538 = ZBJV 1999, 175 (FN 120) (positives Interesse). U.E. muss nicht notwendigerweise das negative Interesse beim Setzen eines unzutreffenden Vertrauenstatbestandes ersetzt werden, da beispielsweise selbst bei fahrlässigem Irrtum nach Art. 26 Abs. 2 OR (gesetzlich normierte culpa in contrahendo) der Richter auf Ersatz des positiven Interesses erkennen kann, obwohl das Vertrauen enttäuscht wurde.

224 HUGO OSER/WILHELM SCHÖNENBERGER, zu Art. 97 OR, Zürcher Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, V. Band: Das Obligationenrecht, Erster Halbband: Art. 1–183, 2. A., Zürich 1929, N 9 zu Art. 97; TH. GUHL/A. KOLLER/A. K. SCHNYDER/J. N. DRUEY (FN 23), § 31 N 3; OR-WIEGAND (FN 108), N 3 zu Einl. zu Art. 97–109, N 58 zu Art. 97; EUGEN BUCHER, Schweizerisches Obligationenrecht, Allgemeiner Teil ohne Deliktsrecht, 2. A., Zürich 1988, 339, 424; I. SCHWENZER (FN 121), N 64.27; P. GAUCH/W. R. SCHLUEP/J. SCHMID/H. REY (FN 92), N 3163.

225 N. LÜCHINGER (FN 205), 40, 74 FN 249.

226 A.M. V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 171; A. ROHR (FN 5), 221; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 104. Zur Vermutung des aufklärungsrichtigen Verhaltens vgl. vorne 4.4. Kausalzusammenhang.

227 V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 171; A. ROHR (FN 5), 221; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 104; K. SCHWEIZER (FN 13), 58; R. H. WEBER, Rechtsgutachten (FN 87), 17.

228 Vgl. CH. A. CAMENZIND (FN 9), 104 und K. SCHWEIZER (FN 13), 58, welche die Möglichkeit des negativen Interesses bejahen, indem sie in der Erstattung des Erwerbspreises gegen die Rückgabe der Titel eine Berechnungsgrundlage sehen, jedoch im Vergleich von Erwerbspreis mit dem aktuellen Marktpreis (zu welchem die zurückgegebenen Titel tatsächlich veräussert werden können) keine rechtliche Berechnungsgrundlage anerkennen.

229 CH. A. CAMENZIND (FN 9), 104 f.; A. ROHR (FN 5), 221; teilweise ebenso V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 171.

230 N. LÜCHINGER (FN 205), 40, 105 f.

damit der Kapitalmarkt effizient<sup>235</sup>. Somit leitet sich die Effizienz des Kapitalmarktes aus der Informationseffizienz ab. In effizienten Kapitalmärkten reflektieren die vorherrschenden Aktienkurse jederzeit den verfügbaren Informationsstand, denn neu auftretende Informationen werden stets unverzüglich und vollständig in den Kursen verarbeitet<sup>236</sup>. Demnach entspricht der Schaden dort, wo der Kurs durch eine effiziente Preisbildung zustande kommt, dem *nach Bekanntwerden der Tatsachen erfolgten Kurssturz*<sup>237</sup>. Der Theorie der effizienten Kapitalmärkte steht ein Teil der Lehre ablehnend oder kritisch gegenüber<sup>238</sup>. U.E. kann dieser finanztheoretische Ansatz jedoch für die Bestimmung einer Richtgrösse des Schadens durchaus von Bedeutung sein. Das ist beispielsweise dann der Fall, wenn ein zuvor konstanter Kurs eines börsenkotierten, nicht volatilen Titels unmittelbar nach Bekanntwerden eines im Prospekt enthaltenen wesentlichen Mangels an einem (oder innert wenigen) Tag(en) eine krasse Schwankung verzeichnet. Alsdann kann man davon ausgehen, dass diese Kursschwankung nicht stattgefunden hätte, wären die Angaben im Prospekt richtig gewesen, so dass sich auf diese Weise das positive Interesse bestimmen lässt.

