

Rolf Watter

# Prospektpflicht und Prospekthaftpflicht

## Wirksame Informationspflicht bei Ausgabe von Wertpapieren

*Diskussionen um die Prospekthaftpflicht entstehen immer dann, wenn Emittenten öffentlicher Anleihen zahlungsunfähig werden. Sich geprellt fühlende Investoren sind dann versucht, wegen angeblich oder tatsächlich falscher Prospekte dort Ersatz zu holen, wo noch Geld zu finden ist, namentlich also bei Banken, seltener bei Kontrollstellen und Anwälten. Nachfolgend soll das Gebiet der Prospektpflicht abgesteckt und die Voraussetzungen der Prospekthaftpflicht erläutert werden.*

### 1. Einleitung

#### 1.1 Allgemeines

Der Prospekt ist das zentrale Dokument für Informationsvermittlung zwischen dem Emittenten von Wertpapieren und dem Anlegerpublikum. [1] In den meisten Ländern mit einem entwickelten Kapitalmarktrecht ist die Verbreitung 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*).

#### 1.2 Sinn und Funktion des Prospekts

Aus der Sicht der direkt Beteiligten hat der Prospekt folgende Funktionen: er soll (a) *Werbemittel* sein, (b) dem Anleger diejenigen *Fakten* über den Emittenten und das Wertpapier *vermitteln*, die für einen fundierten Anla-

geentscheid nötig sind und (c) mittels einer Art *vorvertraglichen Aufklärungspflicht* den Investor auf Gefahren der Emission hinweisen. Falls Falschangaben zu einer Haftung führen, hat der Prospekt (d) eine *Garantiefunktion*, vergleichbar einer Zusage im Kaufrecht. Darüber hinaus hat der Prospekt aber auch (e) eine *gesamtwirtschaftliche Funktion*, in-



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

dem er einen informierten *Markt* verwirklichen hilft, der eine *optimale, faire Preisbildung* garantiert, somit Kurse, welche dem Unternehmenswert nahe kommen und das Risiko der Anlage voll widerspiegeln. Damit wird einerseits sichergestellt, dass der Wertpapiermarkt eine *attraktive Anlagemöglichkeit* für Ersparnisse ist, da Investoren nicht selber mühsame (und teure) Nachforschungen über die Qualität des Schuldners zu machen brauchen; andererseits bewirken solche Kurse, dass die Spargelder *effizient alloziert* werden, bzw. in die «besten» Investitionen fließen.

Da diese gesamtwirtschaftlich erwünschte Information durch den *Emittenten* am *billigsten beschafft* werden kann, ist es sinnvoll, wenn er zu deren Produktion verpflichtet wird. 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 die Richtigkeit seiner Angaben garantieren muss, bzw. Fehlinformationen zu einer Haftung führen.

#### 1.3 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*, andererseits über grosse *Platzierungskraft* bei ihrer Kundschaft verfügen. In der Praxis bestehen *zwei Grundmodelle*: entweder übernimmt ein «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, oder die Banken agieren nur als Vermittler, welche Zeichner für den Emittenten beibringen (*kommissionsweise Plazierung*).

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. Schliesslich bestehen Beziehungen zwischen dem Investor und dem Emittenten je nach

Bei der *Festübernahme* durch eine Bank mit anschliessender Offerte an das Publikum wird eine Prospektpflicht teilweise mit der Begründung abgelehnt, dass technischer Zeichner die Bank sei, der Käufer aus einer Festübernahme heraus kaufrechtliche Rechtsbehelfe gegen die Bank erhalte und ihm die Berufung auf Willensmängel offenstehe. [5] Festzuhalten ist immerhin, dass in der Praxis von den Banken stets Prospekte erstellt werden. Diese Ansicht, welche die Prospektpflicht auf die kommissionswei-

aufgelegt oder an der Börse eingeführt werden» dürfen. Hier wird nach herrschender Lehre kein Unterschied zwischen der gewählten Vertriebsart gemacht.

c) Im Gegensatz zum EG-Recht 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. 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. Somit ergibt sich praktisch eine prospekt(haft)pflichtähnliche Situation. [6]

*«Der Prospekt ist das zentrale Dokument für Informationsvermittlung zwischen dem Emittenten von Wertpapieren und dem Anlegerpublikum.»*

den im ausgegebenen Wertpapier verbrieften Rechten.

