

Dr. iur. Pascal Hodel

Anspruchsvoraussetzungen der Prospekthaftung nach Art. 69 Finanzdienst- leistungsgesetz

Dr. iur. Pascal Hodel

**Anspruchsvoraussetzungen
der Prospekthaftung
nach Art. 69 Finanzdienst-
leistungsgesetz**

ZÜRCHER DISSERTATION

Abdruck der von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Zürich genehmigten Dissertation.

Open-Access-Gold

Publiziert mit Unterstützung des Schweizerischen Nationalfonds zur Förderung der wissenschaftlichen Forschung.

Publiziert von:

Dike Verlag

Weinbergstrasse 41

CH-8006 Zürich

info@dike.ch

www.dike.ch

Text © Pascal Hodel 2025

ISBN (Paperback): 978-3-03891-793-9 (Dike Verlag AG, Zürich/St. Gallen)

ISBN (PDF): 978-3-03929-080-2

DOI: <https://doi.org/10.3256/978-3-03929-080-2>



Dieses Werk ist lizenziert unter
Creative Commons Lizenz CC BY-NC-ND.



*«Wir erkennen die Wahrheit nicht nur mit dem Verstand,
sondern auch mit dem Herzen.»*

– Blaise Pascal, *Pensées*

Dank

Die vorliegende Arbeit wurde im Herbstsemester 2024 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Zürich als Dissertation angenommen. Literatur und Rechtsprechung wurden bis Ende Oktober 2024 berücksichtigt.

Mein herzlicher Dank geht namentlich an meinen Doktorvater, Prof. Dr. Hans-Ueli Vogt, für die Betreuung dieser Arbeit und die wertvolle und lehrreiche Assistenzzeit an seinem Lehrstuhl. Sodann bedanke ich mich bei Prof. Dr. Rolf Watter für die Erstellung des Zweitgutachtens und bei Prof. Dr. Peter Forstmoser für die Aufnahme der vorliegenden Arbeit in die Schriftenreihe «Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht». Beim Schweizerischen Nationalfonds bedanke ich mich für die Übernahme der Kosten der Publikation im Open-Access-Format und bei DIKE für die Unterstützung bei der Publikation. Schliesslich danke ich auch den Rechtsanwälten von Niederer Kraft Frey AG, die mein Interesse am Prospektrecht aus praktischer und wissenschaftlicher Perspektive stets gefördert haben.

Ein speziell herzlicher Dank gebührt meiner Familie und insbesondere meinen Eltern, Urs und Barbara Hodel-Bachmann, die mich stets bedingungslos und in jeder Hinsicht unterstützt haben und ohne deren Förderung diese Dissertation nicht entstanden wäre.

Mein herzlichster Dank schliesslich gilt meiner geliebten Ehefrau, Blanche Schwaller-Hodel, die mich zu meinem Dissertationsprojekt motivierte und mich in allen Phasen liebevoll unterstützte.

Zürich, im März 2025

Pascal Hodel

Inhaltsübersicht

Dank	V
Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
Literaturverzeichnis	XXXIII
Materialienverzeichnis und Verzeichnis weiterer amtlicher Publikationen	LV
Einleitung	1
1. Teil: Grundlagen	5
§ 1 Entwicklung der Prospekthaftung in der Schweiz	9
I. Entwicklung der Prospekthaftung im Obligationenrecht	9
II. Entwicklung der Prospekthaftung im FIDLEG	15
III. Exkurs: Überblick über die Prospekthaftung in der EU und in Deutschland	21
§ 2 Art. 69 FIDLEG: Einordnung im Normengefüge, Funktionen und Normzweck	25
I. Einleitung	25
II. Durchsetzungsordnung des Finanzmarktrechts	25
III. Art. 69 FIDLEG als privatrechtliche Norm mit kapitalmarktrechtlicher Zielsetzung	26
IV. Funktionen der Prospekthaftung	29
V. Normzweck und geschützte Rechtsgüter	30
VI. Fazit	33
§ 3 Rechtsnatur	35
I. Einleitung	35
II. Bisherige Ansichten zur Rechtsnatur von Art. 752 aOR	36
III. Rechtsnatur von Art. 69 FIDLEG	39
IV. Fazit	47
§ 4 Prospektspflicht nach bisheriger und revidierter Rechtslage	49
I. Einleitung	49
II. Terminologisches	49
III. Funktion und ökonomisches Fundament	58

IV.	Bisherige Rechtslage: Prospektpflicht für Emissions- und Kotierungsprospekte	65
V.	Neue Rechtslage: Prospektpflicht nach FIDLEG	75
VI.	Fazit	103
2. Teil: Anspruchsvoraussetzungen		105
§ 5 Sachlicher Anwendungsbereich		109
I.	Einleitung	109
II.	Bisherige Rechtslage: Prospekthaftungsnormen im OR	110
III.	Neue Rechtslage: Anwendungsbereich der Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG	135
IV.	Fazit	174
§ 6 Zeitlicher und räumlicher Anwendungsbereich		177
I.	Anwendung der Übergangsbestimmungen auf Prospekte und Basisinformationsblätter	177
II.	Räumlicher Anwendungsbereich der Prospekthaftung	182
§ 7 Anspruchsberechtigte Personen		191
I.	Einleitung	191
II.	Anspruchsberechtigte Personen nach Art. 69 FIDLEG	192
III.	Mehrheit von Anspruchsberechtigten	199
IV.	Fazit	200
§ 8 Anspruchsverpflichtete Personen		203
I.	Einleitung	203
II.	Bisherige Rechtslage: Anspruchsverpflichtete nach Art. 752 aOR	203
III.	Neue Rechtslage: Anspruchsverpflichtete nach Art. 69 FIDLEG	210
IV.	Mehrere Ersatzpflichtige	229
V.	Fazit	233
§ 9 Widerrechtlichkeit		235
I.	Einleitung	235
II.	Mangelhafte Angaben	237
III.	Besondere Pflichten bei der Prospekterstellung	299
IV.	Fazit	305

§ 10 Schaden	307
I. Einleitung	307
II. Allgemeines zum Schadensbegriff	308
III. Schaden aus Prospekthaftung	309
IV. Fazit	334
§ 11 Kausalzusammenhang	337
I. Einleitung	337
II. Haftungsbegründende Kausalität	339
III. Haftungsausfüllende Kausalität	345
IV. Unterbrechung der Kausalität	347
V. Fazit	351
§ 12 Verschulden	353
I. Einleitung	353
II. Bisherige Rechtslage	353
III. Verschulden nach Art. 69 FIDLEG	355
IV. Fazit	361
§ 13 Haftungsausschluss und Verjährung	363
I. Einleitung	363
II. Zulässigkeit eines Haftungsausschlusses unter Art. 69 FIDLEG	363
III. Verjährung des Prospekthaftungsanspruchs	383
IV. Fazit	387
3. Teil: Zusammenfassung der wichtigsten Erkenntnisse	389
I. Grundlagen	391
II. Anspruchsvoraussetzungen der Prospekthaftung	392
III. Ausblick	396

Inhaltsverzeichnis

Dank	V
Inhaltsübersicht	VII
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
Literaturverzeichnis	XXXIII
Materialienverzeichnis und Verzeichnis weiterer amtlicher Publikationen	LV
Einleitung	1
1. Teil: Grundlagen	5
§ 1 Entwicklung der Prospekthaftung in der Schweiz	9
I. Entwicklung der Prospekthaftung im Obligationenrecht	9
A. Ursprung des Prospektrechts	9
B. Erweiterung der obligationenrechtlichen Prospekthaftung	12
C. Entstehung von spezialgesetzlichen Prospekthaftungsnormen	13
D. Revision der obligationenrechtlichen Prospekthaftung nach dem Jahr 1936	14
II. Entwicklung der Prospekthaftung im FIDLEG	15
A. Ursprung der Revision	15
B. Vorentwurf und Vernehmlassung	17
C. Botschaft und parlamentarische Beratungen	18
D. Umsetzung und Implementierung	20
III. Exkurs: Überblick über die Prospekthaftung in der EU und in Deutschland	21
A. Prospekthaftung in der EU	22
B. Prospekthaftung in Deutschland	23
§ 2 Art. 69 FIDLEG: Einordnung im Normengefüge, Funktionen und Normzweck	25
I. Einleitung	25
II. Durchsetzungsordnung des Finanzmarktrechts	25
III. Art. 69 FIDLEG als privatrechtliche Norm mit kapitalmarktrechtlicher Zielsetzung	26
IV. Funktionen der Prospekthaftung	29
V. Normzweck und geschützte Rechtsgüter	30
VI. Fazit	33

§ 3	Rechtsnatur	35
I.	Einleitung	35
II.	Bisherige Ansichten zur Rechtsnatur von Art. 752 aOR	36
III.	Rechtsnatur von Art. 69 FIDLEG	39
	A. Prospekthaftung als Vertragshaftung?	40
	B. Prospekthaftung als Vertrauenshaftung?	42
	C. Prospekthaftung als Haftung <i>sui generis</i> ?	44
	D. Prospekthaftung als Deliktshaftung?	45
IV.	Fazit	47
§ 4	Prospektpflicht nach bisheriger und revidierter Rechtslage	49
I.	Einleitung	49
II.	Terminologisches	49
	A. Primärmarkt und Primärplatzierung	50
	B. Sekundärmarkt und Sekundärplatzierung	51
	C. Gemischte Platzierung	53
	D. Kotierung	54
	E. Initial Public Offering	55
	F. Öffentliche Platzierung und Privatplatzierung	56
	G. Selbstemission und Fremdemission	57
III.	Funktion und ökonomisches Fundament	58
	A. Informations- und Aufklärungsfunktion, Garantiefunktion	59
	B. Werbefunktion	62
	C. Ökonomisches Fundament	63
IV.	Bisherige Rechtslage: Prospektpflicht für Emissions- und Kotierungsprospekte	65
	A. Prospektpflichten bei der Ausgabe und Kotierung von Aktien	66
	1. Emissionsprospekt nach Art. 652a aOR	66
	a) Auslöser der Prospektpflicht nach Art. 652a aOR	66
	b) Öffentliches Angebot von Aktien	68
	c) Inhalt des Emissionsprospekts	69
	2. Kotierungsprospekt nach Art. 27 aKR-SIX	70
	B. Prospektpflicht bei der Ausgabe von Anleihenobligationen	72
	C. Derivate und kollektive Kapitalanlagen	73
	1. Derivate und strukturierte Produkte	73
	2. Prospektpflicht nach aKAG für kollektive Kapitalanlagen	74
	D. Zwischenergebnis	74

V.	Neue Rechtslage: Prospektpflicht nach FIDLEG	75
	A. Allgemeines	75
	B. Voraussetzungen der Prospektpflicht nach Art. 35 Abs. 1 FIDLEG	78
	1. Öffentliches Angebot zum Erwerb von Effekten	78
	a) Primär- und Sekundärplatzierungen, gemischte Platzierungen	78
	b) Angebot	80
	c) Öffentlich	82
	d) Abgrenzungsfragen	84
	e) Adressat der Prospektpflicht infolge eines öffentlichen Angebots	86
	2. Zulassung zum Handel auf einem schweizerischen Handelsplatz	88
	a) Kotierungsgesuch nach Art. 43 Abs. 1 KR-SIX	88
	b) Handelsplatz in der Schweiz	90
	c) Adressat der Prospektpflicht infolge eines Kotierungsgesuchs	91
	3. Effekten	92
	a) Produktneutrale Regelung	92
	b) Effekten nach FIDLEG	93
	c) Exkurs: DLT-Effekten	94
	4. Basisprospekt: Sonderform des Prospekts nach FIDLEG	95
	C. Voraussetzungen der Pflicht zur Erstellung eines Basisinformationsblatts nach Art. 58 Abs. 1 FIDLEG	96
	1. Allgemeines	96
	2. Inhalt und Form	98
	3. Pflicht zur Erstellung eines Basisinformationsblatts	99
	a) Angebot an einen Privatkunden	99
	b) Finanzinstrumente	101
	4. Adressat der Pflicht zur Erstellung eines Basisinformationsblatts	102
VI.	Fazit	103
2. Teil:	Anspruchsvoraussetzungen	105
§ 5	Sachlicher Anwendungsbereich	109
I.	Einleitung	109
II.	Bisherige Rechtslage: Prospekthaftungsnormen im OR	110
	A. Prospekthaftung nach Art. 752 aOR	111
	1. Allgemeines	111
	2. Ausgabe von Titeln (Emission)	111
	a) Primärplatzierungen	112
	b) Gemischte Platzierungen	113
	c) Sekundärplatzierungen	113
	d) Initial Public Offering und Platzierung eigener Aktien	114

e)	Haftung für Angebotsprospekte nach Art. 127 Abs. 1 FinfraG unter Art. 752 aOR	115
aa)	Einleitende Bemerkungen	115
bb)	Anwendbarkeit von Art. 752 aOR auf öffentliche Tauschangebote	117
cc)	Anwendbarkeit von Art. 752 aOR auf Barangebote	119
dd)	Ergebnis	121
f)	Privatplatzierungen	121
3.	Aktien, Obligationen oder andere Titel	121
4.	Emissionsprospekt oder ähnliche Mitteilung	122
a)	Emissionsprospekt	122
b)	Prospektähnliche Mitteilungen	124
c)	Unterlassen der Prospektveröffentlichung	128
5.	Funktionaler Zusammenhang zu einer Emission	128
6.	Einfluss der Rechtsform des Emittenten	130
B.	Prospekthaftung nach Art. 1156 aOR	131
C.	Haftung im Kollektivanlagengesetz	132
1.	Haftung bei der Ausgabe von kollektiven Kapitalanlagen	132
2.	Haftung für das Key Investor Information Document (KIID)	133
D.	Haftung für Kotierungsprospekte	133
E.	Zwischenergebnis	134
III.	Neue Rechtslage: Anwendungsbereich der Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG	135
A.	Einheitliche Anspruchsgrundlage bei öffentlichen Angeboten im Primär- und Sekundärmarkt	135
1.	Haftung bei öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Effekten und bei Handelszulassungen	135
a)	Primär- und Sekundärplatzierungen	136
b)	Handelszulassungen	138
c)	Rechtsformunabhängige und produktneutrale Anspruchsgrundlage	138
2.	Haftung für Angebotsprospekte nach Art. 127 Abs. 1 FinfraG unter Art. 69 FIDLEG	140
3.	Bedeutung der Prospektspflicht für die Haftung	143
4.	Keine Haftung bei Privatplatzierungen	146
a)	Einleitende Bemerkungen	146
b)	Gesetzeswortlaut	147
c)	Gesetzessystematik	147
d)	Gesetzgebungsgeschichte	148
e)	Gesetzeszweck	148
f)	Auslegungsergebnis	149

B.	Die haftungsbegründenden Dokumente	149
1.	Prospekt	150
a)	Begriff	150
b)	Bedeutung des Prospektbegriffs für die Haftung	152
c)	Inhalt und Rechtsnatur	153
2.	Basisinformationsblatt	154
a)	Begriff	154
b)	Nebeneinander von Prospekt und Basisinformationsblatt	155
3.	Ähnliche Mitteilungen	156
a)	Einleitende Bemerkungen	156
b)	Begriffsmerkmale	156
aa)	Mitteilung erfüllt normative Prospektfunktion	157
bb)	Adressatenkreis	159
cc)	Form und Zurechenbarkeit	161
dd)	Funktionaler Zusammenhang zu einem öffentlichen Angebot von Effekten oder zu einer Handelszulassung	162
c)	Synthese und Konkretisierung der ähnlichen Mitteilung im FIDLEG	164
d)	Abgrenzungen	166
aa)	Folgepublizität bei börsenkotierten Gesellschaften	166
bb)	Werbung für Finanzinstrumente nach Art. 68 FIDLEG	169
e)	Rechtsfolgen bei fehlerhaften ähnlichen Mitteilungen	173
f)	Rechtsvergleich	173
IV.	Fazit	174
§ 6	Zeitlicher und räumlicher Anwendungsbereich	177
I.	Anwendung der Übergangsbestimmungen auf Prospekte und Basisinformationsblätter	177
A.	Prospekte	178
1.	Prospekte, die vor dem Inkrafttreten des FIDLEG erstellt worden sind	178
2.	Prospekte, die nach dem Inkrafttreten des FIDLEG erstellt worden sind	179
B.	Basisinformationsblatt für Finanzinstrumente	180
1.	Finanzinstrumente, die vor dem Inkrafttreten des FIDLEG Privatkunden angeboten wurden	180
2.	Finanzinstrumente, die nach dem Inkrafttreten des FIDLEG Privatkunden angeboten werden	181
C.	Fazit	182
II.	Räumlicher Anwendungsbereich der Prospekthaftung	182
A.	Bisherige Rechtslage	183

B.	Neue Rechtslage	184
1.	Einleitende Bemerkungen	184
2.	Emissions- oder Kotierungsprospekt	184
3.	Angebot eines Finanzinstruments in der Schweiz	187
C.	Fazit	189
§ 7	Anspruchsberechtigte Personen	191
I.	Einleitung	191
II.	Anspruchsberechtigte Personen nach Art. 69 FIDLEG	192
A.	Erwerber	192
1.	Zeitpunkt des Erwerbs	192
2.	Art der erworbenen Finanzinstrumente	195
3.	Eigentumsverhältnisse	196
4.	Entgeltlichkeit des Erwerbs	198
B.	Anspruchsberechtigung anderer Personen	199
III.	Mehrheit von Anspruchsberechtigten	199
A.	Grundsatz	199
B.	Gläubigergemeinschaft bei Anleiensobligationen	200
IV.	Fazit	200
§ 8	Anspruchsverpflichtete Personen	203
I.	Einleitung	203
II.	Bisherige Rechtslage: Anspruchsverpflichtete nach Art. 752 aOR	203
A.	Überblick	203
B.	Verantwortliche Personen nach Art. 752 aOR im Einzelnen	205
1.	Emittent	205
2.	Organe und Angestellte des Emittenten	206
3.	Lead Manager und übrige Konsortialbanken	207
4.	Berater	209
C.	Unterlassen der Prospektveröffentlichung	210
III.	Neue Rechtslage: Anspruchsverpflichtete nach Art. 69 FIDLEG	210
A.	Die Ersteller des Prospekts und der ähnlichen Mitteilung	210
1.	Gesetzeswortlaut	210
2.	Gesetzgebungsgeschichte	211
3.	Auslegungsergebnis und Konkretisierung der Passivlegitimation nach Art. 69 FIDLEG	213
4.	Passivlegitimation der Prüfstelle im Besonderen	216
5.	Bedeutung der Übernahme der Verantwortung im Prospekt	219

6. Anspruchsverpflichtete bei unterlassener Prospektveröffentlichung trotz Prospektpflicht	221
7. Prospekthaftung und Verbot der Kapitalrückgewähr	221
B. Die Ersteller des Basisinformationsblatts	225
C. Exkurs: Anspruchsverpflichtete der spezialgesetzlichen Prospekthaftung in Deutschland	227
IV. Mehrere Ersatzpflichtige	229
A. Bisherige Rechtslage	229
B. Solidarität und Rückgriff unter Art. 69 FIDLEG	230
V. Fazit	233
§ 9 Widerrechtlichkeit	235
I. Einleitung	235
II. Mangelhafte Angaben	237
A. Allgemeines	237
1. Einleitende Bemerkungen	237
2. Begriff der Angaben	237
3. Bedeutung der Prospektpflicht	238
4. Massstab zur Beurteilung mangelhafter Angaben	239
a) Anlegerleitbild beim Prospekt und bei ähnlichen Mitteilungen	239
b) Anlegerleitbild beim Basisinformationsblatt	241
5. Wesentlichkeit der mangelhaften Angaben	241
B. Den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben	242
1. Überblick	242
2. Gesetzliche Anforderungen	242
3. Unvollständigkeiten im haftungsbegründenden Dokument	245
a) Allgemeines	245
b) Unvollständigkeiten im Prospekt	246
aa) Ausgangslage	246
bb) Angaben zum Ermittenten, zu den Effekten und zum Angebot	247
cc) Ausnahmen gemäss Art. 41 FIDLEG	248
dd) Erleichterungen gemäss Art. 47 FIDLEG	249
ee) Geheimhaltungspflichten	251
ff) Verweisungen auf andere Dokumente	252
gg) Allgemein bekannte Tatsachen	253
c) Unvollständigkeiten im Basisinformationsblatt	253
d) Unvollständige prospektähnliche Mitteilungen	253
4. Prognosen und Werturteile	254
a) Einleitende Bemerkungen	254
b) Anforderungen nach FIDLEG und FIDLEV	254

c)	Unrichtige und irreführende Prognosen und Werturteile	256
d)	Haftungsprivileg nach Art. 69 Abs. 3 FIDLEG	258
aa)	Überblick	258
bb)	Gesetzgebungsgeschichte	258
cc)	Sinn und Zweck eines Haftungsprivilegs	259
dd)	Voraussetzungen des Haftungsprivilegs gemäss Art. 69 Abs. 3 FIDLEG	259
5.	Angaben zu Risiken	261
a)	Einleitende Bemerkungen	261
b)	Anforderungen nach FIDLEG und FIDLEV	262
c)	Unrichtige oder irreführende Risikoaufklärung	264
d)	Haftungsprivileg auch für Risiken?	267
e)	Darstellung von Risiken	269
6.	Gesetzliche Anforderungen an die Zusammenfassung	270
a)	Einleitende Bemerkungen	270
b)	Gesetzliche Anforderungen	271
c)	Haftungsprivileg für die Zusammenfassung nach Art. 69 Abs. 2 FIDLEG	273
aa)	Einleitende Bemerkungen	273
bb)	Gesetzgebungsgeschichte	273
cc)	Voraussetzungen des Haftungsprivilegs gemäss Art. 69 Abs. 2 FIDLEG	274
7.	Zwischenergebnis	275
C.	Unrichtige Angaben	276
D.	Irreführende Angaben	280
1.	Einleitende Bemerkungen	280
2.	Fehlen wesentlicher Angaben	281
a)	Überblick	281
b)	Wesentlichkeit der verschwiegenen Angaben	284
3.	Irreführung durch Inhalt und Form	287
E.	Zeitpunkt der Beurteilung der Mangelhaftigkeit; Pflicht zur Aktualisierung und Berichtigung	289
1.	Zeitpunkt der Beurteilung der Mangelhaftigkeit	289
2.	Pflicht zur Aktualisierung und Berichtigung	292
a)	Beim Prospekt	292
b)	Bei prospektähnlichen Mitteilungen	294
c)	Nachträgliche «Heilung» von Angaben?	295
3.	Anpassungen des Basisinformationsblatts	296
F.	Bedeutung der Prüfung des Prospekts für die Widerrechtlichkeit	297
III.	Besondere Pflichten bei der Prospekterstellung	299
A.	Überblick	299

B. Pflicht zur Überprüfung der Angaben	299
C. Unterlassen der Prospektveröffentlichung trotz Prospektpflicht	301
D. Verspätete Prospektveröffentlichung	304
IV. Fazit	305
§ 10 Schaden	307
I. Einleitung	307
II. Allgemeines zum Schadensbegriff	308
III. Schaden aus Prospekthaftung	309
A. Schadensart	309
B. Schadensberechnung	310
1. Einleitende Bemerkungen	310
2. Positiver Schaden aus Prospekthaftung	311
a) Anleger hätte die Finanzinstrumente zu einem tieferen Preis erworben	313
b) Anleger hätte die Finanzinstrumente nicht erworben	318
3. Entgangener Gewinn	319
4. Rückabwicklung im Besonderen	321
a) Einleitende Bemerkungen	321
b) Begriff der Rückabwicklung	322
c) Voraussetzungen der Rückabwicklung nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG	323
5. Schadensberechnung bei unterlassener Prospektveröffentlichung	326
6. Vorteilsanrechnung und Schadensminderung	327
a) Vorteilsanrechnung	327
b) Schadensminderung	328
7. Zeitpunkt der Schadensberechnung	329
C. Schadenersatzbemessung	331
1. Allgemeines	331
2. Herabsetzungsgründe beim Geschädigten	332
3. Herabsetzungsgründe beim Schädiger	333
4. Verhalten eines Dritten	334
IV. Fazit	334
§ 11 Kausalzusammenhang	337
I. Einleitung	337
II. Haftungsbegründende Kausalität	339
A. Direkt haftungsbegründende Kausalität	340
B. Indirekt haftungsbegründende Kausalität	341

III.	Haftungsausfüllende Kausalität	345
IV.	Unterbrechung der Kausalität	347
	A. Kausalitätsunterbrechende Faktoren	347
	B. Einfluss des Zeitverlaufs auf die Kausalität	349
V.	Fazit	351
§ 12	Verschulden	353
I.	Einleitung	353
II.	Bisherige Rechtslage	353
III.	Verschulden nach Art. 69 FIDLEG	355
	A. Einleitende Bemerkungen	355
	B. Gesetzgebungsgeschichte	355
	C. Gesetzssystematik	357
	D. Gesetzeszweck	358
	E. Rechtsvergleichung	359
	F. Auslegungsergebnis	360
IV.	Fazit	361
§ 13	Haftungsausschluss und Verjährung	363
I.	Einleitung	363
II.	Zulässigkeit eines Haftungsausschlusses unter Art. 69 FIDLEG	363
	A. Allgemeines	363
	B. Wegbedingung der Prospekthaftung im Aussenverhältnis	364
	1. Freizeichnungsklauseln im Prospekt oder im Basisinformationsblatt	364
	2. Freizeichnungsklauseln in freiwillig verfassten prospektähnlichen Mitteilungen	365
	C. Zulässigkeit einer Schadloshaltung im Innenverhältnis	367
	1. Überblick über die vertragliche Regelung	367
	2. Zivilrechtliche Einschränkungen	369
	a) Generelle Schranken	369
	b) Kein Ausschluss der Haftung für Vorsatz und Grobfahrlässigkeit	370
	3. Gesellschaftsrechtliche Einschränkungen	372
	a) Bei Primärplatzierungen	372
	b) Bei Sekundärplatzierungen	375
	aa) Einleitende Bemerkungen	375
	bb) Voraussetzungen der Rückerstattungspflicht nach Art. 678 Abs. 2 OR allgemein	377
	cc) Offensichtliches Missverhältnis	378
	dd) Übernahme des Prospekthaftungsrisikos als Leistung	379

ee) Gegenleistung an den Emittenten	380
ff) Zwischenfazit	382
D. Zwischenergebnis	383
III. Verjährung des Prospekthaftungsanspruchs	383
A. Einleitende Bemerkungen	383
B. Bisherige Rechtslage	384
C. Einheitliche Verjährungsregelung nach Art. 60 OR	384
IV. Fazit	387
3. Teil: Zusammenfassung der wichtigsten Erkenntnisse	389
I. Grundlagen	391
II. Anspruchsvoraussetzungen der Prospekthaftung	392
A. Anwendungsbereich	392
B. Anspruchsberechtigte und Anspruchsverpflichtete	393
C. Widerrechtlichkeit	393
D. Schaden	394
E. Kausalzusammenhang	395
F. Verschulden	396
G. Haftungsausschluss und Verjährung	396
III. Ausblick	396

Abkürzungsverzeichnis

aAFG	Bundesgesetz über die Anlagefonds (Anlagefondsgesetz, AFG) vom 18. März 1994 (SR 951.31), Stand: 13. April 2004, Aufhebungsdatum: 1. Januar 2007
aBankG	Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz, BankG) vom 8. November 1934 (SR 952.0) in der Fassung vom 3. Oktober 2003 (Inkrafttreten am 1. Juli 2004, AS 2004 2767 ff.)
aBEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. März 1995 (SR 954.1), Stand: 1. Mai 2013, Aufhebungsdatum: 1. Januar 2020
aBEHV	Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung, BEHV) vom 2. Dezember 1996 (SR 954.11), Stand: 1. Januar 2015, Aufhebungsdatum: 1. Januar 2020
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AGB	allgemeine Geschäftsbedingungen
AISUF	Arbeiten aus dem Juristischen Seminar der Universität Freiburg Schweiz (Freiburg bzw. Zürich/Basel/Genf)
AJP	Aktuelle Juristische Praxis (Zürich/St. Gallen)
aKAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG) vom 23. Juni 2006 (SR 951.31) in der Fassung vom 23. Juni 2006 (Inkrafttreten am 1. Januar 2007, AS 2006 5379 ff.)
aKKV	Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagenverordnung, KKV) vom 22. November 2006 (SR 951.311) in der Fassung vom 1. Januar 2015 (Inkrafttreten am 1. Januar 2007, AS 2006 5787 ff.)
aKR-BX	Kotierungsreglement der BX Swiss AG (KR-BX) vom 25. Januar 2018 (Inkrafttreten am 1. Mai 2018)
aKR-SIX	Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange (KR-SIX) vom 25. Oktober 2018 (Inkrafttreten am 1. Juli 2019)
AktG	Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089) (Deutschland)
a.M./a.A.	anderer Meinung/anderer Ansicht

Abkürzungsverzeichnis

AmtlBull NR . . .	Amtliches Bulletin der Bundesversammlung, Nationalrat
AmtlBull StR . . .	Amtliches Bulletin der Bundesversammlung, Ständerat
aOR	Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (SR 220) in der Fassung vom 21. Juni 2019 (Inkrafttreten am 1. November 2019, AS 2019 3161 ff.)
aOR 1936	Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (SR 220), in der Fassung vom 18. Dezember 1936 (Inkrafttreten am 1. Juli 1937, BBl 1936 III 605 ff.)
AOV	Verordnung über die Aufsichtsorganisationen (Aufsichtsorganisationenverordnung, AOV) vom 6. November 2019 (956.134)
APARIUZ	Analysen und Perspektiven von Assistierenden des Rechtswissenschaftlichen Instituts der Universität Zürich (Zürich/St. Gallen bzw. Zürich)
art.	article (= Artikel)
Art.	Artikel
AS	Amtliche Sammlung des Bundesrechts
ASR	Abhandlungen zum schweizerischen Recht (Bern)
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Deutschland)
BBl	Bundesblatt der Schweizerischen Eidgenossenschaft
Bd.	Band
BEG	Bundesgesetz über Bucheffekten (Bucheffektengesetz, BEG) vom 3. Oktober 2008 (SR 957.1)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch vom 18. August 1896 in der Fassung vom 2. Januar 2002 (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738) (Deutschland)
BGE	Amtliche Sammlung der Entscheide des Schweizerischen Bundesgerichts (Lausanne)
BGer	Schweizerisches Bundesgericht
BGH	Bundesgerichtshof (Deutschland)
BVGE	Amtliche Sammlung der Entscheide des Schweizerischen Bundesverwaltungsgerichts (Bern, ab 2012: St. Gallen)
BVGer	Schweizerisches Bundesverwaltungsgericht

BX	BX Swiss AG (Bern)
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
DCF	Discounted Cash Flow
d.h.	das heisst
Diss.	Dissertation
Dr.	Doktor
E.	Erwägung
EF	Expert Focus, Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsprüfung, Steuern, Rechnungswesen und Wirtschaftsberatung (Zürich)
EFD	Eidgenössisches Finanzdepartement
E-FIDLEG	Entwurf zu einem Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG) vom 4. November 2015, BBl 2015 9093 ff.
E-FIDLEV	Entwurf zu einer Verordnung über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsverordnung, FIDLEV) vom 24. Oktober 2018
EIZ	Schriftenreihe des Europa Instituts an der Universität Zürich
ESMA	European Securities and Markets Authority
et al.	et alii (= und weitere)
etc.	et cetera (= und so weiter)
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EU-PRIIP-VO	Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger Versicherungsanlageprodukte (PRIIP) (Inkrafttreten am 29. Dezember 2014)
EU-ProspektRL	Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu ver-

	öffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2001/34/EG (Inkrafttreten: 31. Dezember 2003, Aufhebungsdatum: 20. Juli 2019)
EU-ProspektVO	Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG (Inkrafttreten: 20. Juli 2017)
f.	und folgende/r (Artikel, Seite etc.)
ff.	und folgende (Artikel, Seiten etc.)
FIDLEG	Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG) vom 15. Juni 2018 (SR 950.1)
FIDLEV	Verordnung über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsverordnung, FIDLEV) vom 6. November 2019 (SR 950.11)
FinfraG	Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG) vom 19. Juni 2015 (SR 958.1)
FinfraV	Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturverordnung, FinfraV) vom 25. November 2015 (SR 958.11)
FINIG	Bundesgesetz über die Finanzinstitute (Finanzinstitutsgesetz, FINIG) vom 15. Juni 2018 (SR 954.1)
FINIV	Verordnung über die Finanzinstitute (Finanzinstitutsverordnung, FINIV) vom 6. November 2019 (SR 954.11)
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FINMA-RS 2013/9	Rundschreiben der FINMA vom 28. August 2013 zum Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen, Vertrieb im Sinne der Gesetzgebung über die kollektiven Kapitalanlagen
FINMA-PP-Vertriebsregeln	Positionspapier der FINMA vom 24. Februar 2012 zur Regulierung der Produktion und des Vertriebs von Finanzprodukten
FINMAG	Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Finanzmarktaufsichtsgesetz, FINMAG) vom 22. Juni 2017 (SR 956.1)
Fn	Fussnote

Fr.	Schweizer Franken
FusG	Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz, FusG) vom 3. Oktober 2003 (SR 221.301)
GesKR	Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen (Zürich/St. Gallen)
gl.M.	gleicher Meinung
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GV	Generalversammlung
GVP	St. Galler Gerichts- und Verwaltungspraxis (St. Gallen)
Habil.	Habilitationsschrift
HG	Handelsgericht
Hrsg.	Herausgeber
inkl.	inklusive
i.c.	in casu
i.d.R.	in der Regel
IPO	Initial Public Offering
IPRG	Bundesgesetz über das internationale Privatrecht (IPRG) vom 18. Dezember 1987 (SR 291)
i.V.m.	in Verbindung mit
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektiv-anlagengesetz, KAG) vom 23. Juni 2006 (SR 951.31)
KG	Bundesgesetz über Kartelle und andere Wettbewerbsbeschränkungen (Kartellgesetz, KG) vom 6. Oktober 1995 (SR 251)
KGer	Kantonsgericht
KID	Key Information Document
KIID	Key Investor Information Document
KMU	Klein- und Mittelunternehmen
KR-BX	Kotierungsreglement der BX Swiss AG vom 27. Oktober 2022 (Inkrafttreten am 1. Mai 2023)
KR-SIX	Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange vom 21. Oktober 2021 (Inkrafttreten am 6. Dezember 2021)
LBR	Luzerner Beiträge zur Rechtswissenschaft (Zürich/Basel/Genf)

Abkürzungsverzeichnis

lit.	litera (= Buchstabe)
LL.M.	Legum Magister (= Master of Laws)
LSR	Life Science Recht – Juristische Zeitschrift für Pharma, Biotech und Medtech (Bern)
m.E.	meines Erachtens
MiFID II	Richtlinie (EU) Nr. 2014/65 des europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2015 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Inkrafttreten am 2. Juli 2014)
Mia.	Milliarde/Milliarden
Mio.	Million/Millionen
m.w.H.	mit weiteren Hinweisen
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
N	Note(n)
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (München)
NZZ	Neue Zürcher Zeitung (Zürich)
OG	Obergericht
OR	Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (SR 220)
PRIIPs	Packaged retail and insurance-based investment products
recht	Zeitschrift für juristische Weiterbildung und Praxis (Bern)
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft (Deutschland)
RLAhP-SIX	SIX Exchange Regulation AG, Richtlinie Ad hoc-Publizität, Fassung vom 10. März 2021
RLVB-SIX	SIX Exchange Regulation AG, Richtlinie betr. Verfahren für Beteiligungsrechte, Fassung vom 15. September 2022
RSFS	Reglement für die Zulassung zum Handel von Beteiligungsrechten im SIX Swiss Exchange-Sponsored Foreign Shares Segment, Fassung vom 9. März 2020
Rz	Randziffer(n)
S.	Seite(n)
SA/S.A.	société anonyme (= Aktiengesellschaft)

SEC	United States Securities and Exchange Commission (USA)
SECA	Swiss Private Equity & Corporate Finance Association (Zug)
SER	SIX Exchange Regulation AG (Zürich)
SG	St. Gallen (Kanton)
SGFM	St. Galler Schriften zum Finanzmarktrecht (Zürich/St. Gallen)
SHAB	Schweizerisches Handelsamtsblatt (Bern)
SICAF	Investmentgesellschaft mit festem Kapital
SICAV	Investmentgesellschaft mit variablem Kapital
SIX	SIX Swiss Exchange AG (Zürich)
SJZ	Schweizerische Juristen-Zeitung (Zürich/Basel/Genf)
SR	Systematische Sammlung des Bundesrechts (Systematische Rechtssammlung)
SSBR	Schweizerische Schriften zum Bankrecht (Zürich/Basel/ Genf)
SSFM	Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht (Zürich/Basel/ Genf)
SSHW	Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht (Zürich/St. Gallen)
SSPHW	St. Galler Studien zum Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht (Bern)
ST	Der Schweizer Treuhänder (Zürich)
StenBull	Stenographisches Bulletin der Bundesversammlung (seit 1967: AmtlBull)
StGB	Schweizerisches Strafgesetzbuch (STGB) vom 21. Dezember 1937 (SR 311.0)
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarkt- recht (Zürich/Basel/Genf)
u.a.	und andere
UCITS	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities
UEK	Übernahmekommission (Swiss Takeover Board)
UEV	Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (Übernahmeverordnung, UEV) vom 21. August 2008 (SR 954.195.1)
US	United States

Abkürzungsverzeichnis

USD	US-Dollar
VE-FIDLEG	Vorentwurf zu einem Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG) vom 25. Juni 2014
VG	Bundesgesetz über die Verantwortlichkeit des Bundes sowie seiner Behördemitglieder und Beamten (Verantwortlichkeitsgesetz, VG) vom 14. März 1958 (SR 170.32)
vgl.	vergleiche
VwVG	Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren (Verwaltungsverfahrensgesetz, VwVG) vom 20. Dezember 1968 (SR 172.021)
WAK-N	Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrates
WAK-S	Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Ständerates
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (Köln)
WpPG	Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist (Wertpapierprospektgesetz, WpPG) vom 22. Juni 2005 (BGBl. I S. 1698) (Deutschland)
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz, WpHG) vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708) (Deutschland)
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3822) (Deutschland)
z.B.	zum Beispiel
ZBJV	Zeitschrift des Bernischen Juristenvereins (Bern)
ZGB	Schweizerisches Zivilgesetzbuch (ZGB) vom 10. Dezember 1907 (SR 210)
ZH	Zürich (Kanton/Stadt)
Ziff.	Ziffer
zit.	zitiert
ZR	Blätter für Zürcherische Rechtsprechung (Zürich/Basel/Genf)
ZRA	Zusatzreglement Anleihen der SIX Exchange Regulation AG vom 9. März 2020
ZRD	Zusatzreglement Derivate der SIX Exchange Regulation AG vom 9. März 2020

XXX

ZSR	Zeitschrift für Schweizerisches Recht (Basel)
ZStP	Zürcher Studien zum Privatrecht (Zürich/Basel/Genf)

Literaturverzeichnis

Hinweise: Kommentare werden im Literaturverzeichnis grundsätzlich unter dem Namen des Herausgebers bzw. unter den Namen der Herausgeber aufgeführt. In dieser Arbeit wurde Literatur verarbeitet und berücksichtigt, die bis zum 31. Oktober 2024 erschienen ist.

