

Prospekt(haft)pflcht heute und morgen



RA Dr. iur.
Rolf Watter, LL.M.
Privatdozent an der
Universität Zürich

- A. Einleitung
 - 1. Allgemeines
 - 2. Sinn und Funktion des Prospekts
 - 3. Rechtsbeziehungen bei der Emission von Wertpapieren
 - 4. Praktische Bedeutung der Prospekthaftpflicht, Underpricing
- B. Die Prospektpflicht
 - 1. Wann ist ein Prospekt zu erstellen?
 - 1.1. Im allgemeinen
 - 1.2. In der Schweiz
 - 1.3. Rechtsvergleich
 - 2. Inhalt des Prospekts
 - 2.1. In der Schweiz
 - 2.2. Rechtsvergleich
 - 3. Zielpublikum für den Prospekt
- C. Die Prospekthaftung
 - 1. Wesen der Prospekthaftung, Anwendungsbereich
 - 2. Alternative Rechtsbehelfe
 - 3. Klagevoraussetzungen
 - 3.1. Aktivlegitimation
 - 3.2. Passivlegitimation
 - 3.3. Widerrechtlichkeit/Pflichtverletzung
 - 3.4. Kausalzusammenhang
 - 3.5. Schaden
 - 3.6. Verschulden
 - 3.7. Klagemodalitäten
- D. Zusammenfassung

A. Einleitung

1. Allgemeines

Der Prospekt¹ ist das zentrale Dokument für Informationsvermittlung auf dem Kapitalmarkt bei Wertpapieremissionen.² In vielen Ländern ist ein Informationsfluss mittels eines Prospektes vorgeschrieben, falls ein öffentliches Angebot von Wertpapieren geplant ist (**Prospektpflicht**). Weiter wird in der Regel bestimmt, dass Prospekte und prospektähnliche Äusserungen, also freiwillig

abgegebene, meist werbeähnliche Informationen, korrekt zu sein haben, widrigenfalls Schadenersatz geschuldet wird (**Prospekthaftpflicht**).

Im folgenden soll der Umfang der Prospektpflicht und der korrespondierenden Haftung – deshalb "Prospekt(haft)pflcht"³ – im Schweizer Recht untersucht werden. Das Vorgehen ist rechtsvergleichend, einerseits weil de lege ferenda das EG-Recht früher oder später übernommen werden dürfte, andererseits andere Länder ein gegenüber der Schweiz entwickelteres Kapitalmarktrecht haben und die Globalisierung der Wertpapiermärkte eine Beachtung derer Vorschriften erfordert: Damit ist auch der Einbezug des US-amerikanischen Rechts gerechtfertigt, das im vorliegenden Bereich in Japan rezipiert wurde, mithin in den beiden grössten Märkten der Welt gilt.

2. Sinn und Funktion des Prospekts

Aus der Sicht der **direkt Beteiligten** hat der Prospekt folgende Funktionen: Er soll Werbemittel sein,⁴ dem Anleger diejenigen Fakten über den Emittenten und das Wertpapier vermitteln, die für einen fundierten Anlageentscheid nötig sind und mittels einer Art vorvertraglichen Aufklärungspflicht⁵ den Investor auf Gefahren der Emis-

1 Abzugrenzen ist der Emissionsprospekt vom Börsenprospekt, der für die Zulassung eines Titels zum Handel an einem organisierten Markt verlangt wird, vgl. § 8 des vereinheitlichten Kotierungsreglementes. Wo von Anfang an eine Kotierung geplant ist, decken sich aber Emissions- und Börsenprospekt, vgl. § 7.3 daselbst, ferner C. CAMENZIND, Prospektzwang und Prospekthaftung bei öffentlichen Anleiheobligationen und Notes, Diss. ZH 1989 (= SSWH Bd. 121), 53 f.; A. ROLF, Die Publizitätsfunktion des Börsenprospektes, SAG 43 (1971)185. Ein falscher Börsenprospekt löst in aller Regel ebenfalls eine Prospekthaftung aus, vgl. hierzu auch K. HOPT, Die Verantwortlichkeit der Bank bei Emissionen, München 1991, N 82 ff.

2 A. ROHR, Grundsätze des Emissionsrechtes, Zürich 1990, 184.

3 Anzumerken ist immerhin, dass die Prospekthaftpflicht ein weiteres Feld abdeckt als die Prospektpflicht, vgl. HOPT (FN 1), N 82.

4 BGE 112 II 260 f.

5 BGE 112 II 261 ("Schutz vor Übervorteilung") und die Präambel der Richtlinie 89/298/EWG vom 17. April 1989 (= Amtsblatt L 124 vom 5.5.1989, S. 8) zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, Kontrolle und Verbreitung des Prospekts, der im Falle öffentlicher Angebote von Wertpapieren zu veröffentlichen ist (nachfolgend *Prospektrichtlinie*) mit der Aussage: "Ein wirksamer Schutz der Sparer bei der Anlage von Geldern in Wertpapieren erfordert wie jede andere Anlageform, die mit Risiken verbunden ist, dass die Anleger in die Lage versetzt werden,

sion hinweisen.⁶ Falls Falschangaben zu einer Haftung führen, hat der Prospekt schliesslich eine Garantiefunktion, vergleichbar einer Zusicherung im Kaufrecht.

Darüber hinaus hat der Prospekt aber auch (und vor allem) eine **gesamtwirtschaftliche Funktion**, indem er einen informierten Markt⁷ verwirklichen hilft. Nur ein solcher Markt garantiert eine optimale, faire Preisbildung und damit Kurse, welche dem Unternehmenswert nahe kommen und das Risiko der Anlage voll widerspiegeln.⁸ Damit wird erstens sichergestellt, dass der Wertpapiermarkt eine attraktive Anlagemöglichkeit für Ersparnisse ist;⁹ bei automatisch fairen Preisen brauchen Investoren nicht selber mühsame (und teure) Nachforschungen über die Qualität des Schuldners zu machen.¹⁰ Zweitens garantieren solche Kurse, dass die Spargelder effizient alloziert werden, bzw. in die "besten" Investitionen fließen.¹¹

Da diese gesamtwirtschaftlich sinnvolle Information durch den Emittenten am billigsten beschafft werden kann,¹² ist es sinnvoll, wenn er diese produzieren muss.¹³ Zudem hat Information die Eigenschaften eines **öffentlichen Gutes**,¹⁴ dessen Sammlung für den Investor nicht ökonomisch ist, weil Dritte (sog. Trittbrettfahrer) von den Resultaten profitieren, ohne für die Informationsbeschaffung zahlen zu müssen.¹⁵

Neben den Kosten der Informationsbeschaffung sind auch die **Kosten der Überprüfung** der abgegebenen Information wichtig: Hier ist die gesamtwirtschaftlich billigste Lösung diejenige, dass der Informationsbeschaffer

diese Risiken richtig einzuschätzen, damit sie ihre Anlageentscheidungen in voller Kenntnis der Sachlage treffen können. Eine zutreffende und vollständige Information in bezug auf die Wertpapiere und ihre Emittenten würde den Schutz der Anleger in geeigneter Weise gewährleisten." Ferner ROHR (FN 2), 186 und L. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston und Toronto 1988, 151: "The prospectus is a somewhat schizophrenic document, having two purposes which often present conflicting pulls. On the one hand, it is a selling document... On the other hand, the prospectus is a disclosure document, an insurance policy against liability. With the view towards protection against liability, there is a tendency to resolve all doubts against the company and to make things look as bleak as possible."

- 6 H. ASSMANN, *Prospekthaftung (als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht)*, Köln/Berlin/Bonn/München 1985, 20 ff.; ROHR (FN 2), 184 f.
- 7 Vgl. zur Hypothese effizienter Kapitalmärkte J. KADEN, *Going Public und Publizität*, Diss. ZH 1991, 129 ff.; E. HERI, *Was Anleger eigentlich wissen sollten...*, Basel 1991, 109 ff.; GILSON & KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 Va. L. Rev. 549 ff. (1984); R. WATTER, *Unternehmensübernahmen*, Zürich 1990, N 213 ff. mit weiteren Verweisen.
- 8 Ein Markt reagiert auch effizient, wenn nur wenige grosse Investoren die relevanten Informationen erhalten, GILSON & KRAAKMAN (FN 7), 569, wobei abgeleitetes Handeln und Trade and Price Decoding ebenfalls eine Rolle spielen. Die "Institutionellen" führen dank ihrem Fachwissen und Investitionspotential den Preis eines Wertpapiers automatisch auf das Niveau, das die bekannten Risikofaktoren widerspiegelt. Vgl. auch zum Nutzen eines "Marktwertes" W. HERMANN, *Ziele eines Börsengesetzes: ein Diskussionsbeitrag aus ökonomischer Sicht*, Quartalshefte SNB 1/1991, 75 ff., 79 f.
- 9 Vgl. die Präambel zur Prospekttrichtlinie: "...Information stellt im übrigen ein wirksames Mittel zur Stärkung des Vertrauens in Wertpapieranlagen dar und trägt somit zum einwandfreien Funktionieren und zur Entwicklung der Wertpapiermärkte bei. Vgl. ferner zu den Gefahren mangelnder Information, welche Investoren vom Markt "vertreibt" ASSMANN (FN 6), 24, 289. Generell gesagt ist es gesamtwirtschaftlich nicht sinnvoll, wenn der Einzelne mangels Vertrauen in den Markt nur noch Bundesobligationen kauft oder ein Sparheft öffnet.
- 10 Vgl. zu diesem die institutionelle und operationale Effizienz steigernden Effekt ASSMANN (FN 6), 25.
- 11 J. COFFEE, *The Continuing Debate over the Merits of Mandatory Disclosure: a Status Report*, 70 Va. L. Rev. 717 ff. (1984) 735, publiziert auch in JENNINGS/MARSH, *Securities Regulation*, New York 1987, 173 ff.: Hätten die Investoren immer sämtliche Informationen über Emittenten, würden sie ihr Geld nur den Besten leihen, bzw. von anderen einen Zins fordern, der das höhere Risiko kompensiert. Vgl. auch ASSMANN (FN 6), 3, 25 und 289.
- 12 Wenig wahrscheinlich ist es, dass Emittenten freiwillig sämtliche erwünschten Informationen herausgeben, so aber EASTERBROOK & FISCHEL, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, 70 Va. L. Rev. 669, 683 ff. (1984); diese Ansicht wird von HERMANN (FN 8), 85 ff. übernommen. Wie hier: COFFEE (FN 11), 737: Er belegt seine Ansicht namentlich mit den MBO's in den USA, in denen die Manager (welche mehr über die Firma wissen, als die Investoren) einen Anlass haben, die Situation der Firma möglichst schlecht darzustellen, um ein Unternehmen zu billig zu erwerben.
- 13 Vgl. GILSON & KRAAKMAN (FN 7), 597 ff. Kritisch HERMANN (FN 8), 81, der befürchtet, Informationspflichten würden zu einer Abhaltung von Informationsproduktion führen; dies trifft – sofern die Annahme überhaupt stimmt – nicht auf den Emittenten zu.
- 14 Das Hauptcharakteristikum von öffentlichen Gütern (zu denen etwa auch die Luft gehört) ist die Tatsache, dass Dritte nicht vom Gebrauch ausgeschlossen werden können, womit die "Trittbrettfahrerproblematik" entsteht. Vgl. für den vorliegenden Zusammenhang COFFEE (FN 11), 723; C. MEIER-SCHATZ, *Wirtschaftsrecht und Unternehmenspublizität*, Zürich 1989, 166 f.; ferner ASSMANN (FN 6), 292 f.: Die Auferlegung der Informationspflicht erlaubt es, die Kosten der Information in den Produktpreis zu internalisieren.
- 15 Immerhin ist auch festzuhalten, dass der Informationsbeschaffer ab einem gewissen Punkt ein Interesse hat, Dritte über seinen Fund zu orientieren, damit diese ihrerseits den betreffenden Titel kaufen und damit den Kurs in die Höhe treiben. Oder nach einem Spruch an der Wall Street: A bargain that remains a bargain is no bargain.

die Richtigkeit seiner Angaben garantieren muss,¹⁶ bzw. Fehlinformationen zu einer Haftung führen.