**1.4 Praktische Bedeutung der Prospekthaftpflicht**

*Prospekthaftpflichtfälle*, welche vor Schweizer Gerichten ausgetragen werden, sind selten, was aber nicht auf fehlende Probleme schliessen lässt. [2] Bei erstmaligen Aktienemissionen könnte die Prospekthaftpflicht geringe Bedeutung haben, weil die Wertpapiere im Durchschnitt 50% zu billig angeboten werden (*Underpricing*). [3] Dies widerspricht zwar dem Gesellschaftsinteresse, schützt praktisch aber auch vor Prospektpflicht, werden doch die Investoren dem halb geschenkten Gaul kaum ins Maul schauen.

se Plazierung beschränkt, vermag aber nicht zu überzeugen: 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*. Sodann schützen die kaufrechtlichen Rechtsbehelfe Folgerwerber nicht; weiter setzt sich die-

d) Die Prospektpflicht bei *Notes* ausländischer Schuldner, welche *nicht öffentlich* 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. 50000.- eine Prospektpflicht besteht, welche im Umfang über OR 1156 hinausgeht. Die Konvention bindet aller-

*«Prospekthaftpflichtfälle, welche vor Schweizer Gerichten ausgetragen werden, sind selten, was aber nicht auf fehlende Probleme schliessen lässt.»*

**2. Die Prospektpflicht**

**2.1 Wann ist ein Prospekt zu erstellen?**

a) Eine Prospektpflicht besteht bei *öffentlichen Aktienemissionen* [4] auf dem hiesigen Markt im Rahmen der (praktisch nicht vorkommenden und im neuen Aktienrecht entfallenden) Sukzessivgründung und der Kapitalerhöhung im Sukzessivverfahren, OR 631, 651, dies für schweizerische und ausländische Emittenten, IPRG 156.

se Ansicht ohne zwingenden Grund gegen die internationale Rechtslage, wo eine Prospektpflicht auch bei Festübernahmen regelmässig besteht; und schliesslich beachtet sie das gesamtwirtschaftliche Interesse an Informationsvermittlung nicht. Leider bringt das *neue Aktienrecht*, das nur noch in RevOR 652a eine Bestimmung über den Prospekt enthalten wird, keine Klärung der genauen Grenzen der Prospektpflicht.

b) Bei der Emission von Obligationen bestimmt OR 1156 I, dass Anleiheobligationen «nur auf Grund eines Prospektes öffentlich zur Zeichnung

dings 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. *De lege ferenda* sollte die Prospektpflicht allenfalls dann fallengelassen werden, wenn nur institutionelle Anleger (auch öffentlich) angegangen werden.

e) Aus Deutschland stammt die Ansicht, dass *vorvertragliche Aufklä-*

rungepflichten (bzw. potentielle Ansprüche aus *culpa in contrahendo*) mittelbar zu einer Prospektpflicht führten, da sich der Emittent des Informationsungleichgewichtes bewusst sein müsse. Eine ähnliche Tendenz lässt sich neuerdings beim Schweizerischen Bundesgericht erkennen. [7]

f) Gemäss der anwendbaren *EG Richtlinie* [8] ist ein Prospekt bei jedem öffentlichen Angebot von Wertpapieren zu verteilen. Ausnahmen gelten für gewisse Angebotsarten, etwa für Privatplazierungen und für Emissionen an Arbeitnehmer oder von Euro-Wertpapieren. In den USA (ähnlich auch in Japan) wird für eine öffentliche Emission nicht nur ein Prospekt verlangt, nötig ist ferner, dass ein sogenanntes *registration statement* (wovon der vorläufige Prospekt ein Teil ist) zwecks behördlicher Prüfung der Gesetzmässigkeit der Angaben eingereicht wird.