- ABEGG ANDREAS/BÄRTSCHI HARALD/DIETRICH ANDREAS (Hrsg.), *Prinzipien des Finanzmarktrechts, Einführung in das Finanzmarktrecht mit Repetitionsfragen und Fällen samt Lösungen sowie Literaturübersicht*, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2021 (zit. BEARBEITER, *Prinzipien*)
- ABEGGLEN SANDRO/WETTSTEIN YANNICK, *Zum Anbieten kollektiver Kapitalanlagen unter dem FIDLEG – und ausgewählte Aspekte der dabei einzuhaltenden Verhaltenspflichten*, SZW 2018, 131 ff. (zit. SZW 2018)
- ACHLEITNER ANN-KRISTIN *et al.*, *280 Keywords Unternehmensfinanzierung*, 2. Aufl., Wiesbaden 2019 (zit. ACHLEITNER *et al.*)
- ADLER DANIEL/BONO DANIEL, *Asset Backed Securities Under the Financial Services Act, CapLaw 1/2019*, 2 ff. (zit. CapLaw 2019)
- AGGTELEKY TOBIAS, *Zivil- und aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Execution-only-Geschäft*, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2022 (= SSFM Bd. 140)
- APPENZELLER HANSJÜRG/WALLER STEFAN, *Haftungsrisiken beim IPO und ihre Minimierung aus Sicht der Gesellschaft*, GesKR 2007, 256 ff. (zit. GesKR 2007)
- ARPAGAU RETO/STADLER RALPH/WERLEN THOMAS (Hrsg.), *Das Schweizerische Bankgeschäft*, 8. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2021 (zit. BEARBEITER, *Bankgeschäft*)
- ASSMANN HEINZ-DIETER/SCHLITT MICHAEL/VON KOPP-COLOMB WOLF (Hrsg.), *Prospektrecht Kommentar*, 4. Aufl., Köln 2022 (zit. BEARBEITER, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Art./§ ... Rz ...)
- ASSMANN HEINZ-DIETER/SCHÜTZE ROLF A./BUCK-HEEB PETRA (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, 6. Aufl., München 2024 (zit. BEARBEITER, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, § ... Rz ...)
- ASSMANN HEINZ-DIETER/WALLACH EDGAR/ZETZSCHE DIRK A. (Hrsg.), *Kapitalanlagegesetzbuch Kommentar*, 2. Aufl., Köln 2022 (zit. BEARBEITER, in: Assmann/Wallach/Zetzsche, Art. ... Rz ...)
- ATAMER YEIM/FURRER ANDREAS (Hrsg.), *Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Obligationenrecht, Allgemeine Bestimmungen, Art. 1–183 OR*, 4. Aufl., Zürich/Genf 2023 (zit. BEARBEITER, *CHK OR, Art. ... N ...*)
- BAHAR RASHID/REUTTER THOMAS U., *New Rules on Prospectus and Basic Information Sheet Consultation for FIDLEG and FINIG – Part II – Bär & Karrer Briefing*, August 2014, verfügbar unter <<https://www.baerkarrer.ch/en/publicatioins/new-rules-on-pro>

- spectus-and-basic-information-sheet-consultation-for-fidleg-and-finig-part-ii> (zuletzt besucht am 14.12.2022)
- BAHAR RASHID/NEDWED BIANCA, Grenzüberschreitendes Angebot von Finanzdienstleistungen und -produkten? Die Eidgenossenschaft schlägt zurück, SZW 2019, 618 ff. (zit. SZW 2019)
- BAKER MCKENZIE (Hrsg.), Neue Finanzmarktarchitektur – Das Wichtigste aus FIDLEG und FINIG, Unter Berücksichtigung der definitiven Verordnungstexte, 2. Aufl., Bern 2021 (zit. BEARBEITER, BMK Finanzmarktarchitektur)
- BAKER MCKENZIE (Hrsg.), Stämpfli Handkommentar, The SIX Swiss Exchange Listing Rules, Bern 2014 (zit. BEARBEITER, SHK KR, Art. . . . N . . .)
- BARKAM DETLEV, Informations- und Prospektpflicht sowie Prospektprüfung bei Anlagen auf dem grauen Kapitalmarkt, Diss. Bochum 1991, Bochum 1992 (= Bochumer wirtschaftswissenschaftliche Studien Bd. 129)
- BÄRTSCHI HARALD, Verantwortlichkeit im Aktienrecht, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 2001 (= SSHW Bd. 210) (zit. Verantwortlichkeit)
- BÄRTSCHI HARALD, Finanzmarktregulierung im Fluss, SZW 2014, 459 ff. (zit. SZW 2014)
- BERNET ROBERT, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG), Diss. Basel 1997, Bern 1998 (= ASR Bd. 614)
- BERTSCHINGER URS, Das Finanzmarktaufsichtsrecht vom vierten Quartal 2016 bis ins vierte Quartal 2017, SZW 2017, 831 ff. (zit. SZW 2017)
- BERTSCHINGER URS, Arbeitsteilung und aktienrechtliche Verantwortlichkeit, Zürich 1999 (zit. Verantwortlichkeit)
- BERTSCHINGER URS, Arbeitsteilung im aktienrechtlichen Verantwortlichkeitsrecht, AJP 1998, 1286 ff. (zit. AJP 1998)
- BIANCHI LUCA, Konvergenz von innovativen Finanzprodukten – same same, but different? (Teil 2), SJZ 2024, 507 ff. (zit. SJZ 2024)
- BIANCHI LUCA, Die neuen regulatorischen Rahmenbedingungen von strukturierten Produkten, GesKR 2016, 61 ff. (zit. GesKR 2016)
- BIERMANN JAN, Prospekthaftung und Allokationseffizienz, Diss. Heidelberg 2018, Baden-Baden 2019 (= Deutsches, Europäisches und Vergleichendes Wirtschaftsrecht Bd. 110)
- BLUM OLIVER, Die Wirkung von Konzerndarlehen auf die Ausschüttungsfähigkeit, GesKR 2014, 463 ff. (zit. GesKR 2014)
- BÖCKLI PETER, Schweizer Aktienrecht, 5. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2022 (zit. Aktienrecht 2022)
- BÖCKLI PETER, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009 (zit. Aktienrecht 2009)

- BOHRER ANDREAS, Unfriendly Takeovers, Unfreundliche Unternehmensübernahmen nach schweizerischem Kapitalmarkt- und Aktienrecht, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 1997 (= ZStP Bd. 136)
- BOHRER ANDREAS/REHM CHRISTIAN/HUGGENBERGER ERIC/SPIEGEL DIRK/EMERY JEAN-BAPTISTE, njus.ch – Finanzmarktrecht – Entwicklungen 2016, Bern 2017 (zit. BOHRER *et al.*, 2016)
- BÖSCH RENÉ, Das FIDLEG-Prospektrecht ante portas – Guter Anlegerschutz?, SZW 2018, 451 ff. (zit. SZW 2018)
- BÖSCH RENÉ, Neues Prospektrecht gemäss E-FIDLEG: Schnittstellen – Gereimtes und Ungereimtes – Verpasste Chancen, in: Weber Rolf H./Stoffel Walter A./Chenau Jean-Luc/Sethe Rolf (Hrsg.), Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts – Festschrift für Hans Caspar von der Crone zum 60. Geburtstag, Zürich 2017, 495–514 (zit. FS von der Crone)
- BÖSCH RENÉ, Das neue Schweizer Prospektrecht gemäss E-FIDLEG – eine Bestandesaufnahme und erste Würdigung, ZSR 2016 I, 81 ff. (zit. ZSR 2016 I)
- BÖSCH RENÉ/RAYROUX FRANÇOIS/WINZELER CHRISTOPH/STUPP ERIC (Hrsg.), Basler Kommentar, Kollektivanlagengesetz, 2. Aufl., Basel 2016 (zit. BEARBEITER, BSK KAG, Art. ... KAG, N...)
- BREHM ROLAND, Berner Kommentar, Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht, Allgemeine Bestimmungen, Die Entstehung durch unerlaubte Handlungen, Art. 41–61 OR, 5. Aufl., Bern 2021 (zit. BREHM, BK OR, Art. ... N...)
- BÜCHLER ANDREA/JAKOB DOMINIQUE (Hrsg.), Kurzkommentar ZGB, Schweizerisches Zivilgesetzbuch, 2. Aufl., Basel 2018 (zit. BEARBEITER, KUKO ZGB, Art. ... N...)
- BUCK-HEEB PETRA, Die Haftung für ein fehlerhaftes Basisinformationsblatt, WM 2018, 1197 ff. (zit. WM 2018)
- BUFF FELIX/VON DER CRONE HANS CASPAR, Zwingende Natur von Art. 404 OR, SZW 2014, 332 ff. (zit. SZW 2014)
- BÜHLER CHRISTOPH B., Die Neutralitätspflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei öffentlichen Übernahmeangeboten nach schweizerischen Gesellschafts- und Börsenrecht unter Berücksichtigung der Rechtsentwicklung in der EU, in: Veröffentlichungen aus dem Nachdiplomstudium Internationales Wirtschaftsrecht der Universität Zürich und dem Europa Institut Bd. 21, Zürich/Basel/Genf 2003 (zit. Neutralitätspflicht)
- BÜRGI WOLFHART F./NORDMANN-ZIMMERMANN URSULA, Zürcher Kommentar, Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Obligationenrecht, Die Aktiengesellschaft und die Kommanditaktiengesellschaft, Art. 739–771, Zürich 1979 (zit. ZK OR, Art. ... N...)
- CAMENZIND CHRISTIAN A., Prospektzwang und Prospekthaftung bei öffentlichen Anleiensobligationen und Notes, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 1989 (= SSW Bd. 121)

- CANARIS CLAUS-WILHELM, Die Feststellung von Lücken im Gesetz: Eine methodologische Studie über Voraussetzungen und Grenzen der richterlichen Rechtsfortbildung praeter legem, 2. Aufl., Berlin 1983
- CHAMMARTIN CATHERINE/VON DER CRONE HANS CASPAR, Kausalität in der Prospekthafung, Entscheide des Schweizerischen Bundesgerichts 4C.136/2006 und 4P.96/2006 vom 28. August 2006 i.S. A. und B. (Kläger und Berufungskläger) gegen C., D., E. und F. (Beklagte und Berufungsbeklagte), SZW 2006, 452 ff. (zit. SZW 2006)
- COFFEE JOHN C./SALE HILLARY A./TODD HENDERSON M., Securities Regulation, Cases and Materials, 13. Aufl., St. Paul 2015
- CONTRATTO FRANCA, Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht, Diss. Freiburg, Zürich/Basel/Genf 2006 (= AISUF Bd. 251) (zit. Regulierung)
- CONTRATTO FRANCA, Der vereinfachte Prospekt für strukturierte Produkte nach Art. 5 KAG – Pandorabüchse oder wirksame Anlegerschutzmassnahme?, GesKR 2006, 193 ff. (zit. GesKR 2006)
- COURVOISIER MATTHIAS, Prospektpflicht nach FIDLEG, SZW 2020, 307 ff. (zit. SZW 2020)
- COX JAMES D./HILLMAN ROBERT W./LANGEVOORT DONALD C., Securities Regulation, Cases and Materials, 8. Aufl., New York 2017
- DAENIKER DANIEL, Fraud on the Market: ökonomische Theorien vor Gericht, GesKR 2014, 396 ff. (zit. GesKR 2014)
- DAENIKER DANIEL, Pro & Contra, Haftung für Ad-hoc-Publizität, Thesen zur Haftung für Ad-hoc-Publizität, GesKR 2006, 139 ff. (zit. GesKR 2006)
- DAENIKER DANIEL, Zuteilungsgrundsätze bei Aktienplatzierungen, in: von der Crone Hans Caspar *et al.* (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2004, 341 ff. (zit. Zuteilungsgrundsätze)
- DAENIKER DANIEL, Stellung der federführenden Bank bei Obligationenanleihen, SJZ 2003, 365 ff. (zit. SJZ 2003)
- DAENIKER DANIEL, Underwriting Agreement, Rechtliche Grundlage von öffentlichen Aktienangeboten schweizerischer Gesellschaften, in: Watter Rolf (Hrsg.), Rechtsfragen beim Börsengang von Unternehmen, Zürich/Basel/Genf 2002, 159 ff. (= EIZ Bd. 36) (zit. Underwriting Agreement)
- DAENIKER DANIEL, Swiss Securities Regulation, An Introduction to the Regulation of the Swiss Financial Market, Zürich 1998 (zit. Securities Regulation)
- DAENIKER DANIEL, Anlegerschutz bei Obligationenanleihen, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 1992 (= SSHW Bd. 142) (zit. Anlegerschutz)
- DAENIKER DANIEL/WALLER STEFAN, Due Diligence Defense der Banken bei Prospekthaftungsansprüchen, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen, Zürich/Basel/Genf 2006, 55 ff. (= EIZ Bd. 68) (zit. Defense)

- DAENIKER DANIEL/WALLER STEFAN, Kapitalmarktbezogene Informationspflichten und Haftung, in: Weber Rolf H. (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht, Zürich/Basel/Genf 2003, 55 ff. (= EIZ Bd. 41) (zit. Informationspflichten)
- DEL VECCHIO CHRISTINA, Pre-Deal Research Reports in Initial Public Offerings, An Internationally Diverse Approach, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarktrecht – Recht und Transaktionen XV, Zürich/Basel/Genf 2020, 29 ff. (= EIZ Bd. 204)
- DERUNGS CORSIN/DOBRAUZ GÜNTHER (Hrsg.), Tafeln zum Finanzmarktrecht – FINMAG/FinfraG, Zürich/St. Gallen 2022 (zit. BEARBEITER, in: Tafeln)
- DOBLER SARAH/VON DER CRONE HANS CASPAR, Aktivlegitimation zur Geltendmachung von Verantwortlichkeitsansprüchen, Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts 4C.111/2004 vom 9. November i.S. A. (Kläger und Berufungskläger) gegen X., Y. und Z. (Beklagte und Berufungsbeklagte), SZW 2005, 211 ff. (zit. SZW 2005)
- DOBLINGER WOLFGANG, Prospekthaftung, Zum Verhältnis von Kodifikation und Richterrecht, Diss. Regensburg 2018, Baden-Baden 2019 (= Schriften zum gesamten Unternehmensrecht Bd. 13)
- ECKERT FABRICE, Informationspflichten nach dem geplanten FIDLEG zur Prävention von Anlegerschäden, in: Coninx Anna/Ege Gian/Mausbach Julian (Hrsg.), Prävention und freiheitliche Rechtsordnung, APARIUZ Bd. 18, Zürich/St. Gallen 2017, 313 ff.
- EGGEN MIRJAM, Fidleg und das Vertragsrecht: Das Basisinformationsblatt, in: Emmenegger Susan (Hrsg.), Bankvertragsrecht, Basel 2017, 243 ff. (zit. Basisinformationsblatt)
- EGGEN MIRJAM, Produktregulierung im Finanzmarktrecht, Habil. Bern, Bern 2015 (zit. Produktregulierung)
- EGGEN MIRJAM, Die schweizerische Prospektpflicht für Effekten – eine rechtsvergleichende Untersuchung der bestehenden Rechtslage, SZW 2010, 203 ff. (zit. SZW 2010)
- EINSELE DOROTHEE, Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl., Tübingen 2022
- ELLENBERGER JÜRGEN, Prospekthaftung im Wertpapierhandel, Diss. Marburg 2000, Berlin/New York 2001 (= Schriftenreihe der Bankrechtlichen Vereinigung Bd. 17)
- EMMENEGGER SUSAN/GOOD RAHEL, Anlegerschutz in der Vermögensverwaltung und Anlageberatung, in: Sethe Rolf/Hens Thorsten/von der Crone Hans Caspar/Weber Rolf H. (Hrsg.), Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert, Zürich/Basel/Genf 2013, 85 ff. (= SSFM Bd. 108)
- EMMENEGGER SUSAN/THÉVENOZ LUC/REBER MARTINA/HIRSCH CÉLIAN, Das schweizerische Bankprivatrecht 2020, SZW 2021, 192 (zit. EMMENEGGER *et al.*, SZW 2021)
- ENDER TIFFANY, Effekten mit einem rechtlichen und einem wirtschaftlichen Emittenten, Diss. Zürich 2015, Zürich/Basel/Genf 2016 (= ZStP Bd. 274)
- ENGISCH KARL, Einführung in das juristische Denken, 13. Aufl., Stuttgart 2024

- ERB ALFRED, Der Prospekt und die Prospekthaftung bei Anleihs-Emissionen am schweizerischen Kapitalmarkt, Diss. Basel, Basel 1986
- FAHLÄNDER LUKAS, Der revidierte schweizerische Insiderstrafatbestand, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2015 (= SSFM Bd. 120)
- FAMA EUGENE F., Efficient Capital Markets, A Review of Theory and Empirical Work, in: The Journal of Finance, Vol. 25, 2/1970, 383 ff.
- FATZER PETER, Kausalitätsnachweis bei der Prospekthaftung (BGE 132 III 715), in: Lenggauer Daniel/Zwicker Stefan/Rezzonico Giordano (Hrsg.), Chancen und Risiken rechtlicher Neuerungen 2006/2007, 126 ff., Zürich/Basel/Genf 2007
- FELLMANN WALTER/KOTTMANN ANDREA, Schweizerisches Haftpflichtrecht, Allgemeiner Teil sowie Haftung aus Verschulden und Persönlichkeitsverletzung, gewöhnliche Kausalhaftungen des OR, ZGB und PrHG, Band I, Bern 2012
- FISCHER DAMIAN A., Interessenkonfliktregeln im künftigen FIDLEG, GesKR 2019, 284 ff. (zit. GesKR 2019)
- FISCHER-APPELT DOROTHEE/FAVRE OLIVIER, Anwendungsbereich der EU-Prospektrichtlinie, Unter vergleichender Berücksichtigung des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts, ST2006, 49 ff.
- FORRER LUCAS/ZUUR FLORIS, Platzierung von Effekten auf dem Kapitalmarkt, Urteilsbesprechung des Entscheids des BGer 2C_571/2018, GesKR 2019, 649 ff. (zit. GesKR 2019)
- FORSTMOSER PETER, Die aktienrechtliche Verantwortlichkeit, Die Haftung der mit der Verwaltung, Geschäftsführung, Kontrolle und Liquidation einer AG betrauten Personen, 2. Aufl., Zürich 1987 (zit. Verantwortlichkeit)
- FORSTMOSER PETER/KÜCHLER MARCEL, Schweizerisches Aktienrecht 2020, Mit neuem Recht der GmbH und der Genossenschaft und den weiteren Gesetzesänderungen, Bern 2022
- FORSTMOSER PETER/MEIER-HAYOZ ARTHUR/NOBEL PETER, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996
- FORSTMOSER PETER/VOGT HANS-UELI, Einführung in das Recht, 5. Aufl., Bern 2012
- FREI STEPHAN N., Öffentliche Übernahmeangebote in der Schweiz, Mit besonderer Berücksichtigung der Übernahmeregelung im Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel BEHG, Diss. Zürich 1995, Bern/Stuttgart/Wien 1996 (= Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen Bd. 214)
- FREY TOM, Die Ermittlung des Schadens und anderer quantifizierbarer Werte im Anwendungsbereich von Art. 42 Abs. 2 OR, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2017 (= ZStP Bd. 278)
- FRICK JÜRIG, Private Equity im Schweizer Recht, Diss. Zürich 2008, Zürich/St. Gallen 2009 (= SSHW Bd. 272)

- FUCHS PHILIPPE, Prospekthaftung im Life-Science Umfeld, Urteil HG170097-O des Handelsgerichts Zürich vom 24. November 2020 sowie Urteil BGer 4A_24/2021 des Bundesgerichts vom 24. Juni 2021, LSR 2022, 47 ff. (zit. LSR 2022)
- FUNK FRITZ, Kommentar des Obligationenrechtes, Zweiter Band: Das Recht der Gesellschaften, Aarau 1951 (FUNK, Kommentar OR)
- GEISER THOMAS/FOUNTOULAKIS CHRISTIANA (Hrsg.), Basler Kommentar, Zivilgesetzbuch I, Art. 1–456 ZGB, 7. Aufl., Basel 2022 (zit. BEARBEITER, BSK ZGB I, Art. . . . N . . .)
- GERHARD FRANK, Le block-trade come moyen de placement de titres de participation cotés en bourse, SZW 2006, 256 ff. (zit. SZW 2006)
- GERHARD FRANK, Private investments in public equity (PIPE) – Ein Blick auf PIPE-Transaktionen in der Schweiz, GesKR 2006, 286 ff. (zit. GesKR 2006)
- GERICKE DIETER, Die genehmigte Kapitalerhöhung, Eine Untersuchung nach schweizerischem Recht, Diss. Zürich, Zürich 1996 (= Schweizer Schriften zum Bankrecht Bd. 43)
- GERICKE DIETER/SCHIFFERLE GREGOR, Die Prospekthaftung nach FIDLEG, GesKR 2020, 189 ff. (zit. GesKR 2020)
- GERICKE DIETER/WIEDMER KARIN, Schulthess Kommentar, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2020 (zit. SK UEV, Art. . . . N . . .)
- GILSON RONALD J./KRAAKMAN REINIER H., The Mechanisms of Market Efficiency, Virginia Law Review, 1984, 549 ff.
- GLASL DANIEL, Die Rückabwicklung im Obligationenrecht, Ein Beitrag zum vertraglichen Sanktionensystem der Schweiz, Diss. Zürich, Zürich 1992 (= Schriftenreihe zum Konsumentenschutzrecht Bd. 39)
- GLANZMANN LUKAS/WOLF MARKUS, Cash Pooling – Was ist noch zulässig?, GesKR 2014, 264 ff. (zit. GesKR 2014)
- GLATTHAAR MATTHIAS, Der Verwaltungsratsbericht bei öffentlichen Übernahmeangeboten, Diss. St. Gallen, Zürich/St. Gallen 2007 (= SGFM Bd. 2)
- GNOS URS P., Prospekthaftung/Haftung gegenüber Investoren, in: Kunz Peter V./Jörg Florian S./Arter Oliver (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht IX, Bern 2014
- GOETTE WULF/HABERSACK MATHIAS/KALSS SUSANNE (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1: §§ 1–75 AktG, 6. Aufl., München 2024 (zit. BEARBEITER, Münchener Kommentar AktG, § . . . Rz . . .)
- GORDON JEFFREY N./KORNHAUSER LEWIS A., Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research, New York University Law Review 1985, 761 ff.
- GOTSCHEV GEORG G., Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht, Eine ökonomische und rechtsvergleichende Analyse der organisierten Gruppe gemäss Börsengesetz, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 2005 (= SSW Bd. 240)

- GROLIMUND PASCAL/LOACKER LEANDER D./SCHNYDER ANTON K. (Hrsg.), Basler Kommentar, Internationales Privatrecht, 4. Aufl., Basel 2021 (zit. BEARBEITER, BSK IPRG, Art. ... N...)
- GRONER ROGER, Private Equity-Recht, Bern 2007
- GRONER ROGER/VOGT HANS-UELI, Zur Haftung der Revisionsstelle gegenüber Investoren, Besprechung des Urteils BGer 4C.13/1997, recht 1998, 257 ff. (zit. Recht 1998)
- GROSS WOLFGANG, Kapitalmarktrecht, Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung, zum Wertpapierprospektgesetz und zur Prospektverordnung, 8. Aufl., München 2022 (zit. Kapitalmarktrecht, Art./§ ... Rz ...)
- GRUNDER THERESE, Prüfung des Prospekts, SZW 2019, 582 ff. (zit. SZW 2019)
- GUTZWILER MAX, Geltungsbereich und Anwendungsbereich der Gesetze, in: Anton Heini (Hrsg.), Elemente der Rechtsidee, Ausgewählte Aufsätze und Reden, Basel/Stuttgart 1964, 149 ff.
- HÄBERLIN FRITZ, Das eigene Verschulden des Geschädigten im schweizerischen Schadenersatzrecht, Diss. Bern, Bern 1924 (= ASR Bd. 4)
- HABERSACK MATHIAS/MÜLBERT PETER O./SCHLITT MICHAEL (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl., Köln 2019 (zit. BEARBEITER, in: Habersack/Mülbert/Schlitt)
- HABRICH VICTOR, Eine ökonomische Einführung ins Kapitalmarktrecht (Teil 2), in: Juristische Ausbildung 2023, 569 ff.
- HALLER MAX, Organhaftung und Versicherung, Die aktienrechtliche Verantwortlichkeit und ihre Versicherbarkeit unter besonderer Berücksichtigung der D&O-Versicherung, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 2008 (= SSHW Bd. 270)
- HÄMMERLI HEINZ, Aspekte des schweizerischen Emissionsgeschäfts in volkswirtschaftlicher, bankbetriebswirtschaftlicher und juristischer Sicht, Diss. Zürich, Bern/Stuttgart 1986 (= Bankwirtschaftliche Forschungen Bd. 100)
- HARISBERGER SEVERIN, Die Mitwirkung des Emittenten bei Sekundärplatzierungen und gemischten Platzierungen von Aktien im schweizerischen Recht, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 2021 (= SSHW Bd. 353) (zit. Mitwirkung)
- HARISBERGER SEVERIN, Prospektrechtliche Gleichbehandlungspflicht bei Ausnahmen von der Prospektpflicht, SZW 2021, 175 ff. (zit. SZW 2021)
- HARTMANN STEPHAN, Die Rückabwicklung von Schuldverträgen, Kritischer Vergleich der Rechtslagen bei Entstehungs- und Erfüllungsmängeln, Habil. Luzern, Zürich/Basel/Genf 2005 (= LBR Bd. 9)
- HÄRTNER STEFAN, Referenzwertmanipulationen aus zivilrechtlicher Perspektive, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2022 (= SSFM Bd. 139)
- HÄRTSCH THEODOR, Schadloshaltungsklauseln (Indemnities) in Kapitalmarkttransaktionen, in: Reutter Thomas/Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen X, Zürich/Basel/Genf 2016, 51 ff. (= EIZ Bd. 163)

- HAUSHEER HEINZ/JAUN MANUEL, Stämpfli Handkommentar, Die Einleitungsartikel des ZGB, Art. 1–10 ZGB, Bern 2003 (zit. SHK Einleitungsartikel ZGB, Art. ... N...)
- HAZEN THOMAS LEE, Principles of Securities Regulation, 14. Aufl., St. Paul 2017
- HELL PATRICK, Holding Foreign Companies Accountable Act – erzwungene Delistings an den US-Börsen in Sicht?, RIW 9/2021, I (zit. RIW 2021)
- HENCKEL VON DONNERSMARCK HEINRICH, Die Stellung des Emittenten im Rahmen der Konsolidierung der Börsenmärkte, in: Nobel Peter (Hrsg.), Internationales Gesellschaftsrecht Bd. 3, Bern 2001, 17 ff. (zit. Konsolidierung)
- HENCKEL VON DONNERSMARCK HEINRICH, Die Kotierung von Effekten, Eine empirische und rechtsvergleichende Untersuchung der Kotierungsbestimmungen und der Kotierungspraxis in der Schweiz, Diss. Freiburg, Freiburg 1996 (= AISUF Bd. 160) (zit. Kotierung)
- HIRSCH CÉLIAN, Et le prospectus causa un dommage: Notre analyse critique d'une situation ambiguë, in: Werro Franz/Pichonnaz Pascal (Hrsg.), La responsabilité civile en arrêts et une nouveauté législative de taille, Colloque du droit de la responsabilité civile 2022 Université de Fribourg, Bern 2022, 201 ff.
- HODEL PASCAL, Untrue or Incomplete Information in the Offering Prospectus – Introduction of New Criminal Offence, CapLaw 02/2024, 6 ff. (zit. CapLaw 2024)
- HODEL PASCAL, Präzisierungen zur Kausalität in der Prospekthaftung, Besprechung des Urteils 4A_24/2021 des schweizerischen Bundesgerichts vom 24. Juni 2021, GesKR 2022, 120 ff. (zit. GesKR 2022)
- HODEL PETER, Grundzüge der Kotierung, in: Watter Rolf (Hrsg.), Rechtsfragen beim Börsengang von Unternehmen, Zürich/Basel/Genf 2002, 103 ff. (= EIZ Bd. 36) (zit. Kotierung)
- HOLZBORN TIMO (Hrsg.), Berliner Kommentar zum Wertpapierprospektgesetz mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften, 2. Aufl., Berlin 2014 (zit. BEARBEITER, in: Holzborn, § ... Rz ...)
- HONSELL HEINRICH (Hrsg.), Kurzkommentar OR, Obligationenrecht, Art. 1–1186 OR, Basel 2014 (zit. BEARBEITER, KUKO OR, Art. ... N...)
- HONSELL HEINRICH/VOGT NEDIM PETER/WATTER ROLF (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II, Art. 530–964 OR inkl. Schlussbestimmungen, 5. Aufl. Basel 2016 (zit. BEARBEITER, BSK OR II (5. A.), Art. ... N...)
- HONSELL HEINRICH/VOGT NEDIM PETER/WATTER ROLF (Hrsg.), Basler Kommentar, Wertpapierrecht, Art. 965–1186 OR, Bucheffektengesetz, Haager Wertpapier-Übereinkommen, Art. 108a–108d IPRG, Basel 2012 (zit. BEARBEITER, BSK Wertpapierrecht, Art. ... N...)
- HONSELL HEINRICH/ISENRING BERNHARD/KESSLER MARTIN A., Schweizerisches Haftpflichtrecht, 5. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2013

- HOPT KLAUS J., Die Haftung für Kapitalmarktinformationen, Rechtsvergleichende, rechtsdogmatische und rechtspolitische Überlegungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 2013, Heft 3, 101 ff. (zit. Kapitalmarktinformationen)
- HOPT KLAUS J., Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, Recht und Praxis in der EG, in Deutschland und in der Schweiz, München 1991
- HSU PETER CH., Ad-hoc-Publizität, Bekanntgabe von kursrelevanten Tatsachen – ein Mindeststandard kapitalmarktgerechter Unternehmenspublizität, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 2000 (= SSHW Bd. 194)
- HUBER FELIX M., IPO aus Bankensicht, in: Watter Rolf (Hrsg.), Rechtsfragen beim Börsengang von Unternehmen, Zürich/Basel/Genf 2002, 33 ff. (= EIZ Bd. 36) (zit. IPO)
- HUBER FELIX M./HODEL PETER/STAUB GIEROW CHRISTOPHER, Praxiskommentar zum Kotierungsrecht der SWX Swiss Exchange, Zürich/Basel/Genf 2004 (zit. HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. ... KR N...)
- HUBER FRANZ, Der Schutz der Obligationäre nach den Entwürfen zum OR, Diss. Bern, Bazenheid 1936 (zit. Schutz)
- HUGUENIN CLAIRE, Obligationenrecht, Allgemeiner und Besonderer Teil, 3. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2019 (zit. OR AT/BT)
- HUMBEL CLAUDE, Die Regelung der Vor- und Nachhandelstransparenz in der Europäischen Union und der Schweiz, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2019 (= ZStP Bd. 299)
- HÜRLIMANN-KAUP BETTINA/SCHMID JÖRG, Einleitungsartikel des ZGB und Personenrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2024
- HUSER ANDREAS PATRICK, Anlegerschutz durch Unternehmenspublizität, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 1994 (= SSHW 156)
- HUTTERLI SILVIO, Strukturierte Produkte: Ausgestaltung, Emission und Handel aus rechtlicher Sicht, Diss. St. Gallen, Zürich/St. Gallen 2008 (= SGFM Bd. 3).
- IFFLAND JACQUES/LÄSER ALESSANDRA, Die Tokenisierung von Effekten, GesKR 2018, 415 ff. (zit. GesKR 2018)
- IMBACH HAUMÜLLER DIANA/RAYROUX FRANÇOIS, Funds Distribution under the new financial market law architecture, CapLaw 5/2019, 33 ff. (zit. CapLaw 2019)
- ISLER VANESSA/ECKERT FABRICE, 10 Fragen und Antworten zum FIDLEG, GesKR 2021, 42 ff. (zit. GesKR 2021)
- JÄNCHEN ALEXANDER, Öffentliches Angebot unter FIDLEG, GesKR 2021, 400 ff. (zit. GesKR 2021)
- JENTSCH VALENTIN/ANGLIKER SYRA, Haftung für Nachhaltigkeitsinformationen, recht 2023, 213 ff. (zit. recht 2023)
- JENTSCH VALENTIN, Exemptions and Alleviations from the Duty to Publish a Prospectus under FinSA and FinSO – A Practical Perspective, CapLaw 6/2020, 2 ff. (zit. CapLaw 2020)