Somit ist die gesetzlich dem Emittenten zugewiesene Prospekt(haft)pflicht eine gesamtwirtschaftlich sinnvolle Lösung;¹⁷ umgekehrt darf der "Eintrittspreis" in den Kapitalmarkt, welcher aus den Prospekterstellungskosten¹⁸ plus potentieller Haftpflicht besteht, für Emittenten nicht prohibitiv sein.¹⁹

3. Rechtsbeziehungen bei der Emission von Wertpapieren

Emittenten schalten für die Ausgabe von Wertpapieren regelmässig Banken als Vermittler ein, welche einerseits über das notwendige Know-how,²⁰ andererseits über grosse Plazierungskraft bei ihrer Kundschaft verfügen. In der Praxis bestehen zwei Grundmodelle: Entweder übernimmt ein sogenanntes Syndikat (unter Leitung des "Federführers") die Emission und plaziert diese anschliessend bei Investoren (Festübernahme), wobei die Banken einen meist im voraus festgelegten Gewinn realisieren dürfen,²¹ oder die Banken agieren nur als Vermittler, welche Zeichner für den Emittenten beibringen (kommissionsweise Plazierung).²²

Die Banken stehen ihrerseits (je einzeln) in vertraglichen Beziehungen mit den Investoren, indem sie diese beraten, bei Festübernahmen Wertpapiere verkaufen und im Rahmen von Vermögensverwaltungsvollmachten als Vertreter tätig werden.²³

Schliesslich bestehen Beziehungen zwischen dem Investor und dem Emittenten je nach den im ausgegebenen Wertpapier verbrieften Rechten.

4. Praktische Bedeutung der Prospekthaftpflicht, Underpricing

Prospekthaftpflichtfälle, welche vor Schweizer Gerichten ausgetragen werden, sind selten.²⁴ Zu berücksichtigen ist immerhin, dass die geringe Anzahl ergangener Entscheide nicht auf fehlende Probleme schliessen lässt.²⁵ Eine vertiefte Auseinandersetzung mit dieser Materie lohnt sich aber, einerseits wegen der Securitization, also der immer häufigeren Verbriefung von Rechten und deren Plazierung im Publikum, andererseits wegen der schon erwähnten Globalisierung der Finanzmärkte, welche zu einer Angleichung der Vorschriften "nach oben" führen wird.

Bei Aktien-Emissionen könnte die Prospekthaftpflicht auch deshalb praktisch geringe Bedeutung haben, weil bei erstmaligen Aktienemissionen die Wertpapiere oft zu billig angeboten werden (Underpricing). In einer kürz-

dezu das Merkmal der prospektähnlichen Mitteilung, dass eine Überprüfbarkeit der Angaben durch den Empfänger nicht möglich, bzw. unzumutbar ist. Vgl. schliesslich zur Begründung der Haftung der Bank HOPT (FN 1), N 67 f.

- 17 Wie hier betrachtet ASSMANN (FN 6), 274 ff. die Prospekthaftung als eine Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationspflichten (so schon der Titel seines Werkes), bzw. als Reaktion auf informationsbedingtes Marktversagen. Richtigerweise betont er, dass die Zuweisung von Informationsverantwortlichkeit ein marktkonformes Mittel ist, das gegenüber amtlicher Prüfung Vorteile hat.
- 18 Immerhin kostet in den USA ein Initial Public Offering für Aktien in der Grössenordnung von US\$ 5 Mio. neben der wichtigsten Ausgabe, der Entschädigung des Syndikates (die bis zu 10% der Gesamtofferte umfassen kann), etwa folgende Ausgaben: US\$ 100'000.— für Anwälte, US\$ 65'000.— für die Buchprüfung und bis zu US\$ 100'000.— an Druckkosten, vgl. JENNINGS/MARSH (FN 11), 139 ff.
- 19 Vgl. auch ASSMANN (FN 6), 239 ff. bezüglich der Grenze, Informationsverantwortlichkeit zu verschieben.
- 20 Für die Bestimmung der Konditionen und der notwendigen Dokumentation. Nur Ringbanken können ferner die Börseneinführung organisieren.
- 21 Die Banken tragen allerdings auch das Risiko, dass sie die Papiere nicht plazieren können.
- 22 Vgl. hierzu etwa HOPT (FN 1), N 23 ff., 35 ff. mit Hinweisen zur rechtlichen Qualifikation. Die Beziehung Emittent – Bank sind vertraglich genau fixiert, vgl. zu den Details daselbst N 103 ff. und ROHR (FN 2), 101 ff.
- 23 Vgl. im Zusammenhang mit Emissionen etwa R. WEBER, Dome Petroleum und Bankenhaftung, ein Rechtsgutachten, Zürich 1987 (publiziert vom Tages-Anzeiger) 34 ff. Vgl. ferner HOPT (FN 1), N 43, wo zu recht betont wird, dass auch die Stellung von nicht an der Emission beteiligten Banken beachtet werden muss: Dort liegen aber praktisch dann schon Sekundärmarkttransaktionen vor.
- 24 Zu nennen sind: BGE 47 II 286 ff., 112 II 258 ff. und 172 ff. (allerdings einen Anlagefonds betreffend); SJZ 1989, 50 f.; 113 II 283 ff. (vgl. immerhin auch 112 II 260); ähnliches gilt in den USA, Loss (FN 5), 906 ff., wonach das erste substantielle Urteil im Jahre 1963 erging, ebenso in Deutschland, ASSMANN (FN 6), 9, 65 f., wonach zwischen 1912 und 1981 kein Entscheid gefällt wurde; vgl. aber auch das Votum von HOPT, Colloque, Le Droit du Marché Financier Suisse, Schweizerische Beiträge zum Europarecht, Bd. 51, Genf 1987, 209, wo von einer plötzlichen Zunahme von Prospekthaftpflichtfällen in Deutschland berichtet wird. Die "Renaissance" der Prospekthaftpflicht erlebte Deutschland durch den Zusammenbruch des "Beton- und Monierbau"-Konzerns, vgl. LG Düsseldorf in BB 1980, 649 (= WM 1982, 1212); OLG Düsseldorf in WM 1981, 960 (= WM 1984, 586); BGH in WM 1982, 862 und 867.
- 25 Vgl. die ausgiebig diskutierten Fälle von Dome Petroleum, Orsat, Küderli & Co., Ornapress AG, Gardisette Holding AG – Nachweise bei CAMENZIND (FN 1), 3 – welche nie zu Urteilen geführt haben.

16 Vgl. GILSON & KRAAKMAN (FN 7), FN 140, und 595, 605; ferner WATTER (FN 7), N 251 f. und das Kantonsgericht St.Gallen in SJZ 1989, 50 f., wo ausgeführt ist, es sei gera-

lich veröffentlichten empirischen Untersuchung²⁶ wurde der Nachweis erbracht, dass im Durchschnitt ein Underpricing von fast 50% besteht, wenn man den Angebotspreis und den Kurs der ersten Handelstage miteinander vergleicht. Ein Underpricing widerspricht zwar dem Gesellschaftsinteresse, schützt praktisch aber auch vor Prospektpflicht, werden doch die Investoren dem halb geschenkten Gaul kaum ins Maul schauen.

B. Die Prospektpflicht

1. Wann ist ein Prospekt zu erstellen?

1.1. Im allgemeinen

Ausgehend von der vorstehenden Überlegung, dass eine Prospekt(haft)pflcht gesamtwirtschaftlich sinnvoll ist, wird nachfolgend die Meinung vertreten, dass im Rahmen der möglichen Auslegung, bzw. für Überlegungen *de lege ferenda* eine weitgefasste Prospekt(haft)pflcht anzustreben sei, soweit nicht berechnigte (Kosten)Interessen des Emittenten entgegenstehen.

1.2. In der Schweiz

a) Eine Prospektpflicht besteht in der Schweiz²⁷ bei **öffentlichen**²⁸ Aktienemissionen im Rahmen der (praktisch nicht vorkommenden) Sukzessivgründung und der Kapitalerhöhung im Sukzessivverfahren, OR 631, 651.²⁹

Bei der **Festübernahme**, bzw. der Simultangründung mit anschliessender Offerte an das Publikum, wird eine Prospektpflicht noch meist mit der Begründung abgelehnt, dass technischer Zeichner die Bank sei, der Käufer kaufrechtliche Rechtsbehelfe gegen die Bank erhalte und ihm die Berufung auf Willensmängel offenstehe.³⁰ Festhalten ist immerhin, dass in der Praxis von den Banken stets Prospekte erstellt werden.³¹

Die Beschränkung der Prospektpflicht auf die kommissionsweise Plazierung vermag aber nicht zu überzeugen:³² Zunächst knüpft der Gesetzeswortlaut (OR 651 I) an die – bei der Festübernahme zweifellos vorhandene – Absicht des öffentlichen Angebotes: Banken zeichnen die Anleihe, wie es das amerikanische Recht sagt, **with a view to the distribution**.³³ Sodann schützen die kaufrechtlichen Rechtsbehelfe Folgeerwerber nicht; weiter setzt sich diese Ansicht ohne zwingenden Grund gegen die internationale Rechtslage, wo eine Prospektpflicht regelmässig besteht; und schliesslich beachtet sie das gesamtwirtschaftliche Interesse an Informationsvermittlung nicht.

Der **Zeitpunkt der Veröffentlichung** ist hierzulande nicht bestimmt. Zu fordern ist, dass der Prospekt analog der Regelung in der EG im Moment des öffentlichen Angebotes vorhanden ist. Bezüglich der Art der Veröffentlichung ist nicht verlangt, dass Investoren den Prospekt zugeschickt erhalten; es genügt nach herrschender Ansicht, wenn der Prospekt an den Zeichnungsstellen aufliegt und von den Anlegern eingesehen, bzw. bestellt werden kann.³⁴

b) Bei der Emission von **Obligationen** bestimmt OR 1156 I, dass Anleiheobligationen "nur auf Grund eines Prospektes öffentlich zur Zeichnung aufgelegt oder an der Börse eingeführt werden" dürfen. Hier wird nach

26 KADEN (FN 7), 38 f. 142 ff.

27 Die noch herrschende Ansicht, OR 631 und 651 würden nur zu einer Prospektpflicht für Schweizer Aktiengesellschaften führen, vgl. P. FORSTMOSER, Die aktienrechtliche Verantwortlichkeit, Zürich 1987, FN 1798 und N 980, ROHR (FN 2), 198, muss im internationalen Verhältnis in Anbetracht von IPRG 156 zumindest im Ergebnis korrigiert werden, vgl. auch den Text bei FN 93. Zurückhaltend HOPT-(FN 1), N 229. Bei der Ausgabe von Obligationen durch ausländische Gesellschaften in der Schweiz sieht OR 1156 einen Prospektzwang für jede öffentliche Emission vor.