## 2.2 Inhalt des Prospekts

Nach OR 1156 II und 651 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 Anleiensgläubiger; (c) *Bezeichnung allfälliger Sacheinlagen oder -übernahmen*.

Explizit verlangt OR 651 I eine Unterzeichnung durch den Verwaltungsrat; in der Praxis übernimmt meist die federführende Bank die Redigierung des Textes.

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

Vorschriften in der *EG* und in den USA umfassen folgende zusätzliche Informationen: *Kurzdarstellung, Übersicht* über Risikofaktoren und gewisse betriebswirtschaftliche Verhältniszahlen; *Bezeichnung* der für die Erstellung des Prospektes *Verantwortlichen*; *Zweck* der Anleihe, bzw. Verwendung des Anleihebetrages; *Angaben über die Durchführung der Emission*, so über den Verkäufer, die Art der Bestimmung des Preises und eventueller Verwässerung, ferner auch über Kommissionen und Gebühren der Vermittler; *Angaben über das zu emittierende Wertpapier*, inklusive all-

fälliger Quellensteuern und Übertragungsbegrenzungen; *Angaben über den Emittenten* und dessen Konzern, inklusive Angaben zum Geschäftsgang, zu besonderen Abhängigkeiten, Investitionsabsichten, zu wichtigen Verträgen und hängigen Verfahren; *Angaben über kontrollierende Personen beim Emittenten*.

## 3. Die Prospekthaftung

### 3.1 Wesen der Prospekthaftung, Anwendungsbereich

Die in OR 752 und 1156 III (und BkG 39) statuierte Prospekthaftung wird im allgemeinen als Deliktshaftung bezeichnet; 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.

Die Prospekthaftung greift – entgegen dem Wortlaut von OR 752 – nicht nur bei der Ausgabe von Aktien und Obligationen, sondern bei der öffentlichen Ausgabe *aller Arten von Wertpapieren* (so nun RevOR 752). Im *internationalen Bereich* gilt nach IPRG 156 bei Vertrieb von Wertpapieren in der Schweiz, dass für die Prospekthaftung alternativ Schweizer Recht oder

Anzeige

Infolge besonderer Umstände günstig zu verkaufen:

### PC-Treuhandssoftware IBM Finanz/2 (Dialog2000c)

neue Originalprogramme, noch nie benützt. Mit Dokumentationen, Lizenzkarten etc. Komplette Reihe, Programme auch einzeln zu verkaufen. Preis je Programm: Fr. 1800.–.

Schreibbüro K. Frenkel, 5405 Baden  
Telefon 056 83 39 35, Fax 056 83 93 30

112w11.1

Zu vermieten

### 200–1000 m<sup>2</sup> Büro-/Gewerbefläche

Fläche frei trennbar (auch in kleinen Einheiten zu vermieten).

Gute Lage in einem Geschäftshaus mit Verkaufsgeschäften und Büros an der Neugutstrasse in Dübendorf.

Günstiger Mietzins!

Anfragen an Chiffre ofa 7219R Orell Füssli Werbe AG, Bahnhofstrasse, 5000 Aarau.

112w11.4

das Sitzrecht des Emittenten anwendbar ist. Die Tragweite dieser Bestimmung ist bislang kaum erörtert worden, wohl 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. Dies rechtfertigt sich damit, dass der Schweizer Investor qualitativ die gleichen Informationen erhalten soll, wie ein Anleger im Sitzland des Emittenten.

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.

**3.3 Klagevoraussetzungen**

*a. Aktivlegitimation*

Klageberechtigt sind – wenn man die institutionelle Informationsvermittlungsfunktion des Prospektes in Rechnung stellt – nicht nur die *Zeichner* von Wertpapieren, sondern auch *spätere Erwerber*. Klageberechtigt ist auch derjenige, der sein Wertpapier

Prospekt erstellt haben. Dies gilt neben dem Emittenten und dessen Organen namentlich für Konsortialbanken, die Kontrollstelle und für Anwälte. Verschiedene Haftpflichtige haben im Aussenverhältnis solidarisch für den Schaden einzustehen, OR 759, 1156 III.