- JOST DAVID, Der Anlegerschutz im Finanzdienstleistungsgeschäft, Eine Untersuchung zum Informationszugang und zur Rechtsdurchsetzung des Anlegers, Diss. Bern, Zürich/Basel/Genf 2018 (= SSFM Bd. 125)
- JUCKER KARL, Der Prospektzwang bei der Emission von Wertpapieren, Diss. Zürich, Wein- felden 1924
- JUTZI THOMAS, Unternehmenspublizität, Grundlinien einer rechtlichen Dogmatik zur Offenlegung von unternehmensbezogenen Informationen, Habil. Bern, Bern 2017 (zit. Unternehmenspublizität)
- JUTZI THOMAS/MEIER QUIRIN, Ausstrahlungswirkung im Finanzmarktrecht, recht 2022, 79 ff. (zit. Recht 2022)
- JUTZI THOMAS/WESS KSENIA, «Vertrieb» kollektiver Kapitalanlagen unter dem FIDLEG, AJP 2022, 310 ff. (zit. AJP 2022)
- JUTZI THOMAS/WESS KSENIA/SIERADZKI DAMIAN, Das Kollektivanlagerecht im Licht der neuen Finanzmarktarchitektur, Unter besonderer Berücksichtigung der europäi- schen Rechtsordnung, Jusletter vom 19. Juni 2020 (zit. Jusletter 19.6.2020)
- KÄGI URS, Kapitalerhaltung als Ausschüttungsschranke – Grundlagen, Regelung und Zukunft im Aktienrecht, Diss. Freiburg, Zürich/St. Gallen 2012 (= SSHW Bd. 309)
- KÄLIN OLIVER, Und nochmals: Zur Rechtsnatur aktienrechtlicher Verantwortlichkeits- ansprüche, AJP 2016, 135 ff. (zit. AJP 2016)
- KARLEN PETER, Schweizerisches Verwaltungsrecht, Gesamtdarstellung unter Einbezug des europäischen Kontextes, Zürich 2018
- KLÖHN LARS, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, Diss. Göttingen, Berlin 2006
- KLÖHN LARS, Problem Schadensberechnung: Neues vom US Supreme Court zur Haftung wegen fehlerhafter Kapitalmarktinformation, in: RIW 2005, 728 ff. (zit. RIW 2005)
- KÖNDGEN JOHANNES, Die Ad hoc-Publizität als Prüfstein informationsrechtlicher Prinzi- pien, in: Schweizer Rainer J./Burkert Herbert/Gasser Urs (Hrsg.), Festschrift für Jean Nicolas Druey, Zürich/Basel/Genf 2002, 791 ff. (zit. Ad hoc-Publizität)
- KÖNDGEN JOHANNES, Zur Theorie der Prospekthaftung, Köln 1983 (zit. Theorie der Pro- spekthaftung)
- KONDOROSY KINGA M., Die Prospekthaftung im internationalen Privatrecht, Unter Berücksichtigung des US-amerikanischen, englischen und deutschen Rechts, Diss. Zürich 1998, Zürich/St. Gallen 1999 (= SSHW Bd. 190)
- KOWALEWSKI JÖRN, Prospekt- und Kapitalinformationshaftung in der Schweiz und den USA, in: Hopt Klaus J./Voigt Hans-Christoph (Hrsg.), Prospekt- und Kapitalmarkt- informationshaftung, Tübingen 2005
- KRAAKMAN REINIER H., Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Stra- tegy, Journal of Law, Economics and Organization, 1986, 53 ff.
- KRAMER ERNST A./ARNET RUTH, Juristische Methodenlehre, 7. Aufl., Bern 2024

- KREN KOSTKIEWICZ JOLANTA, Schweizerisches Internationales Privatrecht, 2. Aufl., Bern 2018
- KÜMPEL SIEGFRIED/MÜLBERT PETER O./FRÜH ANDREAS/SEYFRIED THORSTEN (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl., Köln 2019 (zit. BEARBEITER, in: Kumpel *et al.*, Rz. . .)
- KUSTER MATTHIAS, Zum Begriff der Öffentlichkeit und Gewerbsmässigkeit im Kapitalmarktrecht (OR, BankG, BEHG und AFG), SZW 1997, 10 ff. (zit. SZW 1997)
- LANG ERWIN, Die Haftung des Emittenten gegenüber dem Erwerber von Wertpapieren nach schweizerischem Recht, Diss. Bern, Bern 1916 (= ASR Bd. 70)
- LENGAUER DANIEL/EGGEN MIRJAM/STRAUB RODOLFO (Hrsg.), Fachhandbuch Kapitalmarktrecht, Expertenwissen für die Praxis, Zürich/Basel/Genf 2021 (zit. BEARBEITER, FHB Kapitalmarktrecht, Rz. . .)
- LENOIR FRÉDÉRIC H., Prospekthaftung im Zusammenhang mit Going Publics, Diss. St. Gallen, Zürich/St. Gallen 2004 (= SSHW Bd. 233)
- LENOIR FRÉDÉRIC H./OREN-OLIVIER PUDER, Öffentliche Werbung im Sinne der Anlagefondgesetzgebung, AJP 2006, 981 ff. (zit. AJP 2006)
- LOMBARDINI CARLO, Droit Bancaire Suisse, 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2008
- LOSER PETER, Die Vertrauenshaftung im schweizerischen Schuldrecht, Grundlagen, Erscheinungsformen und Ausgestaltung im geltenden Recht vor dem Hintergrund europäischer Rechtsentwicklung, Habil. Basel, Bern 2006 (zit. Vertrauenshaftung)
- LOSER PETER, Konkretisierung der Vertrauenshaftung, recht 1999, 73 ff. (zit. Recht 1999)
- LÜCHINGER NIKLAS, Schadenersatz im Vertragsrecht, Grundlagen und Einzelfrage der Schadensberechnung und Schadenersatzbemessung, Diss. Freiburg, Freiburg 1999 (= AISUF Bd. 184)
- MABILLARD RAMON, Prospekte zwischen Delikts- und Vertrauenshaftung, in: Belser Eva Maria/Pichonnaz Pascal/Stöckli Hubert (Hrsg.), Le droit sans frontières, Mélanges pour Franz Werro, Bern 2022, 445 ff. (zit. FS Werro)
- MAROLDA MARTINEZ LARISSA, Information der Aktionäre nach schweizerischem Aktien- und Kapitalmarktrecht, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 2006 (= SSHW Bd. 248)
- MAROLDA MARTINEZ LARISSA/VON DER CRONE HANS CASPAR, Prospekthaftung bei Anleiensobligationen und die Stellung der federführenden Bank, Entscheidung des Schweizerischen Bundesgerichts 4C.171/2002 vom 25. September 2002 i.S. A. SA (Klägerin und Berufungsklägerin) gegen Bank B. SA (Beklagte und Berufungsbeklagte), SZW 2003, 158 ff. (zit. SZW 2003)
- MAURENBRECHER BENEDIKT, Privatrechtliche Haftung für die Verletzung aufsichtsrechtlicher Vorschriften, in: Weber Rolf H./Stoffel Walter A./Chenau Jean-Luc/Sethe Rolf (Hrsg.), Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Hans Caspar von der Crone zum 60. Geburtstag, Zürich 2017, 555 ff. (zit. FS von der Crone)

- MAURENBRECHER BENEDIKT, Die Stellung der Banken in Verantwortlichkeitsprozessen, AJP 1998, 1327 ff. (zit. AJP 1998)
- MAURENBRECHER BENEDIKT/WALLER STEFAN, Prospekthaftung und strukturierte Produkte, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen IV, Zürich/Basel/Genf 2009, 55 ff. (= EIZ Bd. 98)
- MAURER MATTHIAS/HANDLE MARCO, Pflichten und Verantwortlichkeiten der Revisionsstelle im Zusammenhang mit konzerninternen Darlehen, GesKR 2013, 287 ff. (zit. GesKR 2013)
- MEIER-HAYOZ ARTHUR (Hrsg.), Berner Kommentar, Zivilgesetzbuch, Band I: Einleitung und Personenrecht, Art. 1–10 ZGB, Bern 1966 (zit. BEARBEITER, BK ZGB, Art. ... N...)
- MEIER-HAYOZ ARTHUR/FORSTMOSER PETER/SETHE ROLF, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, Mit neuem Firmen- und künftigen Handelsregisterrecht und unter Einbezug der Aktienrechtsreform, 12. Aufl., Bern 2018
- MEIER-HAYOZ ARTHUR/VON DER CRONE HANS CASPAR, Wertpapierrecht, 3. Aufl., Bern 2018
- MEIRICH DAVID, Regulatorische Einordnung von Decentralized Finance, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2023 (= SSFM Bd. 144)
- MORANT ALBERT, Die Gründung der Aktiengesellschaft nach neuem Recht, Gründerverantwortlichkeit und Auflösungsklage, Diss. Bern, Lungern 1939
- MÜLBERT PETER O., Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, Habil. München 1994, München 1995
- MÜLLER LUKAS, Der Beweis der Kausalität mittels «Event Study»-Gutachten im Kontext des Kapitalmarktrechts, AJP 2015, 251 ff. (zit. AJP 2015)
- MÜLLER-CHEN MARKUS/WIDMER LÜCHINGER CORINNE (Hrsg.), Zürcher Kommentar, IPRG, Band II: Art. 108a–200, 3. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2018 (zit. BEARBEITER, ZK IPRG, Art. ... N...)
- MÜLLER-ERZBACH RUDOLF, Die Relativität der Begriffe und ihre Begrenzung durch den Zweck des Gesetzes, Zur Beleuchtung der Begriffsjurisprudenz, in: Strohal Emil/Ehrenberg Victor (Hrsg.), Jherings Jahrbücher für die Dogmatik des bürgerlichen Rechts, Bd. 61, Jena 1912, 343 ff.
- NEIDHART PAUL, Der Prospekt, Diss. Basel 1933
- NOBEL PETER, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 4. Aufl., Bern 2019 (zit. Schweizerisches Finanzmarktrecht)
- NOBEL PETER, Berner Kommentar, Das Obligationenrecht, Das Aktienrecht, Systematische Darstellung, Bern 2017 (zit. BK Aktienrecht)
- NOBEL PETER/BLAIR MICHAEL/SCHÖNHOLZER THOMAS, virt-x: a real European Stock Exchange Legal Framework and Specific Questions, SZW 2001, 217 ff.

- OFTINGER KARL/STARK EMIL W., Schweizerisches Haftpflichtrecht, Erster Band: Allgemeiner Teil, 5. Aufl., Zürich 1995 (zit. AT Bd. 1, § ... Rz ...)
- OSER DAVID/VOGT HANS-UELI, Die Ausschüttung von Agio nach geltendem und künftigen Aktienrecht, GesKR 2012, 10 ff. (zit. GesKR 2012)
- PABST REINHART, Prospektzwang und Prospekthaftung in den sechs Gründerstaaten der EWG und in der Schweiz, Diss. Mainz, München 1972
- PITSCHEN GILLES, Börse und Unternehmen, Unternehmensverfassung von der Kotierung zur Dekotierung, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 2014 (= SSWH Bd. 319)
- POELZIG DÖRTE, Grundrisse des Rechts, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., München 2023
- PROBST PETER, Initial Public Offering vs. Börsengang ohne Platzierungsangebot, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XIV, Zürich/Basel/Genf 2019, 93 ff. (= EIZ Bd. 196)
- RAYROUX FRANÇOIS/AESCHIMANN JEAN-PAUL, Responsabilité des auteurs de prospectus et pratique allemande, SZW 1993, 222 ff. (zit. SZW 1993)
- REHM CHRISTIAN/BÖSCH RENÉ, The New Swiss Prospectus Regime, CapLaw 5/2019, 2 ff. (zit. CapLaw 2019)
- REHM CHRISTIAN/WERLEN THOMAS, Paradigmenwechsel in der Primärkapitalmarktregulierung, in: Reutter Thomas/Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen IX, Zürich/Basel/Genf 2014, 55 ff. (= EIZ Bd. 152)
- REUTTER THOMAS, IPO – Ablauf, Struktur, Haftung und Schadloshaltung, in: Reutter Thomas/Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen VIII, Zürich/Basel/Genf 2014, 7 ff. (= EIZ Bd. 144)
- REUTTER THOMAS U./BROGINI ROMINA, Beteiligungsaufbau (Stakebuilding) bei kotierten Schweizer Gesellschaften, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen IX, Zürich/Basel/Genf 2014, 181 ff. (= EIZ Bd. 152)
- REUTTER THOMAS/RASMUSSEN STEN, Auswirkungen neuer EU-Richtlinien auf Kapitalmarkttransaktionen, in: Reutter Thomas/Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen, Zürich/Basel/Genf 2006, 1 ff. (= EIZ Bd. 68)
- REY HEINZ/WILDHABER ISABELLE, Ausservertragliches Haftpflichtrecht, 6. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2024
- RICHA ALEXANDRE/FISCHER PHILIPP (Hrsg.), Commentaire Romand, Loi sur les services financiers (LSFin), Basel 2022 (zit. BEARBEITER, CR LSFin, Art. ... N ...)
- RIECKHOFF HELGE, Prognoseberichterstattung im Kapitalmarktrecht, Diss. Bonn, Baden-Baden 2009 (= Nomos Universitätschriften Recht Bd. 652)
- RIMLE ALOIS, Recht des schweizerischen Finanzmarktes, Ein Grundriss für die Praxis, Zürich/Basel/Genf 2004
- ROBERTO VITO, Haftpflichtrecht, 3. Aufl., Bern 2022 (zit. Haftpflichtrecht 2022)

- ROBERTO VITO, Probleme der differenzierten Solidarität, GesKR 2006, 29 ff. (zit. GesKR 2006)
- ROBERTO VITO/TRÜEB HANS RUDOLF (Hrsg.), Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Personengesellschaften und Aktiengesellschaft, Art. 530–771 OR, 4. Aufl., Zürich/Genf 2023 (zit. BEARBEITER, CHK OR, Art. . . . N . . .)
- ROBERTO VITO/TRÜEB HANS RUDOLF (Hrsg.), Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Personengesellschaften und Aktiengesellschaft – Vergütungsverordnung, 3. Aufl., Zürich/Genf 2016 (zit. BEARBEITER, CHK OR (3. A.), Art. . . . N . . .)
- ROBERTO VITO/TRÜEB HANS RUDOLF (Hrsg.), Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, GmbH, Genossenschaft, Handelsregister und Wertpapiere – Bucheffektengesetz, 3. Aufl., Zürich/Genf 2016 (zit. BEARBEITER, CHK OR, Art. . . . N . . .)
- ROHR ANDREAS, Grundzüge des Emissionsrechts, Zürich/Basel/Genf 1990 (= SBR Bd. 3)
- ROUILLER NICOLAS/BAUEN MARC/BERNET ROBERT/LASSERRE ROUILLER COLETTE, La société anonyme suisse, Droit commercial, droit comptable, responsabilité, loi sur la fusion, droit boursier, droit fiscal, 3. Aufl., Genf/Zürich 2022 (zit. ROUILLER *et al.*)
- RUFFNER MARKUS, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance, Zürich 2000
- SCHÄFER HANS-BERND/OTT CLAUS, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 6. Aufl., Berlin 2021
- SCHALLER JEAN-MARC, Finanzanalysten-Recht, Die Berufstätigkeit der Finanzanalysten im Rahmen des Privat-, Straf- und Aufsichtsrechts, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2004 (= Schweizer Schriften zum Bankrecht Bd. 79)
- SCHENKER URS/GRAND CAROLINE, Theranos – Ein betrügerisches «Unicorn», GesKR 2021, 472 ff. (zit. GesKR 2021)
- SCHLITT MICHAEL/LANDSCHEIN CARLOS, Prospekthftung – aktuelle Entwicklungen, ZBB 2019, 103 ff. (zit. ZBB 2019)
- SCHLEIFFER PATRICK/FISCHER DAMIAN A., Grenzüberschreitende Platzierungen in die Schweiz, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas, Kapitalmarkttransaktionen VII, Zürich/Basel/Genf 2012, 187 ff. (= EIZ Bd. 131) (zit. Grenzüberschreitende Platzierungen)
- SCHLEIFFER PATRICK/FISCHER DAMIAN A., Prospektfreie Platzierungen, in: Reutter Thomas/Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen V, Zürich/Basel/Genf 2010, 121 ff. (= EIZ Bd. 107) (zit. Prospektfreie Platzierungen)
- SCHLEIFFER PATRICK/REHM CHRISTIAN, Zum Prospekt nach Obligationenrecht, ST 2005, 1021 ff. (zit. ST 2005)
- SCHLEIFFER PATRICK/SCHÄRLI PATRICK, Ausnahmen von der Prospektpflicht unter dem künftigen Finanzdienstleistungsgesetz, GesKR 2018, 1 ff. (zit. GesKR 2018)
- SCHLEIFFER PATRICK/SCHÄRLI PATRICK, Ein Überblick über das künftige Finanzdienstleistungsgesetz und Finanzinstitutsgesetz, GesKR 2014, 343 ff. (zit. GesKR 2014)

- SCHLEIFFER PATRICK/WOLF MATTHIAS, Die Mitwirkung der Gesellschaft bei Sekundärplatzierungen, in: Oertle Matthias *et al.* (Hrsg.), M&A, Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich 2010, 298 ff.
- SCHMID MARCO, Qualifikation des vereinfachten Prospekts nach Art. 5 KAG, Der vereinfachte Prospekt für strukturierte Produkte auf der Schnittstelle zwischen Aufsichtsrecht und Privatrecht, GesKR 2011, 56 ff. (zit. GesKR 2011)
- SCHNYDER ANTON K./BOPP LUKAS, Kollisionsrechtliche Anknüpfung von Prospektpflicht und Prospekthaftung, in: von der Crone Hans Caspar *et al.* (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2004, 391 ff.
- SCHNYDER ANTON K./LIATOWITSCH MANUEL, Internationales Privat- und Zivilverfahrensrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2017
- SCHRAFL ULYSSES CONRADIN, Die Aktien-Emission durch Banken nach schweizerischem Recht, Diss. Bern, Uster 1939
- SCHUCANY EMIL, Kommentar zum schweizerischen Aktienrecht, Schweizerisches Obligationenrecht, 26. und 27. Titel: Die Aktiengesellschaft und Kommanditaktiengesellschaft, unter Hinweis auf die Gerichts- und Verwaltungspraxis für den praktischen Gebrauch, 2. Aufl., Zürich 1960
- SCHÜPPEN MATTHIAS/SCHAUB BERNHARD (Hrsg.), Münchener Anwaltshandbuch Aktienrecht, 4. Aufl., München 2024 (zit. BEARBEITER, in: Schüppen/Schaub)
- SCHULTHESS L., Zur Frage der Verantwortlichkeit des Bankiers bei Raterteilung und Empfehlung von Wertpapieren, ZSR 1929, Heft 3, 283 ff. (zit. ZSR 1929)
- SCHWARK EBERHARD/ZIMMER DANIEL (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar: Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Wertpapierprospektgesetz, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Europäische Marktmissbrauchsverordnung, 5. Aufl., München 2020 (zit. BEARBEITER, in: Schwark/Zimmer)
- SCHWEIZER KARL, Notes, Euronotes, NIFs und RUFs als Finanzierungsmittel für Unternehmen; bankenrechtliche Haftungsprobleme, Diss. Basel, Zürich/St. Gallen 1993 (= SSHW Bd. 143)
- SCHWENZER INGEBORG/FOUNTOULAKIS CHRISTIANA, Schweizerisches Obligationenrecht, Allgemeiner Teil, 8. Aufl., Bern 2020
- SCIERANSKI MATTHIAS, Prognosepublizität börsennotierter Aktiengesellschaften, Diss. Frankfurt am Main, Baden-Baden 2010 (= Recht der Unternehmen und Finanzen Bd. 1)
- SENN MARCEL, Bank und Börse am Zürcher Finanzplatz im 19. Jahrhundert – eine rechts-historische Skizze eines erfolgreichen Lernprozesses, in: von der Crone Hans Caspar *et al.* (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2004, 407 ff.

- SETHE ROLF, Einige kritische Anmerkungen zum geplanten Schweizer Finanzdienstleistungsgesetz, in: Festschrift für Johannes Köndgen, München 2016, 599 ff. (zit. FS Köndgen)
- SETHE ROLF, Das Drittstaatenregime von MiFIR und MiFID II, SZW 2014, 615 ff. (zit. SZW 2014)
- SETHE ROLF/BÖSCH RENÉ/FAVRE OLIVIER/KRAMER STEFAN/SCHOTT ANSGAR (Hrsg.), Schulthess Kommentar, Kommentar zum Finanzdienstleistungsgesetz FIDLEG, Zürich/Basel/Genf 2021 (zit. BEARBEITER, SK FIDLEG, Art. . . . N . . .)
- SETHE ROLF/FAHRLÄNDER LUKAS, Neuerungen im Verantwortlichkeitsrecht, in: Sethe Rolf/Isler Peter R. (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht X, Zürich/Basel/Genf 2020, 199 ff. (= EIZ Bd. 205)
- SETHE ROLF/FAVRE OLIVIER/HESS MARTIN/KRAMER STEFAN/SCHOTT ANSGAR (Hrsg.), Schulthess Kommentar, Kommentar zum Finanzmarktinfrastukturgesetz FinfraG, Zürich/Basel/Genf 2017 (zit. BEARBEITER, SK FinfraG, Art. . . . N . . .)
- SHEIKH SABIR/PROBST PETER, The New Reviewing Body, CapLaw 5/2018, 10 ff. (zit. CapLaw 2018)
- SPECK BEAT D., Privatplatzierungen im Schweizerischen Primärkapitalmarktrecht, Diss. Luzern 2006, Bern 2009 (= SECA Bd. 14)
- SPILLMANN TILL/GIGER ANDREA, Ein modernes Prospektrecht für die Schweiz: Prospektpflicht, Prospektinhalt und Prospekthaftung gemäss dem neuen Finanzdienstleistungsgesetz, GesKR 2019, 182 ff. (zit. GesKR 2019)
- SPILLMANN TILL/MEYER RICHARD, FIDLEG – Prospektregelung, in: Reutter Thomas/Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen X, Zürich/Basel/Genf 2016, 7 ff. (= EIZ Bd. 163)
- SPOERLÉ PHILIP, Basisprospektemissionen, GesKR 2021, 74 ff. (zit. GesKR 2021)
- STEINBERG MARC I., Understanding Securities Law, 7. Aufl., North Carolina 2018
- STAUDLER MELTEM, Die Kausalität von Informationspflichtverletzungen, Am Beispiel der Kapitalanlagegeschäfte, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2021 (= SSFM Bd. 137)
- STRAZZER DANIEL, Die Festübernahme bei der Kapitalerhöhung der Aktiengesellschaft, Diss. Zürich, Zürich 1995 (= Schweizer Schriften zum Bankrecht Bd. 36) (zit. Festübernahme)
- STRAZZER RENÉ, Das öffentliche Übernahmeangebot im Kapitalmarktrecht der Schweiz, Unter besonderer Berücksichtigung des Verhältnisses zwischen Bieter und Aktionär, Diss. Zürich, Zürich 1993 (= Schweizer Schriften zum Bankrecht Bd. 15) (zit. Übernahmeangebot)
- SUTER CLAUDIA, Der Schaden bei der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit, Diss. St. Gallen, Zürich/St. Gallen 2010 (= SSHW Bd. 295)
- SUTTER-SOMM THOMAS, Schweizerisches Zivilprozessrecht, 3. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2017

- TAISCH FRANCO, Privatplacierungen, Insbesondere im Hinblick auf Notes, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 1987 (= SSHW Bd. 101)
- TERCIER PIERRE/AMSTUTZ MARC/TRIGO TRINDADE RITA (Hrsg.), Commentaire Romand, Code des Obligations II, Art. 530–1186 CO, Art. 20–33 LB, ORAb, Avec des introductions à la LFus, et à la LTI, 2. Aufl., Basel 2017 (zit. BEARBEITER, aCR CO II, Art. ... N...)
- TERCIER PIERRE/TRIGO TRINDADE RITA/CANAPA DAMIANO (Hrsg.), Commentaire Romand, Code des Obligations II, Art. 530–1186 CO, Art. 120–141 LIMF avec des introductions à la LFus, et à la LTI, 3. Aufl., Basel 2024 (zit. BEARBEITER, CR CO II, Art. ... N...)
- THÉVENOZ LUC/LIÉGEOIS FABIEN, Les effets nouvelles règles sur la prescription en droit bancaire et financier, SZW 2021, 121 ff. (zit. SZW 2021)
- THÉVENOZ LUC/WERRO FRANZ (Hrsg.), Commentaire Romand, Code des Obligations I, Art. 1–529, 3. Aufl., Genf/Basel 2021 (zit. BEARBEITER, CR CO I, Art. ... N...)
- TSCHÄNI RUDOLF/DIEM HANS-JAKOB/GABERTHÜEL TINO, Öffentliche Kaufangebote, 4. Aufl., Zürich 2020 (zit. Kaufangebote)
- TSCHÄNI RUDOLF/DIEM HANS-JAKOB/WOLF MATTHIAS, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, 3. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2021 (zit. M&A-Transaktionen 2021)
- TSCHÄNI RUDOLF/DIEM HANS-JAKOB/WOLF MATTHIAS, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2013 (zit. M&A-Transaktionen 2013)
- TSCHÄNI RUDOLF/DIEM HANS-JAKOB/WOLF MATTHIAS, Das revidierte Recht der öffentlichen Kaufangebote, GesKR 2009, 87 ff. (zit. GesKR 2009)
- UMBACH PATRICK/WEBER ROLF H., Schadensberechnung in Verantwortlichkeitsprozessen, in: Weber Rolf H. (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht, Zürich/Basel/Genf 2003, 111 ff. (= EIZ Bd. 41)
- VASELLA DAVID, Die Haftung von Ratingagenturen, Ein Beitrag zur Expertenhaftung, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2011 (= ZStP Bd. 236)
- V. FISCHER MARIE, Die Ad hoc-Publizität nach Art. 72 Kotierungsreglement, Unter besonderer Berücksichtigung der Haftungsfrage, Diss. Bern, Bern 1999 (= ASR Bd. 629)
- VOGEL ALEXANDER/HEIZ CHRISTOPH/LUTHIGER RETO, Orell Füssli Kommentar, Kommentar zum Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen und Bundesgesetz über die Finanzinstitute und weitere Erlasse, Zürich 2020 (zit. OFK FIDLEG, Art. ... N...)
- VOGT HANS-UELI, Solidarität in der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit, in: Weber Rolf H./Isler Peter R. (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht IV, Zürich/Basel/Genf 2008, 21 ff. (= EIZ Bd. 87) (zit. Solidarität)
- VOGT HANS-UELI, Der öffentliche Glaube des Handelsregisters, Registerrecht – Vertrauenshaftung – Ökonomie der Information, Diss. Zürich 2001, Zürich/St. Gallen 2003 (= SSHW Bd. 220) (zit. Handelsregister)

- VOGT HANS-UELI/BÄNZIGER MICHAEL, Das Bundesgericht anerkennt die Business Judgment Rule als Grundsatz des schweizerischen Aktienrechts, GesKR 2012, 607 ff. (zit. GesKR 2012)
- VON DER CRONE HANS CASPAR, Aktienrecht, 2. Aufl., Bern 2020 (zit. Aktienrecht)
- VON DER CRONE HANS CASPAR, Haftung und Haftungsbeschränkung in der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit, SZW 2006, 2 ff. (zit. SZW 2006)
- VON DER CRONE HANS CASPAR/MONSCH MARTIN/MEISSER LUZIUS, Aktien-Token, GesKR 2019, 1 ff. (zit. GesKR 2019)
- VON DER CRONE HANS CASPAR/NÄNNI MATTHIAS/SIBBERN ERIC, Bankaufsichtsrechtliche und vertragsrechtliche Aspekte von IPOs, in: Emmenegger Susan (Hrsg.), Bankhaftungsrecht, Basel 2006, 141 ff.
- VON DER CRONE HANS CASPAR/PROJER KASPAR, Privatplatzierung, Crowdfunding, OTC-Handel, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity V, Zürich/Basel/Genf 2016, 19 ff. (= EIZ Bd. 175)
- VON JEINSEN ALEXANDER, IPO vs. ICO, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarktrecht – Recht und Transaktionen XIV, Zürich/Basel/Genf 2019, 33 ff. (= EIZ Bd. 196)
- VRACA ALEXANDRA, Les actions à l'épreuve des droits-valeurs inscrits, Diss. Freiburg, Zürich/Genf 2024 (= AISUF Bd. 446)
- WAGNER KLAUS-R., Zur Problematik von Kausalität und Schaden bei langfristigen Kapitalanlagen, NZG 2003, 897 ff. (zit. NZG 2003)
- WALLER STEFAN, Das Underwriting Agreement, Grundlagen der vertraglichen Regelung öffentlicher Aktienplatzierungen, Diss. Zürich 2009, Zürich/Basel/Genf 2010 (= SSFM Bd. 94)
- WALTER HANS PETER, Vertrauenshaftung im Umfeld des Vertrages, ZBJV 132/1996, 273 ff. (zit. ZBJV 1996)
- WATTER ROLF, Die Informationsversorgung des Aktionärs – insbesondere die SWX-Richtlinie betr. Information zur Corporate Governance, in: Bühler Christoph B. (Hrsg.), Informationspflichten des Unternehmens im Gesellschafts- und Börsenrecht, Bern 2003, 33 ff. (= SSPHW Bd. 68) (zit. Informationsversorgung)
- WATTER ROLF, Die Festübernahme von Aktien, speziell beim «Initial Public Offering», in: von Büren Roland (Hrsg.), Aktienrecht 1992–1997: Versuch einer Bilanz. Zum 70. Geburtstag von Rolf Bär, Bern 1998, 387 ff. (zit. Festübernahme)
- WATTER ROLF, Investorenschutz im Kapitalmarktrecht, AJP 1997, 269 ff. (AJP 1997)
- WATTER ROLF, Prospekt(haft)pflicht heute und morgen, AJP 1992, 48 ff. (zit. AJP 1992)
- WATTER ROLF, Prospektpflicht und Prospekthaftpflicht, ST 1991, 669 ff. (zit. ST 1991)
- WATTER ROLF/BAHAR RASHID (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz (FINMAG) und Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG), 3. Aufl., Basel 2019 (zit. BEARBEITER, BSK FinfraG, Art. ... N...)

- WATTER ROLF/DUBS DIETER, Organverhaltens- und Organhaftungsregelung im Börsenrecht, AJP 1998, 1308 ff. (zit. AJP 1998)
- WATTER ROLF/REUTTER THOMAS, Rechtsprobleme beim IPO, in: Watter Rolf (Hrsg.), Rechtsfragen beim Börsengang von Unternehmen, Zürich/Basel/Genf 2002, 1 ff. (= EIZ Bd. 36)
- WATTER ROLF/VOGT HANS-UELI (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II, Art. 530–964/ OR inkl. Schluss- und Übergangsbestimmungen, 6. Aufl., Basel 2024 (zit. BEARBEITER, BSK OR II, Art. ... N...)
- WATTER ROLF/VOGT NEDIM PETER/BAUER THOMAS/WINZELER CHRISTOPH (Hrsg.), Basler Kommentar, Bankengesetz (BankG), 2. Aufl., Basel 2013 (zit. BEARBEITER, BSK BankG, Art. ... N...)
- WEBER ANNETTE/WILDBERGER JANA GESINE, Die Prüfstelle im Prospektrecht nach FIDLEG, GesKR 2023, 20 ff. (zit. GesKR 2023)
- WEBER ROLF H., Prospekthaftpflicht in der Praxis, Zum Entscheid Bond-Anleihen/BHF-Bank des Landgerichts Frankfurt, SZW 1993, 55 ff. (zit. SZW 1993)
- WEBER ROLF H./EMMENEGGER SUSAN, Berner Kommentar, Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht, Allgemeine Bestimmungen, Die Folgen der Nichterfüllung, Art. 97–109 OR, 2. Aufl., Bern 2020 (zit. WEBER/EMMENEGGER, BK OR, Art. ... N...)
- WEBER ROLF H./SETHE ROLF, Äquivalenz als Regelungskriterium im Finanzmarktrecht, SJZ 110/2014, 569 ff. (zit. SJZ 2014)
- WEBER PHILIPPE/CANDREIA PHILIPP, Dual Track Transaktionen, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XXI, Zürich/Basel/Genf 2019, 69 ff. (= EIZ Bd. 193)
- WERLEN THOMAS, Konzeptionelle Grundlagen des schweizerischen Kapitalmarktrechts, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 1994 (= SSBR Bd. 23) (zit. Grundlagen)
- WERLEN THOMAS, Die Neuregelung des europäischen Primärkapitalmarktrechts durch die Prospekttrichtlinie, Anstoss zur Revision des schweizerischen Primärkapitalmarktrechts?, in: von der Crone Hans Caspar *et al.* (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zürich 2004, 453 ff. (zit. Prospekttrichtlinie)
- WIBMER JEANNETTE K. (Hrsg.), Orell Füssli Kommentar, Aktienrecht – Aktiengesellschaft, Rechnungslegungsrecht, VegüV, GeBüV, VASR, Zürich 2016 (zit. BEARBEITER, OFK Aktienrecht, Art. ... N...)
- WIEGAND WOLFGANG, Ad hoc-Publizität und Schadenersatz, in: Margelisch Claude-Alain/Winzeler Christoph (Hrsg.), Freiheit und Ordnung im Kapitalmarktrecht, Festgabe für Jean-Paul Chapuis, Zürich 1998, 143 ff.
- WIDMER LÜCHINGER CORINNE/OSER DAVID (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, 7. Aufl., Basel 2020 (zit. BEARBEITER, BSK OR I, Art. ... N...)

- WILHELMI RÜDIGER/KUSCHNEREIT ROUVEN, Die zivilrechtliche Haftung für Basisinformationsblätter nach Art. 11 Abs. 2 PRIIP-VO als eigenständige Anspruchsgrundlage des EU-Rechts, ZBB 2018, 288 ff. (zit. ZBB 2018)
- WOLF MATTHIAS, Blocktrades, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen VI, Zürich/Basel/Genf 2011, 1 ff. (= EIZ Bd. 115)
- ZBINDEN DANIEL, Börsenrechtliche Aspekte eines Initial Public Offering (IPO) in der Schweiz, Diss. St. Gallen, Bamberg 2003
- ZELLWEGER-GUTKNECHT CORINNE, FIDLEG, FINIG und FINFRAG – Gedanken zur Haftung für standardisierte Information gemäss den Vorentwürfen, in: Fuhrer Stephan (Hrsg.), Jahrbuch SGHVR 2014, Zürich 2014, 109 ff.
- ZIEGLER ADOLF, Berner Kommentar, Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht, Anlehensobligationen, Art. 1157–1186, Bern 1950 (zit. ZIEGLER, BK OR)
- ZOBL DIETER/ARPAGAU RETO, Aktuelle Probleme des Primärmarktes – Ein Überblick, SZW 1995, 244 ff. (zit. SZW 1995)
- ZOBL DIETER/ARPAGAU RETO, Zur Prospekt-Prüfungspflicht der Banken bei Emissionen, in: Walder Hans Ulrich/Jaag Tobias/Zobl Dieter (Hrsg.), Aspekte des Wirtschaftsrechts, Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1994, Zürich 1994, 195 ff. (zit. Prüfungspflicht)
- ZOBL DIETER/KRAMER STEFAN, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich/Basel/Genf 2004
- ZOBL DIETER/SCHWOB RENATE/WEBER ROLF H./WINZELER CHRISTOPH/KAUFMANN CHRISTINE/KRAMER STEFAN (Hrsg.), Schulthess Kommentar, Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen, Zürich 2015 (zit. BEARBEITER, Komm.-BankG)
- ZULAUF URS/KUHN HANS, Finanzmarktrecht, 2. Aufl., Zürich/St. Gallen 2021
- ZÜRCHER WOLFGANG, Die Pflicht zur Aktualisierung des Prospektes während der Zeichnungsfrist beim Börsengang, SZW 2006, 127 ff. (zit. SZW 2006)

Materialienverzeichnis und Verzeichnis weiterer amtlicher Publikationen

Hinweise: Dieses Verzeichnis ist thematisch strukturiert. Innerhalb eines Themas sind die einzelnen Angaben umgekehrt chronologisch sortiert.