28 Vgl. die Legaldefinition in EntOR 652 a II und FN 45, ferner J. SCHUSTER, Öffentliche Emissionen ausländischer Gesellschaften in der Schweiz: Der Begriff der öffentlichen Emission; am Colloquium (FN 24), 191: Massgebend ist die Beziehung zwischen Emittent und Investor. Vgl. zum Begriff der Öffentlichkeit auch BGE 101 I b 346 f. und Art. 3 III der (nicht mehr geltenden) Verordnung über Massnahmen auf dem Gebiet des Kreditwesens vom 10. Januar 1973, ferner als praktischen Fall unter dem Übernahmekodex das Versenden von 3000 Schreiben durch eine Bank, STh 10/1990, 18 des Kammer-Teils, schliesslich HOPT (FN 24), N 31, 123 ff., 149: Massgeblich ist der öffentliche Vertrieb, d. h. das Angebot an einen nicht individuell bestimmten Personenkreis.

29 Vgl. P. FORSTMOSER, Schweizerisches Aktienrecht, Bd. I/1, Grundlagen, Gründung und Änderung des Aktienkapitals, Bd. I/1, Zürich 1981, § 9 N 193 ff., § 15 N 116 ff.; ROHR (FN 2), 191 f.

30 FORSTMOSER (FN 29), § 9 N 344 und § 15 N 144 und FN 248 mit Verweisen; derselbe, in: Bemerkungen zu einem Urteil des BGer vom 25.11.1986 i.S. Bank Leclerc, SAG 1987, 74. Ebenso STAUBER, Der Anwendungsbereich der Prospekthaftung, ZfU Seminar über aktuelle Rechtsfragen aus dem Bankenbereich, Januar 1988, 3 f. Unentschieden BÜRGI/NORDMANN, Zürcher Komm., OR 752 N 12, 16.

31 Vgl. zum marktüblichen, über den Gesetzestext hinausgehenden Inhalt: C. PUHR, L'appel au public des sociétés suisses à l'ouverture au public, am Colloque (FN 24), 123.

32 Vgl. auch die Ansicht von FORSTMOSER, SAG 1987, 75, wo *de lege ferenda* einer Gleichstellung des normalen Sukzessivverfahrens mit der Festübernahme das Wort geredet wird. Ferner, wie hier, HOPT (FN 1), N 82, 93 und ROHR (FN 2), 192 mit weiteren Verweisen.

33 § 2(11) des 1933 Act.

34 ROHR (FN 2), 188; ZIEGLER, Berner Komm., OR 1156 N 10. In Deutschland muss der Prospekt nach § 9 des VerkaufsprospektG (vgl. Art. 10[3] der Prospekttrichtlinie) mindestens 3 Werktage vor dem öffentlichen Angebot unentgeltlich zur Verfügung stehen. Vgl. für den alten Rechtszustand ASSMANN (FN 6), 303 f. und zur anderen Rechtslage in den USA und in England nachfolgend Ziff. B. 1.3.

herrschender Lehre kein Unterschied zwischen der gewählten Vertriebsart gemacht.³⁵

c) Im Gegensatz zum EG-Recht³⁶ kennt das schweizerische **Anlagefondsgesetz** keine Prospektpflicht. Immerhin unterstellt es in AFG 25 II (vgl. ferner AFG 49 III) jede absichtlich oder fahrlässig falsche Werbung einer Schadenersatzpflicht.³⁷ Das Bundesgericht hat diese Bestimmung so ausgelegt, dass die Werbung weder offensichtlich unrichtige Angaben enthalten, noch wichtige Einzelheiten verschweigen darf, die den Entschluss der Anleger entscheidend beeinflussen könnten.³⁸ Somit ergibt sich praktisch eine prospekthaftpflichtähnliche Situation.

d) Die Prospektpflicht bei **Notes** ausländischer Schuldner, welche **nicht öffentlich**³⁹ angeboten werden (Privatplazierung), ergibt sich heute aus der Konvention XIX, welche bestimmt, dass in ihrem Anwendungsbereich, das heisst bei Emissionen mit einer Stückelung von mindestens Fr. 50'000.— eine Prospektpflicht besteht, welche im Umfang über OR 1156 hinausgeht.⁴⁰ Die Konvention bindet allerdings nur die angeschlossenen Banken und Finanzhäuser und hat keine direkte Aussenwirkung. Die Kartellkommission hat empfohlen, den Anwendungsbereich der Konvention auszudehnen, was im Rahmen der geltenden Regelung zwar vertretbar ist, die Grenze zwischen öffentlichen Anleihen und Privatplazierung aber arg verwischt.⁴¹ *De lege ferenda* sollte die Prospektpflicht allenfalls dann fallengelassen werden, wenn nur institutionelle Anleger (auch öffentlich) angegangen werden.⁴²

e) Insbesondere in Deutschland wurde vor Inkrafttreten des neuen Rechts die Ansicht vertreten, dass **vorvertragliche Aufklärungspflichten** (bzw. potentielle Ansprüche aus culpa in contrahendo) mittelbar zu einer Prospektpflicht führten, da sich der Emittent des Informationsungleichgewichtes bewusst sein müsse.⁴³ Eine ähnliche Tendenz lässt sich neuerdings beim Schweizerischen Bundesgericht erkennen.⁴⁴

f) Im neuen **Aktienrecht** wird die Sukzessivgründung entfallen, womit nur noch EntOR 652a eine Bestimmung über den Prospekt enthalten wird. Diese Bestimmung sieht einen Prospektzwang vor, falls öffentlich zur Zeichnung eingeladen wird.⁴⁵ Unklar bleibt unverständlicherweise, ob diese Norm bei Festübernahmen Anwendung findet.⁴⁶

1.3. Rechtsvergleich

Gemäss der **EG Richtlinie** ist ein Prospekt bei jedem öffentlichen Angebot von Wertpapieren zu verteilen.⁴⁷ Ausnahmen gelten für gewisse Angebotsarten, etwa für Privatplazierungen,⁴⁸ Emissionen durch Anlagefonds und

35 Vgl. aber die abweichende Meinung von STAUBER (FN 30), 10 ff., 16, der nur dem Zeichner Rechte gibt. Wie hier ROHR (FN 2), 190 f. mit weiteren Verweisen; CAMENZIND (FN 1), 57 f.

36 Vgl. Art. 27 ff. der Richtlinie zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen von Wertpapieren vom 20. Dezember 1985 (EWG 85/611 = Amtsblatt L vom 31.12.1985 Nr. 375/3); §§ 19 und 20 des deutschen Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften vom 14. Januar 1970; R. STADLER, *Europäisches Investmentrecht und das schweizerische Anlagefondsgesetz*, Diss. Zürich 1990, 176 ff.

37 Vgl. auch AFG 49 III und den anschaulichen Fall BGE 112 II 172 ff., 176 ff.

38 BGE 112 II 176, mit der interessanten Aussage: "Wer durch die Werbung angesprochen wird und sich für eine Zeichnung interessiert, darf davon ausgehen, dass die dabei verwendeten Angaben von den zuständigen Stellen in der Absicht veröffentlicht worden sind, gegenüber allen wesentlichen Tatsachen des Vorhabens sachlich und zutreffend zu unterrichten (BGE 47 II 286 ff.)"

39 Vgl. FN 28. In der Praxis wird zu rasch ein "privates" Vorgehen angenommen. De lege ferenda würde die EG-Lösung Rechtssicherheit schaffen, FN 48 und 53. Kritisch auch ROHR (FN 2), 233.

40 Art. 2 und 3 der Konvention; Art. 3 II g enthält auch gewisse Minimalvorschriften bezüglich der Information während der Laufzeit der Notes, vgl. ROHR (FN 2), 201 ff.; F. TAISCH, *Privatplazierungen*, Diss. Zürich 1987 (=SSHWR Bd. 101) 64 ff.; zur historischen Entwicklung: HOPT, *Schweizerisches Kapitalmarktrecht – Begriff, Aufgaben und aktuelle Probleme*, WuR 1986, 101 ff., 116 ff.; ferner VKK 1989/3 37 f.

41 VKK 1989/3 81 f.: Mindeststückelung und Kotierungsverbot sollen fallen.

42 Vgl. zur Rechtslage in der EG und in den USA FN 48 und 53.

43 Vgl. ASSMANN (FN 6), 225 ff., 233 ff. Zur Herleitung aus culpa in contrahendo und der Weiterentwicklung dieses Ansatzes zu einer Vertrauenshaftung C. CANARIS, *Bankvertragsrecht*, 2. A. Berlin/New York 1981 N 2272, 2292 ff., 1880 ff.; ferner Weber (FN 23), 16.

44 Vgl. BGE 112 II 172 ff. zum Anlagefonds und FN 37.

45 Vgl. Botschaft 119 f.; diese Vorschrift wurde von den Räten im Parlament nicht modifiziert. Die Bestimmung lehnt sich bezüglich des Begriffes der Öffentlichkeit an Art. 1 der VO zum AFG an, allerdings ohne den Ausdruck "eng". Ähnlich auch Art. 2(1)(b) der Prospektrichtlinie.

46 Vgl. deshalb den klärenden Vorschlag von FORSTMOSER/HIRSCH, *Der Entwurf zur Revision des Aktienrechts: Einige konkrete Vorschläge*, SAG 1985, 30.

47 Art. 4 der Prospektrichtlinie, bzw. § 1 des Gesetzes über Wertpapier-Verkaufsprospekte und zur Änderung von Vorschriften über Wertpapiere vom 13. Dezember 1990 (BGBl. I, 2749 ff.), nachfolgend *VerkaufsprospektG*. Die Prospektpflicht besteht unabhängig davon, wer der Verkäufer ist.

48 Art. 2(1) der Prospektrichtlinie und § 2 des VerkaufsprospektG sehen beispielsweise vor, dass nur Grossanleger kontaktiert werden, indem eine Mindeststückelung von 40'000 ECU, bzw. 80'000 DM, vorgeschrieben wird.

Kreditinstitute,⁴⁹ an Arbeitnehmer und von Euro-Wertpapieren,⁵⁰ ferner bei Umtauschangeboten oder Fusionen.

In England⁵¹ gilt über die EG-Regelung hinausgehend, dass der Zeichnungsschein nur zusammen mit einem (registrierten) Prospekt versandt werden darf;⁵² hingegen findet keine inhaltliche Überprüfung statt.