*c. Widerrechtlichkeit / Pflichtverletzung*

Widerrechtlichkeit – bzw. Verletzung der vorvertraglichen Aufklärungspflicht – besteht 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.

Widerrechtlichkeit besteht sodann, wenn im Prospekt oder in anderen Verlautbarungen *unrichtige Angaben* gemacht werden. Die Beurteilung der Unrichtigkeit richtet sich nach dem Zeitpunkt der Verbreitung des Prospektes. Darüber hinaus muss nach neuerer bundesgerichtlicher Rechtsprechung, analog zum amerikanischen Recht, 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. Wo also auf grundpfandversicherte Forderungen des Emittenten hingewiesen wird, ist auch offenzulegen, dass die Vollstreckbarkeit der Pfänder wegen eines Verstosses gegen die Lex Friedrich gefährdet ist.

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

Eine *Aktualisierungspflicht* besteht dagegen nur bis zum Ende der Zeichnungsfrist. Als Beispiel hierzu möge ein Fall aus den USA dienen, wo der

*«Banken zeichnen die Anleihe, wie es das amerikanische Recht sagt, with a view to the distribution.»*

**3.2 Alternative Rechtsbehelfe**

Bei Festübernahmen und bei Käufen auf dem Sekundärmarkt schliesst der Investor einen *Kaufvertrag* ab, woraus sich – wenn wohl auch nur theoretisch – Ansprüche aus Sachmängelhaftung ergeben können.

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, dies namentlich dann, wenn die Bank ihre Treue- und Sorgfaltspflicht nach OR 398 II verletzt. Dies kann beispielsweise bei Unterlassung einer Warnung wegen erhöhten Risikos gegeben sein, 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.

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

bereits veräussert hat, nicht aber die Gläubigergemeinschaft nach OR 1164. [9]

Anspruchsberechtigt dürften auch Investoren sein, welche nach Veröffentlichung des Prospektes *bereits bestehende Papiere* der emittierten Kategorie auf dem Markt erwerben; gleiches gilt, wenn anlässlich einer Emission neuer Aktien auch «bestehende» Titel, beispielsweise eines Grossaktionärs angeboten werden. 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.

*b. Passivlegitimation*

Passivlegitimiert sind sämtliche Personen, die an der Erstellung des falschen Prospektes (wesentlich) *mitgewirkt* oder diesen *verbreitet*, bzw. trotz einer entsprechenden Pflicht keinen

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.

#### d. Kausalzusammenhang

Das Gesetz verlangt in OR 752 explizit keinen Kausalzusammenhang; dieses Erfordernis ergibt sich aber aus den allgemeinen Grundsätzen des Schadenersatzrechtes, allerdings angepasst auf die spezifischen Gegebenheiten der Prospekthaftpflicht. Namentlich ist zu fordern, dass vom Investor – im Gegensatz zu einem Anspruch aus OR 41 ff. – der Beweis nicht verlangt wird, dass er sich positiv auf die Wahrheit einer Falschangabe verlassen hat. Analog zur amerikanischen *Fraud on the Market Theory* darf nämlich der Investor davon ausgehen, der Markt (oder – bei festem Emissionspreis – die Banken) bewerte Titel unter Berücksichtigung aller vorhandenen Informationen. Erfolgt diese Bewertung gestützt auf falsche 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.

Dennoch ist das Erfordernis der Kausalität ein wichtiger limitierender Faktor für Schadenersatzklagen: nur derjenige Schaden kann geltend gemacht werden, der durch die Falschangabe verursacht worden ist, womit nur kursrelevante Mängel zu einer Schadenersatzpflicht führen. Klar unterbrochen ist der Kausalzusammenhang schliesslich, wenn der Investor die Unrichtigkeit einer Angabe kannte.