FIDLEG/FINIG

Parlamentarische Initiative, Finanzmarktinfrastrukturgesetz, Bestrafung im Fall von unwahren oder unvollständigen Angaben in öffentlichen Kaufangeboten, Bericht der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrates vom 14. November 2022, BBl 2023 723 (zit. Bericht öffentliche Kaufangebote)

EFD, Erläuterungen zur Finanzdienstleistungsverordnung (FIDLEV), Finanzinstitutsverordnung (FINIG) und Aufsichtsorganisationenverordnung (AOV) vom 6. November 2019 (zit. Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019)

EFD, Ergebnisbericht zum Vernehmlassungsverfahren zur Finanzdienstleistungsverordnung (FIDLEV), Finanzinstitutsverordnung (FINIG) und Aufsichtsorganisationenverordnung (AOV) vom 6. November 2019 (zit. Ergebnisbericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019)

Protokoll der Sitzungen der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrates vom 26.–27. 3. 2018, Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und Finanzinstitutsgesetz (FINIG) (zit. Protokoll WAK-N, Sitzungen vom 26.–27. 3. 2018)

Protokoll der Sitzung der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Ständerates vom 2. 11. 2017, Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und Finanzinstitutsgesetz (FINIG) (zit. Protokoll WAK-S, Sitzung vom 2. 11. 2017)

Protokoll der Sitzungen der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Ständerates vom 16.–17. 10. 2017, Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und Finanzinstitutsgesetz (FINIG) (zit. Protokoll WAK-S, Sitzungen vom 16.–17. 10. 2017)

Protokoll der Sitzungen der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrates vom 19.–20. 6. 2017, Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und Finanzinstitutsgesetz (FINIG) (zit. Protokoll WAK-N, Sitzungen vom 19.–20. 6. 2017)

Protokoll der Sitzungen der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrates vom 3.–4. 4. 2017, Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und Finanzinstitutsgesetz (FINIG) (zit. Protokoll WAK-N, Sitzungen vom 3.–4. 4. 2017)

Protokoll der Sitzungen der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrates vom 23.–24. 1. 2017, Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und Finanzinstitutsgesetz (FINIG) (zit. Protokoll WAK-N, Sitzungen vom 23.–24. 1. 2017)

- Protokoll der Sitzung der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Ständerates vom 27.–28.6.2016, Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und Finanzinstitutsgesetz (FINIG) (zit. Protokoll WAK-S, Sitzungen vom 27.–28.6.2016)
- Protokoll der Sitzung der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Ständerates vom 25.–26.1.2016, Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und Finanzinstitutsgesetz (FINIG) (zit. Protokoll WAK-S, Sitzungen vom 25.–26.1.2016)
- Bundesrat, Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG) vom 4. November 2015, BBl 2015 8901 ff. (zit. Botschaft FIDLEG/FINIG)
- Bundesrat, Entwurf zum Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG) vom 4. November 2015, BBl 2015 9093 ff. (zit. E-FIDLEG)
- EFD, Bericht des Eidgenössischen Finanzdepartements über die Vernehmlassungsergebnisse zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und Finanzinstitutsgesetz (FINIG) vom 13. März 2015 (zit. Vernehmlassungsergebnisse FIDLEG/FINIG 2015)
- EFD, Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (FIDLEG), Bundesgesetz über die Finanzinstitute (FINIG), Erläuternder Bericht zur Vernehmlassungsvorlage vom 25. Juni 2014 (zit. Erläuterungen VE-FIDLEG/FINIG 2014)
- EFD, Vorentwurf zum Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG) vom 25. Juni 2014 (zit. VE-FIDLEG)
- EFD, Erläuternder Bericht zur Vernehmlassungsvorlage FIDLEG und FINIG vom 25. Juni 2014 (zit. Erläuterungsbericht VE-FIDLEG/FINIG)
- EFD, Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG), Stossrichtungen möglicher Regulierung, Anhörungsbericht vom 18. Februar 2013 (zit. Anhörungsbericht FIDLEG 2013)

OR

- Bundesrat, Botschaft über die Revision des Aktienrechts vom 23. Februar 1983, BBl 1983 II 745 ff. (zit. Botschaft Aktienrechtsrevision 1983)
- Bundesrat, Botschaft des Bundesrates an die Bundesversammlung zu einem Gesetzesentwurf über die Revision der Titel XXIV bis XXXIII des schweizerischen Obligationenrechts vom 21. Februar 1928, BBl 1928 I 205 ff. (zit. Botschaft OR 1928)
- Bundesrat, Botschaft des Bundesrates an die Bundesversammlung zu einem Gesetzesentwurf betreffend die Ergänzung des Entwurfes eines schweizerischen Zivilgesetzbuches durch Anfügung des Obligationenrechtes und der Einführungsbestimmungen vom 3. März 1905, BBl 1905 II 1 ff. (zit. Botschaft OR 1905)

Rundschreiben und sonstige Publikationen der FINMA

- FINMA, Rundschreiben 2013/9 vom 28. August 2013, Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen, Vertrieb im Sinne der Gesetzgebung über die kollektiven Kapitalanlagen (zit. FINMA-RS 2013/9)
- FINMA, Positionspapier Vertriebsregeln vom 24. Februar 2012, Regulierung der Produktion und des Vertriebs von Finanzprodukten (zit. FINMA-PP-Vertriebsregeln)
- FINMA, FIDLEG-Umsetzung: FINMA-Zulassung der Prospektprüfstellen, Medienmitteilung vom 28. Mai 2020, abrufbar unter <<https://www.finma.ch/de/news/2020/05/2000528-mm-prospektpruefstellen/>> (zuletzt besucht am 3. 6. 2023)

Sonstige Materialien

- SIX Exchange Regulation AG, Liste Tatsachen Nachträge ohne Genehmigung gemäss Art. 56 Abs. 4 FIDLEG, abrufbar unter <<https://www.ser-ag.com/de/topics/prospectus-office.html>> (zuletzt besucht 10.2.2023)
- SIX Swiss Exchange AG, Merkblatt «Fast and Easy Access to the Swiss Debt Capital Market with a Foreign Approved Prospectus» vom 29. November 2021, verfügbar unter <<https://www.six-group.com/de/products-services/the-swiss-stock-exchange/listing/download-center.html>> (zuletzt besucht am 14.3.2022) (zit.: SIX, Ausländische Projekte)
- BX Swiss AG, Reglement der Prüfstelle, Version vom 20. Juli 2020, verfügbar unter: <<https://www.regservices.ch/regulieren-pruefstelle/>> (zuletzt besucht am 4. 4. 2023)
- Bundesrat, Nachhaltigkeit im Finanzsektor, Eine Auslegeordnung und Positionierung mit Fokus auf Umweltaspekte, Bericht des Bundesrates vom 24. Juni 2020, verfügbar unter <<https://www.news.admin.ch/news/message/attachments/61902.pdf>> (zuletzt besucht am 30. 6. 2023) (zit. Nachhaltigkeit)
- SIX Exchange Regulation AG, Kriterien für Kohärenz und Vollständigkeit, Version vom 1. Juni 2020, verfügbar unter <<https://www.ser-ag.com/dam/downloads/regulation/prospectus-office/20200522-criteria-coherence-comprehensibility-de.pdf>> (zuletzt besucht am 4. 4. 2023)
- European Securities and Markets Authority Final Report with regard to the consultation on technical advice under the Prospectus Regulation ESMA31-62-800 of 28 March 2018 (zit. ESMA Bericht vom 28.3.2018)
- Bundesrat, Botschaft zum Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register (DLT) vom 27. November 2017, BBl 2020 233 ff. (zit. Botschaft DLT)
- Parlament, Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrates, Medienmitteilung vom 5. April 2017, verfügbar unter <<https://www.parlament.ch/press-releases/Pages/mm-wak-n-2017-04-05.aspx>> (zuletzt besucht am 24.4.2023)

Materialienverzeichnis und Verzeichnis weiterer amtlicher Publikationen

VAT Group AG, IPO Launch März 2016, Medienmitteilung vom 31. März 2016, abrufbar unter <https://ir.vatvalve.com/en/news> (zuletzt besucht am 19.1.2023)

Bundesrat, Botschaft zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) vom 3. September 2014, BBl 2014 7483 ff. (zit. Botschaft FinfraG)

Bundesrat, Botschaft zum Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz) vom 23. September 2005, BBl 2005 6395 ff. (zit. Botschaft KAG)

Bundesrat, Botschaft zum revidierten Bundesgesetz über die Anlagefonds (Anlagefondsgesetz, AFG) vom 14. Dezember 1992, BBl 1992 I 217 ff. (zit. Botschaft AFG)

Einleitung

Nach der globalen Finanzkrise im Jahr 2007 identifizierte die FINMA verschiedene Regulierungsdefizite im Schweizer Kapitalmarktrecht.¹ Es wurden insbesondere markante Mängel beim schweizerischen Prospektrecht festgestellt, das durch uneinheitliche und unvollständige Prospektpflichten und Prospekthaftungsnormen geprägt war.²

Die Bestimmungen, die sich nach bisheriger Rechtslage mit der Prospekthaftung im Primärmarktrecht befassten, waren diejenigen im Obligationenrecht (Art. 752 und Art. 1156 Abs. 3 aOR) und in Spezialgesetzen (z.B. Art. 145 KAG). Dies führte zu einem unübersichtlichen *Patchwork*³ verschiedener Prospekthaftungsnormen, wobei für die Anwendung der einzelnen Normen einerseits auf die Rechtsform des Emittenten, andererseits auf die Gattung der Finanzinstrumente abgestellt wurde. Zudem war die Auslegung dieser Bestimmungen mangels Gerichtsentscheiden und einheitlicher Lehre in vielen Punkten umstritten.⁴

Mit dem am 1. Januar 2020 in Kraft getretenen FIDLEG wurden die Art. 752 und Art. 1156 Abs. 3 aOR aufgehoben und durch Art. 69 FIDLEG ersetzt. Bei der Transponierung der Prospekthaftung ins FIDLEG führte der Gesetzgeber diverse Änderungen ein: Art. 69 Abs. 1 FIDLEG enthält neu eine einheitliche Haftungsgrundlage für zivilrechtliche Ansprüche im Zusammenhang mit mangelhaften Prospekten, Basisinformationsblättern und ähnlichen Mitteilungen. Separat geregelt sind Haftungserleichterungen für die Zusammenfassung des Prospekts (Art. 69 Abs. 2 FIDLEG) und für Angaben zu wesentlichen Perspektiven (Art. 69 Abs. 3 FIDLEG).

¹ Anhörungsbericht FIDLEG 2013, 3; BÖSCH, ZSR 2016, 82; BÖSCH, SZW 2018, 452; siehe auch EGGEN, SZW 2010, 203 f.

² Die unterschiedlichen Prospektvorschriften führten zudem zu verschiedenen Haftungsvoraussetzungen für Emittenten und weitere Personen, die an der Erstellung eines Prospekts mitgewirkt hatten (FINMA-PP-Vertriebsregeln, 7 f.).

³ Siehe BÖSCH, SK FIDLEG, Vor Art. 35 N 2.

⁴ Aufgrund einer ungünstigen Beweissituation war es für Anleger zudem schwierig, mit Prospekthaftungsklagen vor Gericht durchzudringen. Die FINMA schlug für die Neuregelung der Prospekthaftung deshalb eine Beweislastumkehr im Bereich des Kausalzusammenhangs vor, wobei die Kausalität zwischen einer unzutreffenden Äusserung im Prospekt und der Schädigung des Kunden vermutet werden sollte (Anhörungsbericht FIDLEG 2013, 14 f.).

- 4 Ziel dieser Arbeit ist es, die Anspruchsvoraussetzungen der Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG auszulegen. Dazu werden einerseits die Änderungen analysiert, die mit der Überführung und Neuregelung der Prospekthaftung im FIDLEG einhergehen. Andererseits wird versucht, die im bisherigen Recht ungeklärten Auslegungsfragen im neuen kapitalmarktrechtlichen Kontext des FIDLEG zu beantworten. Da man mit der Neugestaltung des schweizerischen Prospektrechts auch eine Harmonisierung mit dem europäischen Prospektrecht anstrebte,⁵ können die Regelungen der Europäischen Union und Deutschlands als Auslegungshilfen beigezogen werden, sofern dies bei einzelnen Anspruchsvoraussetzungen sinnvoll erscheint.⁶ Dadurch kann zusätzlich festgestellt werden, bei welchen Anspruchsvoraussetzungen eine Angleichung an das europäische Recht stattgefunden hat und wo immer noch Differenzen bestehen.⁷
- 5 Die vorliegende Arbeit befasst sich mit dem materiellen Recht. Prozessuales und Fragen im Zusammenhang mit den Kollisionsnormen des internationalen Privatrechts werden ausgeklammert. Es wird dazu auf die umfangreiche Spezialliteratur verwiesen.⁸ Kein Bestandteil dieser Arbeit sind die neu geschaffene Strafbestimmung von Art. 90 FIDLEG und die spezialgesetzliche Haftungsnorm von Art. 145 KAG.
- 6 Diese Arbeit ist in drei Teile gegliedert. Im ersten Teil werden die Grundlagen gelegt, die für die Auslegung der Anspruchsvoraussetzungen der Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG notwendig sind. Im zweiten Teil werden die einzelnen Anspruchsvoraussetzungen der Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG ausgelegt und mit der bisherigen Regelung im aOR verglichen. Dazu wird zunächst der Anwendungsbereich umrissen, bevor die anspruchsberechtigten und anspruchsver-

⁵ Siehe Botschaft FIDLEG/FINIG, 8971, wonach sich die Prospektspflichten im FIDLEG in weiten Zügen an der damals geltenden EU-Prospektrichtlinie orientieren würden, ohne diese aber «unkritisch und unverändert zu übernehmen»; siehe auch SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 182 f.; kritisch dazu BÖSCH, SK FIDLEG, Vor Art. 35 N 13 ff.

⁶ Neben dem europäischen und deutschen Recht wird auch das US-amerikanische Recht in die Rechtsvergleichung miteinbezogen.

⁷ Aufgrund der unüberblickbaren Menge an ausländischer Literatur werden für die rechtsvergleichenden Überlegungen nur Standardwerke verarbeitet. Dagegen soll die gesamte schweizerische Literatur zur Prospekthaftung berücksichtigt werden.

⁸ Siehe ausführlich KONDOROSY, 91 ff.; SCHLEIFFER/FISCHER, Grenzüberschreitende Platzierungen, 191 f.; SCHNYDER/BOPP, 397 ff.; VISCHER/WEIBEL, ZK IPRG, Art. 156 N 1 ff.; WATTER/ROTH PELLANDA, BSK IPRG, Art. 156 N 1 ff.; siehe auch KREN KOSTKIEWICZ, Rz 2963 ff.; SCHNYDER/LIATOWITSCH, Rz 883.

pflichteten Personen erläutert werden. Alsdann erfolgt eine Auseinandersetzung mit den allgemeinen Anspruchsvoraussetzungen der Prospekthaftung, namentlich der Widerrechtlichkeit, dem Schaden, dem Kausalzusammenhang und dem Verschulden. Schliesslich werden die Möglichkeit eines Haftungsausschlusses und die Verjährung des Prospekthaftungsanspruchs untersucht. In einem dritten Teil werden die wichtigsten Erkenntnisse zusammengefasst.

1. Teil: Grundlagen

Im ersten Teil dieser Arbeit sollen die *Grundlagen* für die Auslegung der Anspruchsvoraussetzungen der Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG herausgearbeitet werden. Zunächst wird die Entwicklung der Prospekthaftung in der Schweiz dargestellt (§ 1). Danach werden die Stellung von Art. 69 FIDLEG im Normengefüge des FIDLEG sowie die Funktionen und der Normzweck erläutert (§ 2). Darauf folgt eine Aufarbeitung der Rechtsnatur der Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG (§ 3). Schliesslich werden die Grundzüge der neuen Prospektspflicht im FIDLEG erörtert (§ 4).

§ 1 Entwicklung der Prospekthaftung in der Schweiz

Damit die *Unterschiede* zwischen dem bisherigen und dem neuen Haftungsregime 8
sichtbar werden, sind der Ursprung der schweizerischen Prospekthaftungsnorm im
OR sowie die Neuregelung im FIDLEG aufzuzeigen.⁹ Im Folgenden wird deshalb
ein Überblick über die Entstehungsgeschichte gegeben.

I. Entwicklung der Prospekthaftung im Obligationenrecht

A. Ursprung des Prospektrechts

Die Entwicklung des Prospektrechts in Kontinentaleuropa¹⁰ ist eng mit dem Auf- 9
kommen der Aktiengesellschaft als Rechtsform für Handelsgesellschaften ver-
knüpft.¹¹ Prospekte¹² waren zunächst ein *reines Werbemittel zur Finanzierung von
Handelsgesellschaften*.¹³ Zweck eines Prospekts war es, den potenziellen Anle-
gern gewinnbringende Spekulationspapiere anzupreisen, um dadurch der Gesell-
schaft eine erfolgreiche Emission zu sichern. Den Anlegern wurden dabei hohe
Renditen in Form von Dividenden versprochen, jedoch legte man den Anlegern

⁹ Da sich der Gesetzgeber bei der Ausarbeitung von Art. 69 FIDLEG an der Vorgänger-
norm von Art. 752 aOR orientierte, konzentriert sich die nachfolgende Darstellung auf
die Entwicklung von Art. 752 aOR. Die übrigen altrechtlichen Prospekthaftungs-
normen werden nur überblicksmässig dargestellt.

¹⁰ Für einen Überblick über die Entwicklung des Prospektrechts im US-amerikanischen
Recht siehe ASSMANN, Prospekthaftung, 93 ff.; BÖSCH, SZW 2018, 455 f.; COX/
HILLMAN/LANGEVOORT, 5 ff.; HAZEN, 14 ff.

¹¹ ASSMANN, Prospekthaftung, 39 ff.; ERB, 53 f.; die Gründung der ersten Börse in
Zürich im Jahr 1877 hing ebenfalls mit den ersten Aktienrechtsgesetzen (und dem
Eisenbahnbau) zusammen (siehe SENN, 412).

¹² Zunächst noch als Programm, Publikation, Einladung, Projekt oder Bedingungen
bezeichnet, setzte sich der Begriff «Prospekt» ab dem Jahr 1860 allgemein durch
(ERB, 53).

¹³ NEIDHART, 1 f., mit unterhaltsamen Beispielen wie etwa dem Prospekt, der für eine
«Gesellschaft zur Erforschung der Goldberge aus purem Gold» warb; siehe aber auch
ASSMANN, Prospekthaftung, 42, der zu Recht darauf hinweist, dass nicht der völlig
übertriebene Prospektinhalt, sondern vielmehr die fehlende staatliche Kontrolle der
Gründung einer Aktiengesellschaft das Problem war.

keine verlässlichen Finanzzahlen vor.¹⁴ In Deutschland bot sich erstmals im Jahr 1857 anlässlich des «Lucca-Pistoja-Aktienstreits» den Gerichten die Möglichkeit, die rechtliche Natur des Prospekts und die Haftung für unrichtige und unvollständige Prospektangaben zu erörtern.¹⁵

- 10 In der Schweiz waren Prospekte schon zu Beginn des 19. Jahrhunderts weit verbreitet, ohne jedoch gesetzlich geregelt zu sein.¹⁶ Erst im Nachgang zum Lucca-Pistoja-Aktienstreit und dem Zusammenbruch mehrerer Schweizer Banken kam es zu einer gesetzlichen Verankerung des Prospektrechts.¹⁷ Man wollte insbesondere eine vollständige, zeitnahe und korrekte Information der Anleger bei der Gründung einer Aktiengesellschaft oder einer späteren Emission sicherstellen.¹⁸ Das erste gesamtschweizerische Obligationenrecht aus dem Jahr 1881 statuierte unter dem fünften Titel «Verantwortlichkeit» des Aktienrechts eine *Haftung für*

¹⁴ Siehe zum Gesagten LANG, 1 f.; NEIDHART, 3 f.; aus US-amerikanischer Sicht war der Höhepunkt des Marktversagens mit der Weltwirtschaftskrise von 1929 erreicht (COFFEE/SALE/TODD HENDERSON, 4 f.; COX/HILLMAN/LANGEVOORT, 5; HAZEN, 16 f.). Dies ebnete den Weg für das erste grosse Gesetzespaket zur Regulierung des Kapitalmarkts, dem «Federal Securities Act of 1933». Die zuständige Bundesbehörde schätzte das Versagen des Kapitalmarkts folgendermassen ein: In den 1920er-Jahren zirkulierten im US-amerikanischen Kapitalmarkt Wertschriften im Umfang von ca. USD 50 Mia. Die Hälfte dieser Wertschriften im Umfang von ca. USD 25 Mia. stellten sich als komplett wertlos heraus, was insbesondere die Sparer aus finanziell schwächeren Bevölkerungsschichten sehr hart traf (siehe zum Gesagten COFFEE/SALE/TODD HENDERSON, 4 f. und Fn 1; COX/HILLMAN/LANGEVOORT, 5 f.).

¹⁵ Die Bank Goldschmidt in Frankfurt liess 1853 ein «Einladungsprogramm» verbreiten, worin sie erklärte, die toskanische Regierung habe einen Unternehmer dazu beauftragt, eine Eisenbahnlinie von Lucca nach Pistoja zu errichten. Die vom Unternehmer gegründete Gesellschaft sollte dazu eine Anleihe von 5,25 Mio. Lire Prioritätsaktien aufnehmen. Die Bahnstrecke wurde nie fertiggestellt und die Aktiengesellschaft geriet in Konkurs. Die Ausgabe der Aktien war an eine bedingte staatliche Garantie gebunden, die jedoch nur galt, sofern die Bahnstrecke innerhalb von zwei Jahren abgeschlossen wäre. Die Bank Goldschmidt forderte ihre Kunden und andere Banken zur Zeichnung der Aktien auf und verteilte dazu Zeichnungslisten, ohne im Prospekt auf die Begrenzung der Staatsgarantie hinzuweisen. In der Folge verlangten die Anleger vom Bankhaus Schadenersatz wegen unrichtiger und unvollständiger Angaben im Prospekt (zum Ganzen ASSMANN, Prospekthaftung, 48 f.; NEIDHART, 7).

¹⁶ Ausführliche Prospekte wurden etwa für die Gründung von Aktiengesellschaften zum Bau von Eisenbahnen veröffentlicht (NEIDHART, 9); siehe auch LANG, 1 f.; siehe zu den ersten Börsengründungen in Genf, Basel und Zürich in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts SENN, 410 ff.

¹⁷ NEIDHART, 11; siehe auch ERB, 54.

¹⁸ Siehe KOWALEWSKI, 1001; SPECK, 148.

unwahre Angaben in Prospekten und Zirkularen, die bei der Gründung einer Aktiengesellschaft oder einer späteren Emission von Aktien oder Obligationen gemacht wurden:¹⁹

Art. 671 OR

«Wer bei der Gründung einer Aktiengesellschaft tätig war, haftet sowohl der Gesellschaft selbst als den einzelnen Aktionären und Gesellschaftsgläubigern für Schadenersatz:

1) wenn er wißentlich unwahre Angaben in Prospekten oder Zirkularen gemacht oder verbreitet hat;

[...]

Art. 672 OR

«Hat eine bereits konstituierte Aktiengesellschaft eine Emission von Aktien oder Obligationen, sei es für eigene Rechnung oder für Rechnung Dritter, vorgenommen, so haftet Jeder, welcher dabei tätig war, den einzelnen Aktionären oder Obligationären für Schadenersatz, wenn er wißentlich unwahre Angaben in Prospekten oder Zirkularen gemacht oder verbreitet hat.»

Die in Art. 671 aOR aufgestellten Pflichten wurden dabei «im Interesse [des] 11 Publikums eingeführt».²⁰ Hervorzuheben ist auch die damals geltende Einschränkung der Haftung auf vorsätzliche Pflichtverletzungen («[...] wenn er wißentlich unwahre Angaben [...] gemacht oder verbreitet hat.»). Diese Einschränkung ist dogmatisch darauf zurückzuführen, dass der Prospekt zunächst als Rat aufgefasst wurde und die Haftung für Rat auf Vorsatz beschränkt war.²¹ Die Einschränkung des Verschuldens auf Vorsatz wurde in der Lehre kritisiert und mit der Revision von 1936 schliesslich fallen gelassen.²²

Die Revision des Obligationenrechts im Jahr 1911 führte zu keiner Änderung der 12 Art. 671 und Art. 672.²³

Die Bestimmungen der Prospekthaftung wurden erst anlässlich der Revision des 13 Obligationenrechts von 1936 umfassend überarbeitet. Aus systematischer Sicht

¹⁹ BBl 1881 III 109, 255 f.; siehe auch NEIDHART, 11.

²⁰ BGE 32 II 273 E. 4, 278; siehe auch ZELLWEGER-GUTKNECHT, 113.

²¹ JUCKER, Fn 15; Schädigungsabsicht war aber unter Art. 671 aOR nicht erforderlich, jedoch schloss fahrlässiges Nichtwissen die Haftung aus (ZELLWEGER-GUTKNECHT, 113).

²² JUCKER, 69 f.

²³ Vgl. ZELLWEGER-GUTKNECHT, 114.

kam es zu einer Trennung der Gründerhaftung (Art. 753 aOR 1936) von der Prospekthaftung (Art. 752 aOR 1936). Begründet wurde dies in zweierlei Hinsicht: Einerseits könne der Tatbestand der unwahren Angaben in Prospekten und Zirkularen nicht nur bei der Gründung, sondern auch bei der späteren Ausgabe von Aktien und Obligationen eintreten. Andererseits liege ein wichtiger Unterschied der beiden Haftungen darin, dass bei der Prospekthaftung ein direkter Schaden des Anlegers und nicht ein Schaden der Gesellschaft (wie bei der Gründerhaftung) vorliege.²⁴ Die neuen Bestimmungen erhielten je einen Randtitel.²⁵ Die folgenreichste Änderung war die Ausweitung der Haftung auf *fahrlässige Pflichtverletzungen*, denn zuvor waren nur vorsätzliche Pflichtverletzungen erfasst.²⁶ Hintergrund dieser Änderung war eine allgemeine Verschärfung der aktienrechtlichen Haftungsbestimmungen, die nicht unbestritten war.²⁷ Die neu gefasste Haftungsbestimmung lautete wie folgt:²⁸

Art. 752 OR Prospekthaftung

«Sind bei der Gründung einer Aktiengesellschaft oder bei der Ausgabe von Aktien oder Obligationen in Prospekten oder Zirkularen oder ähnlichen Kundgebungen unrichtige oder den gesetzlichen Erfordernissen nicht entsprechende Angaben gemacht oder verbreitet worden, so haftet jeder, der absichtlich oder fahrlässig dabei mitgewirkt hat, den einzelnen Aktionären oder Obligationären für den dadurch verursachten Schaden.»

B. Erweiterung der obligationenrechtlichen Prospekthaftung

- 14 Mit der Revision des Obligationenrechts im Jahr 1936 kam es zu einem weiteren wichtigen Schritt bei der Kodifikation des schweizerischen Prospektrechts: Mit der Bestimmung von Art. 1156 aOR wurde ein *rechtsformunabhängiger Prospektzwang bei der Ausgabe von Anleihsenobligationen* eingeführt. Dies war notwendig, weil die bisherige Prospektspflicht nur bei einer Anleihsenemission durch eine

²⁴ Siehe zum Gesagten Botschaft OR 1928, 264 f.

²⁵ Die Bestimmungen der dritten Abteilung des OR betreffend Handelsgesellschaften, Wertpapiere und Geschäftsfirmer erhielten bei der Zusammenführung von ZGB und OR im Jahr 1911 – im Gegensatz zu den ersten beiden Abteilungen des OR – keine Randtitel (siehe BBl 1911 II 355, 527 ff.; siehe auch Botschaft OR 1905, 4).

²⁶ ZELLWEGER-GUTKNECHT, 114.

²⁷ Botschaft OR 1928, 265; siehe Votum THALMANN, StenBull 1931, 613 f.; JUCKER, 69 f. m.w.H.

²⁸ Siehe BBl 1936 III 605, 655.

Aktiengesellschaft zur Anwendung gelangte.²⁹ Für den Gesetzgeber war jedoch klar, dass es nicht gerechtfertigt war, «etwa nur für die Aktiengesellschaft den Prospektzwang einzuführen».³⁰ Die entsprechende Haftungsbestimmung in Art. 1156 aOR hatte folgenden Wortlaut:³¹

Art. 1156 OR

«[. . .]

Sind Obligationen ohne Zugrundelegung eines diesen Vorschriften entsprechenden Prospektes ausgegeben worden, oder enthält dieser unrichtige oder den gesetzlichen Erfordernissen nicht entsprechende Angaben, so sind die Personen, die absichtlich oder fahrlässig mitgewirkt haben, solidarisch für den Schaden haftbar.»

C. Entstehung von spezialgesetzlichen Prospekthaftungsnormen

Mit der weiteren Entwicklung des schweizerischen Kapitalmarkts sah sich der 15
Gesetzgeber zunehmend mit neuen und innovativen Finanzinstrumenten konfrontiert. Auf diese Innovationen des Kapitalmarkts reagierte der Gesetzgeber mit der Schaffung von spezialgesetzlichen Prospekthaftungsnormen, sofern dies notwendig erschien.³² Dies führte schliesslich zu einer *Dichotomie des schweizerischen Prospektrechts*: Zu den bisherigen obligationenrechtlichen Prospekthaftungsnormen von Art. 752 und Art. 1156 Abs. 3 aOR kamen spezialgesetzliche Prospekthaftungsnormen hinzu.³³ Letztere umfassten namentlich Art. 39 aBankG³⁴ und Art. 65 aAFG³⁵. Das alte Börsengesetz und die in Selbstregulierung erlassenen

²⁹ BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 20 f.; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 1.

³⁰ Botschaft Revision OR 1928, 345 f.

³¹ Siehe BBl 1936 III 605, 753; ausführlich zur Entstehungsgeschichte von Art. 1156 aOR ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 1.

³² WATTER, AJP 1997, 271 f.

³³ NOTH/GROB, AJP 2002, 1436; siehe auch ZELLWEGE-GUTKNECHT, 115.

³⁴ Diese Haftungsnorm wurde nach dem Vorbild von Art. 752 aOR geschaffen und kam nur zur Anwendung, wenn eine Bank Wertpapiere emittierte. Es handelte sich um eine *lex specialis* bei der Emission von bankeigenen Effekten, die den Bestimmungen des OR vorging (siehe zum Gesagten ERB, 117; KONDOROSY, 155; ROHR, 213 f.; ZOBL/KRAMER, Rz 1138).

³⁵ Die Haftungsnorm, die sich weitgehend an den unter Art. 752 aOR entwickelten Grundsätzen orientierte, enthielt eine Verschuldensvermutung, wobei dem Haftpflichtigen die Exkulpation offenstand. Mit der Überführung des aAFG in das KAG ist die

Kotierungsreglemente der Börsen enthielten keine Prospekthaftungsnormen.³⁶ Die Lehre identifizierte dennoch mit Art. 24 BEHG³⁷ und Art. 27 aKR-SIX³⁸ mögliche Haftungsgrundlagen. Da der Fokus dieser Arbeit auf der Norm von Art. 752 aOR bzw. Art. 69 FIDLEG liegt, werden die spezialgesetzlichen Prospekthaftungsnormen nicht weiter thematisiert.

D. Revision der obligationenrechtlichen Prospekthaftung nach dem Jahr 1936

- 16 Die Prospekthaftung von Art. 752 aOR wurde anlässlich der Revision des Aktienrechts von 1991 sprachlich gestrafft und um einen kapitalmarktrechtlichen Ansatz erweitert.³⁹ Zum einen kam es nicht mehr auf die Natur der Effekten an, denn der *Gegenstand der Haftung* wurde neben Aktien und Obligationen auf «andere Titel» ausgeweitet. Zum anderen wurde beim widerrechtlichen Verhalten das Tatbestandselement der «irreführenden» Angaben ergänzt. Daneben wurde die Aufzählung der haftungsbegründenden Dokumente sprachlich angepasst: Haftungsrelevant waren nun nur noch mangelhafte Angaben in «Emissionsprospekten oder

Haftung neu in Art. 145 KAG geregelt (siehe zum Gesagten BÄRTSCHI/VON PLANTA, BSK KAG, Art. 145 N 1 ff.; KONDOROSY, 156; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2010, 164; ZOBL/KRAMER, Rz 1139).

³⁶ ZOBL/KRAMER, Rz 1141.

³⁷ Diese Norm statuiert nur eine Prospektspflicht bei öffentlichen Angeboten des Übernahmerechts. Da das BEHG jedoch keine zivilrechtliche Haftungsnorm bei fehlerhaften Angebotsprospekten enthielt, stützte die Lehre eine Haftung entweder auf Art. 41 OR oder – in analoger Anwendung – auf Art. 752 aOR (dazu WATTER/DUBS, AJP 1998, 1312; zustimmend BÄRTSCHI, 79 f.; siehe ausführlich zu dieser Analogie hinten Rz 200 ff.). Die Bestimmungen des BEHG zum öffentlichen Übernahmerecht wurden anlässlich der Kleeblattreform in das FinfraG überführt. Die Prospektspflicht bei öffentlichen Kaufangeboten befindet sich nun in Art. 127 FinfraG (siehe dazu etwa TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, BSK FinfraG, Art. 127 N 2 ff.).

³⁸ Diese in Selbstregulierung der Börse erlassene Norm regelte nur die Prospektspflicht für den sogenannten Kotierungsprospekt, sofern Effekten an der Börse kotiert werden sollten. Ob aus Art. 27 aKR-SIX eine Haftung für reine Kotierungsprospekte abgeleitet werden konnte, war in der Lehre umstritten. Eine Haftungsgrundlage wurde entweder in Art. 752 aOR oder in Art. 41 OR bzw. in einer Haftung aus *culpa in contrahendo* erblickt (dazu BÄRTSCHI, 81 f.; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 59 ff.; siehe auch ZOBL/KRAMER, Rz 1140).

³⁹ Siehe Botschaft Aktienrechtsrevision 1983, 935; HENCKEL VON DONNERSMARCK, 171.

ähnlichen Mitteilungen». Überdies erhielt die Prospekthaftungsnorm einen neuen Randtitel und lautete fortan wie folgt:⁴⁰

Art. 752 OR Haftung für den Emissionsprospekt

«Sind bei der Gründung einer Aktiengesellschaft oder bei der Ausgabe von Aktien, Obligationen oder anderen Titeln in Emissionsprospekten oder ähnlichen Mitteilungen unrichtige, irreführende oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben gemacht oder verbreitet worden, so haftet jeder, der absichtlich oder fahrlässig dabei mitgewirkt hat, den Erwerbern der Titel für den dadurch verursachten Schaden.»

Danach kam es bis zur Überführung der Prospekthaftung ins FIDLEG zu keiner weiteren Revision von Art. 752 OR. 17

II. Entwicklung der Prospekthaftung im FIDLEG

A. Ursprung der Revision

Aufgrund der globalen Finanzkrise von 2007 und 2008 zeigten sich Mängel in der damals geltenden Schweizer Finanzmarktarchitektur. Die schweizerische Finanzmarktaufsicht (FINMA) sowie das Eidgenössische Finanzdepartement (EFD) suchten anschliessend mögliche Ursachen der Krise, um daraus Regulierungsmassnahmen zu formulieren. Die Behörden identifizierten als eine mögliche Ursache das schweizerische Prospektrecht, das *im internationalen Vergleich eine zu tiefe Informationstransparenz der Marktteilnehmer* festlegte.⁴¹ Der Bundesrat beauftragte anschliessend am 28. März 2012 das EFD und die FINMA mit der Ausarbeitung einer sektorenübergreifenden Regulierung von Finanzprodukten und Finanzdienstleistungen.⁴² Der Regulierungsauftrag mündete in den Entwürfen für ein Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und ein Finanzinstitutsgesetz (FINIG).⁴³ 18

⁴⁰ Siehe BBI 1991 III 1476, 1521.

⁴¹ Siehe zum Gesagten Anhörungsbericht FIDLEG 2013, 3; BÖSCH, ZSR 2016, 82; BÖSCH, SZW 2018, 452; siehe auch EGGEN, SZW 2010, 203 f.

⁴² Vernehmlassungsergebnisse FIDLEG/FINIG 2015, 5; Botschaft FIDLEG/FINIG, 8902; siehe zum Ganzen NOBEL, Finanzmarktrecht, § 10 Rz 1 ff.

⁴³ Das FINIG sollte sämtliche Finanzdienstleister umfassen, die in irgendeiner Form das Vermögensverwaltungsgeschäft betreiben, und für diese einheitliche Bewilligungs- und Aufsichtsregeln statuieren (Vernehmlassungsergebnisse FIDLEG/FINIG 2015, 5 f.).

- 19 Das schweizerische Prospektrecht war zu Beginn von einer Dichotomie zwischen obligationenrechtlichen und spezialgesetzlichen Vorschriften geprägt.⁴⁴ Hinzu kam das von den Börsen in Selbstregulierung erlassene Prospektrecht, sofern die Kotierung von Effekten betroffen war. So erfasste die Prospektpflicht nach Art. 652a Abs. 1 aOR nur Aktien, während Art. 1156 Abs. 1 aOR auch Anleiheobligationen umfasste. Bei der öffentlichen Ausgabe von kollektiven Kapitalanlagen waren die Art. 75 ff. KAG zu beachten. Für die Kotierung von Effekten an einer Börse waren hingegen die in Selbstregulierung erlassenen Kotierungsreglemente der Börsen anwendbar, die jeweils eine umfassende Prospektpflicht statuierten.⁴⁵ Für Derivate enthielt das bisherige Recht keine allgemeine Prospektpflicht, vielmehr galten für einzelne Produkttypen spezifische Regelungen. Ebenso uneinheitlich war die Prospekthaftung geregelt, wobei nicht zu jeder erwähnten Prospektpflicht auch eine entsprechende Haftungsbestimmung existierte.⁴⁶ An diesem *Patchwork*⁴⁷ im schweizerischen Prospektrecht, welches nicht den internationalen Standards entsprach,⁴⁸ wurde mehrfach Kritik geübt.⁴⁹ Kritisiert wurde insbesondere, dass das Schweizer Prospektrecht *nicht mit internationalen Transparenzstandards* übereinstimmte und *keine präventive Prospektprü-*

⁴⁴ Siehe zum Ursprung dieser Dichotomie vorne Rz 15.

⁴⁵ Siehe Art. 27 aKR; ausführlich hinten Rz 114 ff.

⁴⁶ So kannte etwa das Kotierungsreglement der Schweizer Börse SIX keine Haftungsbestimmung; siehe ausführlich hinten Rz 233.