Für die Bestimmung des hypothetischen Vermögensstandes wird in der Lehre gelegentlich auf das *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* hingewiesen<sup>239</sup>. Das CAPM ist ein auf der Portfoliotheorie basierendes Bewertungsmodell für eine einzelne Aktie (oder ein Portfolio). Gemäss der Portfoliotheorie müssen Anleger lediglich das nicht-diversifizierbare (systematische) Marktrisiko tragen, während die spezifischen (unsystematischen) Renditerisiken eines einzelnen Titels diversifiziert werden können. Daher wird das systematische Marktrisiko zum alleinig bewertungswirksamen. Das CAPM beantwortet nun die Frage, wie hoch die für die Übernahme vom systematischen Marktrisiko im Mittel zu erwartende Rendite ist. Es stellt also eine Beziehung her zwischen dem vom Anleger übernommenen Marktrisiko und der dafür im Mittel zu erwartenden Rendite. Je höher nun das Risiko (das Beta) ist, desto höher ist die Renditeerwartung. Das relevante Risikomass lässt sich durch die Auswertung historischer Renditebeobachtungen mittels eines statistischen Verfahrens bestimmen, sofern eine Zeitreihe mit Renditebeobachtungen für das Portfolio und eine solche für einen Marktindex verfügbar sind. Lässt sich das systematische Marktrisiko eines Titels bestimmen, so kann auch bestimmt werden, welchen Wert (Kurs) der Titel ohne die auf den Kursverlauf einwirkenden Umstände hätte. Solche Umstände sind beispielsweise die im Prospekt enthaltenen Mängel. Auch wenn das CAPM nur ein theoretisches, mit verschiedenen Problemen und Fehlern behaftetes Modell ist<sup>240</sup>, kann es als eine Grundlage für die Schadensberechnung gemäss Art. 99 Abs. 3 OR i.V.m. Art. 42 OR dienen. Dies gilt insbesondere in den Fällen, in denen sich die Mangelhaftigkeit des Prospektes erst im Laufe eines längeren Zeitraums auf den Kurs niederschlägt<sup>241</sup>.

#### 4.5.5. Beweislast

Die Beweisführung hinsichtlich des Schadens gestaltet sich vor allem deshalb als schwierig, weil hypothetische Erwä-

gungen notwendig sind. Der Kläger muss nämlich die hypothetische Vermögenslage ohne die Schädigungshandlung beweisen, also einen nicht real existierenden Zustand. Für den Kläger besteht folglich ein besonderes Beweislastrisiko bezüglich der Schadensfeststellung. Deshalb ist die Frage durchaus gerechtfertigt, ob eine *Umkehr der Beweislast* hinsichtlich des Schadens angemessen wäre. Eine Überwälzung der Beweislast auf den Schädiger ist u.E. aber zu verneinen, da gemäss Art. 8 ZGB bzw. Art. 42 Abs. 1 OR für den Schaden ausschliesslich der geschädigte Anleger beweispflichtig ist<sup>242</sup>.

Bei Beweisschwierigkeiten des Klägers ist es dem Beklagten grundsätzlich auch nicht verwehrt, das Ausmass des Schadens und die Berechnung des Schadenersatzes "mit

231 Folgende Autoren *bejahen* die Möglichkeit der Geltendmachung des positiven Interesses OR-WATTER (FN 9), N 22 zu Art. 752; H. BÄRTSCHI (FN 7), 209; N. LÜCHINGER (FN 205), 341; F. S. JÖRG/O. ARTER (FN 1), 23; R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 59; *dagegen* sind V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 170; K. SCHWEIZER (FN 13), 56; CH. A. CAMENZIND (FN 9), 104; A. ROHR (FN 5), 221; R. H. WEBER, Rechtsgutachten (FN 87), 17; K. J. HOPT (FN 4), N 172; H.-D. ASSMANN, Prospekthaftung (FN 4), 367.

232 Vgl. vorne 2.2.2. Funktion und Rechtsnatur des Prospektes. 233 N. LÜCHINGER (FN 205), 40.

234 Ein Überblick findet sich bei PETER OERTMANN, Lassen sich Aktienkurse prognostizieren?, in: BRUNO GEHRIG/HEINZ ZIMMERMANN, Fit for Finance, Theorie und Praxis der Kapitalan-

lage, 7. A., Zürich 2001, 23 ff. (zit. P. OERTMANN, Aktienkurse); für weiterführende Literatur siehe EUGENE F. FAMA, Efficient Capital Markets II, in: Journal of Finance 46, 1991, 1575 ff. (zit. E. F. FAMA, 1991).

235 EUGENE F. FAMA, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: Journal of Finance 25, 1970, 383 ff.; P. OERTMANN, Aktienkurse (FN 234), 27.

236 P. OERTMANN, Aktienkurse (FN 234), 29.

237 OR-WATTER (FN 9), N 23 zu Art. 752; H. BÄRTSCHI (FN 7), 209; R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 59.