#### e. Schaden

Der geltend zu machende Haftungsbetrag entspricht dem durch den mangelhaften Prospekt kausal verursach-

ten Schaden. In Lehre und Rechtsprechung finden sich neben diesem Gemeinplatz kaum konkrete Angaben zur Schadensberechnung. Erkenntnisse der moderneren Finanz- und Anlagetheorien erlauben aber regelmässig eine (allenfalls durch Experten) ziffernmässige Bestimmung dieses Schadens; ausgegangen wird dabei von der Fragestellung, *welchen Wert das Wertpapier hätte, wenn die mangelhaften Prospektaussagen wahr gewesen, bzw. verschwiegene Umstände tatsächlich nicht vorhanden wären.*

Nach der *Hypothese effizienter Kapitalmärkte* reflektieren Marktpreise stets alle vorhandenen Informationen. Damit lässt sich der Schaden

**«Nach Gesetz haftet  
jeder Beteiligte  
bereits schon für  
Fahrlässigkeit.»**

dort, wo Kurse durch eine effiziente Preisbildung zustandekommen, aus dem Kurssturz nach Bekanntwerden des wahren Sachverhaltes herauslesen.

Wo der Prospekt verschwiegen hat, dass ein Rechtsstreit über ein zentrales Patent des Emittenten hängig ist, und der Kurs des Wertpapiers nach Bekanntwerden des negativen Urteils von Fr. 800/Aktie auf Fr. 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 Aktien – die Erkenntnisse des *Capital Asset Pricing Models (CAPM)* 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 ( $\alpha$ ) wegdiversifizieren können und der Markt nur das Eingehen des systematischen Risikos ( $\beta$ ) mit einem höheren Ertrag belohnt. Kann das  $\beta$  des Wertpapiers bestimmt

werden, so kann vorausgesagt werden, welchen Kurs es hätte, wenn nicht firmenspezifische Umstände (vorerst vertuscht durch den falschen Prospekt) auf den Kursverlauf eingewirkt hätten.

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  $\beta$  1,5) in diesem Zeitraum von Fr. 1000.– auf Fr. 600.– zurückbildet, der Gesamtmarkt aber ebenfalls 10% verloren hat, so sind Fr. 150.– auf allgemeine Ursachen zurückzuführen, nur Fr. 250.– stellen Schaden dar, der zu einer Prospekthaftpflicht führt.

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

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 – den Prospektangaben entsprechendes – erworben.

#### f. 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. Das Verschulden wird vermutet, der Beklagte hat somit darzulegen, dass er die geforderte Sorgfalt beachtet hat. 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 Federführer die Angaben des Emittenten zu überprüfen hat. Während das Bestehen einer solchen Pflicht regelmässig bejaht wird, ist ihr Umfang umstritten. Nach hier vertretener Ansicht gilt folgendes: die Emissionshäuser haben eine Überprüfungspflicht gegenüber dem Emittenten, dürfen sich dabei aber auf andere Experten, namentlich die Kontrollstelle oder Firmenanwälte, verlassen. Ein Verschulden entfällt ferner, wenn auch bei Anwendung genügender Sorgfalt Mängel nicht zu erkennen waren.

Ein *Selbstverschulden* des Investors dürfte nach hier vertretener Ansicht nur in Einzelfällen gegeben sein, da er sich auf den Marktpreis verlassen darf.

*g. Klagemodalitäten*

Nach OR 761 besteht ein dispositiver *Gerichtsstand* am Sitz des Emittenten. Im internationalen Verhältnis gilt ferner der nicht wegbedingbare Gerichtsstand des Ausgabeortes, IPRG 151 III. Die *Verjährungsfrist* beträgt nach OR 760 übertrieben lange 5 Jahre ab Kenntnis des Schadens.

**4. 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)plicht war in den vorstehenden Ausführungen Rechnung zu tragen.