⁴⁷ BÖSCH, SK FIDLEG, Vor Art. 35 N 2.

⁴⁸ In der EU wurde mit der am 31. Dezember 2003 eingeführten Prospektrichtlinie eine einheitliche Prospektpflicht eingeführt. Sie umfasste gemäss Art. 3 Abs. 1 und Abs. 3 öffentliche Angebote von Wertpapieren in der EU und Zulassungen von Wertpapieren zum Handel an einem geregelten Markt in der EU (dazu FISCHER-APPELT/FAVRE, ST 2006, 50; REUTTER/RASMUSSEN, 14). Die EU-ProspektRL wurde unterdessen durch die direkt anwendbare EU-ProspektVO vom 14. Juni 2017 abgelöst. Im US-amerikanischen Recht schreibt die Section 5 U.S. des Securities Act von 1933 auf Bundesebene eine umfassende Prospektpflicht vor, die durch Ausnahmetatbestände abgemildert wird (dazu REHM/WERLEN, 61).

⁴⁹ CONTRATTO, Regulierung, 402 ff., die bereits früh die Verankerung einer einheitlichen Prospektpflicht für alle öffentlich vertriebenen, emissionsweise geschaffenen Effekten in einem Gesetz im formellen Sinn forderte; DEDEYAN, 900; EGGEN, SZW 2010, 214; REHM/WERLEN, 57 f.; WERLEN, Prospektrichtlinie, 467 ff.; auch die FINMA kritisierte die uneinheitlichen und unvollständigen Prospektpflichten im Schweizer Recht (siehe FINMA-PP-Vertriebsregeln, 7 ff.); siehe schliesslich SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 205, die pointiert feststellen, dass das bisherige Schweizer Prospektrecht «so löchrig wie ein Schweizer Käse» war; ZOBL/ARPAGAUS, SZW 1995, 245 ff.

fung existierte.⁵⁰ Diese Kritik wurde von der FINMA und dem EFD aufgenommen und mündete in den Arbeiten zum neuen FIDLEG.⁵¹

Das FIDLEG führt zwei grundlegende Neuerungen im Schweizer Finanzmarkt- 20
recht ein: Einerseits schafft es eine horizontale, namentlich *branchenübergreifende*
Regelung von Finanzdienstleistungen, andererseits wird das Prospektrecht auf
öffentlich-rechtlicher Basis vereinheitlicht.⁵²

Gleichzeitig erarbeitete das EFD auch einen Entwurf für ein Finanzinstitutsgesetz 21
(FINIG), das sämtliche Finanzdienstleister umfassen sollte, die in irgendeiner
Form das Vermögensverwaltungsgeschäft betreiben. Das FINIG sollte für diese
Finanzdienstleister einheitliche Bewilligungs- und Aufsichtsregeln statuieren.⁵³

B. Vorentwurf und Vernehmlassung

Bereits der erste Anhörungsbericht 2013 des EFD zu den möglichen Stossrichtun- 22
gen eines neuen Finanzdienstleistungsgesetzes erwähnte eine *vereinheitlichte Pro-*
spekthaftungsnorm auf Grundlage von Art. 752 aOR.⁵⁴ Der anschliessend eben-
falls durch das EFD erstellte Vorentwurf zum FIDLEG von 2014 enthielt in
Art. 69 eine erste Prospekthaftungsnorm mit folgendem Wortlaut:

«Art. 69 Haftung

Sind in Prospekten, im Basisinformationsblatt oder in ähnlichen Mitteilungen unrich-
tige, irreführende oder den rechtlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben
gemacht oder verbreitet worden, so haftet jeder, der dabei mitgewirkt hat, dem Erwerber
eines Finanzinstruments für den dadurch verursachten Schaden, soweit er nicht beweist,
dass ihn kein Verschulden trifft.»

Diese Haftungsnorm übernahm die bestehende Bestimmung von Art. 752 aOR, 23
ergänzte sie aber durch eine Art. 145 KAG nachgebildete *Verschuldensver-*
mutung.⁵⁵ Aus systematischer Sicht wurde die neue Haftungsnorm – wie die übri-

⁵⁰ EGGEN, SZW 2010, 203 f.; WERLEN, Prospekttrichtlinie, 467 f.; ZOBL/ARPAGAU, SZW 1995, 250 ff.

⁵¹ Anhörungsbericht FIDLEG 2013, 3; BÖSCH, SK FIDLEG, Vor Art. 35 N.2.

⁵² Zum Gesagten MAUCHLE, GesKR 2021, 202.

⁵³ Vernehmlassungsergebnisse FIDLEG/FINIG 2015, 5.

⁵⁴ Anhörungsbericht FIDLEG 2013, 14 f.

⁵⁵ Erläuterungen VE-FIDLEG/FINIV 2014, 78, wobei festgehalten wurde, die Ein-
führung einer Verschuldensvermutung bezwecke eine Stärkung der Position des
Anlegers.

gen Bestimmungen zum Prospektrecht – im dritten Titel des VE-FIDLEG («Anbieten von Finanzinstrumenten») integriert.

- 24 Am 27. Juni 2014 wurde der Vorentwurf des FIDLEG in die Vernehmlassung geschickt.⁵⁶ Die Teilnehmenden der Vernehmlassung kritisierten jedoch die vorgeschlagene Prospekthaftungsnorm: Unter anderem lehnten sie die neu eingefügte Verschuldensvermutung ab. Da es sich um eine deliktsrechtliche Haftung handle, sei an der geltenden Beweislastregelung gemäss der bundesgerichtlichen Rechtsprechung festzuhalten.⁵⁷ Einige Teilnehmer wollten den Kreis der haftpflichtigen Personen an das europäische Prospektrecht anpassen oder zumindest auf den Ersteller des Prospekts beschränken oder Mitarbeiter von Finanzdienstleistern ausnehmen.⁵⁸ Zudem wurde beantragt, gewisse Haftungserleichterungen vorzusehen, falls der Prospekt Angaben zu wesentlichen Perspektiven enthalten müsse.⁵⁹ Schliesslich wurde beantragt, die Beweislast in der Prospekthaftung umzudrehen und dem Ersteller bestimmte Entlastungsmöglichkeiten einzuräumen.⁶⁰

C. Botschaft und parlamentarische Beratungen

- 25 Am 4. November 2015 publizierte der Bundesrat die Botschaft zum FIDLEG und zum FINIG mit den dazugehörigen Gesetzesentwürfen (E-FIDLEG und E-FINIG). Die Prospekthaftung war darin in Art. 72 E-FIDLEG geregelt und lautete wie folgt:⁶¹

«Art. 72 Haftung

¹ Sind in Prospekten, im Basisinformationsblatt oder in ähnlichen Mitteilungen unrichtige, irreführende oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben gemacht oder verbreitet worden, so haftet jeder, der dabei mitgewirkt hat, dem Erwerber eines Finanzinstruments für den dadurch verursachten Schaden, soweit er nicht beweist, dass ihn kein Verschulden trifft.

² Für Angaben in der Zusammenfassung wird nur gehaftet, wenn sich erweist, dass diese irreführend, unrichtig oder widersprüchlich sind, wenn sie zusammen mit den anderen Teilen des Prospektes gelesen wird.

⁵⁶ Vernehmlassungsergebnisse FIDLEG/FINIG 2015, 6.

⁵⁷ Siehe zum Gesagten Vernehmlassungsergebnisse FIDLEG/FINIG 2015, 35 f.

⁵⁸ Vernehmlassungsergebnisse FIDLEG/FINIG 2015, 35.

⁵⁹ Vernehmlassungsergebnisse FIDLEG/FINIG 2015, 35.

⁶⁰ Vernehmlassungsergebnisse FIDLEG/FINIG 2015, 36.

⁶¹ BBl 2015 9093, 9118.

³ Für falsche oder irreführende Angaben über wesentliche Perspektiven wird nur gehaftet, wenn die Angaben wider besseres Wissen oder ohne Hinweis auf die Ungewissheit zukünftiger Entwicklungen gemacht oder verbreitet wurden.»

Die Vorschläge aus der Vernehmlassung wurden nur teilweise berücksichtigt, insbesondere wurde die Verschuldensvermutung beibehalten.⁶² Die Anregung zu gesetzlichen Haftungserleichterungen wurde aber aufgenommen und mündete in Haftungserleichterungen für die Zusammenfassung (Art. 72 Abs. 2 E-FIDLEG) und für wesentliche Perspektiven (Art. 72 Abs. 3 E-FIDLEG). 26

Die anschliessenden Beratungen des Parlaments fokussierten sich zu einem grossen Teil auf die neue Prospekthaftungsnorm.⁶³ Die Kritik richtete sich hauptsächlich gegen die geplante Einführung einer Verschuldensvermutung mit Möglichkeit der Exkulpation.⁶⁴ Dagegen waren die Haftungserleichterungen im Parlament nicht umstritten und deren Wortlaut aus dem Entwurf wurde beibehalten. Nach mehreren intensiven Beratungen konnte sich das Parlament auf den nun geltenden Wortlaut von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG einigen.⁶⁵ 27

«Art. 69 Haftung

¹ Wer in Prospekten, im Basisinformationsblatt oder in ähnlichen Mitteilungen unrichtige, irreführende oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben macht, ohne dabei die erforderliche Sorgfalt anzuwenden, haftet dem Erwerber eines Finanzinstruments für den dadurch verursachten Schaden.

[...].»

Das Parlament verabschiedete das FIDLEG und das FINIG am 15. Juni 2018.⁶⁶ 28

⁶² Botschaft FIDLEG/FINIG, 8992.

⁶³ Die Darstellung der parlamentarischen Beratungen fokussiert sich in diesem Kapitel auf das Wesentlichste. Ausführliche Analysen der parlamentarischen Beratungen erfolgen dagegen bei den einzelnen Anspruchsvoraussetzungen.

⁶⁴ Protokoll WAK-S, Sitzungen vom 27.–28. 6. 2016, 66; AmtlBull NR 2017, 1328; siehe ausführlich zur parlamentarischen Debatte bezüglich der Verschuldensvermutung hinten Rz 716 ff.

⁶⁵ BBl 2018 3615, 3640.

⁶⁶ Siehe BBl 2018 3557 ff. (FINIG); BBl 2018 3615 ff. (FIDLEG).

D. Umsetzung und Implementierung

- 29 Die Umsetzung des FIDLEG und des FINIV, die jeweils als *Rahmengesetze*⁶⁷ ausgestaltet sind,⁶⁸ erfolgte durch den Erlass der Finanzdienstleistungsverordnung (FIDLEV) und der Finanzinstitutionsverordnung (FINIV). Die Entwürfe dieser Verordnungen wurden vom 24. Oktober 2018 bis zum 6. Februar 2019 in die Vernehmlassung geschickt.⁶⁹ Die FIDLEV enthält nun die Ausführungsbestimmungen des Bundesrats zum FIDLEG, wobei insbesondere der territoriale Anwendungsbereich und die Begriffsbestimmungen genauer geregelt sind. Die FIDLEV konkretisiert aber auch den Prospektinhalt, die Anforderungen an die Prüfstelle und die Nachträge zum Prospekt.
- 30 Das FIDLEG und das FINIG traten gemeinsam mit den Ausführungsverordnungen am 1. Januar 2020 in Kraft.⁷⁰
- 31 Das FIDLEG bildet zusammen mit dem FINIG, dem Finanzmarktinfrastukturgesetz (FinfraG) und dem bereits bestehenden Finanzmarktaufsichtsgesetz (FINMAG) eine der vier Säulen der neu geschaffenen Schweizer Finanzmarktregulierung (aufgrund der vier Säulen sinnbildlich auch «Kleeblattreform» genannt).⁷¹ Die Ziele der Kleeblattreform lassen sich in drei Stossrichtungen einteilen: Erstens sollte die Reform den *Anlegerschutz und das Vertrauen in den Schweizer Finanzplatz stärken*.⁷² Zweitens sollte die ungleiche staatliche Aufsicht über verschiedene Finanzinstitute vereinheitlicht werden.⁷³ Drittens sollte eine Angleichung des Schweizer Finanzmarktrechts an internationale Standards erfolgen, um

⁶⁷ Ein Rahmengesetz ist ein Gesetz, das lediglich eine generell-abstrakte Ordnung aufweist und deshalb ausfüllungsbedürftig ist (siehe NOBEL, Finanzmarktrecht, § 1 Rz 133 f.).

⁶⁸ BÖSCH, ZSR 2016, 84 und 93; BÖSCH, SZW 2018, 453; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 10 Rz 7 f.

⁶⁹ Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 11.

⁷⁰ AS 2019 4417, 4450; Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 136.

⁷¹ FAHRLÄNDER, Rz 13; MAUCHLE, GesKR 2021, 202; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 182; WEBER/WILDBERGER, GesKR 2023, 20; ausführlich zu Hintergrund und Verlauf der abgeschlossenen Revision BÄRTSCHI, SZW 2014, 460 ff.; BÖSCH, SZW 2018, 452; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 10 N 1 ff.

⁷² Botschaft FIDLEG/FINIG, 8912 f.; JUTZI/MEIER, recht 2022, 79 f.

⁷³ Im bisherigen Recht waren namentlich Banken, Effekthändler, Fondsleitungen und Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen prudenziell beaufsichtigt. Dagegen unterstanden unabhängige bzw. externe Vermögensverwalter bisher keiner staatlichen Aufsicht (siehe zum Ganzen Botschaft FIDLEG/FINIG, 8913).

einerseits die Qualität von Finanzdienstleistungen für die Anleger zu verbessern und andererseits die Reputation von Schweizer Finanzdienstleistern im Ausland zu stärken.⁷⁴ Dies wurde teilweise auch so aufgefasst, dass man ein *level playing field*⁷⁵ mit dem europäischen Finanzmarktrecht schaffen wollte, um den Marktzugang von Schweizer Finanzdienstleistern im Ausland sicherzustellen und damit die Wettbewerbsfähigkeit des Schweizer Finanzplatzes zu stärken.⁷⁶

III. Exkurs: Überblick über die Prospekthaftung in der EU und in Deutschland

Bei der Ausarbeitung des Prospektrechts im FIDLEG hat man sich gemäss der 32 bundesrätlichen Botschaft am europäischen Recht orientiert, ohne dieses «aber unkritisch und unverändert zu übernehmen».⁷⁷ Für eine Auslegung der Anspruchsvoraussetzungen der Prospekthaftung gemäss Art. 69 FIDLEG können deshalb auch *rechtsvergleichende Überlegungen* hinzugezogen werden.⁷⁸ Um diese rechtsvergleichenden Überlegungen in den richtigen Kontext zu setzen, wird nachfolgend ein Überblick über die Regelung der Prospekthaftung in der EU und in Deutschland gegeben.

⁷⁴ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8913; im bisherigen Recht konnte ohnehin eine zunehmende Tendenz zur gegenseitigen Angleichung der schweizerischen Prospekthaftungsnormen festgestellt werden (CONTRATTO, 324 ff.).

⁷⁵ Der Begriff bezeichnet das Bestreben, gleiche Wettbewerbsbedingungen für die verschiedenen Finanzinstrumente und Finanzdienstleistungen zu schaffen, um eine gewisse Kohärenz der Regulierung zu gewährleisten (BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 35 N 10; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 183).

⁷⁶ BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 35 N 10 ff.; JUTZI/MEIER, recht 2022, 80; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 183; siehe auch NOBEL, Finanzmarktrecht, § 10 Rz 6; siehe zur Bedeutung der Äquivalenz als Regelungskriterium im Finanzmarktrecht auch WEBER/SETHE, SJZ 214, 579 ff.; ähnlich auch Protokoll WAK-S, Sitzungen vom 25.–26.1.2016, 1, und Sitzung vom 2.11.2017, 2; ablehnend bezüglich einer Äquivalenz zum europäischen Prospektrecht BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 4.

⁷⁷ Botschaft FIDLEG/FINIG 8970 f.

⁷⁸ Vgl. SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 183.

A. Prospekthaftung in der EU

- 33 Das europäische Prospektrecht wurde zunächst durch die Richtlinie 2003/71/EG vom 4. November 2003 (EU-ProspektRL) geregelt.⁷⁹ Die EU-ProspektRL verpflichtete die Mitgliedstaaten, in ihren nationalen Gesetzgebungen eine *Prospektpflicht bei öffentlichen Angeboten von Wertpapieren* (siehe Art. 3 Abs. 1 EU-ProspektRL) und bei Zulassungen von Wertpapieren *zum Handel an einem geregelten Markt* (siehe Art. 3 Abs. 3 EU-ProspektRL) einzuführen. Gemäss Art. 6 Abs. 1 EU-ProspektRL waren die Mitgliedstaaten verpflichtet, eine *Haftungsbestimmung* in den nationalen Gesetzgebungen einzuführen. Danach mussten zumindest der Emittent oder dessen Verwaltungsrat oder Management, der Anbieter, die Person, welche die Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt beantragt, oder der Garantiegeber für die in einem Prospekt enthaltenen Angaben haften. Die verantwortlichen Personen waren im Prospekt eindeutig unter Angabe ihres Namens und ihrer Stellung zu nennen. Der Prospekt musste zudem eine Erklärung dieser Personen enthalten, dass ihres Wissens die Angaben in dem Prospekt richtig sind und darin keine Tatsachen verschwiegen wurden, welche die Aussage des Prospekts verändern könnten.
- 34 Die EU-ProspektRL wurde per 21. Juli 2019 aufgehoben und inhaltlich durch die *direkt anwendbare Prospektverordnung* (EU-ProspektVO) abgelöst.⁸⁰ Art. 3 EU-ProspektVO statuiert nun eine direkt anwendbare Prospektpflicht bei einem öffentlichen Angebot von Wertpapieren (siehe Art. 3 Abs. 1 EU-ProspektVO) und bei einer Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem geregelten Markt (Art. 3 Abs. 3 EU-ProspektVO). Die Prospekthaftung ist neu in Art. 11 EU-ProspektVO geregelt. Diese Bestimmung ist inhaltlich jedoch beinahe gleich wie die Vorgängernorm in Art. 6 EU-ProspektRL. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der EU auch mit der neuen Prospektverordnung nicht die zivilrechtliche Kompetenz zur direkten Regelung der Prospekthaftung eingeräumt wurde. Art. 11 EU-ProspektVO enthält deshalb weiterhin nur Mindestangaben betreffend die Prospekthaftung, die durch die Mitgliedstaaten in nationales Recht umgesetzt werden müssen.⁸¹ Gemäss Art. 11 Abs. 2 Unterabs. 2 EU-ProspektVO haben die Mitgliedstaaten zudem zu gewährleisten, dass niemand lediglich aufgrund der Zusammenfassung oder etwaiger Übersetzungen des Prospekts haftet, es sei denn, die Zusammen-

⁷⁹ Siehe RL 2003/71/EG, ABl. EU Nr. L 345/65 vom 31. Dezember 2003.

⁸⁰ Siehe VO (EU) 2017/1129, ABl. EU Nr. L 168/12 vom 30. Juni 2017.

⁸¹ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 1 ff.; MÜLBERT/STEUP, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Rz 41.2; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 109.

menfassung ist, wenn sie zusammen mit den anderen Teilen des Prospekts gelesen wird, irreführend, unrichtig oder widersprüchlich (lit. a) oder sie vermittelt, wenn sie zusammen mit den anderen Teilen des Prospekts gelesen wird, nicht die Basisinformationen, die für den Anleger eine Entscheidungshilfe darstellen würden (lit. b).

Die EU-ProspektVO ist in ihrem Anwendungsbereich auf *Prospekte für Wertpapiere* beschränkt (vgl. Art. 1 Abs. 1 Eu-ProspektVO). Die Pflicht zur Bereitstellung eines Basisinformationsblatts ist dagegen in der Verordnung EU Nr. 1286/2014 vom 26. November 2014 (EU-PRIIP-VO) geregelt.⁸² Art. 5 Abs. 1 EU-PRIIP-VO statuiert eine Pflicht zur Veröffentlichung eines Basisinformationsblatts, bevor komplexe und schwer zu verstehende «verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte» (*packaged retail and insurance-based investment products* [kurz: PRIIP]) angeboten werden.⁸³ Für fehlerhafte Basisinformationsblätter statuiert Art. 11 Abs. 2 EU-PRIIP-VO eine eigenständige Anspruchsgrundlage.⁸⁴ Die Haftungsbestimmung setzt einen wesentlichen Anreiz für PRIIP-Hersteller, die inhaltliche Richtigkeit des Basisinformationsblatts zu gewährleisten.⁸⁵

B. Prospekthaftung in Deutschland

Die Prospekthaftung ist im deutschen Recht konzeptionell *zweigeteilt*: Neben einer bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung, die für Anleger auf dem sog. grauen Markt konzipiert wurde,⁸⁶ existieren verschiedene spezialgesetzliche Prospekthaf-

⁸² Siehe VO (EU) 1286/2014, ABl. EU Nr. L 352/1 vom 9. Dezember 2014; siehe zum Zweck eines Basisinformationsblatts BUCK-HEEB, WM 2018, 1197; WILHELMI, in: Assmann/Wallach/Zetzsche, Vor PRIIP-VO Rz 3.

⁸³ Ausführlich zur Veröffentlichungspflicht WILHELMI, in: Assmann/Wallach/Zetzsche, Art. 5 PRIIP-VO Rz 1 ff.; WILHELMI/KUSCHNEREIT, ZBB 2018, 290.

⁸⁴ Ausführlich zu dieser Haftungsbestimmung BUCK-HEEB, WM 2018, 1197 ff.; WILHELMI, in: Assmann/Wallach/Zetzsche, Art. 11 PRIIP-VO Rz 3 ff.; WILHELMI/KUSCHNEREIT, ZBB 2018, 290 ff.; siehe auch WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 111.

⁸⁵ WILHELMI, in: Assmann/Wallach/Zetzsche, Art. 11 PRIIP-VO Rz 1.

⁸⁶ Der graue Markt bezeichnet den nicht organisierten Markt, also den Handel mit Wertpapieren, die ausserhalb des organisierten Kapitalmarkts vertrieben werden und nicht spezialgesetzlich geregelt wurden (siehe ausführlich zur bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung etwa DOBLINGER, 29 ff.; ELLENBERGER, 95 ff.; MÜLBERT/STEUPE, in:

tungsnormen.⁸⁷ Die nationale Umsetzung der Vorgaben der EU-ProspektVO erfolgte in Bezug auf die Prospekthaftung in den §§ 8–16 Wertpapierprospektgesetz (WpPG).⁸⁸ Das WpPG statuiert in § 9 WpPG eine Haftung für fehlerhafte Börsenzulassungsprospekte sowie prospektersetzende Dokumente und in § 10 WpPG eine Haftung für sonstige fehlerhafte oder fehlende Prospekte bei öffentlichen Angeboten von Wertpapieren.⁸⁹

- 37 Im Rahmen dieser Arbeit werden die einzelnen Voraussetzungen dieser spezialgesetzlichen Prospekthaftungsnormen (§§ 8–16 WpPG) – sofern für die Auslegung von Art. 69 FIDLEG sinnvoll – ausführlich betrachtet.

Habersack/Mülbert/Schlitt, Rz 41.159 ff.). Auf die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung wird in dieser Arbeit nicht weiter eingegangen.

⁸⁷ Für eine Übersicht statt vieler POELZIG, Rz 234 ff.

⁸⁸ Siehe § 1 Ziff. 3 WpPG; ausführlich dazu ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 4 ff.; POELZIG, Rz 264 ff.; auf die anderen spezialgesetzlichen Prospekthaftungsnormen im deutschen Recht nach §§ 20–22 Vermögensanlagegesetz (VermAnlG) und § 306 Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) wird in dieser Arbeit nicht weiter eingegangen.

⁸⁹ Für eine Übersicht siehe ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 10 ff.; MÜLBERT/STEUPE, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Rz 41.20 ff.; POELZIG, 264 ff.).

§ 2 Art. 69 FIDLEG: Einordnung im Normengefüge, Funktionen und Normzweck

I. Einleitung

Die Prospekthaftung ist auch nach der Transponierung ins FIDLEG als «privatrechtliche Norm» zu verstehen.⁹⁰ Gleichzeitig wird aber mit der Herauslösung aus dem aktienrechtlichen Verantwortlichkeitsrecht die kapitalmarktrechtliche Dimension der Haftungsnorm unterstrichen. Der Zusammenhang zwischen der privatrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Dimension der Prospekthaftung ist im nachfolgenden Kapitel herauszuarbeiten, um die Grundlage für die spätere Auslegung der Anspruchsvoraussetzungen zu schaffen. Dazu wird nach einer Beschreibung der finanzmarktrechtlichen Ausgangslage (II.) die systematische Stellung der Prospekthaftung im FIDLEG betrachtet (III.). In diesem Kontext sind auch die Funktionen und der Normzweck der Prospekthaftung zu erläutern (IV.), da diese vom kapitalmarktrechtlichen Charakter der Norm beeinflusst werden.

II. Durchsetzungsordnung des Finanzmarktrechts

Die Schweizer Finanzmarktgesetzgebung zeichnet sich durch eine *Dichotomie zwischen Öffentlichem Recht und Privatrecht* aus.⁹¹ Der öffentlich-rechtliche Teil der Finanzmarktgesetzgebung wird auch als Finanzmarktaufsicht bezeichnet. Sie dient der hoheitlichen Durchsetzung der Finanzmarktgesetze gegenüber den Finanzmarktakteuren mittels präventiver und repressiver verwaltungsrechtlicher Instrumente.⁹² Die Durchsetzungsmittel der modernen Finanzmarktaufsicht sind die Bewilligungspflicht, die Aufsicht (*Supervision*) bzw. Überwachung (*Monitoring*) sowie das *Enforcement*.⁹³ Das Verhalten der Finanzmarktakteure wird aber auch durch *privatrechtliche Normen gesteuert*. Im Bereich der Finanzdienstleistungen relevant sind die Haftung für die Nicht- oder Schlechterfüllung vertraglicher

⁹⁰ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8992.

⁹¹ HÄFELIN/MÜLLER/UHLMANN, Rz 223 ff.; JUTZI/MEIER, recht 2022, 79 und insb. 81 f.; MAURENBRECHER, FS von der Crone, 557 f.; MAUCHLE, GesKR 2021, 203; siehe zum Verhältnis zwischen privaten und öffentlichen Durchsetzungsmechanismen JOST, 247 ff.

⁹² Zum Gesagten MAUCHLE, GesKR 2021, 203.

⁹³ MAUCHLE, GesKR 2021, 203; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 1 Rz 63 ff.

Pflichten (Art. 394 und Art. 97 OR),⁹⁴ die deliktische Haftung nach Art. 41 OR sowie die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG.⁹⁵

- 40 Im FIDLEG wurde entsprechend dem allgemeinen Finanzmarktrecht eine dreiteilige Durchsetzungsordnung geschaffen: Es kommen nun privatrechtliche, verwaltungsrechtliche und strafrechtliche Instrumente zur Anwendung.⁹⁶ Neben die repressiv wirkende, privatrechtliche Prospekthaftung gemäss Art. 69 FIDLEG treten die präventive Prospektprüfung nach Art. 51 ff. FIDLEG und die Strafandrohung von Art. 90 FIDLEG. Während die Einführung einer vorgängigen Prospektprüfung in der Vernehmlassung mehrheitlich begrüsst wurde,⁹⁷ stiess die Pönalisierung der Verletzung der Prospekterstellungspflichten mehrheitlich auf Ablehnung.⁹⁸

III. Art. 69 FIDLEG als privatrechtliche Norm mit kapitalmarktrechtlicher Zielsetzung

- 41 Die altrechtliche Prospekthaftung nach Art. 752 aOR war die zentrale Haftungsnorm für Transaktionen im Primärmarkt.⁹⁹ Die Prospekthaftung wurde deshalb schon damals zunehmend als *kapitalmarktrechtliche*¹⁰⁰ Bestimmung verstan-

⁹⁴ JOST, 217; siehe auch MAURENBRECHER, FS von der Crone, 561.

⁹⁵ Die Realvollstreckung von auftragsrechtlichen Pflichten ist dabei nicht von Bedeutung (MAUCHLE, GesKR 2021, 208; BUFF/VON DER CRONE, SZW 2014, 338).

⁹⁶ Aufgrund der drei unterschiedlichen rechtlichen Instrumente wird sinnbildlich auch vom «Drei-Säulen-Modell» gesprochen (dazu ausführlich MAUCHLE, GesKR 2021, 202 ff.).

⁹⁷ Bericht Vernehmlassungsergebnisse FIDLEG/FINIG 2015, 31; BÖSCH, ZSR 2016, 93 f.; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 198.

⁹⁸ Bericht Vernehmlassungsergebnisse FIDLEG/FINIG 2015, 44; BÖSCH, ZSR 2016, 101; GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 199; siehe auch MAUCHLE, GesKR 2019, 219 Fn 192.

⁹⁹ Siehe WERLEN, Grundlagen, 253; ZUBL/KRAMER, Rz 1133; siehe auch HOPT, Kapitalmarktinformationen, 101. Die Regelung der Prospekthaftung im Aktienrecht war deshalb gerechtfertigt, weil aus dem *numerus clausus* der Gesellschaftsformen einzig die Aktiengesellschaft für den Kapitalmarkt wirtschaftlich von Bedeutung war. Grund hierfür war die fehlende Fungibilität der Anteilsscheine der GmbH (Stammanteile) und der Genossenschaft; diese waren mithin nicht kapitalmarktfähig (WERLEN, Grundlagen, 254).

¹⁰⁰ Der Begriff «Kapitalmarkt» stammt aus der Wirtschaftspraxis und bezeichnet nach überwiegendem Verständnis den Markt, auf dem mittel- und langfristige Geldaufnah-

den.¹⁰¹ Folgerichtig wurde sie anlässlich der Kleeblattreform auch systematisch in einem Finanzmarktgesetz geregelt.¹⁰²

Art. 69 FIDLEG ist – obwohl in einem Finanzmarktgesetz geregelt – weiterhin 42 eine *privatrechtliche*¹⁰³ Norm mit kapitalmarktrechtlicher Zielsetzung. Die Zuordnung zum Privatrecht ergibt sich aus der im Verwaltungsrecht anerkannten Subordinationstheorie:¹⁰⁴ Bei der Prospekthaftung stehen sich zwei Private gegenüber, wobei der eine vom anderen Schadenersatz verlangt. Der Staat bzw. die Finanzmarktaufsicht tritt dabei nicht in einer übergeordneten Funktion auf. Diese Erkenntnis ist deshalb zentral, weil die Unterscheidung von Öffentlichem Recht und Privatrecht unterschiedliche Rechtsfolgen nach sich zieht.¹⁰⁵ Art. 69 FIDLEG ist insbesondere nicht als aufsichtsrechtliche Bestimmung ausgestaltet, die durch die Finanzmarktaufsicht durchzusetzen wäre.¹⁰⁶ Für die Auslegung der Anspruchsvoraussetzungen von Art. 69 FIDLEG bedeutet das Gesagte, dass grundsätzlich von einem zivilrechtlichen Instrument auszugehen ist, das dem Ausgleich von

men und -anlagen getätigt werden (DAENIKER, Anlegerschutz, 6; SPECK, 27; WERLEN, Grundlagen, 9 f.; WATTER, AJP 1997, 269; ZOBEL/KRAMER, Rz 1). Nachfolgend wird der Begriff «Kapitalmarkt» auch für kurzfristige Geldanlagen verwendet. Der Begriff «Kapitalmarktrecht» bezeichnet die Gesamtheit der Rechtsnormen, die den Kapitalmarkt strukturieren und beeinflussen (WATTER, AJP 1997, 271; siehe auch SPECK, 29; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 1972). Zur Abgrenzung gegenüber dem Begriff des «Finanzmarkts» siehe CONTRATTO, 75).

¹⁰¹ AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 1; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 16; HENCKEL VON DONNERSMARCK, 171; HOPT, Kapitalmarktinformationen, 103; KONDOROSY, 160; KOWALEWSKI, 1003; WATTER, AJP 1992, 55; WATTER/DUBS, AJP 1998, 1312; WERLEN, Grundlagen, 253 f.

¹⁰² WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 12.

¹⁰³ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8992; MAUCHLE, GesKR 2021, 218.

¹⁰⁴ Nach der Subordinationstheorie liegt öffentliches Recht dann vor, wenn der Staat dem Privaten übergeordnet ist. Im Gegensatz dazu stehen sich im Privatrecht gleichgeordnete Rechtssubjekte gegenüber. Neben der Subordinationstheorie werden zur Abgrenzung auch die Interessen- und die Funktionstheorie sowie die modale Theorie in einem Methodenpluralismus angewendet (zum Ganzen HÄFELIN/MÜLLER/UHLMANN, Rz 220 ff.; JUTZI/MEIER, recht 2022, 87 f.).

¹⁰⁵ HÄFELIN/MÜLLER/UHLMANN, Rz 218; JUTZI/MEIER, recht 2022, 83 ff.

¹⁰⁶ Siehe dazu auch die für die Finanzmarktgesetze vorgesehene Doppelnormtheorie, wonach alle öffentlich-rechtlichen Rechtssätze gleichzeitig direkt anwendbare privatrechtliche Normen wären. Dieser Doppelnormtheorie wurde im Gesetzgebungsprozess jedoch eine Absage erteilt (siehe BÜHLER, BSK FIDLEG, Art. 7 N 20 ff.; MAUCHLE, GesKR 2021, 218).

Schäden dient, die Anlegern durch eine Verletzung der Prospektpflichten kausal entstanden sind.¹⁰⁷ Dieses Resultat erscheint auch sachlich gerechtfertigt, denn eine zivilrechtliche Haftungsnorm ist aufgrund ihrer *Präventivwirkung*¹⁰⁸ geeignet, das *Verhalten des potenziellen Schädigers schon im Voraus positiv zu beeinflussen*.¹⁰⁹

- 43 Mit der Überführung ins FIDLEG wurde die zentrale Stellung der Prospekthaftung weiter gestärkt, indem sie nun eine *einheitliche Haftungsgrundlage* für zivilrechtliche Ansprüche im Zusammenhang mit mangelhaften Angaben in Prospekten, Basisinformationsblättern oder ähnlichen Mitteilungen darstellt.¹¹⁰ Zugleich wurde der Anwendungsbereich der Prospekthaftung auf bestimmte Transaktionen am Sekundärmarkt ausgeweitet: Art. 69 FIDLEG umfasst sämtliche öffentlichen Angebote zum Erwerb von Effekten und sämtliche Gesuche für Handelszulassungen an einem Handelsplatz (siehe Art. 35 FIDLEG).¹¹¹
- 44 Der Übergang von einer gesellschaftsrechtlichen zu einer kapitalmarktrechtlichen Norm zeigt sich in der *rechtsform- und produktneutralen Ausgestaltung*: Art. 69 FIDLEG knüpft nicht mehr an die Rechtsform des Emittenten an. Im Unterschied zum bisherigen Recht ist es auch unerheblich, welche Art von Finanzinstrumenten öffentlich angeboten oder zum Handel zugelassen wird.¹¹²
- 45 Die kapitalmarktrechtliche Zielsetzung der Prospekthaftung äussert sich in zweierlei Hinsicht: Einerseits verfolgt die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG im Einklang mit dem Zweck des FIDLEG zwei zusammenhängende Ziele, namentlich den *Individualschutz und den Funktionsschutz*.¹¹³ Andererseits wirkt

¹⁰⁷ WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 14.

¹⁰⁸ Siehe dazu sogleich Rz 46.

¹⁰⁹ Eine zivilrechtliche Verschuldenshaftung überwälzt den Schaden auf denjenigen, der ihn verursacht hat. Dies ist aus gesellschaftlicher Perspektive sinnvoll, weil der Verursacher auch derjenige ist, der den Schaden verhüten kann (siehe OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 1 Rz 131 f.).

¹¹⁰ WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 11; die Vereinheitlichung der Prospekthaftungsbestimmungen war denn auch erklärtes Ziel der Revision (siehe Protokoll WAK-S, Sitzungen vom 25.–26.1.2016, 4), denn die bisherige Anknüpfung an die Aktienemission wurde kritisiert. Das FIDLEG korrigiert dies nun, indem die Haftung beim öffentlichen Angebot zum Erwerb von Effekten in der Schweiz und der Handelszulassung angeknüpft wird (siehe zum Gesagten DEDEYAN, 900).

¹¹¹ Siehe dazu ausführlich hinten Rz 236 ff.

¹¹² Siehe dazu ausführlich hinten Rz 243 ff.