238 P. BÖCKLI (FN 9), N 1966k; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 170 f.; P. CH. HSU (FN 137), 32 f.; D. DAENIKER (FN 28), 8 f. Vgl. auch das Paradigma *Behavioral Finance*, welches die Theorie der effizienten Märkte in Frage stellt, so beispielsweise ROBERT J. SHILLER, Paradigmenwechsel in der Finanzmarktforschung, in: NZZ vom 28./29.7.2001, 27. Ausführlich zum Thema Behavioral Finance vgl. beispielsweise HERSH SHEFRIN, Börsenerfolg mit Behavioral Finance, Investmentpsychologie für Profis, Stuttgart 2000, 1 ff. Zu einer vermittelnden Position zwischen der Theorie der effizienten Märkte und dem Behavioral Finance-Ansatz vgl. Handkomm-BERTSCHINGER (FN 20), N 38 zu Art. 752.

239 R. WATTER, Prospekt(haft)pflicht (FN 9), 59 f.; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 170 f.; P. BÖCKLI (FN 9), N 1966k; N. LÜCHINGER (FN 205), 341 ff.; R. H. WEBER, Prospekthaftung (FN 44), 58. Ein Überblick zum CAPM findet sich bei PETER OERTMANN, Capital Asset Pricing Model, in: BRUNO GEHRIG/HEINZ ZIMMERMANN, Fit for Finance, 7. A., Zürich 2001, 79 ff. (zit. P. OERTMANN, Capital Asset Pricing Model); für weitergehende Literatur siehe E. F. FAMA, 1991 (FN 234), 1575 f.



Nichtwissen" zu bestreiten<sup>243</sup>. Eine *Mitwirkung des Beklagten* an der Beweisführung des Klägers kann dann in Betracht gezogen werden, wenn sich der klägerische Anleger im Beweisnotstand befindet und der Beklagte näher am Beweis steht<sup>244</sup>. Bei Prospekthaftungsfällen hat der Kläger regelmässig beträchtliche Beweisschwierigkeiten hinsichtlich des Schadens. Hat der Beklagte einen erheblichen Informationsvorsprung gegenüber dem Kläger, so kann von ihm die Mitwirkung bei der Beweiserhebung verlangt werden. Die Verweigerung der Mitwirkung des Beklagten – und im Gegenzug aber auch sein kooperatives Verhalten – sollte der Richter in der Beweiswürdigung angemessen (zu Lasten oder zu Gunsten des Beklagten) berücksichtigen<sup>245</sup>.

#### 4.5.6. Schätzung des Schadens durch den Richter

Soweit der Nachweis des Schadens nicht möglich ist, verweist Art. 99 Abs. 3 OR i.V.m. Art. 42 Abs. 2 OR auf das richterliche Ermessen. Diese grundsätzlich auch für Prospekthaftungsfälle geltende Ausnahmeregelung bedeutet für den geschädigten Anleger eine Beweiserleichterung und bezieht sich sowohl auf die Höhe als auch auf das Vorhandensein des Schadens<sup>246</sup>. Der Kläger hat lediglich glaubhaft zu machen, dass die Voraussetzungen für eine Anwendung von Art. 42 Abs. 2 OR erfüllt sind<sup>247</sup>. Die Anwendung von Art. 42 Abs. 2 OR ist dann zulässig, wenn eine Berechnung des Schadens für den Geschädigten nicht möglich oder unzumutbar ist oder sich der Geschädigte im Beweisnotstand befindet<sup>248</sup>. Soweit möglich und zumutbar muss die klagende Partei aber *alle Umstände nennen und substantiiert darlegen*, welche die Schätzung des Schadens erlauben<sup>249</sup>. Regelmässig wird das zuständige Gericht alsdann Gutachten von Sachverständigen einholen<sup>250</sup>.

## 5. Zusammenfassung

Die obligationenrechtliche Prospekthaftung (Art. 752 OR und Art. 1156 Abs. 3 OR) kann nur im Rahmen einer *Emission* von Wertpapieren oder Wertrechten unter *Verwendung eines Prospektes* oder *einer ähnlichen Mitteilung* zum Tragen kommen. Zudem müssen die *Sachlegitimation* und die *Haftungsvoraussetzungen* erfüllt sein, damit Ansprüche gemäss Art. 752 OR bzw. Art. 1156 Abs. 3 OR erfolgreich geltend gemacht werden können. Die Beurteilung der Haftungsvoraussetzungen setzt die Qualifikation der Rechtsnatur der obligationenrechtlichen Prospekthaftung voraus.