**Literatur**

H. Assmann, *Prospekthaftung (als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht)*, Köln/Berlin/Bonn/München.  
 C. Camenzind, *Prospektzwang und Prospekthaftung bei öffentlichen Anleiheobligationen und Notes*, Diss. ZH 1989 (= SSHW Bd. 121).  
 K. Hopt, *Die Verantwortlichkeit der Bank bei Emissionen*, München 1991.  
 A. Rohr, *Grundsätze des Emissionsrechtes*, Zürich 1990.  
 R. Weber, *Dome Petroleum und Bankenhaftung, ein Rechtsgutachten*, Zürich 1987 (publiziert vom Tages-Anzeiger).  
 R. Watter, *Prospekt(haft)plicht heute und morgen*, Aktuelle Juristische Praxis 1/1992 (erscheint demnächst).

**Anmerkungen:**

- 1 Die Ausführungen beziehen sich nicht (oder nur analog) auf den Börsenzulassungsprospekt.
- 2 An Fällen aus der Gerichtspraxis zu nennen sind: BGE 47 II 286 ff.; 112 II 258 ff. und 172 ff. (allerdings einen Anlagefonds betreffend); SJZ 1989, 50 f.; BGE 113 II 283 ff., beschränkt auch 112 II 260. Für Problemfälle ohne Gerichtsurteile sei auf die in der Wirtschaftspresse ausgiebig diskutierten Fälle von Dome Petroleum, Orsat, Küderli & Co., Ornapress AG, Gardisette Holding AG und neuerdings Omni Holding AG verwiesen.
- 3 Vgl. die empirische Untersuchung von J. Kaden, *Going Public und Publizität*, Diss. ZH 1991, 38f., 142 ff.

- 4 Der Begriff der «Öffentlichkeit» wird in der Schweiz eher large gehandhabt; viele sogenannte Privatplatzierungen sind eigentlich öffentlich. 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. Sinnvoll dürfte es sein, die Definition auf das Anlagefondsgesetz abzustimmen, vgl. Art. 1 der VO zum AFG; diese Formulierung stimmt im wesentlichen mit der Formulierung in Art. 2(1)(b) der Prospekttrichtlinie und RevOR 652a II überein: dort wird das Wort «eng» allerdings fallengelassen. Vgl. ferner als praktischen Fall unter dem Übernahmekodex das Versenden von 3000 Schreiben durch eine Bank, STh 10/1990, 18 des Kammer-Teils.
- 5 P. Forstmoser, *Schweizerisches Aktienrecht, Bd. I/1, Grundlagen, Gründung und Änderung des Aktienkapitals, Bd. I/1, Zürich 1981*, § 9 N 344, § 15 N 144 und Fn. 248 mit Verweisen. Unentschieden Bürgi/Nordmann, Zürcher Komm., OR 752 N 12, 16.
- 6 BGE 112 II 176
- 7 BGE 112 II 176
- 8 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 (*Prospektrichtlinie*). In Deutschland wurde diese Richtlinie durch das sogenannte VerkaufsprospektG (Gesetz über Wertpapier-Verkaufsprospekte und zur Änderung von Vorschriften über Wertpapiere vom 13. Dezember 1990, BGBl. I, 2749 ff.) umgesetzt.
- 9 BGE 113 II 289 ff.

RÉSUMÉ

**Responsabilité pour le prospectus d'émission**

Sur le marché des papiers valeurs, le prospectus de moyen de publicité, destiné à donner aux investisseurs les informations nécessaires concernant la société émettant des actions ou des obligations au public. De nombreux pays prescrivent la distribution d'un prospectus non seulement pour protéger les investisseurs, mais aussi pour garantir un marché informé et efficace.

En Suisse, le devoir de préparer et de distribuer un prospectus est moins réglementé que dans d'autres pays, le Code des Obligations étant en outre très laconique en ce qui concerne le

contenu du prospectus. Considérant qu'un marché informé est d'un intérêt général, il faut espérer que le droit communautaire, beaucoup plus avancé dans ce domaine, sera introduit en Suisse le plus vite possible.

La responsabilité des auteurs du prospectus doit être comprise comme un moyen de l'investisseur de «punir» ceux qui intentionnellement ou par négligence, ont inséré des assertions inexactes ou incomplètes dans le prospectus. Ce contrôle privé remplace dans ce sens le contrôle administratif du prospectus prévu dans d'autres pays.

RW