In den USA (ähnlich auch in Japan) wird für eine öffentliche⁵³ Emission nicht nur ein Prospekt⁵⁴ verlangt,⁵⁵ nötig ist ferner, dass ein sogenanntes registration statement (wovon der vorläufige Prospekt ein Teil ist) bei der SEC zwecks Prüfung der Gesetzmässigkeit der Angaben eingereicht wird.⁵⁶ Bis die Registrierung zugelassen wird,⁵⁷ dürfen Investoren nur mit einem Prospekt,⁵⁸ eventuell einer Kurzform davon⁵⁹ kontaktiert werden.⁶⁰ Ein Vertragsabschluss in dieser Periode ist untersagt, möglich ist jedoch eine telephonische Kontaktnahme durch den Broker.⁶¹ Nach der Registrierung können Verträge geschlossen werden: Wo der Investor aber noch keinen, oder keinen vollständigen Prospekt erhalten hat, muss er ihn spätestens mit dem Vollzug des Vertrages zugesandt bekommen.⁶² In dieser Periode dürfen nun neben dem Prospekt auch andere Werbemittel verwendet werden.

2. Inhalt des Prospekts

2.1. In der Schweiz

Nach OR 651 und 1156 II muss der Prospekt für die Ausgabe von Aktien und Obligationen umfassen:

(a) **Angaben über den Emittenten:** Neben den aus dem Handelsregister ohne weiteres folgenden Daten sind zu erwähnen die Bilanz mit Kontrollstellenbericht, die Angabe der bezahlten Dividenden, die Aufführung von (anderen) Obligationenanleihen und die Bezeichnung der Kontrollstelle;

(b) **Angaben über das Wertpapier und gewisse Emissionsmodalitäten,** wie der Zeichnungsfrist, bei Obligationen Angaben über die Vertretung der Anleihegläubiger;

(c) **Bezeichnung allfälliger Sacheinlagen oder -übernahmen.**⁶³

Explizit verlangt OR 651 I (anders EntOR 652a) eine Unterzeichnung durch den Verwaltungsrat; in der Praxis übernimmt meist der Federführer die Redigierung des Textes.⁶⁴

Konsortium übernommen werden, dessen Mitglieder ihren Sitz nicht alle im selben Staat haben, die zu einem wesentlichen Teil ausserhalb des Sitzlandes des Emittenten angeboten werden und nur über ein Kreditinstitut gezeichnet werden können. Die Ausnahme gilt nur, wenn keine allgemeine Werbekampagne durchgeführt wird.

51 Vgl. §§ 56 ff. des Companies Act 1985; diese Bestimmungen sind allerdings für kotierte Titel nicht mehr gültig, vgl. § 212(3) des Financial Services Act 1986, Schedule 17, Part I: hier gelten für den Emittenten die Vorschriften des "Yellow Book".

52 §§ 56(2) bzw. 64 f. des Companies Act.

53 Vgl. für Privatplazierungen § 4 des 1933 Act und die implementierende Regulation D, bzw. die Rules 405 ff., ferner die neue Rule 144A für Emissionen an institutionelle Investoren.

54 § 2(10) des 1933 Act: Als Prospekt gilt jede schriftliche (oder über die Massenmedien verbreitete) Kommunikation, mittels welcher ein Wertpapier zum Verkauf angeboten wird oder ein Verkauf bestätigt wird. Im Zusammenhang mit einer Emission muss der Prospekt dann aber den Erfordernissen von § 10 entsprechen.

55 Vgl. für die Ausnahmen §§ 3 und 4 des 1933 Act.

56 Vgl. die Legaldefinition in § 2(8) und § 6 des 1933 Act. Die Möglichkeit der sogenannten "shelf registration" (Rule 415) erlaubt eine Registrierung "auf Vorrat" zu machen, falls eine Emission innert zweier Jahre geplant ist, vgl. Loss (FN 5), 135 ff.

57 §5(a) des 1933 Act. Unterschieden wird zwischen (a) der "pre-filing period", in welcher nach § 5(c) des 1933 Act jede Kontaktnahme mit potentiellen Investoren, nicht aber mit Underwritern, §§ 4(1) und 2(3), untersagt ist, (b) der "waiting period" und (c) der "Post effective period".

58 §10 des 1933 Act; vgl. ferner JENNINGS/MARSH (FN 11), 72 ff.: In der Praxis hat sich die Frage ergeben, inwieweit Informationen des Emittenten – welche von der konkreten Emission unabhängig sind und allenfalls vom Gesetz sogar vorgeschrieben werden – als versteckte Werbung für die geplante Emission aufgefasst werden können. Eine Antwort gibt heute Rule 135; vgl. auch Rules 137-139 betreffend Mitteilungen von Dealern und Brokern.

59 Der Prospekt ist in dieser Phase noch vorläufig, vgl. § 10(b), weshalb vom "10(b) prospectus" gesprochen wird; vgl. auch Rule 430 und 431 der SEC. Die Kurzform steht vor allem börsenkotierten Firmen offen, die regelmässige Geschäftsberichte veröffentlichen.

60 Zulässig ist das – meist schwarz umrandete – "tombstone ad", das im wesentlichen besagt, wo ein ausführlicher Prospekt bezogen werden kann, vgl. Rule 134.

61 § 5(a)(1) und 5(b)(1) des 1933 Act; vgl. Loss (FN 5), 101 f. Möglich ist eine Aufforderung, Kaufofferten einzusenden.

62 Oder mit der schriftlichen Bestätigung, vgl. § 5(b)(2) des 1933 Act und Loss (FN 5), 112 und 93 mit der Aussage: "A prospectus that comes with the security does not tell the investor whether or not he should buy. It tells him whether he has acquired a security or a lawsuit". De lege ferenda wurde in den USA deshalb vorgeschlagen, dass der Investor ein befristetes Rücktrittsrecht hat, nachdem er den Prospekt erhalten hat.

63 Vgl. hierzu ROHR (FN 2), 193 ff.

64 Vgl. ROHR (FN 2), 193.

49 Art. 2(2)(b) und Art. 3 der Prospektrichtlinie, bzw. § 3 Ziff. 3 des VerkaufsprospektG. Zu den Ausnahmen für Kreditinstitute Art. 5 der Prospektrichtlinie (= § 3 Ziff. 2 des VerkaufsprospektG) und MÜLLER, Prospektpflicht für öffentliche Wertpapierangebote ab 1991, WM 1991, 213 ff., 214.

50 Art. 2(2) und Art. 3(f) der Prospektrichtlinie, bzw. § 4 Abs. 1 Ziff. 1, 7 und Abs. 2 des VerkaufsprospektG. Euro-Anleihen sind (gekürzt) definiert als Wertpapiere, die von einem

Generell anerkannt scheint, dass der gegenwärtig geforderte Prospektinhalt ungenügend ist.⁶⁵ **De lege ferenda** ist eine Anlehnung an das EG-Recht zu fordern, auch wenn der EWR-Vertrag nicht ratifiziert wird. Wie in der Konvention XIX schon vorgesehen, sollte auf ein bestehendes Rating hingewiesen werden müssen.⁶⁶ EntOR 652a sieht demgegenüber lediglich Verbesserungen im Bereich der Rechnungsplatzierung vor, u.a. den Konzernabschluss.

2.2. Rechtsvergleich

Vorschriften im Ausland umfassen – erläutert am Beispiel der USA,⁶⁷ der EG,⁶⁸ Deutschlands⁶⁹ und Englands⁷⁰ – folgende zusätzliche Informationen:

- (a) **Formelles**, wie Sprache, vorgeschriebenes Deckblatt, Übersicht über Risikofaktoren und gewisse betriebswirtschaftliche Verhältniszahlen;⁷¹ Bezeichnung der für die Erstellung des Prospektes Verantwortlichen;⁷²
- (b) **Zweck** der Anleihe, bzw. Verwendung des Anleihebetrages;⁷³
- (c) **Angaben über die Durchführung der Emission**, wie über den Verkäufer⁷⁴ oder die Art der Bestimmung des Preises und eventueller Verwässerung,⁷⁵ allenfalls auch über Kommissionen und Gebühren der Vermittler (z.T. inklusive Rechtsanwälte);⁷⁶
- (d) **Angaben über das zu emittierende Wertpapier**, inklusive allfälliger Quellensteuern und Übertragungsbeschränkungen;⁷⁷
- (e) **Angaben über den Emittenten** und dessen Konzern; neben der Bilanz⁷⁸ auch Angaben zum Geschäftsgang,⁷⁹ zu besonderen Abhängigkeiten, Investitionsabsichten, zu wichtigen Verträgen und hängigen Verfahren;⁸⁰ in gewissen Rechtsordnungen zudem die Angabe eines Ratings des Emittenten, bzw. der Anleihe;⁸¹

genannten Integrated Disclosure System, dass diese auf Informationen in anderen Dokumenten, welche beispielsweise unter dem 1934 Act abgegeben werden müssen, verweisen dürfen.

- 68 Vgl. Art. 11 der Prospekttrichtlinie, namentlich die Generalklausel in Abs. 1. Wo keine Börsenzulassung angestrebt wird, verlangt das EG-Recht die Veröffentlichung derjenigen Angaben, die notwendig sind, um den Investoren einen fundierten Anlageentscheid zu gestatten. Der Inhalt des Prospektes richtet sich dort, wo eine Börsenzulassung angestrebt wird (Art. 7 der Prospekttrichtlinie, und § 5 des VerkaufsprospektG), nach der Richtlinie zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospekts, der für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zu veröffentlichen ist (80/390/EWG vom 17. März 1980 = Amtsblatt L 100 vom 17.4.1980, 1 ff.). Im Effekt muss damit nur ein Prospekt erstellt werden, vgl. MÜLLER (FN 49), 214, den die Börsenzulassungsstelle beurteilt, Art. 10 der Prospekttrichtlinie und (spezifischer) § 6 des VerkaufsprospektG.
- 69 § 7 des VerkaufsprospektG, §§ 5 ff. der VerkaufsprospektVO vom 17. Dezember 1990 (BGBl. 1990 I 2869 ff.).
- 70 Schedule 3 zum Companies Act 1985, der allerdings nur noch begrenzt gilt, vgl. FN 51.
- 71 So die USA in items 1 bis 3 der Form S-1, items 501 ff. der Regulation S-K. Mögliche Angaben umfassen auch eine Warnung, dass der Preis des Wertpapiers während einer gewissen Periode gestützt werden kann, item 501(d). Betreffend Sprache verlangt § 2(1) der VerkaufsprospektVO deutsch; hierzulande werden Prospekte oft in englischer Sprache erstellt.
- 72 Art. 11(2)(a) der Prospekttrichtlinie, § 3 der VerkaufsprospektVO. Verlangt wird auch eine Erklärung dieser Personen, wonach ihres Wissens die Angaben richtig und keine wesentlichen Umstände ausgelassen sind.
- 73 In den USA Ziff. 13, 21 des Schedule A; item 4 der Form S-1; item 504 der Regulation S-K. In England: §§ 2(a) und 6 des Schedule 3.
- 74 Wichtig vor allem beim sogenannten secondary offering, aber auch bei der Festübernahme, vgl. für die USA item 7 f. der Form S-1; item 507 f. der Regulation S-K.
- 75 Item 5 und 6 der Form S-1; item 505 und 506 der Regulation S-K.
- 76 Vgl. für England § 10 des Schedule 3; für die USA Ziff. 17 f. des Schedule A; nach item 13 der Form S-1 brauchen diese Informationen allerdings nur noch in das registration statement eingeschlossen zu werden.
- 77 In den USA: item 9 der Form S-1; item 202 der Regulation S-K; in Deutschland § 4 der VerkaufsprospektVO = Art. 11(2)(b) der Prospekttrichtlinie.
- 78 § 5, 8 f. der VerkaufsprospektVO; Art. 11(2)(e) der Prospekttrichtlinie; für die USA: item 11 der Form S-1; für buchhalterische Angaben gelten die Regeln des Financial Accounting Standards Board; über die finanzielle Situation hat der Verwaltungsrat ferner eine "discussion and analysis" abzugeben, vgl. item 303 der Regulation S-K.
- 79 Nach § 11 VerkaufsprospektVO = Art. 11(2)(g) Prospekttrichtlinie auch Angaben über die Geschäftsaussichten.
- 80 § 7 VerkaufsprospektVO = Art. 11(2)(d) der Prospekttrichtlinie.
- 81 Rule 134(a)(14) und item 10(c)(1) der Regulation S-K.