¹¹³ Siehe sogleich Rz 48 ff.

sie sich auf die Ausdehnung bzw. Einschränkung der Haftung aus.¹¹⁴ Die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG setzt nach ihrem Wortlaut mangelhafte Angaben in Prospekten, Basisinformationsblättern oder ähnlichen Mitteilungen voraus. Die Haftung ist in ihrer kapitalmarktrechtlichen Dimension allerdings beschränkt auf Transaktionen am Primär- oder Sekundärmarkt, das heisst, das haftungsbegründende Dokument muss jeweils in einem *Zusammenhang zu einem öffentlichen Angebot zum Erwerb von Effekten oder Handelszulassung* stehen (sog. *funktionaler Zusammenhang*).¹¹⁵

IV. Funktionen der Prospekthaftung

Die Prospekthaftung hat zunächst – wie jede Haftung auf Schadenersatz – eine *Ausgleichsfunktion*,¹¹⁶ indem Schäden ausgeglichen werden, die durch fehlerhafte Angaben in Prospekten, Basisinformationsblättern oder ähnlichen Mitteilungen (kausal) verursacht worden sind.¹¹⁷ Zugleich hat sie auch eine *Präventionsfunktion*,¹¹⁸ indem sie das Verhalten der potenziell Haftpflichtigen steuert.¹¹⁹ In diesem Sinne schafft die Prospekthaftung eine Verhaltenspflicht, da bei den Prospekterstellern ein Anreiz geschaffen wird, das Risiko einer Haftung zu vermeiden.¹²⁰ Das Ergebnis dieses Wirkungsmechanismus zeigte sich schon im bisherigen Prospektrecht: Obwohl nach den altrechtlichen Prospektspflichten von Art. 652a und Art. 1156 Abs. 1 aOR nur wenig Informationen rechtlich gefordert waren, wurden in der Praxis umfangreiche Prospekte erstellt und weit mehr Informationen offen-

¹¹⁴ Darüber hinaus hat das Verständnis als kapitalmarktrechtliche Norm einen Einfluss auf die teleologische und systematische Auslegung (vgl. KONDOROSY, 161).

¹¹⁵ Siehe ausführlich hinten Rz 289 ff.

¹¹⁶ Siehe allgemein OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 1 Rz 10 und 18; REY/WILDHABER, Rz 11; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 02.64.

¹¹⁷ VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1959; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 13.

¹¹⁸ OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 1 Rz 19; REY/WILDHABER, Rz 14; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 02.64.

¹¹⁹ JOST, 218; MAUCHLE, GesKR 2021, 208.

¹²⁰ Siehe JOST, 218; MAUCHLE, GesKR 2021, 208; WERLEN, Grundlagen, 253; grundlegend auch VOGT, Handelsregister, 572 f., nach dem es das Ziel des Rechts ist, die Normen in Bezug auf Informationspflichten so zu gestalten oder auszulegen, dass sie rational handelnde Menschen zu der als informationsökonomisch effizient befundenen Verhaltensweise verleiten.

gelegt, als gesetzlich verlangt war.¹²¹ Indirekt dient die Prospekthaftung überdies dem Ausgleich von Informationsasymmetrien und der Wiederherstellung des ökonomischen Gleichgewichts.¹²²

- 47 Die Haftung als Instrument der finanzmarktrechtlichen Durchsetzungsordnung wird aber auch kritisch hinterfragt. Es wird vorgebracht, die Prospekthaftung könne ihre Ausgleichs- und Präventionsfunktion nicht wahrnehmen, da hohe Prozesshürden und -risiken die zivilrechtliche Durchsetzung durch Private vereiteln.¹²³

V. Normzweck und geschützte Rechtsgüter

- 48 Der Zweck der Prospekthaftung liegt in der *Kompensation und der Prävention von Schäden*, die durch mangelhafte Angaben in einem haftungsbegründenden Dokument verursacht werden.¹²⁴ Da die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG auch eine kapitalmarktrechtliche Zielsetzung aufweist, strebt sie im Einklang mit dem Zweck des FIDLEG zwei zusammenhängende Ziele an, namentlich den *Individual- und den Funktionsschutz*.¹²⁵
- 49 Die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG dient als repressives Instrument zunächst dem Individualschutz.¹²⁶ Als eine Haftung für Schadenersatz stellt sie für den Erwerber eines Finanzinstruments bzw. den Anleger eine Anspruchsgrundlage dar, um diejenigen Schäden auszugleichen, die durch fehlerhafte Prospekte¹²⁷ kausal verursacht worden sind.¹²⁸ In den Worten des Bundesgerichts soll das Publi-

¹²¹ DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 59; MAUCHLE, GesKR 2021, 208; WERLEN, Prospekttrichtlinie, 470 f.

¹²² DEDEYAN, 886.

¹²³ DEDEYAN, 628 f.; MAUCHLE, GesKR 2021, 208; siehe auch ERB, 109, der das «Schattendasein der [altrechtlichen] Prospekthaftungsnormen» in der für den Anleger schwierigen Beweislastverteilung erkennt.

¹²⁴ DEDEYAN, 886; OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 1 Rz 16 ff.; REY/WILDHABER, Rz 11 ff.; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 02.64.

¹²⁵ WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 12.

¹²⁶ Dagegen stellt die Prospektspflicht lediglich ein präventives Instrument zur Durchsetzung der Informationspflichten dar (siehe ausführlich hinten Rz 96 ff.).

¹²⁷ Nachfolgend wird der Einfachheit halber nur von Prospekten und nicht auch von ähnlichen Mitteilungen und dem Basisinformationsblatt gesprochen, sofern auf diese haftungsbegründenden Dokumente nicht speziell einzugehen ist.

¹²⁸ AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 1; BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 11; CAMENZIND, 80; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II,

kum nicht durch «Übervorteilung» aufgrund der mangelhaften Prospektangaben zu einer schädigenden Vermögensdisposition veranlasst werden.¹²⁹ Geschützt wird aber nicht nur das individuelle Vermögen der Anleger, sondern indirekt auch deren Vertrauen auf die Vollständigkeit und Richtigkeit der Angaben im Prospekt.¹³⁰

Die vollständige und korrekte Informationsvermittlung dient aus gesamtwirtschaftlicher Sicht auch der *Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts* (Funktionsschutz), indem das reibungslose Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage nach den Finanzinstrumenten sichergestellt wird.¹³¹ Entscheidend für die Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts ist sodann das Vertrauen der Investoren in die Akteure und deren Solvenz.¹³² Die Prospekthaftung schützt aus diesem Grund auch das Vertrauen der Investoren in diese Funktionsfähigkeit.¹³³

Art. 752 N 2; DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 8; ERB, 108; ROHR, 209; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 12; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 3; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 12; ZOBL/ARPAGAU, Prüfungspflicht, 206; ZOBL/KRAMER, Rz 1134; kritisch DEDEYAN, 888, der davon ausgeht, dass die Prospekthaftung aufgrund hoher prozessualer Hürden die Individualschutzfunktion nicht erfüllen könne.

¹²⁹ BGE 120 IV 122 E. 4d/bb, 128; BGE 112 II 258 E. 3a, 261; SCHRAFL, 56; siehe auch REUTTER, 38; bereits zu Art. 671 aOR führte das Bundesgericht aus, bei dieser Bestimmung gehe es um «die allgemeine Pflicht, die Wahrheit zu sagen, über die finanzielle Lage der [...] Aktiengesellschaft Klarheit zu verschaffen» und damit «eine Pflicht gegenüber der Gesamtheit, dem Publikum» (BGE 34 II 24 E. 2, 28; siehe auch ZELLWEGE-GUTKNECHT, 113).

¹³⁰ BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 16; ERB, 108; LÜCHINGER, Rz 1000; NOTH/GROB, AJP 2002, 1448 f.; SCHRAFL, 56 f.; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1960. Die Schutzwürdigkeit des Vertrauens der Investoren auf die Prospektangaben bzw. in die Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts wurde hauptsächlich von der neueren Lehre propagiert. Folgerichtig ist nach dieser Ansicht die Prospekthaftung als Vertrauenshaftung zu qualifizieren (siehe NOTH/GROB, AJP 2002, 1447).

¹³¹ Siehe AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 1; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 16; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 2; LENOIR, 55 f.; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 1 Rz 146 f.; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1960; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 12; ZOBL/ARPAGAU, Prüfungspflicht, 206; ZOBL/KRAMER, Rz 1135.

¹³² Statt vieler HOPT, Kapitalmarktinformationen, 102.

¹³³ NOBEL, Finanzmarktrecht, § 1 Rz 68; NOTH/GROB, AJP 2002, 1448 f.; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1960; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 3.

- 51 Als präventives Instrument bewirkt die Prospekthaftung zudem eine *indirekte Kontrolle des Prospektinhalts*.¹³⁴ Das Risiko einer Prospekthaftungsklage sorgt dafür, dass die potenziell Haftpflichtigen aus Eigeninteresse bei der Prospekterstellung die notwendige Sorgfalt anwenden und die relevanten Offenlegungsregeln beachten. Diese Wirkung dürfte die Prospekthaftung auch nach Einführung der *ex ante*-Prospektprüfung durch eine unabhängige Prüfstelle beibehalten (siehe Art. 51 ff. FIDLEG).¹³⁵ Der Grund liegt in der bloss formellen Prüfungsbefugnis der Prüfstelle, die sich auf Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit beschränkt (Art. 51 Abs. 1 FIDLEG). Die Prüfstelle darf und kann nicht die materielle Richtigkeit der Prospektangaben überprüfen, womit die indirekte Kontrolle durch die Prospekthaftung weiterhin relevant sein wird.¹³⁶ Auch würden ähnliche Mitteilungen und Basisinformationsblätter somit gar keiner Kontrolle unterliegen, denn diese Dokumente sind nicht von der Prüfpflicht erfasst (vgl. Art. 51 Abs. 1 FIDLEG).
- 52 Der Zweck der Prospekthaftung steht damit im Einklang mit dem Zweck des FIDLEG (siehe Art. 1 Abs. 1 FIDLEG)¹³⁷ und dem allgemeinen Ziel der Finanzmarktregulierung.¹³⁸ Ein Unterschied zum bisherigen Recht besteht bezüglich des Normzwecks nicht, denn Art. 752 aOR wurde bereits – wenn auch systematisch am falschen Ort – als kapitalmarktrechtliche Bestimmung verstanden, die dem Individualschutz sowie der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts diene.¹³⁹

¹³⁴ BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 11; ERB, 108; CAMENZIND, 80 f.; GRONER, 81; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 179; LENOIR, 56; REUTTER, 38; RIMLE, 231; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 3; WERLEN, Grundlagen, 253; ZOBL/KRAMER, Rz 1135.

¹³⁵ Siehe HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 179.

¹³⁶ Hinzu kommt, dass die Offenlegungsvorschriften wie die «Inhaltsgeneralklausel» von Art. 40 Abs. 1 FIDLEG bewusst offengehalten sind und dem Prospektersteller einen weiten Spielraum einräumen (siehe zur Inhaltsgeneralklausel hinten Rz 472 ff.; zur Prospektprüfung siehe Rz 399).

¹³⁷ Wobei der Zweck des FIDLEG hauptsächlich im Individualschutz verortet wird (Botschaft FIDLEG/FINIG, 8940; BÄRTSCHI, SZW 2014, 464; WINKLER, SK FIDLEG, Art. 1 N 1).

¹³⁸ Bundesrat, Nachhaltigkeit, 9; EGGEN, Produktregulierung, 99; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 1 Rz 145; WEBER/WILDBERGER, GesKR 2023, 20).

¹³⁹ AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 1; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 16; HOPT, Kapitalmarktinformationen, 103; KOWALEWSKI, 1003; WATTER, AJP 1992, 55; WATTER/DUBS, AJP 1998, 1312; WERLEN, Grundlagen, 253 f.

VI. Fazit

Die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG ist eine *privatrechtliche Haftungsnorm* mit *kapitalmarktrechtlicher Zielsetzung*. Als privatrechtliche Norm dient sie dem Ausgleich von Schäden, die durch fehlerhafte Prospekte, Basisinformationsblätter oder ähnliche Mitteilungen kausal verursacht worden sind. Die kapitalmarktrechtliche Dimension zeigt sich einerseits in der Zielsetzung der Prospekthaftung, namentlich bezweckt sie einen *Individualschutz* und einen *Funktionsschutz*, andererseits beschränkt die kapitalmarktrechtliche Ausrichtung den Anwendungsbereich der Prospekthaftung auf bestimmte Transaktionen am Primär- und Sekundärmarkt. 53

§ 3 Rechtsnatur

I. Einleitung

Die *Rechtsnatur des Anspruchs aus Prospekthaftung* war unter Art. 752 aOR 54 umstritten. Keine Klärung dieser Streitfrage brachte die Transponierung der Prospekthaftung ins FIDLEG. Der Gesetzgeber begnügte sich mit der Feststellung, dass die Bestimmung von Art. 69 FIDLEG «privatrechtlicher Natur» sei.¹⁴⁰ Unter «Rechtsnatur» wird in dieser Arbeit die dogmatische Einordnung eines Anspruchs in das System der privatrechtlichen Ansprüche verstanden.¹⁴¹ Die Rechtsnatur eines Anspruchs ist nicht nur aus rein akademischer Perspektive interessant, sondern wirkt sich in dreifacher Hinsicht aus:¹⁴² Erstens hat die Rechtsnatur einen Einfluss auf die Beweislastverteilung in einem Haftpflichtprozess.¹⁴³ Bei einer deliktsrechtlichen (verschuldensabhängigen) Haftung muss der Kläger das Verschulden beweisen, wohingegen das Verschulden bei einer Vertragshaftung vermutet wird.¹⁴⁴ Zweitens hängt von der Rechtsnatur die Art des möglichen Schadenersatzes ab.¹⁴⁵ Drittens wirkt sich die Rechtsnatur allgemein auf die Lückenfüllung aus, falls gewisse Fragen nicht bereits positivrechtlich beantwortet werden (z.B. Verjährungsregelung¹⁴⁶ oder Zulässigkeit von Freizeichnungsklauseln¹⁴⁷).¹⁴⁸

¹⁴⁰ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8992.

¹⁴¹ Vgl. HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 131 ff.

¹⁴² Siehe zur Bedeutung der Rechtsnatur der Prospekthaftung LENOIR, 56; NOTH/GROB, AJP 2002, 1443.

¹⁴³ Bei vertraglichen Haftungsansprüchen wird das Verschulden vermutet, wohingegen bei deliktischen Haftungsansprüchen das Verschulden durch den Kläger zu beweisen ist (siehe Art. 8 ZGB; HÜRLIMANN-KAUP/SCHMID, Rz 477 ff.).

¹⁴⁴ Zur Relativierung dieser unterschiedlichen Beweislastregeln MAROLDA MARTINEZ/VON DER CRONE, SZW 2003, 162.

¹⁴⁵ Eine Deliktshaftung räumt dem Geschädigten lediglich einen Anspruch auf Schadenersatz ein (KESSLER, BSK OR I, Art. 41 N 54). Weitergehende Ansprüche – wie etwa ein Anspruch auf Rückabwicklung – sind nicht vorgesehen (vgl. zu diesem Anspruch bei nichtigen Verträgen MEISE/HUGUENIN, BSK OR I, Art. 19/20 N 68a). So hat das Handelsgericht des Kantons Zürich das Begehren von Investoren auf Rückabwicklung, namentlich die Rücknahme der Aktien gegen Erstattung des ursprünglichen Kaufpreises, mit dem Hinweis auf die deliktsrechtliche Natur der Prospekthaftung abgewiesen (siehe HG [ZH], HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.5.2); ausführlich zur Rückabwicklung hinten Rz 649 ff.

¹⁴⁶ Auf die Verjährung der altrechtlichen Prospekthaftung nach Art. 752 aOR hatte die Qualifikation der Rechtsnatur keinen Einfluss, weil die Sonderbestimmung von

- 55 Die Bedeutung der Rechtsnatur der Prospekthaftung sollte jedoch nicht überzeichnet werden.¹⁴⁹ Aufgrund des neuen Kontexts im FIDLEG muss für *jede Anspruchsvoraussetzung separat beurteilt werden*, ob das Gesetz eine positivrechtliche Anordnung trifft oder ob ein Rückgriff auf die Regeln der Lückenfüllung angezeigt ist. Zudem ist nicht auszuschliessen, dass – in Anbetracht des weiten Kreises von möglichen Anspruchsberechtigten und Haftpflichtigen – die Ansprüche aus Art. 69 FIDLEG unterschiedlicher Rechtsnatur sein können.¹⁵⁰ Genau betrachtet ist auch nicht «die» Rechtsnatur der gesamten Haftungsnorm von Art. 69 FIDLEG relevant, vielmehr ist die Rechtsnatur der einzelnen Ansprüche aus dieser Norm zu bestimmen.
- 56 Nachfolgend wird zunächst der bisherige Meinungsstand zur Rechtsnatur der Ansprüche aus Prospekthaftung aufgearbeitet (II.). Danach wird die Rechtsnatur der Ansprüche der Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG erörtert (III.).

II. Bisherige Ansichten zur Rechtsnatur von Art. 752 aOR

- 57 Die Rechtsnatur der bisherigen obligationenrechtlichen Prospekthaftung nach Art. 752 aOR wurde in der Lehre kontrovers diskutiert. Dabei wurde im Wesentlichen zwischen einer deliktsrechtlichen, vertraglichen oder anderen Rechtsnatur unterschieden.¹⁵¹ Der Gesetzgeber liess die Frage nach der Rechtsnatur der Prospekthaftung in der Botschaft von 1928 offen.¹⁵²

Art. 760 OR zur Anwendung gelangte. Mit der Herauslösung der Prospekthaftung aus dem OR und der Eingliederung in das FIDLEG ist die Frage der Verjährung jedoch neu zu beurteilen (siehe hinten Rz 771 ff.).

¹⁴⁷ KÄLIN, AJP 2016, 135 f.; NOTH/GROB, AJP 2002, 1443; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 2; weiterführend WALTER, ZBJV 1996, 277.

¹⁴⁸ KONDOROSY, 152; siehe auch KÄLIN, AJP 2016, 135 ff. zur Rechtsnatur von aktienrechtlichen Verantwortlichkeitsansprüchen.

¹⁴⁹ Vgl. zur Relativierung der Bedeutung der Rechtsnatur der Prospekthaftung KOWALEWSKI, 1024 f.; MAROLDA MARTINEZ/VON DER CRONE, SZW 2003, 162; MABIL-LARD, FS Werro, 453.

¹⁵⁰ Vgl. BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, 12 f.; vgl. auch KÄLIN, AJP 2016, 137; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 2097.

¹⁵¹ Ausführlich zum bisherigen Meinungsstand NOTH/GROB, AJP 2002, 1443 ff.; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 164.

¹⁵² Vgl. Botschaft OR 1928, 266; siehe auch KOWALEWSKI, 1024.

Das Bundesgericht ordnete die Prospekthaftung nach Art. 752 aOR in einem neueren Urteil ohne Begründung als «ausservertragliche Haftung»¹⁵³ ein.¹⁵⁴ Damit bestätigte das Bundesgericht seine bisherige Rechtsprechung, wonach die Prospekthaftung eine *deliktsrechtliche Verschuldenshaftung*¹⁵⁵ im Sinn von Art. 41 ff. OR sei.¹⁵⁶ Ein überwiegender Teil der Lehre geht ebenfalls von einer deliktsrechtlichen Natur der Prospekthaftung aus.¹⁵⁷ Die Qualifikation als Deliktshaftung wird in der Lehre wie folgt begründet: Erstens bestehe kein Vertragsverhältnis zwischen Schädiger und Geschädigtem.¹⁵⁸ Zweitens löse die Prospekthaftung nur Schaden-

¹⁵³ Die Begriffsverwendung ist in der Literatur uneinheitlich: Nach der wohl vorherrschenden Auffassung sind die Begriffe «ausservertragliches Haftpflichtrecht» oder «Deliktsrecht» Synonyme zum Begriff der unerlaubten Handlung (HONSELL/ISENRING/KESSLER, § 1 N 6; REY/WILDHABER, Rz 4; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 02.07 f.; SCHÖNENBERGER, KUKO OR, Vor Art. 41–61 N 1). Der französische Sprachgebrauch verwendet den Begriff *responsabilité délictuelle* hauptsächlich zur Abgrenzung gegenüber der *responsabilité contractuelle* (vgl. WERRO/PERRITAZ, CR CO I, Art. 41 N 2). In der vorliegenden Arbeit wird der m.E. genauere Begriff «Deliktsrecht» verwendet, womit die unerlaubte Handlung nach Art. 41 ff. OR gemeint ist.

¹⁵⁴ BGer 4A_24/2021, 24.6.2021, E. 5.2.

¹⁵⁵ Als deliktsrechtliche Verschuldenshaftung bezeichnet die Lehre eine Haftung, die dem Grundtatbestand der unerlaubten Handlung nach Art. 41 OR entspricht (siehe OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 1 Rz 102; REY/WILDHABER, Rz 73; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 02.10 ff.).

¹⁵⁶ BGE 45 II 531, 531 f.: «Es handelt sich [bei Art. 672 aOR] um einen Deliktsanspruch, und nicht um einen Anspruch, der einem Vertragsverhältnis entspringt»; BGE 132 III 715 E. 3.2, 720; BGE 129 III 71 E. 2.5, 75; siehe auch HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.5.2, S. 123.

¹⁵⁷ AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 3; APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 262, Fn 64 BÄRTSCHI, 203; BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 9; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 16; BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 OR N 1; CAMENZIND, 86; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 3; DAENIKER/WALLER, Due Diligence Defense, 61; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 68; ERB, 109 ff.; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 147; GRÖNER, 86; HODEL, GesKR 2022, 122 f.; HUBER, Schutz, 68 f.; JUCKER, 68 f.; KONDOROSY, 152; LANG, 48 und 58 ff.; LENOIR, 56; LOMBARDINI, Kapit. XXIV Rz 113; LÜCHINGER, Rz 1000; MAROLDA MARTINEZ/VON DER CRONE, SZW 2003, 160 f.; MORANT, 47 f. (zur Gründerhaftung nach Art. 671 aOR); NEIDHART, 91 f.; PABST, 153; RAYROUX/AESCHIMANN, 223; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 1; ROBERTO/WEGMANN, 164; ROHR, 209; SCHRAFL, 57; SCHULTHESS, ZSR 1929, 312; SCHWEIZER, 66; WERLEN, Grundlagen, 253 f.; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 OR N 24; ZOBL/ARPAGAUS, Prüfungspflicht, 205; ZOBL/KRAMER, Rz 1142.

¹⁵⁸ Siehe bereits BGE 45 II 531, 532: «Ein solches [Vertragsverhältnis] besteht zwischen den Emittenten und den einzelnen Aktionären oder Obligationären hinsichtlich der

ersatzfolgen aus, der Kläger könne sich jedoch nicht auf die vertragsrechtlichen Haftungsfolgen wie Wandlung, Minderung oder Ersatzanschaffung stützen.¹⁵⁹ Drittens sei der Kreis der Aktiv- und Passivlegitimierten so weit gefasst, dass eine vertragliche Haftung ausgeschlossen erscheine.¹⁶⁰

- 59 Diese Auffassung ist nicht unbestritten: Die Zürcher Appellationskammer ging in einem älteren Entscheid von einer vertraglichen Natur der Prospekthaftung aus, weil die Handlungen, für welche die Haftpflichtigen verantwortlich gemacht werden, besonders umschrieben seien und diese Umschreibung sich nicht einfach an den allgemeinen Deliktsbegriff anlehne.¹⁶¹ Diese Argumentation findet in der Lehre jedoch nur wenig Unterstützung.¹⁶² Breitere Zustimmung findet die Ansicht, wonach nur gewisse Ansprüche vertragsrechtlicher Natur seien, so etwa im Rahmen einer Festübernahme¹⁶³ zwischen dem Ersterwerber und der Emissionsbank, sofern Letztere an der Erstellung des Prospekts mitgewirkt hat.¹⁶⁴ Als Indiz für das Vorliegen einer vertraglichen Natur wird teilweise vorgebracht, dem Prospekt käme die Funktion einer vorvertraglichen Aufklärungspflicht zu.¹⁶⁵
- 60 Schliesslich erkennt ein Teil der Lehre in der Prospekthaftung eine eigenständige «Haftung für Verletzungen von Informationspflichten gegenüber dem Kapitalmarkt»¹⁶⁶ bzw. eine positivrechtlich normierte, «kapitalmarktrechtliche Vertrau-

Emission nicht, weder ein aktienrechtliches, noch ein sonstiges [...]» Zur Ausnahmekonstellation siehe oben Ziff. 1.1; siehe auch BERTSCHINGER, Fn 58, der als Beispiel den Rechtsanwalt erwähnt, der zwar an der Erstellung des Prospekts mitwirkt, jedoch mit den aktienzeichnenden Anlegern nicht in einer vertraglichen Beziehung steht.

¹⁵⁹ HUBER, Schutz, 69, der noch weitere Argumente für eine deliktsrechtliche Natur auführt.

¹⁶⁰ MAROLDA MARTINEZ/VON DER CRONE, SZW 2003, 161.

¹⁶¹ Quellennachweis und Näheres zu diesem Entscheid bei LANG, 59 f., und NEIDHART, 93.

¹⁶² HÄMMERLI, 302.

¹⁶³ Im Rahmen einer Festübernahme übernimmt die Emissionsbank die vom Emittenten ausgegebenen Titel zu einem festen Preis und verkauft diese anschliessend in eigenem Namen und auf eigene Rechnung dem Publikum (vgl. hierzu WALLER, Underwriting Agreement, 29 f.).

¹⁶⁴ BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 18; zustimmend BÄRTSCHI, 203; siehe auch CAMENZIND, 47 f.

¹⁶⁵ WATTER, AJP 1992, 48 und 52; für die deutsche Lehre ASSMANN, Prospekthaftung, 225 ff.

¹⁶⁶ WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 2; zustimmend BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 19; KONDOROSY, 161; siehe auch WERLEN, Grundlagen, 254. Diese Qua-

enshaftung»¹⁶⁷. Die Qualifikation als Vertrauenshaftung wird damit begründet, dass die Prospekthaftung dann greife, wenn sich die durch den Prospekt geweckten Erwartungen nachträglich als unrichtig erweisen.¹⁶⁸ Dieser Ansicht wird entgegengehalten, dass der Vertragspartner der zukünftigen Aktionäre oder Obligationäre nur selten mit einer nach Art. 752 aOR haftpflichtigen Person identisch sei.¹⁶⁹

Im deutschen Recht ist die Rechtsnatur der spezialgesetzlichen Prospekthaftung umstritten. Ein überwiegender Teil der Lehre definiert die Prospekthaftung aufgrund des besonderen Näheverhältnisses zwischen dem Emittenten und dem Anleger als eine «kraft Gesetzes eintretende Vertrauenshaftung».¹⁷⁰ Die deutsche Lehre vertritt zunehmend auch eine deliktsrechtliche Einordnung.¹⁷¹ Die Prospekthaftung wird von einem Teil der deutschen Lehre auch als «Bündel kapitalmarktbezogener Informationspflichten» verstanden.¹⁷²

III. Rechtsnatur von Art. 69 FIDLEG

Der Gesetzgeber klärte die Rechtsnatur der Prospekthaftung bei der Transponierung ins FIDLEG nicht, sondern er beschränkte sich auf die Feststellung, dass diese «privatrechtlicher Natur» sei.¹⁷³ Gemäss den Materialien übernimmt Art. 69 FIDLEG unter Anpassung an die neuen Prospektpflichten die bisherige Bestimmung von Art. 752 aOR.¹⁷⁴ Da sich die neue Bestimmung materiell an die alte anlehnt, gelten *mutatis mutandis* Lehre und Rechtsprechung zu Art. 752 aOR wei-

lififikation wird auch von der vorherrschenden deutschen Lehre vertreten (siehe dazu ASSMANN, Prospekthaftung, 252 ff. und 273 ff.).

¹⁶⁷ NOTH/GROB, AJP 2002, 1449; ähnlich auch CONTRATTO, 326 f.; LOSER, recht 1999, 88; MAROLDA MARTINEZ/VON DER CRONE, SZW 2003, 161; REUTTER, 40; VASELLA, Rz 910 f.; WIEGAND, 162.

¹⁶⁸ NOTH/GROB, AJP 2002, 1448; VASELLA, Rz 910.

¹⁶⁹ BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 OR N 1.

¹⁷⁰ GROSS, Kapitalmarktrecht, § 9 WpPG Rz 15; KÖNDGEN, Theorie der Prospekthaftung, 17; POELZIG, Rz 265; WACKERBARTH, in: Holzborn, §§ 21–23 WpPG Rz 12; a.M. ASSMANN, Prospekthaftung, 249 f.

¹⁷¹ ASSMANN, Prospekthaftung, 241 ff.; 252 ff.; 377; WACKERBARTH, in: Holzborn, §§ 21–23 WpPG Rz 12.

¹⁷² ASSMANN, Prospekthaftung, 273 ff.

¹⁷³ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8992.

¹⁷⁴ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8992.

terhin.¹⁷⁵ Nachfolgend ist zu prüfen, ob der neue Kontext im FIDLEG einen Einfluss auf die Qualifikation der Rechtsnatur der Prospekthaftung hat.

A. Prospekthaftung als Vertragshaftung?

- 63 Eine vertragliche Natur der Prospekthaftung kann gemäss einem Teil der Lehre dort in Betracht kommen, wo *gleichzeitig eine vertragliche Beziehung zwischen dem Prospektersteller und dem Anspruchsberechtigten* besteht.¹⁷⁶ Eine solche vertragliche Beziehung kann etwa bei der Festübernahme einer Emission vorhanden sein, denn die Bank schliesst mit den zeichnenden Investoren Kaufverträge ab.¹⁷⁷ Liegt ein Kaufvertrag vor, können die Angaben im Prospekt als zugesicherte Eigenschaften im Sinn von Art. 197 Abs. 1 OR qualifiziert werden.¹⁷⁸ Damit würden einem geschädigten Anleger zwei (vertragsrechtliche) Anspruchsgrundlagen offenstehen: Einerseits ein Anspruch aus Kaufvertrag, wobei die Verletzung von zugesicherten Eigenschaften die Pflichtverletzung begründet. Andererseits ein Anspruch aus Art. 69 FIDLEG, wobei die Pflichtverletzung in der Erstellung und Veröffentlichung mangelhafter Angaben liegt. Voraussetzung für den Anspruch aus Art. 69 FIDLEG ist allerdings, dass die Bank an der Erstellung des Prospekts beteiligt war, andernfalls entfällt ihre Passivlegitimation.¹⁷⁹ Im Kontext des Basisinformationsblatts wird regelmässig zwischen dem Finanzdienstleister,¹⁸⁰ der ein Finanzinstrument verkauft, und dem Privatkunden ein Kaufvertrag vorliegen. Auch in diesem Kontext dürften dem geschädigten Anleger zwei Anspruchsgrundlagen – wie oben beschrieben – offenstehen. Ebenso entfällt eine Passivlegitimation des Finanzdienstleisters für einen Anspruch aus Art. 69 FIDLEG, sofern er nicht an der Erstellung des Basisinformationsblatts beteiligt war.¹⁸¹

¹⁷⁵ HARISBERGER, *Mitwirkung*, Rz 218; VON DER CRONE, *Aktienrecht*, Rz 1958; WATTER, *BSK FIDLEG*, Art. 69 N 1.

¹⁷⁶ BÄRTSCHI, 203; BERTSCHINGER, *Verantwortlichkeit*, Rz 18; LANG, 61 f.

¹⁷⁷ BERTSCHINGER, *Verantwortlichkeit*, Rz 18; CAMENZIND, 47 f.; ERB, 110; a.M. Weber/Fahrländer, *SK FIDLEG*, Art. 69 N 18, die bei einer Festübernahme davon ausgehen, dass sich die Anspruchsgrundlage einer Haftung aus Art. 184 ff. OR und nicht aus Art. 69 FIDLEG ergibt (gl.M. NOTH/GROB, *AJP* 2002, 1445).

¹⁷⁸ CAMENZIND, 48; ERB, 110.

¹⁷⁹ Die blossе «Verbreitung» eines mangelhaften Prospekts oder eine «Mitwirkung» daran genügt unter Art. 69 Abs. 1 FIDLEG nicht mehr für die Begründung der Passivlegitimation (siehe hinten Rz 388 ff.).

¹⁸⁰ Siehe zum Begriff Art. 3 lit. d FIDLEG.

¹⁸¹ Ausführlich dazu hinten Rz 421 ff.

Vertragliche Beziehungen zwischen dem Emittenten und dem Ersterwerber sind auch denkbar, falls der Emittent die Emission am Primärmarkt selbst durchführt oder ein Grossaktionär sein bisheriges Aktienpaket am Sekundärmarkt direkt einem (meist institutionellen) Investor anbietet (sog. *blocktrade*).¹⁸² Allfällige Prospekthaftungsansprüche gegen den Prospektersteller können bei solchen Konstellationen durchaus vertragsrechtlicher Natur sein. 64

In diesem Zusammenhang kann sich eine vertragliche Beziehung zwischen Emittenten und Ersterwerber auch aus einer direkten Kotierung an einer Börse ergeben (sog. *direct listing*).¹⁸³ Da die Effekten an einem Handelsplatz zugelassen werden, greift die Pflicht zur Erstellung eines Kotierungsprospekts gemäss Art. 35 Abs. 1 FIDLEG. Die Geschäftsleitungsmitglieder der fraglichen Gesellschaft befinden sich nun in einer Doppelrolle: Sie werden regelmässig an der Erstellung des Kotierungsprospekts beteiligt sein und gleichzeitig einen Teil oder ihr gesamtes Effektenpaket kotieren lassen. Falls sie nun einen Teil ihrer kotierten Effekten am Sekundärmarkt verkaufen, stellt sich die Frage, ob sie mit den Erwerbern in eine vertragliche Beziehung treten. Dies ist allerdings nur ausnahmsweise der Fall, weil ein Finanzdienstleister die Vermittlung und Ausführung des Geschäfts im Sinn einer kommissionsweisen Ausführung übernimmt.¹⁸⁴ Unabhängig von der Vertragsqualifikation kann sich der Erwerber der Effekten gegenüber dem Geschäftsleitungsmitglied auf die Prospekthaftung berufen, sofern dieses an der Prospekterstellung beteiligt war und ein Schaden aufgrund mangelhafter Angaben im Kotierungsprospekt entstanden ist. 65

Ausserhalb der erwähnten Konstellationen sprechen drei Gründe gegen die vertragliche Natur der Prospekthaftung: Erstens begründet die Emission noch keinen Vertragsabschluss im Sinn übereinstimmender Willenserklärungen, weil der Prospekt lediglich als Einladung zur Offertstellung und nicht als bindender Antrag 66

¹⁸² Zur Struktur eines *blocktrade* etwa HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 22 ff.

¹⁸³ Dabei handelt es sich um einen Börsengang ohne Platzierungsangebot, es erfolgt nur eine Kotierung und Zulassung zum Handel an einer Börse. Aus Sicht der Gesellschaft hat die direkte Kotierung den Vorteil, dass keine Investmentbank bzw. keine weiteren Berater mandatiert und bezahlt werden müssen (zum Ganzen PROBST, 94 f., 103). Das Kotierungsgesuch bei einer direkten Kotierung muss aber gleichwohl von einer Bank oder einem Wertpapierhaus im Sinn des FINIG eingereicht werden (siehe Art. 43 Abs. 2 KR-SIX).

¹⁸⁴ Siehe zum Gesagten im Rahmen eines *execution-only*-Geschäfts am Sekundärmarkt AGGTELEKY, Rz 149 ff.

qualifiziert.¹⁸⁵ Zweitens ist der Kreis der Passivlegitimierten auch unter Art. 69 Abs. 1 FIDLEG nicht auf die direkte Gegenpartei des Anlegers beim Erwerb der Effekten beschränkt.¹⁸⁶ Die Passivlegitimation umfasst vielmehr alle Personen, die an der Prospekterstellung beteiligt waren.¹⁸⁷ Gerade Angestellte des Emittenten oder dessen Berater, die häufig Teile des Prospekts verfassen, treten anschliessend nicht gegenüber den Anlegern auf und begründen deshalb auch keine vertraglichen Beziehungen mit diesen.¹⁸⁸ Dasselbe trifft auch auf die Aktivlegitimation zu, denn nicht nur der Ersterwerber, sondern auch der Zweiterwerber kann unter Art. 69 FIDLEG anspruchsberechtigt sein.¹⁸⁹ Drittens gehen die Gewährleistungsansprüche aus Art. 197 OR weiter als die Schadenersatzansprüche aus Art. 69 FIDLEG, denn Art. 197 OR erfasst alle erheblichen Mängel der Kaufsache.¹⁹⁰ Dagegen schützt Art. 69 FIDLEG nur vor Schäden, die aufgrund von mangelhaften Angaben in Prospekten entstehen. Bei einer vertragsrechtlichen Natur der Prospekthaftung wäre sie als spezielle Gewährleistungsnorm für die Emission von Wertpapieren zu verstehen. Dies würde im Ergebnis zu einer unerwünschten Haftungsverschärfung führen.¹⁹¹

B. Prospekthaftung als Vertrauenshaftung?

- 67 Die Qualifikation als *kapitalmarktrechtliche Vertrauenshaftung* stellt eine Konkretisierung der bisher vom Bundesgericht in Einzelfällen anerkannten und von der Lehre weiterentwickelten, allgemeinen Vertrauenshaftung dar.¹⁹² Die Vertrauens-

¹⁸⁵ CAMENZIND, 51; ROHR, 148; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 18; ausführlich dazu hinten Rz 271.