Entgegen der vorherrschenden Lehre ist die obligationenrechtliche Prospekthaftung nach Ansicht der Autoren nicht deliktsrechtlicher Natur; vielmehr handelt es sich um eine *kapitalmarktrechtliche Vertrauenshaftung* im Rahmen eines *gesetzlichen Schuldverhältnisses*. Der Prospekt ist eine *Einladung zur Offertstellung* und hat primär *Aufklärungs- und Werbefunktion*. Er ist somit ein Mittel zur *Anbahnung rechtsgeschäftlicher Beziehungen* zwischen dem Emittenten und dem potentiellen Anleger und schafft nicht (wie bei der deliktsrechtlichen Haftung) nur zufällig, sondern *bewusst eine Sonderverbindung* und ein *Vertrauensverhältnis* zwi-

schen diesen. Diese Sonderverbindung verpflichtet zu einer gewissen *Loyalität* und auferlegt den Beteiligten bestimmte *Verhaltenspflichten*. Der Prospekt *erweckt* beim Anleger *berechtigte Erwartungen*. Durch mangelhafte Prospektangaben, auf deren Richtigkeit der potentielle Anleger *vertraut* und kraft welcher er seinen Investitionsentscheid trifft, wird das erweckte Vertrauen *enttäuscht*. Diese Verletzung der Verhaltenspflichten führt zur Vertrauenshaftung nach Art. 752 OR bzw. Art. 1156 Abs. 3 OR.

Auf die Vertrauenshaftung sind grundsätzlich die *Regeln des Vertragsrechts* sinngemäss anwendbar, was auf die *Beweislast betreffend das Verschulden* sowie auf die *Verantwortlichkeit der Hilfspersonen* Einfluss hat. Zudem hat die Qualifikation der Rechtsnatur auch bedeutende Auswirkungen auf die *Beweislast hinsichtlich des Kausalzusammenhanges* und auf die *Schadensberechnung*. Verletzt der Prospektverantwortliche seine Informations- und Aufklärungspflichten (Verhaltenspflichten), so gilt die Vermutung des aufklärungsrichtigen Verhaltens, aufgrund welcher dem Kläger der Kausalitätsbeweis weitgehend abgenommen wird. Bezüglich des Schadens hat der klägerische Anleger die *Wahl, das positive oder das negative Interesse bzw. den positiven oder negativen Vertrauensschutz* geltend zu machen. Macht er das *negative Interesse* geltend, dann soll der Geschädigte so gestellt werden, als hätte er die wahre Sachlage gekannt und auf die Angaben im Prospekt nie vertraut. Beim *positiven Interesse* besteht der Schaden in der Differenz zwischen dem gegenwärtigen Wert des Wertpapiers und dem Wert des Wertpapiers, den dieses hätte, wenn die Falschaussagen im Prospekt wahr bzw. die verschwiegenen Umstände nicht vorhanden gewesen wären.

Nach Ansicht der Autoren wird mit der Rechtsfigur der Vertrauenshaftung die Möglichkeit geschaffen, auf dem Kapitalmarkt eine dem Einzelfall gerechte Lösung zu finden. Die obligationenrechtliche Prospekthaftung ist nicht nur eine Konkretisierung des allgemeinen Deliktsrechts, sondern eine besondere kapitalmarktrechtliche Haftungsregelung, welche den Anleger- und Funktionsschutz zum Ziel

240 "(...) denn im empirischen Test des Modells ergibt sich ein nicht unwesentliches Problem: das in der Theorie zur Berechnung von Betafaktoren [Risiken] instrumentalisierte effiziente Marktportfolio ist in der Realität nicht beobachtbar! (...) Damit ist es unmöglich, die Bewertungsaussagen des Modells exakt zu überprüfen", P. OERTMANN, Capital Asset Pricing Model (FN 239), 93. Auch können beispielsweise die der Berechnung zugrunde liegenden Statistiken bereits unvollständig oder fehlerhaft sein, P. OERTMANN, Capital Asset Pricing Model (FN 239), 87. Vgl. R. H. WEBER, Prospekthaftungspflicht (FN 44), 58.