65 ROHR (FN 2), 233 mit Verweisen; kritisch HERMANN (FN 8), 85 ff.

66 ROHR (FN 2), 234, 235 ff. Vgl. auch G. HUSISIAN, What Standard of Care should Govern the World's shortest Editorials? An Analysis of Bond Rating Liability, Cornell L.R. 411 ff. (1990).

67 § 10(a) des 1933 Act, der auf den Schedule A verweist, Ziffern 1-27. Die SEC darf diese Aufzählung mittels Verordnungen abändern, was namentlich durch die S-Formulare und die Regulation S-K (17 CFR 229.501 ff.) geschah; in der sogenannten Form S-1 (als Grundform) wird heute der notwendige Prospektinhalt detailliert wiedergegeben. Formale Aspekte des Prospektes sind zudem in der Regulation C geregelt, namentlich in den Rules 420 f. (17 CFR 230.420 f.), wo sich Vorschriften über die Lesbarkeit und den Inhalt finden. Für Emittenten, welche den Kapitalmarkt regelmässig beanspruchen, gilt im Rahmen des so-

(f) **Angaben über kontrollierende Personen beim Emittenten**, wie Grossaktionäre⁸² oder Verwaltungsräte.⁸³

Die strenge Haftpflicht hat in den USA – wo Falschangaben auch strafrechtliche Konsequenzen nach sich ziehen⁸⁴ – dazu geführt, dass Prospekte im allgemeinen ein äusserst **düsteres Bild** des Unternehmens malen, um allfälligen Klagen von vornherein die Grundlage zu entziehen. Zwei Zitate aus (von der SEC allerdings zurückgewiesenen Prospekten) mögen diesen problematischen Trend belegen:⁸⁵

"The present directors do not foresee the possibility of the corporation ever being in a position to pay any dividends or having any assets of determinable value. The continued existence of the corporation ist questionable. Bankruptcy may result at any time."

"Anyone considering purchase of this security must be prepared for immediate and total loss."

Die Gefahr solcher Aussagen besteht darin, dass die echten schwarzen Schafe im Meer grauer Darstellungen untergehen.

3. Zielpublikum für den Prospekt

Der Prospekt richtet sich in der Praxis vor allem an **Finanzanalysten und institutionelle Investoren**; für den Einzelanleger ist er oft unverständlich.⁸⁶ Das deutsche und das EG-Recht verlangen explizit, dass der Prospekt "verständlich" sein soll, wollen andererseits aber auch die "Auswertung", bzw. "Analyse" erleichtern.⁸⁷ Zu fordern ist, dass Prospekte so zu fassen sind, dass diejenigen Personen sie verstehen, welche die Transaktion als solche verstehen könn(t)en.⁸⁸ Wo der Verkauf nur an institutionelle Investoren vorgesehen ist, genügt es, wenn der Prospekt ihrem (hohen) Wissen angepasst wird. Hinweise auf spezielle Risiken, welche für den geübten Bilanzleser ersichtlich sind, brauchen nicht explizit dargestellt zu werden.

C. Die Prospekthaftung

1. Wesen der Prospekthaftung, Anwendungsbereich

Die in OR 752 und 1156 III (und BkG 39)⁸⁹ statuierte Prospekthaftung wird im allgemeinen als Deliktshaftung bezeichnet;⁹⁰ Spezialprobleme in der Schadensberechnung und der Kausalität legen es aber nahe, die Prospekthaftung als eine eigenständige Haftung für Verletzung von Informationspflichten gegenüber dem Markt zu bezeichnen, wobei die Prospekthaftpflichtklage die fehlende behördliche Kontrolle der Richtigkeit des Prospektes ersetzt, welche in anderen Ländern vorgesehen ist.⁹¹

Die Prospekthaftung greift nach Lehre (nun auch nach EntOR 752) – entgegen OR 752 – nicht nur bei der Ausgabe von Aktien und Obligationen, sondern bei der öffentlichen Ausgabe **aller Arten von Wertpapieren**.⁹²

Im internationalen Bereich gilt nach IPRG 156 beim Vertrieb von Wertpapieren in der Schweiz, dass für die Prospekthaftung alternativ Schweizer Recht oder das Gesellschaftsstatut⁹³ anwendbar ist. Die Tragweite dieser Bestimmung ist bislang kaum erörtert worden,⁹⁴ wohl

82 In den USA ist die Grenze 5 %, vgl. item 403 der Regulation S-K; Art. 11(2)(c) Prospekttrichtlinie (= § 6(2) VerkaufsprospektVO) stellt auf den "beherrschenden Einfluss" ab.

83 Die Angaben betreffen in der Regel die Entschädigung (in der EG und Deutschland nur die Gesamtschädigung, und auch dies nur bei der Ausgabe von Aktien, vgl. § 10 VerkaufsprospektVO und Art. 11(2)(f) der Prospekttrichtlinie), den Aktienbesitz und Offenlegung wichtiger vertraglicher Beziehungen, teilweise auch anderer relevanter Informationen, wie Straftaten (für die USA items 401 ff. der Regulation S-K; für England § 13 des Schedule 3).

84 §§ 23 und 24 des 1933 Act.

85 Vgl. JENNINGS/MARSH (FN 11), 165.

86 "Written in a forbidding legal and accounting jargon, prospectuses are of no direct value to the unsophisticated stock purchaser", R. POSNER, *Economic Analysis of Law*, 3rd edition, Boston/Toronto 1986, 421. Auch in der Schweiz findet sich die Aussage "ein Prospekt ist keine Abstimmungsbrochure", vgl. STAUBER (FN 30), 22, 25 f.

87 Art. 11(1) der Prospekttrichtlinie, bzw. § 2 Abs. 1 der VerkaufsprospektVO. Vgl. FN 8 zum Umstand, dass bereits die Information von institutionellen Investoren einen effizienten Markt verwirklichen dürfte.

88 STAUBER (FN 30), 22 f. Vgl. auch die deutschen Gerichte, welche auf den verständigen und sorgfältigen Anleger abstellen, OLG Düsseldorf in WM 1984, 586 ff. und BGH in WM 1982, 862 ff., 863. Vgl. ferner für die USA SHVETZ v. INDUSTRIAL RAYON CORPORATION, 212 F. SUPP. 308,310 (S.D.N.Y. 1960) mit der Aussage: "The statute requires the absence of false and misleading statements, as do the SEC rules. Nowhere does either require that corporate reorganizations and mergers be explained to school children."

89 OR 1156 III und BkG 39 haben gegenüber OR 752 keine selbständige Bedeutung.

90 ROHR (FN 2), 209; FORSTMOSER (FN 29), § 1 N 147; CAMENZIND (FN 1), 86; BÜRGI/NORDMANN (FN 30), OR 752 N 1 (mit Verweis auf einen unveröffentlichten BGE). CANARIS (FN 43), N 2276 f. bezeichnet die Prospekthaftung demgegenüber als Vertrauenshaftung.

91 Vgl. B.1.3.

92 Vgl. FORSTMOSER (FN 27), N 972.

93 In den USA statuiert § 12 des 1933 Act eine zivilrechtliche Haftung (samt der Möglichkeit, vom Vertrag zurückzutreten), falls den Bestimmungen von § 5 betreffend Registrierung nicht nachgelebt wurde, bzw. ein Wertpapier aufgrund falscher Angaben offeriert wurde, vgl. LOSS (FN 5), 883 ff. In Deutschland gelten nach § 13 des VerkaufsprospektG die §§ 45 ff. des Börsengesetzes (mit einer Verjährungsfrist von 5 Jahren). Gesamthaft lassen sich diese Regeln mit denjenigen des Schweizer Rechts vergleichen; auf Unterschiede wird im folgenden hingewiesen.

94 Vgl. die spärlichen Aussagen in der Botschaft, BBl 1983 I 443; HOPT (FN 1), N 229; P. NOBEL, Zum Gesellschafts-

deshalb, weil ausländische Emittenten aus Steuergründen für Obligationenanleihen oft Off-shore-Töchter "vorschieben", deren Gesellschaftsstatut kaum relevante Regeln enthält. Wo der Emittent aber aus einem Land mit einem "entwickelten" Kapitalmarktrecht kommt, führt diese Bestimmung im Effekt dazu, dass er die Schutzvorschriften beider Länder erfüllen muss, also im Rahmen der Prospektspflicht die umfassenderen Normen zu beachten hat. Dieser Schluss rechtfertigt sich damit, dass der Schweizer Investor qualitativ die gleichen Informationen erhalten soll, wie ein Anleger im Sitzland des Emittenten.

2. Alternative Rechtsbehelfe

Bei Festübernahmen und bei Käufen auf dem Sekundärmarkt⁹⁵ schliesst der Investor einen Kaufvertrag ab.⁹⁶ Eine Sachmängelhaftung für den wirtschaftlichen Wert des Wertpapiers besteht allerdings nur im Rahmen von (ausdrücklichen oder stillschweigenden) Zusicherungen.⁹⁷ Praktisch wird der Prospekt aber oft nicht vom Verkäufer⁹⁸ verfasst worden sein, sondern vom sogenannten Federführer oder vom Emittenten. Mithin kann der Prospekt nur dort als Zusicherung verstanden werden, wo sich der Verkäufer diesen (nach Vertrauensprinzip) zur eigenen Erklärungen macht.⁹⁹

Wo eine Bank dem Kunden den Erwerb eines Titels rät, oder diesen sogar im Rahmen einer Vermögensverwaltungsvollmacht für ihn erwirbt, hat der Kunde möglicherweise Ansprüche aus **Auftragsrecht** gegen die Bank, wenn diese ihre Treue- und Sorgfaltspflicht nach OR 398 II verletzt. Dies kann beispielsweise bei Unterlassung einer Warnung wegen erhöhten Risikos gegeben sein,¹⁰⁰ ebenso bei der Nichtaufdeckung relevanter Eigeninteressen, beispielsweise dem Umstand, dass die Bank die Anleihe nur begibt, um eigene Kredite abzulösen. Zu ersetzen ist das positive Vertragsinteresse.¹⁰¹

Ein selbständiger Anspruch aus **OR 41 ff.** gegen den Ersteller des Prospektes ist wohl theoretisch denkbar und wird in der Lehre auch diskutiert,¹⁰² dürfte praktisch aber neben einem Anspruch aus OR 752 kaum Raum haben, dies vor allem wegen Schwierigkeiten in der Herleitung einer "eigenen" Widerrechtlichkeit¹⁰³ und wegen der kürzeren Verjährungsfrist; m.E. ist im Bereich des Kausalzusammenhanges – im Gegensatz zu OR 752 – ferner nötig, dass der Kläger nachweist, dass er sich auf die falsche Aussage verlassen hat. Bei Annahme einer Haftung aus **culpa in contrahendo**, bzw. aus Vertrauensverletzung am Markt, können vertragliche Haftungsregeln analog angewendet werden.¹⁰⁴