¹⁸⁶ MAROLDA MARTINEZ/VON DER CRONE, SZW 2003, 161.

¹⁸⁷ Siehe hinten Rz 393 ff.

¹⁸⁸ Vgl. BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 18, Fn 58; siehe auch LANG, 61 f., der hierzu ausführt, dass es Zweck der Prospekthaftung sei, die «wirklich Schuldigen» – unabhängig vom Bestehen eines Vertrags – zu treffen.

¹⁸⁹ Zur Aktivlegitimation hinten Rz 348 ff.

¹⁹⁰ ERB, 110; HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 2597.

¹⁹¹ Siehe zum Gesagten ERB, 110 f.; LANG, 61.

¹⁹² Siehe dazu die Leitentscheide BGE 121 III 350 ff. [Ringerverband] und BGE 120 II 331 ff. [Swissair]; aus der Lehre ausführlich LOSER, Vertrauenshaftung, Rz 165 ff.; siehe auch HAUSHEER/JAUN, SHK Einleitungsartikel ZGB, Art. 2 N 76 ff.; SCHWENZER/FOUNTOULAKIS, Rz 52.01 ff.; VOGT, Handelsregister, 621 ff.; in der deutschen Lehre wird die Prospekthaftung mehrheitlich als «kraft Gesetzes eintretende Vertrauenshaftung» verstanden (KÖNDGEN, Theorie der Prospekthaftung, 17).

haftung schafft eine Haftung, die darauf beruht, dass eine Partei berechtigterweise auf einen von der anderen Partei geschaffenen Anschein vertraut, wobei dieses Vertrauen in der Folge enttäuscht wird.¹⁹³ Voraussetzung für die Annahme einer Vertrauenshaftung ist die Verletzung von «Loyalitätspflichten», die sich aus einer rechtlichen Sonderverbindung zwischen den Parteien ergeben.¹⁹⁴ Die rechtliche Sonderverbindung ist eine gestützt auf die Grundsätze von Treu und Glauben (Art. 2 Abs. 1 ZGB) «über den blossen sozialen Kontakt hinausgehende (vertragsähnliche) Sonderbeziehung» zwischen Schädiger und Geschädigtem.¹⁹⁵ Art. 69 FIDLEG kann nun durchaus als Umschreibung solcher Loyalitätspflichten (Pflicht zur vollständigen und wahrheitsgemässen Information) verstanden werden.¹⁹⁶ Zudem kann die rechtliche Sonderverbindung nicht nur im Umfeld eines Vertrags, sondern auch in einem rechtsgeschäftlichen Projekt,¹⁹⁷ wie dem öffentlichen Angebot zum Erwerb von Effekten oder einer Handelszulassung, begründet sein.¹⁹⁸ In diesem Sinn führt der Prospekt – als Einladung zur Offertstellung – zu einer Anbahnung rechtsgeschäftlicher Beziehungen zwischen dem Prospektersteller und dem potenziellen Anleger.¹⁹⁹ Eine Qualifikation als Vertragshaftung hätte zur Folge, dass die Beweisregeln der vertraglichen Haftung gelten, das heisst, das Verschulden wäre im Sinn einer Beweislastumkehr zu vermuten.²⁰⁰

Gegen eine Qualifikation als Vertrauenshaftung sprechen allerdings zwei Gründe: 68
Erstens greift die Prospekthaftung nach der hier vertretenen Ansicht auch dann, wenn kein Prospekt veröffentlicht wird, obwohl eine gesetzliche Pflicht dazu

¹⁹³ Statt vieler VOGT, Handelsregister, 621.

¹⁹⁴ LOSER, Vertrauenshaftung, Rz 214, 1143 ff.; MABILLARD, FS Werro, 446; NOTH/GROB, AJP 2002, 1446.

¹⁹⁵ HAUSHEER/JAUN, SHK Einleitungsartikel ZGB, Art. 2 N 65, 69; MABILLARD, FS Werro, 446.

¹⁹⁶ MABILLARD, FS Werro, 446; NOTH/GROB, AJP 2002, 1446; siehe auch MAROLDA MARTINEZ/VON DER CRONE, SZW 2003, 161; a.M. WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 19, nach denen die Loyalitätspflichten nur aus dem Willen einer Partei zum Vertragsschluss oder aus selbstständig einklagbaren vertraglichen Nebenpflichten erwachsen.

¹⁹⁷ LOSER, Vertrauenshaftung, Rz 174.

¹⁹⁸ MABILLARD, FS Werro, 446 f.; MAROLDA MARTINEZ/VON DER CRONE, SZW 2003, 161; VASELLA, Rz 910.

¹⁹⁹ NOTH/GROB, AJP 2002, 1446; siehe auch LOSER, recht 1999, 88.

²⁰⁰ HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 1557 f.; MAROLDA MARTINEZ/VON DER CRONE, SZW 2003, 162.

besteht.²⁰¹ Da in dieser Situation kein Prospekt erstellt wird, kann auch nicht mehr von einer vertragsanbahnenden Wirkung gesprochen werden.²⁰² Zweitens umfasst die Passivlegitimation bei der Prospekthaftung sämtliche Prospektersteller. Gerade Angestellte des Emittenten oder dessen Berater treten – wie bereits erwähnt – aber nicht nach aussen gegenüber den potenziellen Anlegern auf. Es erscheint aufgrund der Distanz dieser Personen zu den Anlegern nicht gerechtfertigt, von einer rechtlichen Sonderverbindung auszugehen.²⁰³ Es stellen sich dahingehend die gleichen Probleme wie bei einer Qualifikation der Prospekthaftung als Vertragshaftung.

- 69 Zusammenfassend ist eine Qualifikation der Prospekthaftung als Vertrauenshaftung nicht *a priori* ausgeschlossen, scheint aber aufgrund der schwachen Grundlage der rechtlichen Sonderverbindung auch nicht sehr plausibel. Ohnehin wird in der Lehre die Ansicht vertreten, dass die Aufgaben der Vertrauenshaftung ohne Weiteres von der Deliktshaftung übernommen werden können.²⁰⁴ Falls ausnahmsweise die Voraussetzungen für eine Deliktshaftung und eine Vertrauenshaftung erfüllt sind, nimmt das Bundesgericht Anspruchskonkurrenz zwischen den Ansprüchen an.²⁰⁵

C. Prospekthaftung als Haftung *sui generis*?

- 70 Nach WATTER ist die Prospekthaftung weder vertraglicher noch deliktischer Natur, vielmehr ist sie eine eigenständige «Haftung für Verletzungen von Informationspflichten gegenüber dem Kapitalmarkt».²⁰⁶ Diese Qualifikation überzeugt, weil nun mit dem neu gestalteten Prospektrecht im FIDLEG umfangreiche Informationspflichten in Form der Prospektpflicht (Art. 35 ff. FIDLEG) und der Pflicht zur Erstellung eines Basisinformationsblatts (Art. 58 ff. FIDLEG) gesetzlich geregelt worden sind. Die Prospekthaftung bezweckt denn auch die zivilrechtliche Durchsetzung dieser Informationspflichten.²⁰⁷ Allerdings bewegt sich diese Qualifika-

²⁰¹ Siehe dazu hinten Rz 610 ff.

²⁰² WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 19.

²⁰³ Vgl. GRONER/VOGT, recht 1998, 259, die analoge Überlegungen zur Haftung der Revisionsstelle aufstellen.

²⁰⁴ MABILLARD, FS Werro, 445 m.w.H.

²⁰⁵ BGer 4C.193/2000, 26.9.2001, E. 5; MAROLDA MARTINEZ/VON DER CRONE, SZW 2003, 161; kritisch dazu CONTRATTO, 328.

²⁰⁶ WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 2; WATTER, BSK FIDLEG; Art. 69 N 5; zustimmend BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 19.

²⁰⁷ Siehe vorne Rz 46.

tion innerhalb des Anwendungsbereichs der Deliktshaftung, denn die gesetzlichen Informationspflichten sind als Umschreibung des widerrechtlichen Verhaltens im Sinn von Schutznormen zu verstehen.²⁰⁸ Auch ist die Bezeichnung «Informationspflichten gegenüber dem Kapitalmarkt» wenig aussagekräftig, da die Prospekthaftung sowohl nach Art. 752 aOR als auch nach Art. 69 FIDLEG *keine allgemeine kapitalmarktrechtliche Informationshaftung* ist; sie ist vielmehr eine auf *besondere Vorgänge am Kapitalmarkt beschränkte Haftung*.²⁰⁹

Auch hilft die Qualifikation als Haftung *sui generis* nicht bei der Lückenfüllung weiter, da keine dogmatische Einordnung in das bekannte System der privatrechtlichen Ansprüche vorliegt. Aus den Materialien ergibt sich zudem kein Hinweis darauf, dass der Gesetzgeber eine Haftung *sui generis* schaffen wollte.²¹⁰ 71

D. Prospekthaftung als Deliktshaftung?

Die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG ist m.E. *deliktischer Natur*, sofern zwischen den Parteien keine vertragliche Verbindung besteht.²¹¹ Damit ist sie eine Verschuldenshaftung im Sinn der unerlaubten Handlung (Art. 41 ff. OR) und folgt deren Haftungsgrundsätzen. Im Verhältnis zu Art. 41 OR ist die Prospekthaftung *lex specialis*, die als Anwendungsfall der *unerlaubten Handlung einen kapitalmarktrechtlichen Tatbestand* regelt.²¹² Als Deliktshaftung umschreibt die Prospekthaftung widerrechtliches Verhalten, das «haftungsbegründendes [...] Unrecht von hinzunehmenden Nachteilen unterscheidet».²¹³ Nach der vom Bundesgericht vertretenen objektiven Theorie besteht die Widerrechtlichkeit in der Verletzung einer 72

²⁰⁸ WIEGAND, 143 ff.

²⁰⁹ Die Prospekthaftung ist auf besondere Vorgänge am Kapitalmarkt beschränkt (siehe HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 205): Art. 752 aOR kam etwa nur bei einer Gründung oder bei Ausgabe von Titeln zur Anwendung, jedoch nicht auch bei anderen Informationspflichten wie etwa der Pflicht zur *Ad hoc*-Publizität nach Art. 53 KR-SIX (siehe ausführlich hinten Rz 300).

²¹⁰ Vgl. KOWALEWSKI, 1025.

²¹¹ So auch DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 7; HODEL, GesKR 2022, 123; THÉVENOZ/LIÉGEOIS, SZW 2021, 131; VRACA, Rz 397; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1958; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 20.

²¹² WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 20; siehe auch VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1958; siehe zum bisherigen Recht BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 1; CAMENZIND, 86; ERB, 118; SCHULTHESS, ZSR 1929, 312.

²¹³ SCHWENZER/FOUNTOULAKIS, Rz 50.04; siehe auch MABILLARD, FS Werro, 447; REY/WILDHABER, Rz 789 ff.;

gesetzlichen Pflicht.²¹⁴ Diese Pflichten ergeben sich bei der Prospekthaftung aus Art. 35 ff. FIDLEG (Prospektpflicht) und aus Art. 58 ff. FIDLEG (Pflicht zur Erstellung eines Basisinformationsblatts). Der Massstab zur Beurteilung der Pflichtverletzung ergibt sich direkt aus Art. 69 Abs. 1 FIDLEG: Die dort erwähnte Falschheit, Irreführung und Gesetzeswidrigkeit der Angaben ist als *Pflicht zu richtiger, klarer und vollständiger Information des Kapitalmarkts* zu verstehen.²¹⁵ Damit bildet Art. 69 FIDLEG auch gleich eine Schutznorm, deren Verletzung die Widerrechtlichkeit reiner Vermögensschädigungen begründet.²¹⁶ Nach einer neueren Theorie der Widerrechtlichkeit können diese Pflichten aus Art. 69 Abs. 1 FIDLEG auch als «Berufspflichten zum Schutze fremden Vermögens» bezeichnet werden.²¹⁷

- 73 Für die deliktische Natur der Prospekthaftung sprechen – neben den bereits erwähnten – drei Gründe: Erstens setzt die Prospekthaftung kein Vertragsverhältnis bzw. keine rechtliche Sonderverbindung voraus.²¹⁸ Dies zeigt sich konkret am Kreis der Haftpflichtigen, zu dem alle Personen zählen, die an der Prospekterstellung beteiligt sind. Auch der Kreis der Anspruchsberechtigten ist weit und erfasst neben dem Ersterwerber auch den Zweiterwerber der fraglichen Finanzinstrumente.²¹⁹ Zweitens hat sich der Gesetzgeber mehrfach für die Ausgestaltung von Art. 69 FIDLEG als Verschuldenshaftung ausgesprochen.²²⁰ Drittens räumt die Prospekthaftungsklage dem geschädigten Anleger lediglich einen Anspruch auf Schadenersatz ein; dies entspricht denn auch dem Grundwesen der Deliktshaftung.²²¹ Vertragsrechtliche Ansprüche wie etwa Wandlung oder Minderung (Art. 205 OR), Ersatzleistung (Art. 206 OR) oder die Geltendmachung einer einseitigen Unverbindlichkeit (Art. 23 OR) sind dagegen nicht vorgesehen.²²²

²¹⁴ Siehe die Nachweise in Rz 446.

²¹⁵ MABILLARD, FS Werro, 448; dazu ausführlich hinten Rz 450 ff.

²¹⁶ MABILLARD, FS Werro, 447; MAROLDA MARTINEZ/VON DER CRONE, SZW 2003, 162; siehe auch BREHM, BK OR, Art. 41 N 38e ff.; OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 4 Rz 35 ff.; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 05.67 ff.; SCHWENZER/FOUNTOLAKIS, Rz 50.04, 50.19 ff.

²¹⁷ MABILLARD, FS Werro, 447; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 04.42 ff.; SCHÖNENBERGER, KUKO OR, Art. 41 N 23 ff.

²¹⁸ WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 18; ERB, 111; LANG, 61 f.

²¹⁹ Siehe dazu hinten Rz 350.

²²⁰ Siehe zum Gesagten hinten Rz 716 ff.

²²¹ BREHM, BK OR, Art. 41 N 67a; HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 1844.

²²² ERB, 111; vgl. auch REUTTER, 40, der eine Wandlung bei börsenkotierten Effekten für wenig praktikabel hält und diese zudem einen übermässigen Schadenersatz bedeuten würden.

IV. Fazit

Die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG ist *deliktsrechtlicher Natur*. Als 74 Anwendungsfall der unerlaubten Handlung auf einen kapitalmarktrechtlichen Tatbestand folgt sie den Haftungsgrundsätzen von Art. 41 ff. OR. Sofern eine vertragliche Beziehung bzw. eine rechtliche Sonderverbindung zwischen den Parteien besteht, kann ausnahmsweise auch eine vertragliche Haftung bzw. eine Vertrauenshaftung vorliegen. In diesem Fall kommen dementsprechend auch vertragliche Grundsätze zur Anwendung.

§ 4 **Prospektpflicht nach bisheriger und revidierter Rechtslage**

I. Einleitung

Bei gewissen Transaktionen im Primär- und Sekundärmarkt wird ein Prospekt 75 oder ein ähnliches Dokument veröffentlicht. Im folgenden Kapitel wird untersucht, inwiefern die Beteiligten *dazu verpflichtet* sind. Dazu statuiert Art. 35 Abs. 1 FIDLEG eine Pflicht, unter bestimmten Voraussetzungen einen *Prospekt für Effekten* zu erstellen und zu veröffentlichen (sog. Prospektpflicht). Die Bestimmung löst die bisherigen obligationenrechtlichen (vgl. Art. 652a und Art. 1156 Abs. 1 aOR), spezialgesetzlichen (Art. 75 KAG) und die in Selbstregulierung erlassenen (vgl. Art. 27 Abs. 1 aKR-SIX) Prospektpflichten ab. Neu ist zudem die Pflicht zur Erstellung eines *Basisinformationsblatts*, sofern ein Finanzinstrument Privatkunden angeboten wird (Art. 58 Abs. 1 FIDLEG). Eine Erörterung der Auslöser der Prospektpflicht im FIDLEG ist für den zweiten Teil dieser Arbeit fundamental, denn die Prospekthaftung knüpft in ihrem sachlichen Anwendungsbereich an diese Auslöser an (vgl. Art. 69 Abs. 1 FIDLEG).²²³

Nach einer Einführung in die grundlegenden Begriffe und Transaktionsformen des 76 Kapitalmarkts (II.) werden die Funktionen und die ökonomischen Wirkungsmechanismen einer Prospektpflicht analysiert (III.). Um Gemeinsamkeiten und Unterschiede herauszuarbeiten, werden die Prospektpflichten nach bisherigem Recht (IV.) und nach neuem Recht (V.) erörtert.

II. Terminologisches

Innerhalb des Kapitalmarkts unterscheidet man zwischen dem *Primär- und dem* 77 *Sekundärmarkt*. An diesen Märkten beteiligen sich die Akteure des Kapitalmarkts, wobei unterschiedliche Transaktionen bzw. Platzierungsformen zum Einsatz kommen. Nachfolgend werden die für die Auslegung der Prospektpflicht – und später der Prospekthaftung – benötigten Platzierungsformen erläutert.

²²³ Siehe ausführlich zum sachlichen Anwendungsbereich hinten Rz 236 ff.

A. Primärmarkt und Primärplatzierung

- 78 Der *Primärmarkt* umfasst das *Emissionsgeschäft*, also die Neuschaffung bzw. Erstausgabe von Effekten^{224, 225}. Die Akteure am Primärmarkt sind einerseits die Aktiengesellschaft als *Emittent*²²⁶ und die transaktionsbegleitende Investment- oder Emissionsbank²²⁷ sowie andererseits die *Anleger* als Käufer der neu ausgegebenen Effekten. Da neue Effekten geschaffen und beim Publikum im Markt platziert werden, erhöhen Transaktionen am Primärmarkt den Gesamtbestand an Finanzinstrumenten.²²⁸ Unter den verschiedenen Transaktionen am Primärmarkt ist im Kontext des Prospektrechts insbesondere die Primärplatzierung von Interesse.²²⁹
- 79 Bei einer *Primärplatzierung* (auch *primary offering* oder *primary placement*) von Aktien schafft der Emittent zunächst im Rahmen einer Kapitalerhöhung oder einer Gründung neue Aktien, die er danach einer breiten Anlegerschaft unter Zwischenschaltung einer transaktionsbegleitenden Bank dem Publikum anbietet.²³⁰ Der Erlös aus der Primärplatzierung fliesst nach Abzug der Emissionskosten²³¹ dem Emittenten zu.²³² Das Bundesgericht geht insbesondere dann

²²⁴ Effekten sind gemäss der Legaldefinition vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere, Wertrechte, Registerwertrechte sowie Derivate und Bucheffekten (Art. 3 lit. b FIDLEG). Ausführlich zum Begriff der Effekte und der Abgrenzung zum Finanzinstrument hinten Rz 160.

²²⁵ BGE 136 II 43 E. 4.1, 47; BGer 2C_898/2010, 29.6.2011, E. 2.1; HODEL, Kotierung, 110 f.; ZOBL/KRAMER, Rz 7.

²²⁶ Emittenten sind Personen, die Effekten begeben oder zu begeben beabsichtigen (Art. 3 lit. f FIDLEG).

²²⁷ Nachfolgend die *platzierende Bank*.

²²⁸ Siehe zum Gesagten HODEL, Kotierung, 110 f.; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 1970; ZOBL/KRAMER, Rz 7.

²²⁹ Siehe zu den anderen Emissionsformen Werlen, BANKGESCHÄFT, Rz 1999 ff.; ZOBL/KRAMER, 1065 ff.

²³⁰ BGer 6B_922/2016, 14.7.2017, E. 2.2.3; APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 256; DAENIKER, Underwriting Agreement, 162; HARISBERGER, Mitwirkung, Fn 21; LOMBARDINI, Kap. XXIV Rz 7; REUTTER, 9; WALLER, Underwriting Agreement, 13 f.; WATTER, Festübernahme, 388; WATTER/REUTTER, 3; ZOBL/KRAMER, Rz 1089).

²³¹ Die Emissionskosten bestehen aus einer Kommission der Emissionsbank und dem Auslagenersatz. Die Auslagen umfassen Kosten für Berater, Kotierungsgebühren, Druckkosten, Werbemassnahmen und sonstige Auslagen (siehe DAENIKER, Underwriting Agreement, 186 f.).

²³² DAENIKER, Underwriting Agreement, 162; REUTTER, 9; WATTER, Festübernahme, 388; ZOBL/KRAMER, Rz 1089.

von einer Primärplatzierung aus, wenn die Transaktion dem Emittenten dazu dient, die für die *Geschäftsentwicklung erforderlichen finanziellen Mittel* zu beschaffen.²³³

Vertragliche Grundlage der Primärplatzierung zwischen dem Emittenten und den platzierenden Banken ist der *Übernahmevertrag* (sog. *placement agreement*). Im Rahmen einer Festübernahme verpflichten sich die Banken im Übernahmevertrag dazu, die zu emittierenden Titel zu einem bestimmten Preis zu übernehmen und sie anschliessend in eigenem Namen und auf eigenes Risiko im Publikum zu platzieren.²³⁴ Im Gegenzug erhalten die Banken eine Übernahmekommission und Auslagenersatz.²³⁵ Der Übernahmevertrag enthält insbesondere auch Garantien der Gesellschaft, etwa in Bezug auf die Vollständigkeit und Richtigkeit des Emissionsprospekts.²³⁶

B. Sekundärmarkt und Sekundärplatzierung

Auf dem *Sekundärmarkt* findet der börsliche und ausserbörsliche Handel mit den *bereits emittierten Effekten* statt.²³⁷ Die Teilnehmer des Sekundärmarkts sind die *Anleger* und die *Effekthändler*. Am Sekundärmarkt werden keine neuen Effekten geschaffen, sondern lediglich die bereits emittierten unverteilt; folglich verändert sich der Gesamtbestand der Effekten nicht.²³⁸

Bei einer *Sekundärplatzierung* (auch *secondary offering* oder *secondary placement*) von Aktien bietet ein Grossaktionär (oder mehrere Grossaktionäre)²³⁹ ein Aktienpaket, meist unter Zwischenschaltung einer platzierenden Bank, einer brei-

²³³ BGer 2C_571/2018, 30.4.2019, E. 2.2.1; dazu FORRER/ZUUR, GesKR 2019, 652 ff.

²³⁴ Siehe zum Gesagten STRAZZER D., Festübernahme, 29 ff.; WATTER, Festübernahme, 391; ZOBL/KRAMER, Rz 1079.

²³⁵ DAENIKER, Underwriting Agreement, 186 f.; STRAZZER D., Festübernahme, 104 ff.; ZOBL/KRAMER, Rz 1092.

²³⁶ DAENIKER, Underwriting Agreement, 184 ff.; WATTER, Festübernahme, 396; ZOBL/KRAMER, Rz 1092.

²³⁷ BGE 136 II 43 E. 4.1, 47; BGer 2C_898/2010, 29.6.2011, E. 2.1; HODEL, Kotierung, 110 f.; LOMBARDINI, Kapit. XXIV Rz 3; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 1 Rz 263; WERLEN, Grundlagen, 11; WATTER, AJP 1997, 270; ZOBL/KRAMER, Rz 7 f.

²³⁸ Siehe zum Gesagten HODEL, Kotierung, 111; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 1 Rz 263; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 2157; ZOBL/KRAMER, Rz 8.

²³⁹ Nachfolgend der *verkaufende Aktionär*.

ten Anlegerschaft zum Kauf an.²⁴⁰ Die Sekundärplatzierung zeichnet sich dadurch aus, dass keine neuen Aktien geschaffen werden, sondern nur bestehende Aktien verkauft bzw. umverteilt werden.²⁴¹ Im Gegensatz dazu werden bei der Primärplatzierung im Rahmen einer Kapitalerhöhung oder einer Gründung neue Aktien gezeichnet und liberiert (vgl. Art. 632 ff. i.V.m. 652 und 652c OR). Im Unterschied zur *Privatplatzierung*²⁴² werden die Aktien bei einer Sekundärplatzierung bei einer breiten Anlegerschaft bzw. im Publikum platziert. Die Umverteilung vom Grossaktionär zu den Publikumsaktionären bewirkt allerdings einer Erhöhung der sich im öffentlichen Umlauf befindlichen Aktien (sog. *free float*). Der Erlös aus der Sekundärplatzierung fliesst dem bisherigen Aktionär als Verkäufer zu.²⁴³

- 83 Sekundärplatzierungen werden in der Praxis häufig entweder als *blocktrade* oder als *marketed offering* strukturiert.²⁴⁴ Der Aktionär strebt bei einem *blocktrade* den Verkauf eines Pakets kotierter Aktien an. Dieses Paket wird unter Zwischenschaltung einer Investmentbank bei mehreren institutionellen Investoren platziert.²⁴⁵ Ein *blocktrade* ist wie ein Paketverkauf als Privatplatzierung²⁴⁶ zu qualifizieren, da ein begrenzter Personenkreis und nicht die Öffentlichkeit angesprochen wird.²⁴⁷ Dagegen verkauft ein Aktionär bei einem *marketed offering* ein grösseres Aktienpaket mittels eines öffentlichen Angebots.²⁴⁸ Der Kreis der adressierten Investoren ist nicht beschränkt, es werden sowohl private als auch institutionelle Investoren angegangen. Zur Vorbereitung und Durchführung mandatiert der ver-

²⁴⁰ BGer 6B 922/2016, 14.7.2017, E. 2.2.3; DAENIKER, Underwriting Agreement, 162; FORRER/ZUUR, GesKR 2019, 653; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 4; LOMBARDINI, Kapit. XXIV Rz 3; REUTTER, 9; WALLER, Underwriting Agreement, 15 f.; WATTER, Festübernahme, 388; WATTER/REUTTER, 3; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 2007; ZOBL/KRAMER, Rz 1089.

²⁴¹ Eine reine Sekundärplatzierung ist eher selten anzutreffen. Häufiger wird sie mit einer Primärplatzierung kombiniert (sog. gemischte Platzierung, siehe nachfolgender Abschnitt).

²⁴² Siehe hinten Rz 90.

²⁴³ Siehe zum Gesagten APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 256 f.; DAENIKER, Underwriting Agreement, 162; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 4; REUTTER, 9; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 2008; ZOBL/KRAMER, Rz 1089.

²⁴⁴ Eine trennscharfe Abgrenzung ist allerdings nicht möglich, da es Transaktionen mit Merkmalen beider Strukturen gibt (HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 20; SCHLEIFFER/WOLF, 300 f.; WOLF, 5 f.).

²⁴⁵ GERHARD, SZW 2006, 257; SCHLEIFFER/WOLF, 299.

²⁴⁶ Siehe dazu sogleich Rz 90.

²⁴⁷ REUTTER/BROGINI, 194; WOLF, 5.

²⁴⁸ GERHARD, SZW 2006, 257; SCHLEIFFER/WOLF, 300.

kaufende Aktionär eine Investmentbank oder ein Bankenkonsortium. Die angebotenen Aktien können bereits kotiert oder erst im Rahmen der Platzierung kotiert werden.²⁴⁹

Die vertragliche Grundlage der Sekundärplatzierung zwischen dem Emittenten, den platzierenden Banken und den verkaufenden Aktionären ist ebenfalls der 84
Übernahmevertrag (beim *blocktrade*), wobei dieser Vertrag bei einem *marketed offering* (und allgemein bei öffentlichen Aktienplatzierungen) auch als *underwriting agreement* bezeichnet wird.²⁵⁰ Der Übernahmevertrag bzw. das *underwriting agreement* enthält ebenfalls Bestimmungen zur Übernahme- und Platzierungspflicht der platzierenden Banken sowie weitere Pflichten, die von der gewählten Transaktionsform abhängen.²⁵¹

C. Gemischte Platzierung

Bei einer *gemischten Platzierung* von Aktien liegt eine *Kombination von Primär- und Sekundärplatzierung* vor: Dabei wird eine Kapitalerhöhung des Emittenten mit dem Verkauf von Beteiligungsrechten bestehender Aktionäre verbunden.²⁵² Der Erlös der Platzierung wird anteilmässig auf den Emittenten und den verkaufenden Aktionär aufgeteilt. Gemischte Platzierungen treten in der Praxis häufig auf,²⁵³ wenn zum Beispiel bei einem *Initial Public Offering* bisherige Aktionäre ihre Anteile verkaufen und gleichzeitig die Gesellschaft neu geschaffene Aktien anbietet.²⁵⁴ Die 85

²⁴⁹ Siehe zum Gesagten GERHARD, SZW 2006, 257; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 35; WOLF, 6.

²⁵⁰ Ausführlich zu diesem Vertragswerk DAENIKER, Underwriting Agreement, 172 f.; DAENIKER, Zuteilungsgrundsätze, 346; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 51; WALLER, Underwriting Agreement, 8; WATTER, Festübernahme, 391 ff.

²⁵¹ DAENIKER, Underwriting Agreement, 177 ff.; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 53 ff.; WALLER, Underwriting Agreement, 73 ff.; WATTER, Festübernahme, 391; ZOBL/KRAMER, Rz 1092 ff.

²⁵² DAENIKER, Underwriting Agreement, 162 f., HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 11; WALLER, Underwriting Agreement, 17 f.; WATTER/REUTTER, 3 f.; ZOBL/KRAMER, Rz 1089.

²⁵³ DAENIKER, Underwriting Agreement, 163; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 12; WATTER/REUTTER, 3 f.; WALLER, Underwriting Agreement, 17; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 2009; ZOBL/KRAMER, Rz 1089 m.w.N.

²⁵⁴ Als gemischte Platzierungen waren etwa die Börsengänge der Swisscom AG im Oktober 1998 oder der Charles Vögele Holding AG im Juni 1999 strukturiert. Neuere Bei-

vertragliche Grundlage der gemischten Platzierung ist ebenfalls der Übernahmevertrag bzw. das *underwriting agreement*.²⁵⁵

D. Kotierung

- 86 Bei der *Kotierung* (auch Börsennotierung oder *listing*) werden Effekten in einem formellen Verfahren zum Handel an einer Börse²⁵⁶ zugelassen.²⁵⁷ Die Kotierung an einer Börse bezweckt die Erleichterung des Handels in den betreffenden Effekten; die Effekte wird dadurch «liquider».²⁵⁸
- 87 In der neueren Praxis hat sich auch das *direct listing* etabliert.²⁵⁹ Dabei werden existierende Effekten an einer Börse kotiert, ohne diese im Rahmen einer Primär-

spiele in der Schweizer Praxis sind etwa der Börsengang der Klingelberg AG im Juni 2018 oder der Börsengang der Sensirion Holding AG im März 2018.

²⁵⁵ Siehe dazu vorne Rz 84.

²⁵⁶ Die Börse wird in Art. 26 lit. b FinfraG funktional als Einrichtung zum multilateralen Handel von Effekten definiert. Börsen und multilaterale Handelssysteme werden in der Terminologie des FinfraG als Handelsplätze bezeichnet (siehe Art. 26 lit. b FinfraG). Ausführlich zum Unterschied zwischen Börse und multilateralem Handelssystem HUMBEL, 448 ff.; siehe auch DAENIKER/WALLER, BSK FinfraG, Art. 26 N 3 ff.; SCHOTT/WINKLER, SK FinfraG, Art. 26 N 17 ff.

²⁵⁷ HENCKEL VON DONNERSMARCK, *Kotierung*, 42 ff.; HODEL, *Kotierung*, 106 f.; REUTTER, 10; WALLER, *Underwriting Agreement*, 18 f. Terminologisch exakt wäre eine zusätzliche Unterscheidung zwischen der Kotierung als formelles Verfahren und Zulassung zum Handel. Zwar steht die Kotierung regelmässig im Zusammenhang mit der Zulassung zum Handel an einem Handelsplatz, begriffsnotwendig ist dies jedoch nicht. Ein bestimmtes Finanzinstrument kann nämlich zunächst an einem Handelsplatz kotiert und erst später in den Handel eingeführt werden. Es kann auch sein, dass ein kotiertes Finanzinstrument überhaupt nicht gehandelt wird. Schliesslich ist es auch möglich, dass ein Finanzinstrument an einem ausländischen Handelsplatz kotiert ist und zusätzlich an einem Schweizer Handelsplatz zum Handel zugelassen wird, ohne ein Schweizer Kotierungsverfahren zu durchlaufen. Für den Kontext der Prospekthftung ist diese eher technische Unterscheidung jedoch nicht relevant. Es wird deshalb vereinfachend der Begriff «Kotierung» verwendet, womit auch die Zulassung zum Handel der betreffenden Finanzinstrumente gemeint ist (siehe zum Ganzen HENCKEL VON DONNERSMARCK, *Konsolidierung*, 26 f.; HENCKEL VON DONNERSMARCK, *Kotierung*, 42 ff.; HODEL, *Kotierung*, 106 ff.; NOBEL/BLAIR/SCHÖNHOLZER, SZW 2001, 220 f.).

²⁵⁸ REUTTER, 10.

²⁵⁹ Siehe PROBST, 94. Weltweit bekannt wurde das *direct listing* von Spotify im Jahr 2018 an der New York Stock Exchange (NYSE). An der Schweizer Börse SIX führte das Unternehmen WISeKey im Jahr 2016 ein *direct listing* durch.

oder Sekundärplatzierung neuen Investoren anzubieten.²⁶⁰ Aus Sicht der Gesellschaft hat ein *direct listing* den Vorteil, dass keine Investmentbank bzw. keine weiteren Berater mandatiert und bezahlt werden müssen.²⁶¹ Freilich müssen auch für ein *direct listing* die formellen Kotierungsvorschriften der jeweiligen Börse eingehalten werden.²⁶²

E. Initial Public Offering

Der Begriff «*Initial Public Offering*» (kurz: IPO, auch «Going Public» oder «Börsegang» genannt) bezeichnet die Umgestaltung einer bislang privaten Aktiengesellschaft in eine Publikumsgesellschaft.²⁶³ Diese Öffnung gegenüber dem Publikum wird erzielt, indem neu geschaffene Aktien an einer Börse *erstmalig kotiert* werden. Die Aktien können nach der Einführung an der Börse am Sekundärmarkt gehandelt werden. Oft ist ein IPO aber als gemischte Platzierung ausgestaltet, das heisst, neben den neu geschaffenen Aktien werden auch bisher privat gehaltene Aktien (z.B. Aktien der Gründer) an der Börse kotiert.²⁶⁴ 88

In einem IPO sind die Elemente *einer Platzierung und einer Kotierung von Aktien* an einer Börse kombiniert, denn die Kotierung trägt wesentlich dazu bei, den Erfolg der Platzierung zu steigern.²⁶⁵ 89

²⁶⁰ Die «Platzierung» der Beteiligungspapiere erfolgt meist im Nachgang, indem die bisherigen Aktionäre (etwa die Gründer oder weitere Mitarbeiter) ihre Aktien am Sekundärmarkt anbieten.

²⁶¹ Zum Ganzen PROBST, 94 f., 103; REUTTER, 10 f.; WALLER, Underwriting Agreement, 18.

²⁶² So muss bspw. der Streubesitz (sog. *free float*) der Beteiligungspapiere genügend hoch sein (vgl. Art. 19 KR-SIX). Zudem ist das Kotierungsgesuch gleichwohl von einer Bank oder einem Wertpapierhaus im Sinn des FINIG einzureichen (siehe Art. 43 Abs. 2 KR-SIX).

²⁶³ Siehe zum Begriff APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 256; DAENIKER, Zuteilungsgrundsätze, 342; GNOS, 86; LENOIR, 8 ff.; LOMBARDINI, Kapit. XXIV Rz 7; REUTTER, 8; WATTER, Festübernahme, 388; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 2007; zu den Beweggründen für den Gang einer Gesellschaft an den Kapitalmarkt ausführlich HUBER, 34 ff.; siehe auch WEBER/CANDREIA, 69 ff., zu den sog. *dual track*-Transaktionen, wobei ein privates Bieterverfahren mit einem IPO kombiniert wird.

²⁶⁴ Siehe dazu vorne Rz 85.