241 V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 170 f.

242 BGE 115 II 2 E.4.; V. ROBERTO/TH. WEGMANN (FN 10), 171 f.

243 O. VOGEL/K. SPÜHLER (FN 195), 10. Kapitel N 55.

244 BGE 115 II 2 E.4.; RICHARD FRANK/HANS STRÄULI/GEORG MESSMER, Kommentar zur zürcherischen Zivilprozessordnung, 3. A., Zürich 1997, N 21 zu § 136; O. VOGEL/K. SPÜHLER

hat. Die Vertrauenshaftung privilegiert (im Vergleich zur deliktsrechtlichen Haftung) den Anleger und stärkt dessen Position in einem allfälligen Prozess gegenüber dem Verantwortlichen, der sich aus beweis- und prozessrechtlichen Gründen sowie aufgrund seines Informationsvorsprunges regelmässig in einer besseren Stellung befindet. Damit verwirklichen die Bestimmungen von Art. 752 OR bzw. Art. 1156 Abs. 3 OR das gesetzgeberische Ziel des Anlegerschutzes und schaffen eine praktisch und prozessual durchsetzbare sowie sachgerechte Haftungsgrundlage gegenüber den fehlbaren Verantwortlichen.

Selon le Code des Obligations (art. 752 CO et art. 1156 alinéa 3 CO), la responsabilité pour le prospectus n'est engagée que dans le cadre d'une émission de papiers-valeurs ou de droits-valeurs en utilisant un prospectus ou un autre message similaire. En outre, la légitimation et les conditions de la responsabilité doivent être remplies pour qu'une action selon les articles 752 CO et 1156 alinéa 3 CO puisse être couronnée de succès. Un état de fait doit tout d'abord être qualifié comme étant du ressort de la responsabilité pour le prospectus; ensuite, on analysera les conditions de la responsabilité.

D'après les auteurs et contrairement à la doctrine prédominante, la responsabilité du fait du prospectus du Code des Obligations n'est pas de nature délictuelle; il s'agit plutôt d'une responsabilité du fait de la confiance frustrée en les marchés financiers dans le cadre d'un rapport d'obligation légale. Le prospectus est une invitation à une offre et sa fonction primaire est d'ordre informatif et publicitaire. Ainsi, le prospectus est un moyen pour établir un rapport juridique entre son émetteur et l'investisseur potentiel et n'établit pas par hasard (comme c'est le cas avec la responsabilité délictuelle), mais consciemment une relation particulière et un rapport de confiance entre les parties concernées. Cette relation particulière engage les parties à une certaine loyauté et impose des devoirs de comportement. Le prospectus éveille des attentes. La confiance éveillée est frustrée par des informations inexactes, trompeuses ou non conformes aux exigences légales qui sont néanmoins à la base de la décision de l'investisseur. Ce non-respect des devoirs de comportement entraîne une responsabilité basée sur la confiance frustrée selon les articles 752 CO et 1156 alinéa 3 CO.

En principe, les règles du droit contractuel s'appliquent par analogie à la responsabilité du fait de la confiance frustrée, ce qui influe sur le fardeau de la preuve concernant la culpabilité ainsi que sur la responsabilité des personnes auxiliaires. En plus, la

qualification de la nature juridique a des conséquences importantes sur le fardeau de la preuve par rapport à la causalité et le calcul des dommages. Si la personne responsable du prospectus ne respecte pas ses devoirs d'information et de renseignement (devoirs de comportement), le demandeur est largement déchargé de la preuve de la causalité. Par rapport aux dommages, l'investisseur-demandeur a le choix entre l'intérêt positif ou l'intérêt négatif respectivement la protection positive ou négative de la bonne foi. S'il fait valoir l'intérêt négatif, on part de l'idée que le lésé connaissait la vraie situation et qu'il n'aurait jamais fait confiance aux informations du prospectus. Pour le cas de l'intérêt positif, le dommage est basé sur la différence entre la valeur actuelle du papier-valeur et la valeur qu'aurait eu celui-ci si les fausses informations dans le prospectus étaient vraies respectivement si les circonstances non-dites n'existeraient pas.

Les auteurs sont de l'avis que la responsabilité basée sur la confiance frustrée crée des possibilités pour des solutions individuelles. La responsabilité du prospectus du CO n'est pas seulement une concrétisation du droit délictuel général, mais une règle particulière de responsabilité pour le droit des marchés financiers qui a pour but la protection de l'investisseur et le bon fonctionnement de ces marchés. La responsabilité du fait de la confiance frustrée privilégie (contrairement à la responsabilité délictuelle) l'investisseur et renforce sa position dans un procès par rapport au responsable qui, pour des raisons du droit de la procédure et de la preuve ainsi que pour son avance par rapport à l'information concernée est régulièrement dans une meilleure position. Les articles 752 CO et 1156 alinéa 3 CO concrétisent ainsi le but législatif de la protection de l'investisseur; ils créent une base procédurale et pratique pour faire valoir la responsabilité pour le prospectus.

(trad. Flurin von Planta)