Ein Anspruch aus **Verantwortlichkeit** ist insofern aktuell, als Aktionäre (im Konkurs auch Gläubiger) gegen den Verwaltungsrat vorgehen können, falls kein oder ein falscher Prospekt erstellt wurde.¹⁰⁵

Eine Berufung auf **Willensmängel** ist vor allem im Verhältnis Bank – Ersterwerber denkbar, wobei eine Geltendmachung von Grundlagenirrtum oder absichtlicher Täuschung im Vordergrund steht. Wo der Prospekt von

recht im IPR-Gesetz, FS MOSER, Zürich 1987, 188 mit der Aussage, dass diese Norm "sehr weittragend" sein könne; P. REYMOND, Les Personnes Morales et les Sociétés dans le nouveau Droit International Privé Suisse, in: Le Nouveau Droit International Privé Suisse (Hrsg. FRANÇOIS DESSEMONTET), Lausanne 1988, 196, wo die Frage aufgeworfen wird, ob die alternative Rechtsanknüpfung auch für das Verhältnis zu anderen mit der Emission beschäftigten Personen gilt; A. SCHNYDER Kollisionsrechtliche Fragen zu (grenzüberschreitenden) Übernahmen, Kolloquium Erwerb von Beteiligungen am Beispiel der öffentlichen Übernahmeangebote, Genf 1989, 637; D. ZOBL, Die Änderung von Anleihebedingungen, SAG 1990, 129 ff., speziell FN 78; C. EBENROTH, Die international privatrechtliche Anknüpfung von Finanzinnovationen aus deutscher und schweizerischer Sicht, FS KELLER, Zürich 1989, 408; S. GRUNDMANN, Deutsches Anlegerschutzrecht in internationalen Sachverhalten, RabelsZ 1990, 283 ff., der sich generell gegen alternative Anknüpfungen wendet.

95 Beim häufigen Selbsteintritt der Bank nach OR 436 ist diese Vertragspartnerin des Investors, vgl. BGE 114 II 57, 63.

96 Vgl. ROHR (FN 2), 252 ff.; STAUBER (FN 30), 7; ausgeschlossen ist eine Berufung auf das Kaufrecht in den USA, da Wertpapiere vom Kaufrecht ausgenommen sind (vgl. § 2-105 des Uniform Commercial Code), bzw. nur eine Rechtsgewährleistung besteht, § 8-306 daselbst, Loss (FN 5), 872 f.

97 Vgl. hierzu WATTER (FN 7), N 357 ff. Zum Fehlen einer Aufklärungspflicht BGE 109 Ib 55. Bei zurechenbarer Abgabe falscher Zusicherungen muss der Käufer die Rückmodalitäten nach OR 201 (und die Verwirkungsfrist von OR 210) beachten; eine erhebliche Minderung im Wert ist nicht nötig. Der Anspruch geht auf Wandelung oder Minderung, der Richter kann erstere verweigern, OR 205; die Haftung ist kausal, ein Verschulden des Verkäufers nicht nötig.

98 Der beispielsweise eine Syndikatsbank sein kann.

99 GIGER, Berner Komm., OR 197 N 30. Vgl. auch CANARIS (FN 43), N 2273, der es ablehnt, dem Prospekt Zusicherungscharakter zu geben. Im Ergebnis ähnlich (aber mit m. E. nicht haltbarer Begründung) TAISCH (FN 40), 94, wonach eine Zusicherung deshalb nicht vorliegen soll, weil ein Prospekt nur eine Aufforderung zur Offertstellung sei.

100 ROHR (FN 2), 241 ff.; D. ZOBL, Der Vermögensverwaltungsauftrag der Banken, in FS SCHLUEP, Zürich 1988, 319 ff., 327 ff., 333 f.; WEBER (FN 23), 34 ff.; vgl. auch BGE 112 II 350 für die Annahme eines Vertragverhältnisses bei blosser Auskunftserteilung; vgl. auch für Deutschland ASSMANN (FN 6), 251 ff.; CANARIS (FN 43), N 1880 ff.

101 BGE 110 II 360, 373 f.

102 RÖHR (FN 2), 256 ff. mit weiteren Verweisen.

103 Vgl. immerhin BGE 111 II 471, 474: "Der Angefragte handelt nicht bloss dann widerrechtlich, wenn er wider besseren Wissens oder leichtfertig unrichtige positive Angaben macht, sondern ebenso, wenn er Tatsachen verschweigt, die ihm bekannt sind und von denen er sich sagen muss, dass ihre Kenntnis den in Frage stehenden Entschluss beeinflussen könnte". Ferner ROHR (FN 2), 250 f. und für die Rechtslage in Deutschland auch ASSMANN (FN 6), 258 ff.

104 Vgl. die Nachweise in FN 43.

105 Vgl. FORSTMOSER (FN 27), N 982.

einem Dritten erstellt worden ist, ist allerdings nötig, dass der Verkäufer die Täuschung kannte oder hätte kennen sollen, OR 28 II. Praktisch interessant für den Investor sind vor allem die langen Verjährungsfristen, OR 31 II.¹⁰⁶

3. Klagevoraussetzungen

3.1. Aktivlegitimation

Klageberechtigt sind – wenn man die institutionelle Informationsvermittlungsfunktion des Prospektes in Rechnung stellt – nicht nur die **Zeichner** von Wertpapieren, sondern auch **spätere Erwerber**.¹⁰⁷ Limitierend kann dann das Erfordernis des Kausalzusammenhangs wirken (vgl. nachfolgend). Klageberechtigt ist auch derjenige, der sein Wertpapier bereits veräussert hat¹⁰⁸, nicht aber die Gläubigergemeinschaft nach OR 1164.¹⁰⁹

Nach hier vertretener Ansicht sind auch Investoren anspruchsberechtigt, welche nach Veröffentlichung des Prospektes **bereits bestehende Papiere** der emittierten Kategorie auf dem Markt erwerben; dies gilt auch dann, wenn anlässlich einer Emission neuer Aktien auch "bestehende" Titel, beispielsweise eines Grossaktionärs angeboten werden.¹¹⁰ Eine Haftpflicht ist deshalb zu bejahen, weil die Ratio der Prospekthaftung eine (private) Bestrafung der Verletzung von Informationspflichten gegenüber dem Markt ist; auch ist kaum einzusehen, weshalb die Zufälligkeit des Kaufgegenstandes – dessen Preis aber durch den falschen Prospekt beeinflusst wird – in diesen Konstellationen eine Rolle auf die Rechtsposition des Erwerbers haben sollte.

3.2. Passivlegitimation

Passivlegitimiert sind sämtliche Personen, die an der Erstellung des falschen Prospektes (wesentlich¹¹¹) **mitgewirkt**¹¹² oder diesen verbreitet, bzw. trotz einer entsprechenden Pflicht keinen Prospekt erstellt haben.¹¹³ Dies gilt neben dem Emittenten¹¹⁴ und dessen Organen¹¹⁵ für Konsortialbanken,¹¹⁶ die Kontrollstelle und für Anwälte¹¹⁷. Verschiedene Haftpflichtige haben im Aussenverhältnis solidarisch für den Gesamtschaden einzustehen, OR 759, 1156 III.¹¹⁸

3.3. Widerrechtlichkeit / Pflichtverletzung

Widerrechtlichkeit – bzw. Verletzung der vorvertraglichen Aufklärungspflicht – liegt zunächst darin, dass trotz einer entsprechenden Pflicht **kein Prospekt** erstellt wird, oder der Prospekt unvollständig ist (OR 752). Denkbar ist auch eine Haftung bei täuschender Unübersichtlichkeit.¹¹⁹

Wo ein Prospekt – oder "Zirkulare und ähnliche Kundgebungen"¹²⁰ – verbreitet wird, besteht Widerrechtlichkeit sodann, wenn **unrichtige Angaben** gemacht werden. Die Beurteilung der Unrichtigkeit richtet sich nach dem Zeitpunkt der Verbreitung des Prospektes. Darüber hinaus muss nach neuerer bundesgerichtlicher Rechtspre-

106 Vgl. aber SJZ 1937/8, 105 wo die Berufung auf Willensmängel ausgeschlossen wird, begründet mit Kapital-schutzüberlegungen.

107 Vgl. FORSTMOSER, (FN 27), N 988 mit Verweisen; ROHR (FN 2), 226 f.; CAMENZIND (FN 1), 120; HOPT (FN 1), N 143 f. Vgl. auch EntOR 652a, wo allgemein von "Erwerber des Titels" gesprochen wird. A.M. STAUBER (FN 30), 10 ff., 16 f., der nur dem eigentlichen Zeichner Ansprüche aus Prospekthaftung gibt, womit eine Festübernahme die Prospekthaftung generell ausschliessen würde. Wie hier für das deutsche Recht ASSMANN (FN 6), 295 und 359; für die Probleme der Sammelverwahrung CANARIS (FN 43), N 2283.

108 Anders die Rechtslage in Deutschland, HOPT (FN 1), N 145.

109 BGE 113 II 289 ff., dies entgegen FORSTMOSER (FN 27), N 971 und FN 1774 und ROHR (FN 2), 212. Vgl. auch CAMENZIND (FN 1), 121 ff. Der Entscheid ist de lege lata sicher vertretbar, wenn es auch bedauerlich ist, dass vom Bundesgericht dieser prozessual effiziente Weg der Durchsetzung einer Haftung verbaut worden ist.

110 Vgl. die Beispielsfälle bei STAUBER (FN 30), 13 ff. Ablehnend offenbar HOPT (FN 1), N 146 mit Hinweisen auf Probleme der Sammelverwahrung.

111 Eine untergeordnete Tätigkeit in der Erstellung genügt nicht.

112 Das Mitwirken muss dabei nach aussen hin nicht sichtbar werden, vgl. ASSMANN (FN 6), 346 ff., ferner ZIEGLER (FN 34), OR 1156 N 20.

113 Ein Teil der Lehre will in diesem Fall OR 754 anwenden, vgl. FORSTMOSER (FN 27), N 976.

114 Vgl. zur Problematik von OR 680 II (Verbot der Einlagenrückgewähr) bei der Emission von Aktien SJZ 1985, 42 ff.; BGE 109 II 128, 129; ASSMANN (FN 6), 332. M. E. müsste eine Rückzahlung des Agios möglich bleiben; ist das nominelle Grundkapital tangiert, ist hingegen eine Kapitalherabsetzung nötig.

115 Theoretisch ist auch ein Einsatz von (und eine Haftung für) Hilfspersonen denkbar, obwohl diese durch eine so wichtige Tätigkeit wohl zu faktischen Organen werden, ASSMANN (FN 6), 337.

116 Dazu HOPT (FN 1) passim, speziell N 134 ff. Konsortialbanken werden als "deep pocket" oft Zielscheibe von Klagen sein.

117 Vgl. ASSMANN (FN 6), 349 ff.

118 Vgl. zur Kritik an dieser Solidarität FORSTMOSER (FN 27), N 389 ff. mit zahlreichen Verweisen und die neue Rechtslage in EntOR 759 I.

119 FORSTMOSER (FN 27), N 992; ROHR (FN 2), 219. Massstab für die Verständlichkeit ist m. E. der durchschnittliche Vertreter des Zielpublikums: Wo sich der Prospekt an den institutionellen Anleger richtet, ist die Verständlichkeit somit nach dessen Wissensstand zu beurteilen.

120 Nicht einmal Schriftlichkeit dürfte notwendig sein: denkbar ist etwa auch ein Fernsehspot über ein Wertpapier. Vgl. ferner für die Abgrenzung den in FN 16 zitierten Entscheid des Kantonsgerichtes St. Gallen und HOPT (FN 1), N 152 ff.

chung,¹²¹ analog zum amerikanischen Recht,¹²² auch dann eine Unrichtigkeit angenommen werden, wenn eine Aussage nicht gemacht wird, welche notwendig ist, um andere (beispielsweise mehrdeutige) Angaben in ein korrektes Licht zu stellen.¹²³ Wo also beispielsweise auf grundpfandversicherte Forderungen des Emittenten hingewiesen wird, ist auch offenzulegen, dass die Vollstreckung der Pfänder wegen eines Verstosses gegen die Lex Friedrich fraglich ist.

Eine widerrechtliche **Unterlassung** besteht im Verschweigen relevanter Tatsachen¹²⁴ wozu besondere Risikofaktoren (geringe Liquidität, Transferrisiko bei ausländischen Schuldnern) gehören,¹²⁵ ferner auch relevante Eigeninteressen des Emissionshauses, etwa die Tatsache, dass mittels der Anleihe eigene Kredite an das Unternehmen abgebaut werden sollen.¹²⁶

Eine **Aktualisierungspflicht** besteht dagegen nur bis zum Ende der Zeichnungsfrist.¹²⁷ Als Beispiel hierzu möge ein Fall aus den USA dienen, wo der geniale Software-Entwickler einer Firma während der Zeichnungsfrist bei einem Autounfall verstorben ist. Hier musste der Prospekt sofort aktualisiert werden.

Eine Haftung für falsche **Prognosen** kann dann gegeben sein, wenn diese Prognosen ohne Berücksichtigung der konkreten Tatsachen und Wahrscheinlichkeiten erfolgen, insbesondere also dann, wenn leichtfertig übertriebene Erwartungen geweckt werden.¹²⁸

Das Gesetz unterstellt nur Falschangaben einer Haftung, welche im **funktionalen Zusammenhang** mit der Emission gemacht, d.h. in der Absicht getätigt wurden, Wertpapiere in den Verkehr zu setzen.¹²⁹ Schwierig kann die Entscheidung für Publikationen sein, welche regelmässig, aber losgelöst von der Emission gemacht werden. Wo der Emittent damit rechnen muss, dass jene Publikation seine Emission beeinflusst, ist eine Prospekthaftpflicht für dortige unrichtige Angaben zu bejahen.

3.4. Kausalzusammenhang

Das Gesetz verlangt in OR 1156 (anders OR 752) explizit keinen Kausalzusammenhang; dieses Erfordernis ergibt sich aber aus den allgemeinen Grundsätzen des Schadenersatzrechtes, allerdings angepasst auf die spezifischen Gegebenheiten der Prospekthaftpflicht.¹³⁰ Namentlich ist zu fordern, dass vom Investor – im Gegensatz zu einem Anspruch aus OR 41 ff.¹³¹ – der Beweis nicht verlangt wird, dass er sich positiv auf die Wahrheit einer Falschangabe verlassen hat.¹³² Analog zur amerikanischen **Fraud on the Market Theory**¹³³ ist nämlich davon auszugehen, dass ein Investor annehmen darf, der

acts, incomplets et ambigus"); WEBER (FN 23), 22; CAMENZIND (FN 1), 97; ASSMANN (FN 6), 319, 327. Dieses Ergebnis kann auch aus dem Grundsatz von Treu und Glauben abgeleitet werden.

122 "...or omits to state a material fact necessary in order to make the statements, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading", § 12(2) des 1933 Act.

123 Der Anleger darf sich somit darauf verlassen, dass ihn das Emissionshaus über die relevanten Fakten unterrichtet, vgl. auch BGE 47 II 272 ff., 287, 291 und 112 II 176. Mithin dürfte entgegen ZIEGLER (FN 34), OR 1156 N 22 eine Pflicht zur Offenlegung ungünstiger Umstände im Prinzip bestehen. Zum Beurteilungsmassstab betreffend Erläuterungsbedürftigkeit vgl. FN 119 vorstehend.

124 Vgl. BGE 112 II 176 und das in FN 38 wiedergegebene Zitat, ferner die Beispiele bei HOPT (FN 1), N 152 ff.

125 Ebenso ASSMANN (FN 6), 300. Der Emittent muss dabei den Umstand hinnehmen, dass der Werbeeffekt des Prospektes damit dahinfällt. Vgl. aber auch als Negativbeispiel die oben B.2.2 zitierten Aussagen aus amerikanischen Prospekten, ferner JENNINGS/MARSH (FN 11), 165 mit der Aussage: "A prospectus loses its effect if every possible prospectus cries 'Wolf' all the time".

126 Vgl. WEBER (FN 23), 22 f.; ROHR (FN 2), 218, 258; ZOBL (FN 100), 334, dort allerdings für den Fall des Vermögensverwaltungsvertrages.

127 Ebenso Art. 18 der Prospekttrichtlinie; HOPT (FN 1), N 206 ff.; ASSMANN (FN 6), 302 ff.

128 BGE 47 II 272 ff., 287, 292.; HOPT (FN 1), N 156 f.; FORSTMOSER (FN 27), N 992.

129 BGE 112 II 261. Vgl. hierzu FORSTMOSER (FN 27), N 969, 973a. Ausführlich auch STAUBER (FN 30), 10 ff., 16 f., der für eine enge Auslegung eintritt.

130 Ebenso CANARIS a.a.O. (FN 43), N 2282; vgl. auch HOPT (FN 1), N 163 ff. Kausalität ist nach der Rechtsprechung dann gegeben, wenn der Kläger geltend macht, er hätte die Wertpapiere bei Kenntnis der wahren Sachlage nicht erworben, BGE 47 II 272 ff., 293 f.; vgl. ferner für den Fall einer Gründerhaftung 59 II 434 ff., 451 f.

131 Vgl. oben bei C.2. Damit ergibt sich für die hier vertretene Ansicht auch ein systematisches Argument, wäre doch sonst der Anspruch aus OR 752 und 41 praktisch – mit Ausnahme des Verjährungsrechtes – identisch.

132 Wie hier ZIEGLER (FN 34), OR 1156 N 24; anders die wohl herrschende Schweizer Lehre, welche vom Investoren den Beweis verlangt, dass er sich von den unrichtigen Prospektangaben leiten liess, ROHR (FN 2), 223; CAMENZIND (FN 1), 107 f.; BÜRGI/NORDMANN (FN 30), OR 752 N 14. Das BGr. begnügt sich mit einer Glaubhaftmachung, BGE 47 II 272, 293.

133 JENNINGS/MARSH (FN 11), 1282 ff.; POSNER (FN 86), 423: "The fraud in effect is impounded in the market price, and the person who buys without knowledge of the prospectus is acting on false information to the same extent as those who buy with knowledge." Vgl. auch CANARIS (FN 43), N 2282, der die Lösung in einer widerlegbaren Kausalitätsvermutung sieht, die Kausalität aber nicht schon deshalb unterbrochen sieht, weil der Investor den Prospekt nicht gelesen hat, da dieser "ein günstiges Börsenklima" geschaffen habe; ferner ASSMANN (FN 6), 296 f., mit dem gewichtigen Einwand, das Kriterium der Kausalität dürfe nicht soweit gelockert werden, dass der Anleger den Prospekt gar nicht mehr zur Kenntnis zu nehmen brauche.

121 BGE 112 II 172 ff., 176 (welcher allerdings die Werbung für Anlagefondsanteile betrifft): "fahrlässig verschwiegene Angaben, die Dritte über die wahre Sachlage täuschen können". Vgl. ferner BGE 47 II 290 ("renseignements inex-

Markt (oder – bei festem Emissionspreis – die Banken¹³⁴) bewerte Titel unter Berücksichtigung aller vorhandenen Informationen. Erfolgt diese Bewertung aber unter falschen Angaben des Emittenten, so bezahlt der Investor zuviel für ein Wertpapier. Damit ist auch gesagt, dass dem Beklagten die Einrede nicht offensteht, der Kläger habe den Prospekt gar nicht gelesen.¹³⁵

Dennoch ist das Erfordernis der Kausalität ein wichtiger limitierender Faktor für Schadenersatzklagen: Namentlich gilt, dass nur derjenige Schaden geltend gemacht werden kann, der durch die Falschangabe verursacht worden ist und nur kursrelevante Mängel zu einer Schadenersatzpflicht führen.¹³⁶ Ferner hat die Kausalität dort Bedeutung, wo verschiedene Personen Falschangaben machen.¹³⁷

Klar unterbrochen ist der Kausalzusammenhang schliesslich, wenn der Investor die Unrichtigkeit einer Angabe kannte.¹³⁸

3.5. Schaden

Der geltend zu machende Haftungsbetrag entspricht dem durch den mangelhaften Prospekt kausal verursachten Schaden. In Lehre und Rechtsprechung finden sich neben diesem Gemeinplatz kaum konkrete Angaben zur Schadensberechnung.¹³⁹ Erkenntnisse der modernen Finanz- und Anlagetheorien erlauben aber regelmässig (allenfalls durch Experten) eine ziffernmässige Bestimmung dieses Schadens; ausgegangen wird dabei von der Fragestellung, **welchen Wert das Wertpapier hätte, wenn die mangelhaften Prospektaussagen wahr**, bzw. verschwiegene Umstände nicht vorhanden gewesen wären.¹⁴⁰

Nach der Hypothese **effizienter Kapitalmärkte**¹⁴¹ reaktieren Marktpreise stets alle vorhandenen Informationen. Damit lässt sich der Schaden dort, wo Kurse durch eine effiziente Preisbildung zustandekommen, aus dem Kurssturz nach Bekanntwerden des wahren Sachverhaltes herauslesen.¹⁴²

Wo der Prospekt verschwiegen hat, dass ein Rechtsstreit über ein zentrales Patent des Emittenten hängig ist, und der Kurs dieses Wertpapiers nach Bekanntwerden des negativen Urteils von Fr. 800/Aktie auf 500/Aktie sinkt, beträgt der Schaden Fr. 300/Aktie, sofern nicht gleichzeitig noch andere Faktoren den Kurs beeinflusst haben.

Wo der Fehler im Prospekt sich erst über einen **längeren Zeitraum** offenbart und damit auch Marktschwankungen in den Kursverlauf einfliessen, sind – vor allem bei Aktien¹⁴³ – die Erkenntnisse des **Capital Asset Pricing Models** zu berücksichtigen: Danach bestimmt sich der Wert eines Wertpapiers nach dem diskontierten Ertragswert und dem Risiko, ob der vorausgesagte Ertrag wirklich eintrifft, wobei Investoren das firmenspezifische Risiko (α) wegdiversifizieren können und der Markt nur das Eingehen des systematischen Risikos (β)¹⁴⁴ mit einem höheren Ertrag¹⁴⁵ belohnt. Kann das β des Wertpapiers bestimmt werden,¹⁴⁶ so kann vorausgesagt werden, welchen Kurs es hätte, wenn nicht firmenspezifische Umstände (vorerst vertuscht durch den falschen Prospekt) auf den Kursverlauf eingewirkt hätten.¹⁴⁷

Wo der Prospekt vorgibt, ein bestimmtes neues Produkt sei nun marktreif, tatsächlich aber noch während zweier Jahre Entwicklungsarbeiten nötig sind und sich die Aktie (mit einem β 1,5) in diesem Zeitraum von Fr. 1'000.– auf Fr. 600.– zurückbildet, der Gesamtmarkt aber ebenfalls 10% verloren hat, so sind Fr. 150.– auf allgemeine Ursa-

134 Im sogenannten grauen Markt werden Papiere schon während der Zeichnungsfrist bewertet; vgl. ROHR (FN 2), 260 f.; die Kurse sind öffentlich zugänglich.

135 In den USA wird in § 11(a) des 1933 Act explizit gesagt, dass der Investor nicht zu beweisen braucht, dass er den Prospekt (bzw. das registration statement) gelesen habe. CAMENZIND (FN 1), 109 weist ferner zu Recht darauf hin, dass ein entsprechender Beweis durch den Beklagten praktisch nur schwer zu erbringen wäre. Anders ist zu urteilen, wenn der Erwerb vor Publikation des Prospekts erfolgte und keine Prospektspflicht bestand.

136 Auch das amerikanische Recht verlangt Falschangabe eines "material facts", vgl. § 11(a) und 12(2) des 1933 Act; ferner CAMENZIND (FN 1), 96 f.

137 Der Grundsatz der Kausalität limitiert die Solidarität auch im Aussenverhältnis, vgl. FORSTMOSER (FN 27), N 381 ff. und HOPT (FN 1), N 117 f.; vgl. ferner EntOR 759 I.

138 BGE 33 II 251, 258 f. (Gründerhaftung); HOPT (FN 1), N 171; ROHR (FN 2), 218.

139 Vgl. etwa CAMENZIND (FN 1), 102 ff. mit weiteren Verweisen und BGE 47 II 272 ff., 294, wo das Gericht den Schaden reduziert mit der Begründung "il paraît équitable". Im Ansatz wie hier ZIEGLER (FN 34), OR 1156 N 26, der die Erstellung eines Sachverständigengutachtens verlangt.

140 Anders bezüglich falscher Prognosen HOPT (FN 1), N 172.

141 Vgl. HERI (FN 7), 87 ff.; WATTER (FN 7), N 211 mit weiteren Verweisen. Vgl. zur Hypothese effizienter Kapitalmärkte FN 7.

142 Aus der Sicht des Investors bestehen zwei Möglichkeiten: entweder erachtet er den Kurs nach "Verarbeitung" der neuen Sachlage als zu hoch: Dann hat er die Papiere im Rahmen seiner Schadensminderungspflicht zu verkaufen; wo er glaubt, der Kurs sei zu tief, wird er die Papiere behalten und Ersatz fordern: Dies ist deshalb gerechtfertigt, weil er bei Erwerb des Wertpapiers von der jederzeitigen Veräusserungsmöglichkeit ausging und ihm ein Verkauf nun nicht aufgezwungen werden darf.

143 Die Erkenntnisse des CAPM gelten im Grundsatz auch für Obligationen. Referenzgrösse muss dann aber ein Obligationenindex sein, der beispielsweise ändernde Marktzinse widerspiegelt.

144 Das β kann für jedes Wertpapier bestimmt werden und besagt im wesentlichen, ob ein Wertpapier gegenüber dem Gesamtmarkt stärker oder schwächer "ausschlägt". Sinkt beispielsweise der Gesamtmarkt um 10%, hat das fragliche Wertpapier ein β von 2, so ist mit einem Kurssturz von 20% zu rechnen.

145 Der Ertrag steigt über dem risikolosen Zinssatz (beispielsweise von Bundesobligationen) proportional zum β an.

146 Implizit kann das β aus dem vom Markt verlangten Ertrag herausgelesen werden.

147 Angenommen wird hier, dass keine anderen firmenspezifischen Aspekte auf den Kurs eingewirkt haben.

chen zurückzuführen, nur Fr. 250.– stellen Schaden dar, der zu einer Prospekthaftpflicht führt.

Wo **kein Marktkurs** besteht, welcher durch effiziente Preisbildung zustandegekommen ist, kann anhand des CAPM ebenfalls festgestellt werden, welchen Wert das Papier hätte, wenn man von firmenspezifischen Aspekten abstrahiert. Nötigenfalls kann dabei auf vergleichbare Papiere¹⁴⁸ abgestellt werden.

Wo nur der **künftige Ertrag**, nicht aber das Risiko ändert, kann der Schaden berechnet werden, indem die diskontierten künftigen Erträge angepasst werden:

Wo beispielsweise bei einer Obligation eines ausländischen Schuldners nicht offengelegt wird, dass Zinszahlungen einer nicht rückforderbaren Quellensteuer unterliegen, womit die Nettorendite statt der angekündigten 6% nur 4% beträgt, beträgt der Wert bei einer Laufzeit von 5 Jahren statt 100% nur 91.58%.¹⁴⁹

Anzurechnen hat sich der Investor Vorteile, welche er aus dem Fehler zieht. So hat er beispielsweise im letzten Beispiel Steuervorteile gegenüber der von ihm ursprünglich angenommenen Sachlage. Courtagen sind nur ausnahmsweise Kosten, welche der Investor zurückfordern kann, wird doch nach der hier angewandten Schadensdefinition unterstellt, er hätte statt des tatsächlich gekauften Wertpapiers ein anderes erworben.

3.6. Verschulden

Nach Gesetz haftet jeder Beteiligte bereits schon für **Fahrlässigkeit**. Der Verschuldensmassstab ist dabei objektiviert und richtet sich nach denjenigen Fähigkeiten, welche der Verkehr bei der handelnden Person voraussetzt.¹⁵⁰ Das Verschulden wird vermutet, der Beklagte hat somit darzulegen, dass er die geforderte Sorgfalt beachtet hat.¹⁵¹ Praktisch relevant ist vor allem die Frage, inwieweit sich ein Beteiligter auf Angaben des anderen verlassen darf, bzw. inwieweit eine Prüfungspflicht besteht. Namentlich stellt sich die Frage, inwieweit der Lead Manager die Angaben des Emittenten zu überprüfen hat. Während das Bestehen einer solchen Pflicht regelmässig bejaht wird, ist ihr Umfang umstritten.¹⁵² Meiner Ansicht nach gilt folgendes: Die Emissionshäuser haben eine Überprüfungspflicht gegenüber dem Emittenten, dürfen sich dabei aber auf andere Experten, namentlich die Kontrollstelle oder Firmenanwälte, verlassen.¹⁵³ Ein Verschulden entfällt ferner, wenn auch bei Anwendung genügender Sorgfalt Mängel nicht zu erkennen waren.

Die Möglichkeit einer **Enthaftungsklausel** ist umstritten, m.E. aber abzulehnen.¹⁵⁴ Praktisch finden sich allerdings weniger Enthaftungserklärungen, sondern vielmehr die Aussage in Kurzprospekten, wonach diese Mitteilung kein Prospekt sei und sich der Anleger an den vollen Text zu halten habe. Eine solche beschränkte Enthaftung gilt m.E. nicht für Falschaussagen im Kurzprospekt, wohl aber grundsätzlich für Unterlassungen, es sei denn, die Aussage im Kurzprospekt verlange unter den konkreten Umständen bereits auch eine Relativierung.

Ein Selbstverschulden dürfte nach hier vertretenen Ansicht nur in Einzelfällen gegeben sein, da sich der Investor auf den Marktpreis verlassen darf.¹⁵⁵

3.7. Klagemodalitäten

Nach OR 761 besteht ein dispositiver **Gerichtsstand** am Sitz des Emittenten. Im internationalen Verhältnis gilt ferner der nicht wegbedingbare Gerichtsstand des Ausgabortes, IPRG 151 III.

Die **Verjährungsfrist** beträgt nach OR 760 übertrieben lange 5 Jahre ab Kenntnis des Schadens. Gewährt man dem Investor eine so lange Zeit zur Klageeinleitung, gibt man ihm im Effekt eine Call-Option mit einem Ausübungspreis Kaufpreis minus Schadenersatz,¹⁵⁶ da der Investor auf eine generelle Steigerung der Kurse spekulieren kann. Immerhin ist ihm diese Möglichkeit durch die hier verwendete Schadensdefinition teilweise verbaut (vgl. oben C.3.5.).

D. Zusammenfassung

Mittels der Prospektpflicht wird dem Emittenten eine gesamtwirtschaftlich und individualschutzrechtlich sinnvolle Pflicht zur Informationsvermittlung bei Angeboten von Wertpapieren an einen unbestimmten Personenkreis auferlegt. Diese Pflicht wird – mangels einer behördlichen Kontrolle – durch die private Prospekthaftpflichtklage betroffener Investoren durchgesetzt. Dieser Funktion der Prospekt(haft)pflicht war in den vorstehenden Ausführungen Rechnung zu tragen.

148 D.h. Papiere, welche der Markt gleich bewertet und welchen einen gleichen erwarteten Ertragsverlauf haben: diese Papiere haben das gleiche β .

149 Vgl. die Formel 2.2 bei HERI (FN 7), 32. Anders offenbar BGE 110 II 360, 373 f.

150 ROHR (FN 2), 224 ff.; CAMENZIND (FN 1), 110 f.; FORSTMOSER (FN 27), N 292 ff.

151 Vgl. ASSMANN (FN 6), 354 ff.; A.A. BÜRGI/NORDMANN (FN 30), OR 752 N 7 und FORSTMOSER (FN 27), N 340, allerdings mit der Aussage in N 341, dass der Verteilung der Beweislast keine grosse Bedeutung zukomme.

152 Vgl. HOPT (FN 1), N 186 ff.; ROHR (FN 2), 225; CAMENZIND (FN 1), 112. Zur amerikanischen Praxis der "due diligence" HOPT (FN 1), N 119.

153 Diesfalls – schon um die eigene Haftung zu begrenzen – wird der Prospekt aber auf diese Experten verweisen, ähnlich HOPT (FN 1), N 193, 199.

154 Bejahend STAUBER (FN 30), 5, der allerdings eine graphische Heraushebung im Text verlangt und keine Enthaftungsmöglichkeit für Organe des Emittenten sieht. Fraglich bleibt immerhin, ob sich Banken als obrigkeitlich konzessionierte Gewerbe überhaupt auf solche Beschränkungen berufen dürfen, vgl. OR 100 II und 101 III, ferner WEBER (FN 23), 18 ff. und BGE 112 II 454 f.; wie hier ROHR (FN 2), 212 und HOPT (FN 1), N 177 ff.

155 ZIEGLER (FN 34), OR 1156 N 25 zitiert den Fall des Panikverkaufs.

156 Vgl. zur analogen Lage bei Vorliegen eines Grundlagenirrtums WATTER (FN 7), N 331.