²⁶⁵ Nach REUTTER gilt insofern der Grundsatz, dass eine Aktie umso besser platzierbar ist, desto besser sie später wieder verkauft werden kann (REUTTER, 10).

F. Öffentliche Platzierung und Privatplatzierung

- 90 Transaktionsformen im Kapitalmarkt können weiter nach dem *Adressatenkreis* unterschieden werden. Unternehmen können das für die Geschäftstätigkeit benötigte Kapital entweder beim *Publikum* oder bei einem *beschränkten Personenkreis* aufnehmen. Eine öffentliche Platzierung liegt demnach vor, wenn sich die Einladung zur Zeichnung bzw. zum Erwerb der Effekten *nicht an einen begrenzten Personenkreis* richtet.²⁶⁶ Ein öffentliches Angebot kann sowohl bei einer Primärals auch bei einer Sekundärplatzierung vorliegen.²⁶⁷ Bereits angesprochen wurde das *marketed offering*, das aufgrund des unbeschränkten Adressatenkreises als öffentliche Platzierung qualifiziert wird.
- 91 Dagegen wird die Aufnahme von Kapital bei einem beschränkten Personenkreis als *Privatplatzierung* bezeichnet.²⁶⁸ Privatplatzierungen sind nach dem hier vertretenen Verständnis Platzierungen, die *nicht öffentlich* im Sinn von Art. 3 lit. h FIDLEG i.V.m. Art. 3 Abs. 7 FIDLEV sind. Eine Privatplatzierung ist typischerweise dadurch gekennzeichnet, dass die *Kapitalgeber auf individuelle Weise angesprochen* werden.²⁶⁹ Die Privatplatzierung ist aus funktionaler Sicht ein mögliches Vertriebsverfahren für Effekten.²⁷⁰ Am Sekundärmarkt ist die Privatplatzierung häufig als Paketverkauf strukturiert. Dabei verkauft ein Aktionär sein Aktienpaket als Bündel an einen oder wenige ausgewählte Investoren.²⁷¹ Es handelt sich beim Paketverkauf um eine stark einzelfallbezogene Transaktion ohne Marktplatzierung. Der Paketverkauf ist aus diesem Grund auch keine Sekundärplatzierung. Im Gegensatz zum *blocktrade* und zum *marketed offering* überwiegen beim Paketverkauf die strategischen Interessen des Investors.²⁷²

²⁶⁶ LOMBARDINI, Kapit. XXIV Rz 40; REUTTER, 11 f.; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 2003; ZOBL/KRAMER, Rz 1066 f.

²⁶⁷ REUTTER, 11.

²⁶⁸ Siehe zum Begriff der Privatplatzierung, der jedoch uneinheitlich verwendet wird: KONDOROSY, 14 ff.; REUTTER, 11; SCHWEIZER, 32 f.; TAISCH, 24; ZOBL/KRAMER, Rz 1068; im englischen Sprachgebrauch spricht man von einem *private placement* (GRONER, 88; SPECK, 7), im französischen Sprachgebrauch von *placement privé* (LOMBARDINI, Kapit. XXIV Rz 40).

²⁶⁹ CAMENZIND, 22 f.; DAENIKER, Anlegerschutz, 26; ROHR, 119 f.; SCHWEIZER, 32 f.; TAISCH, 24; ZOBL/KRAMER, Rz 1068.

²⁷⁰ SPECK, 7.

²⁷¹ Siehe zum Gesagten GERHARD, SZW 2006, 257; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 13; REUTTER/BROGINI, 192; SCHLEIFFER/WOLF, 300 f.; WOLF, 6.

²⁷² Siehe zum Gesagten WOLF, 6.

Die Unterscheidung zwischen *öffentlichem Angebot* und *Privatplatzierung* ist für das Schweizer Prospektrecht von zentraler Bedeutung, denn sowohl die Prospektpflicht als auch -haftung knüpfen an das öffentliche Angebot zum Erwerb von Effekten an (vgl. Art. 35 Abs. 1 FIDLEG).²⁷³ 92

G. Selbstemission und Fremdemission

Schliesslich können Kapitalmarkttransaktionen nach der *Verteilung des Platzierungsrisikos* unterschieden werden. Bei einer *Selbstemission* trägt der Emittent das gesamte Platzierungsrisiko selbst und organisiert auch die Ausgabe sowie die Platzierung der Effekten.²⁷⁴ Bei einer *Fremdemission* übernimmt dagegen die Bank bzw. das Bankenkonsortium das Platzierungsrisiko.²⁷⁵ Fremdemissionen werden meist im Festübernahmeverfahren durchgeführt. 93

Bei einer *Festübernahme von Aktien* werden die neu geschaffenen Aktien zu einem bestimmten Preis (sog. *fixed price underwriting*) von den platzierenden Banken gezeichnet und liberiert.²⁷⁶ Erst danach platziert die Bank die Aktien *in eigenem Namen und auf eigene Rechnung* bei den Anlegern.²⁷⁷ Eine Primärplatzierung von Aktien im Festübernahmeverfahren ist formell eine Sekundärplatzierung, da die Bank lediglich bereits geschaffene Aktien im Publikum platziert. Nach der h.L. war aus *Anlegerschutzgründen* dennoch von einer Primärplatzierung auszugehen.²⁷⁸ Dies bedeutete insbesondere, dass auch die Prospektpflicht nach Art. 652a 94

²⁷³ Diese Thematik bildet einen Grundpfeiler dieser Arbeit und wird ausführlich in Rz 133 ff und 257 ff. erläutert.

²⁷⁴ Siehe zum Gesagten LOMBARDINI, Kapit. XXIV Rz 39; ROHR, 101. Selbstemissionen werden in der Lehre weiter eingeteilt in direkte Platzierungen, kommissionsweise Platzierungen (auch *best effort*-Platzierung genannt) und die Auktion bzw. Tenderverfahren (siehe ZOBL/KRAMER, Rz 1071 ff.; siehe speziell zum Tenderverfahren auch WALLER, *Underwriting Agreement*, 46 f.; WERLEN, *Bankgeschäft*, Rz 2074 f.).

²⁷⁵ Im englischen Sprachgebrauch bezeichnet man die Übernahme von Risiken als *underwriting* (siehe REUTTER, 13; siehe allgemein zur Festübernahme MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, Rz 1153 ff.).

²⁷⁶ DAENIKER, *Zuteilungsgrundsätze*, 343; WALLER, *Underwriting Agreement*, 29 f.; ZOBL/KRAMER, Rz 1078; siehe für Emission von Anleiheobligationen MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, Rz 1163 ff.

²⁷⁷ LOMBARDINI, Kapit. XXIV Rz 39; REUTTER, 13; WERLEN, *Bankgeschäft*, Rz 2067; WATTER, *Festübernahme*, 387; ZOBL/KRAMER, Rz 1078

²⁷⁸ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 52 Rz 92; NOTH/GROB, AJP 2002, 1439; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 165; STRAZZER D., *Festübernahme*, 95 ff.;

aOR zur Anwendung gelangte.²⁷⁹ Für den Emittenten hat die Festübernahme den Vorteil, dass er unabhängig vom Ausgang der Platzierung über den gesamten Emissionserlös abzüglich der Übernahmekommission verfügen kann. Der Nachteil der Festübernahme liegt im meist zu tief angesetzten Preis (sog. *underpricing*).²⁸⁰ Diese Schwierigkeiten versucht man bei einem IPO mit einem *nachfrageorientierten Preisfindungsverfahren* (sog. *bookbuilding*) zu lösen.²⁸¹

III. Funktion und ökonomisches Fundament

- 95 Keine Veränderung hat die grundlegende Bedeutung einer *gesetzlich normierten Prospektpflicht* erfahren. Die Prospektpflicht erfüllt aus Sicht der Akteure am Kapitalmarkt verschiedene normative Funktionen.²⁸²

WATTER, AJP 1992, 51; WATTER, Festübernahme, 399 f.; ZINDEL/ISLER, BSK OR II (5. A.), Art. 652a N 3d; ZOBL/ARPAGAU, SZW 1995, 249 f.; ZOBL/KRAMER, Rz 9 und 1109.

²⁷⁹ Siehe dazu hinten Rz 107.

²⁸⁰ Der Preis wird absichtlich zu tief angesetzt, weil beim Abschluss des Übernahmevertrags die Nachfrage nach den Effekten nur schwer abgeschätzt werden kann. Dies führt zu einer Unsicherheit über den Marktwert der Effekten (siehe zum Gesagten WALLER, Underwriting Agreement, 32 f.; WATTER, AJP 1992, 50; ZOBL/KRAMER, Rz 1078).

²⁸¹ Beim *bookbuilding* werden das Interesse der Anleger und die aktuellen Kapitalmarktverhältnisse über eine gewisse Zeitspanne «ertastet». Innerhalb dieser Zeitspanne müssen die Anleger entscheiden, zu welchem Preis sie die Aktien später erwerben wollen. Die platzierende Bank lässt die Anzahl und Höhe der eingegangenen Angebote in den Preisfindungsprozess einfließen, wobei der finale Preis erst kurz vor dem ersten Handelstag bestimmt wird. Das *bookbuilding* reduziert das Platzierungsrisiko, da bei einer schwachen Nachfrage frühzeitig Gegenmassnahmen ergriffen oder die Platzierung vorzeitig abgebrochen werden kann (siehe zum Gesagten DAENIKER, Zuteilungsgrundsätze, 344 f.; HUBER, IPO, 57 ff.; REUTTER, 29 f.; WALLER, Underwriting Agreement, 34 ff.; ZOBL/KRAMER, Rz 1095 ff.).

²⁸² Davon abzugrenzen sind der Zweck und die Funktion der Prospekthaftung (siehe dazu hinten Rz 46 ff.). Die Bestimmung der Funktionen des Prospekts dient im weiteren Verlauf der Arbeit dazu, den Begriff der «ähnlichen Mitteilung» zu schärfen (siehe dazu hinten Rz 278 ff.) und zudem dazu festzustellen, ob gewisse Kapitalmarkttransaktionen prospektfrei erfolgen können (siehe dazu hinten Rz 252 ff.).

A. Informations- und Aufklärungsfunktion, Garantiefunktion

Aus Sicht der Anleger erfüllt die Prospektpflicht zunächst eine *Informations- und Aufklärungsfunktion*.²⁸³ Der Prospekt hat die wesentlichen Angaben zu enthalten, die die Anleger für einen *fundierte Anlageentscheid* benötigen.²⁸⁴ Diese zentrale Funktion kommt nun explizit in Art. 40 Abs. 1 FIDLEG zum Ausdruck, wonach ein Prospekt die für einen Entscheid des Anlegers wesentlichen Angaben enthalten muss.²⁸⁵ Der Prospekt gleicht damit das Informationsgefälle²⁸⁶ zwischen Emittent und Anleger aus,²⁸⁷ er ist mithin das «zentrale Informationsinstrument» am Kapi-

²⁸³ Die im FIDLEG normierten Prospektspflichten sind rechtlich gesehen gesetzliche Aufklärungspflichten für die Zeit vor dem Vertragsschluss (siehe dazu WATTER, BSK Wertpapiergesetz, Art. 1156 N 6; siehe auch BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 5). Der Aufklärungspflicht stehen aber Geheimhaltungsinteressen des Emittenten gegenüber; dem Emittenten ist eine Offenlegung von Geschäftsgeheimnissen nicht zuzumuten. Die Prüfstelle hat deshalb ein gesetzlich eingeräumtes Ermessen, gewisse Angaben vom Prospekt auszunehmen, wenn deren Bekanntmachung dem Emittenten ernsthaft schaden würde (siehe Art. 41 Abs. 1 lit. a FIDLEG i.V.m. Art. 52 FIDLEV). Siehe auch BÖSCH, SZW 2018, 455 f., der die historische Rezeption der Offenlegungsfunktion aus dem US-amerikanischen Recht übersichtlich darlegt.

²⁸⁴ BGE 120 IV 122 E. 4d/bb; BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 488; BIERMANN, 65 ff., mit einer ausführlichen ökonomischen Analyse; BÖSCH, SZW 2018, 454; CAMENZIND, 52; CRAMER, ZK OR, Art. 652a N 1; DEDEYAN, 699 f.; EGGEN, SZW 2010, 207 f.; EGGEN, Produktregulierung, 103 f.; GERHARD, SZW 2006, 264; GERICKE, 205; GNOS, 85; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 117; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 4; HODEL, Kotierung, 134 f.; HUBER, Schutz, 11 und 67; LAMBERT/GERICKE, OFK OR, Art. 652a N 1; LENOIR, 26; NOTH/GROB, AJP 2002, 1440; REUTTER, 33; ROHR, 186; SCHLEIFFER/FISCHER, 125; SCHNYDER/BOPP, 398; WATTER, ST 1991, 669; ZOBL/KRAMER, Rz 1106; siehe aus rechtsvergleichender Perspektive auch HOPT/VOIGT, 12, nach denen die informierte Transaktionsentscheidung das Leitprinzip eines modernen, anlegerschutzorientierten Kapitalmarktrechts sei.

²⁸⁵ Dies untermauert zudem Art. 51 Abs. 2 FIDLEG, wonach gewisse Prospekte erst nach der Veröffentlichung geprüft werden müssen, wenn eine Bank oder ein Wertpapierhaus bestätigt, dass zum Zeitpunkt der Veröffentlichung die wichtigsten Informationen über den Emittenten und die Effekte vorliegen.

²⁸⁶ Ausführlich zur Informationsasymmetrie am Kapitalmarkt etwa BAUM, Rz 318 ff.; die ökonomische Relevanz von Informationen beruht denn auch darauf, dass sie «die Grundlage von Entscheidungen über Transaktionen, insbesondere solche des Wirtschaftslebens», bilden (VOGT, Handelsregister, 566).

²⁸⁷ HOPT/VOIGT, 12; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 1; SCHLEIFFER/FISCHER, 124 f.; SPILLMANN/MEYER, 10; siehe auch DEDEYAN, 699 f., der festhält,

talmarkt.²⁸⁸ Durch den Ausgleich des Informationsdefizits wird der Anleger vor Übervorteilung geschützt.²⁸⁹ Die Informationsfunktion dient damit dem Schutz des individuellen Anlegers.²⁹⁰ In der Realität dient der Prospekt jedoch der Information von professionellen Marktteilnehmern wie Finanzdienstleistern und Finanzanalysten. Sie verarbeiten die meist umfangreichen Prospekte und lassen die Informationen in Anlageempfehlungen an die Anleger einfließen.²⁹¹ Damit dient der Prospekt gleichwohl dem Schutz des individuellen Anlegers, da dieser die aufbereiteten Informationen der professionellen Marktteilnehmer als Grundlage für seine Anlageentscheidung nutzen kann.

- 97 Im weiteren Sinn trägt die Prospektspflicht auch zur *Gleichbehandlung unter den Anlegern* bei, indem alle im gleichen Mass über die bevorstehende Investitionsmöglichkeit informiert werden.²⁹² Die Möglichkeit zur Übervorteilung einzelner Anleger untereinander wird damit reduziert.

dass der Prospekt die Funktion des Informationsausgleichs nur beschränkt erfüllen könne, weil etwa die Pflichtangaben des Emissionsprospekts in Art. 652a aOR kaum relevante Informationen für die Anleger enthielten; siehe für Informationsasymmetrien bei einem IPO VON DER CRONE/NÄNNI/SIBBERN, 144.

²⁸⁸ JUTZI, Unternehmenspublizität, Rz 570; siehe auch BÖSCH, SZW 2018, 454; SCHNYDER/BOPP, 398.

²⁸⁹ Zum Gesagten BGE 120 IV 122 E. 4d/bb; BGE 112 II 258 E. 3a; KGer SG vom 19.12.1986, in: SJZ 85/1989, 50; HÄMMERLI, 355 ff. Durch die Schaffung von Transparenz mit Bezug auf den Gegenstand der Information werden die Informationen über den Emittenten öffentlich, weil sie jedermann gleichermassen zur Verfügung stehen (siehe VOGT, Handelsregister, 565). Die Anleger können deshalb nicht mehr durch andere Marktteilnehmer mit einem Wissensvorsprung (sog. Insider) oder durch den Emittenten selbst übervorteilt werden.

²⁹⁰ Aus Sicht des Anlegers wird auch von einer Individualschutzfunktion des Prospekts gesprochen (vgl. MAROLDA MARTINEZ/VON DER CRONE, SZW 2003, 160; GNOS, 85, spricht von präventivem Anlegerschutz; NOTH/GROB, AJP 2002, 1440; WATTER, AJP 1992, 48; WEBER, SZW 1993, 57).

²⁹¹ Siehe zum Gesagten BAHAR/WEBER, Art. 35 N 7.

²⁹² Die informationelle Gleichbehandlung der Anleger ist eine wichtige Funktion der Prospektspflicht und ergibt sich aus dem allgemeinen kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsprinzip (siehe Art. 1 Abs. 2 FinfraG; siehe auch DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 14; HARISBERGER, SZW 2021, 176; JENTSCH, CapLaw 2020, 6 f.). Aus diesem Grund schreibt Art. 39 FIDLEG dem Anbieter oder Emittenten auch eine informationelle Gleichbehandlung vor, wenn eine Ausnahme von der Prospektspflicht greift. Die Gleichbehandlung bei Abwesenheit einer Prospektspflicht war im Parlament ein zentrales Anliegen (siehe Protokoll WAK-N, Sitzungen vom 3.–4.4.2017, 22 f.; Protokoll WAK-N, Sitzungen vom 19.–20.6.2017, 3).

Die Informationsfunktion der Prospektpflicht erfüllt neben dem soeben beschriebenen Individualschutz aber auch eine *gesamtwirtschaftliche Funktion*, indem sie zur Steigerung der Effizienz des Kapitalmarkts beiträgt: Prospekte enthalten umfassende Informationen über den Emittenten, die mit den Teilnehmern am Kapitalmarkt geteilt werden und so die Informationsversorgung sicherstellen.²⁹³ Informierte Märkte zeichnen sich durch eine optimale und faire Preisbildung aus.²⁹⁴ Dies führt zu Kursen, die einerseits den Unternehmenswert annähernd abbilden und andererseits die Risiken der Investition widerspiegeln.²⁹⁵ Da der Emittent am meisten über sich selbst und seine Geschäftstätigkeit weiss, ist es am effizientesten, wenn er die Informationen zur Verfügung stellt.²⁹⁶

Aus Sicht der Anleger erfüllt die Prospektpflicht zusammen mit der Prospekthaftung zudem eine *Garantiefunktion*: Fehlerhafte Angaben in einem Prospekt führen zu einer zivilrechtlichen Haftung des Urhebers der Informationen. Dieser Haftungsmechanismus schützt die Anleger vor Fehlinformation, da sie den Prospektinhalt grundsätzlich nicht selbstständig auf dessen Richtigkeit hin überprüfen können.²⁹⁷

²⁹³ EGGEN, SZW 2010, 207; GERHARD, SZW 2006, 264; GERICKE, 205; HABRICH, 570; HÄRTSCH, SHK KR, Art. 27 N 26; LENOIR, 27; NOTH/GROB, AJP 2002, 1440; SCHLEIFFER/FISCHER, 125; SPECK, 39; WATTER, AJP 1992, 49; ZOBL/KRAMER, Rz 1106. Die Effizienz widerspiegelt sich auch in einer allgemeinen Chancengleichheit, da die Informationen aus dem Prospekt allen interessierten Anlegern gleichermaßen zur Verfügung stehen (vgl. LENOIR, 26); vgl. auch WATTER, Informationsversorgung, 35 f., wonach sich die Erkenntnis, dass Transparenz für das gute Funktionieren von marktwirtschaftlichen Mechanismen zentral ist, erst mit der intensiven Corporate-Governance-Debatte durchgesetzt habe.

²⁹⁴ Diese Beobachtung ziehen Ökonomen aus der Kapitalmarkteffizienzhypothese (siehe dazu hinten Rz 102).

²⁹⁵ Zum Gesagten HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 11; WATTER, AJP 1992, 49; vgl. auch Abs. 18 der Präambel der EU-Prospektrichtlinie: «Darüber hinaus stellen diese Informationen ein wirksames Mittel dar, um das Vertrauen in die Wertpapiere zu erhöhen und so zur reibungslosen Funktionsweise und zur Entwicklung der Wertpapiermärkte beizutragen.» Ein zu grosses Informationsgefälle zwischen Anleger und Emittenten führt zu einer ineffizienten Allokation des Anlagekapitals und zu einem informationsbedingten Marktversagen (ausführlich BIERMANN, 70 f.).

²⁹⁶ HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 6; HUSER, 90; LENOIR, 27; WATTER, AJP 1992, 49; WEBER, SZW 1993, 57; ZOBL/ARPAGAU, Prüfungspflicht, 201. Zudem sind diese Informationen – wie gerade beschrieben – auch gesamtwirtschaftlich sinnvoll, da sie eine Effizienzsteigerung im Kapitalmarkt bewirken.

²⁹⁷ Zum Gesagten BGE 120 IV 122 E. 4d/bb; BÖSCH, SZW 2018, 455; CAMENZIND, 52 f.; EGGEN, Produktregulierung, 104; GERHARD, SZW 2006, 264; GNOS, 85;

B. Werbefunktion

- 100 Aus Sicht des Emittenten stellt der Prospekt zunächst ein *Werbemittel* dar, indem potenzielle Anleger auf die Investitionsmöglichkeit aufmerksam gemacht und zur Zeichnung der Titel eingeladen werden.²⁹⁸ Damit erleichtert der Prospekt die *Kapitalaufnahme am Markt*. Greift die Prospektpflicht, erfüllt der Herausgeber mit der Erstellung des Prospekts eine gesetzliche Pflicht, deren Nichteinhaltung (strafrechtlich) sanktioniert wird.²⁹⁹ Schliesslich erfüllt der Prospekt aus Sicht des Emittenten auch eine *haftungsbeschränkende Funktion*: Durch die Offenlegung der

HÄRTSCH, SHK KR, Art. 27 N 23; HARISBERGER, Mitwirkung, 117; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 10; JUTZI, Unternehmenspublizität, Rz 573 ff.; LENOIR, 26; NOTH/GROB, AJP 2002, 1440; SCHLEIFFER/FISCHER, 125 f.; WATTER, AJP 1992, 49; ZBINDEN, 65; ZOBL/KRAMER, Rz 1107; a.M. BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 16a, der die Bezeichnung als Garantiefunktion ablehnt, weil es bei der Prospekthaftung nicht um eine Kausalhaftung des Emittenten als Verkäufer aus Sachmängelgewährleistung oder um eine Garantie im Zusammenhang mit dem Erwerbsobjekt Aktie handle. Dem ist inhaltlich zuzustimmen, da die Prospekthaftung tatsächlich keine Kausalhaftung, sondern eine Verschuldenshaftung statuiert (siehe hierzu hinten Rz 715 ff.). Der Begriff «Garantiefunktion» ist dennoch gerechtfertigt, weil sich die Garantie auf die in den haftungsbegründenden Dokumenten enthaltenen Informationen bezieht. Die Prospekthaftung «garantiert» aus der Sicht des Anlegers die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen, da diese vom Emittenten stammen und naturgemäss vom Anleger nur schwer bis gar nicht überprüft werden können.

²⁹⁸ Zum Gesagten BGE 120 IV 122 E. 4/d/bb, 128; BGE 112 II 258 E. 3a, 260 f.; BGE 58 II 151 E. 2, 153; BARKAM, 109 f.; BÖSCH, SZW 2018, 454 f.; EGGEN, Produktregulierung, 104; GERHARD, SZW 2006, 264; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 10; KÖNDGEN, Theorie der Prospekthaftung, 13 f.; LENOIR, 26; MAROLDA MARTINEZ/VON DER CRONE, SZW 2003, 160; SCHUCANY, Art. 631 N 3; WATTER, ST 1991, 669; DERS., AJP 1992, 48; JUCKER, 40 f. bezeichnete den Prospekt bereits als «Propagandamittel». Die Entwicklung des Prospektrechts hängt eng zusammen mit der Entwicklung der Aktiengesellschaften. Der Prospekt war zu Beginn ein reines Werbemittel zur Finanzierung von Handelsgesellschaften. Da zuerst noch keine gesetzlich geregelte Prospekthaftung bestand, kam es zu massiven Übertreibungen und Gründungsschwindel. So wurden mit einem Prospekt etwa eine «Gesellschaft zur Erforschung der Goldberge aus purem Golde» beworben (siehe zum Ganzen NEIDHART, 1 ff.).

²⁹⁹ Nach Art. 90 Abs. 1 lit. b FIDLEG wird mit Busse bis zu Fr. 500'000 bestraft, wer den Prospekt oder das Basisinformationsblatt nicht spätestens mit Beginn des öffentlichen Angebots veröffentlicht. Eine strafrechtliche Sanktionierung der Verletzung von Prospektpflichten bestand unter dem alten Recht nicht (vgl. GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 197).

gesetzlich geforderten Informationen kann sich der Emittent gegen allfällige Prospekthaftungsklagen absichern.³⁰⁰

C. Ökonomisches Fundament

Der Zweck von Prospektspflichten besteht nach den bisherigen Ausführungen 101 darin, die potenziellen Anleger mit *Informationen über den Emittenten und die angebotenen Finanzinstrumente* zu versorgen und dadurch die Effizienz des Kapitalmarkts zu steigern.³⁰¹ Diese Informationen sind aus ökonomischer Sicht notwendig, damit die Werthaltigkeit und das Risiko der Investition in die betreffenden Finanzinstrumente beurteilt werden können. Eine zu hohe Informationsasymmetrie zwischen Emittenten und Anlegern würde nämlich zu einem Marktversagen führen.³⁰² Es gilt folgender Zusammenhang: Je höher die Informationsdichte ist und je schneller die Marktteilnehmer auf positive oder negative Informationen reagieren, umso wirklichkeitsnaher wird der Kurs des Finanzinstruments gebildet.³⁰³ Würden alle Marktteilnehmer über sämtliche kursrelevanten Informationen verfügen, würden sie sich auf den «wahren» bzw. «inneren» Wert eines Finanzinstruments (sog. *Fundamentalwert*) einigen.³⁰⁴ Vom Fundamentalwert ist der *Marktwert* zu unterscheiden. Der Marktwert bezeichnet den Preis, zu dem ein Finanzinstrument am Markt gekauft oder verkauft werden kann. Besteht nun zwischen diesen Werten eine Differenz, kann derjenige von einer Arbitragemöglichkeit profitieren, der den Wertunterschied kennt.³⁰⁵ Ist die Differenz zwischen Fundamentalwerten und Marktwerten von Finanzinstrumenten an einem bestimmten

³⁰⁰ Siehe zum Gesagten BÖSCH, SZW 2018, 455; EGGEN, Produktregulierung, 104; LENOIR, 26; SCHLEIFFER/FISCHER, 126; siehe zur sog. *due diligence defense* der Banken hinten Rz 747.

³⁰¹ Siehe vorne Rz 96 ff.; grundlegend auch VOGT, Handelsregister, 563 ff.

³⁰² POELZIG, Rz 39 f. und 233. Das drohende Marktversagen rechtfertigt die gesetzliche Normierung einer Prospektpflicht und den damit verbundenen Eingriff in die Privatautonomie (siehe HABRICH, 569 f.; POELZIG, Rz 39 f. und 233); differenziert RUFFNER, 367, 419 f.; siehe auch ASSMANN, Prospekthaftung, 27.

³⁰³ DAENIKER, GesKR 2014, 397 m.w.N.

³⁰⁴ FAHRLÄNDER, Rz 72; KLÖHN, Kapitalmarkt, 49; RUFFNER, 372.

³⁰⁵ GILSON/KRAAKMAN, 560; FAHRLÄNDER, Rz 74; RUFFNER, 372 f.; WELCH, 291 f. Der Informationsvorsprung kann durch entsprechende Käufe oder Verkäufe ausgenutzt werden. Das Ausnutzen von Insiderinformationen wird jedoch aufsichtsrechtlich sanktioniert (Art. 142 FinfraG; ausführlich zu den Elementen dieses Tatbestands FAHRLÄNDER, Rz 105 ff.).

Markt gering, spricht man von einem *effizienten Markt*.³⁰⁶ Das Zusammenspiel von Informationen und der Bewertung von Finanzinstrumenten an einem effizienten Markt wird durch die Theorie der effizienten Kapitalmarktmärkte (sog. *Kapitalmarkteffizienzhypothese*) näher beschrieben.³⁰⁷

- 102 Die Kapitalmarkteffizienzhypothese besagt, dass in einem effizienten Markt *alle öffentlich verfügbaren Informationen* über ein Unternehmen oder ein Finanzinstrument *unverzüglich im Kurs* verarbeitet werden.³⁰⁸ Der Börsenkurs des Finanzinstruments reflektiert dabei die Einschätzungen und Erwartungen sämtlicher Marktteilnehmer, selbst wenn kein einzelner Marktteilnehmer sämtliche Informationen kennt und den Wert des Finanzinstruments richtig beurteilt.³⁰⁹ Dies führt im Ergebnis dazu, dass öffentlich verfügbare Informationen schneller im Börsenkurs verarbeitet werden, als Anleger darauf reagieren können.³¹⁰ So beschriebene Kapitalmärkte sind zwar hinsichtlich der öffentlich verfügbaren Informationen informationseffizient, jedoch nicht notwendig auch alloktionseffizient. Ist ein Markt alloktionseffizient, fließt das Kapital dorthin, wo es am meisten Rendite erzielt; dies ist das Fundamentalziel von Kapitalmärkten.³¹¹ Die Informationseffizienz ist allerdings eine notwendige Bedingung für allokativ effiziente

³⁰⁶ GILSON/KRAAKMAN, 560; siehe auch FAHRLÄNDER, Rz 74; MÜLBERT, 131 f.; RUFFNER, 391 f.

³⁰⁷ Grundlegend zur Kapitalmarkteffizienzhypothese (*efficient capital market hypothesis*), die von US-amerikanischen Wirtschaftswissenschaftlern im 20. Jahrhundert hergeleitet wurde FAMA, 383 ff.; GILSON/KRAAKMAN, 549 ff.; zur Rezeption der Kapitalmarkteffizienzhypothese im deutschsprachigen Raum KLÖHN, Kapitalmarkt, 59 ff.; RUFFNER, 359 ff.; WERLEN, Grundlagen, 18 ff.; zur Kritik an der Kapitalmarkteffizienzhypothese DAENIKER, GesKR 2014, 398; FAHRLÄNDER, N 88; WELCH, 283 f.; WERLEN, Grundlagen, 19 f.

³⁰⁸ FAMA, 383; GORDON/KORNHAUSER, 770; GILSON/KRAAKMAN, 554; MÜLBERT, 129 f.; RUFFNER, 359 f.; WELCH, 277; WERLEN, Grundlagen, 18. Voraussetzung der so beschriebenen Form der Kapitalmarkteffizienzhypothese ist eine «mittelstarke» Effizienz des Kapitalmarkts. Bei einer «schwachen» Effizienz reflektiert der Börsenkurs nur die bereits in vergangenen Kursverläufen enthaltenen Informationen. Bei einer «starken» Effizienz reflektiert der Börsenkurs sowohl sämtliche öffentlich verfügbaren als auch sämtliche nicht öffentlich verfügbaren Informationen. Die mittelstarke Effizienz entspricht dabei am ehesten der Realität (siehe zum Gesagten FAMA, 413 ff.; siehe auch DAENIKER, GesKR 2014, 397; FAHRLÄNDER, Rz 75; LENOIR, 145; MÜLLER, AJP 2015, 255; WELCH, 284; WERLEN, Grundlagen, 19).

³⁰⁹ FAHRLÄNDER, Rz 76; RUFFNER, 371 f.; WELCH, 277.

³¹⁰ DAENIKER, GesKR 2014, 397; GORDON/KORNHAUSER, 770.

³¹¹ ASSMANN, Prospekthaftung, 25; RUFFNER, 422; WERLEN, Grundlagen, 15 f.

Märkte.³¹² Informationspflichten, wie etwa die Prospektpflicht, tragen wesentlich zur Verbesserung der allokativen Effizienz bei, indem sie Informationsasymmetrien reduzieren und Anleger in Bezug auf Informationen gleichbehandeln.³¹³

Informationseffizienz reicht jedoch nicht aus, um betrügerische Machenschaften an Kapitalmärkten zu verhindern. Ob etwa eine Prospektangabe falsch ist, weiss nur der Prospektersteller, weil es sich dabei um eine private Information handelt.³¹⁴ In einem effizienten Markt werden auch alle falschen Informationen im Börsenkurs aggregiert. Das Vertrauen der Anleger in den Markt kann deshalb nicht ausschliesslich mit der Informationseffizienz geschützt werden. Es braucht *rechtliche Institutionen*, die die *materielle Richtigkeit und Vollständigkeit* von Informationen gewährleisten.³¹⁵ Diese Funktion nimmt das Instrument der zivilrechtlichen Prospekthaftung wahr.³¹⁶ 103

Prospektpflichten tragen zusammengefasst dazu bei, die *informationelle und allokativen Effizienz des Kapitalmarkts* zu steigern, indem Informationsasymmetrien zwischen Emittenten und Anlegern reduziert und Anleger in Bezug auf Informationen gleichbehandelt werden. Ein effizienter Markt reicht jedoch nicht aus, um das Vertrauen der Anleger zu schützen. Dazu braucht es die Prospekthaftung, die die materielle Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen gewährleistet. 104

IV. Bisherige Rechtslage: Prospektpflicht für Emissions- und Kotierungsprospekte

Die Prospektpflicht war im bisherigen Recht *nicht einheitlich* geregelt. Die Abgrenzung erfolgte einerseits über die *Gattung der angebotenen Effekten*, das heisst, es wurde danach unterschieden, ob Aktien, Anleiheobligationen, Anteile an kollektiven Kapitalanlagen oder sonstige Finanzinstrumente angeboten wurden. Andererseits wurde danach unterschieden, ob die Prospektpflicht bei einem *öffent-* 105

³¹² RUFFNER, 429.

³¹³ GERICKE, 205; RUFFNER, 429 f.; siehe auch ASSMANN, Prospekthaftung, 27 ff.

³¹⁴ Siehe zum Gesagten GORDON/KORNHAUSER, 816, dort in Fn 144; RUFFNER, 432.

³¹⁵ Siehe zum Gesagten GORDON/KORNHAUSER, 816; RUFFNER, 432; siehe auch ASSMANN, Prospekthaftung, 25.

³¹⁶ Eine weiterer Lösungsansatz wäre die Einsetzung eines *gatekeeper*, der die Qualität der Informationen gewährleistet (ausführlich dazu KRAAKMAN, 53 ff.; siehe auch RUFFNER, 432).

lichen Angebot von neu geschaffenen Effekten (Emissionsprospekt) oder bei der Kotierung von Effekten zum Handel an einer Börse (Kotierungsprospekt) zur Anwendung gelangte.

A. Prospektpflichten bei der Ausgabe und Kotierung von Aktien

- 106 Das schweizerische Prospektrecht enthielt vor dem Inkrafttreten des FIDLEG am 1. Januar 2020 zwei wesentliche Prospektpflichten in Bezug auf Aktien: Ein öffentliches Angebot von Aktien löste die Pflicht zu Erstellung eines *Emissionsprospekts* aus (Art. 652a aOR). Eine Kotierung von Aktien an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange löste die Pflicht zur Veröffentlichung eines *Kotierungsprospekts* aus (Art. 27 aKR-SIX).

1. Emissionsprospekt nach Art. 652a aOR

a) Auslöser der Prospektpflicht nach Art. 652a aOR

- 107 *Primärplatzierungen von Aktien* lösten gemäss Art. 652a Abs. 1 aOR die Pflicht zur Veröffentlichung eines Emissionsprospekts aus.³¹⁷ Anknüpfungspunkt der Prospektpflicht war ein *öffentliches Zeichnungsangebot*, das heisst, es musste zu einer originären Zeichnung von neu geschaffenen Aktien durch die Anleger im Sinn von Art. 652 OR kommen. Neben der originären Titelzeichnung durch Anleger löste nach h.L. auch die *Primärplatzierung im Festübernahmeverfahren* die Prospektpflicht aus.³¹⁸ Begründet wurde diese über den Wortlaut von Art. 652a Abs. 1 aOR hinausgehende Auslegung damit, dass das Festübernahmeverfahren nichts anderes als eine technische Variante der Primärplatzierung von Aktien sei.³¹⁹ Umstritten war dagegen, ob auch Sekundärplatzierungen von Aktien die Prospektpflicht auslösten. Eine Mehrheit lehnte dies ab, da der Wortlaut von Art. 652a

³¹⁷ Zum Begriff des Emissionsprospekts BGE 47 II 272 E. 1, 286; CAMENZIND, 50 f.; ERB, 58 ff.; JUCKER, 34 ff.; LENOIR, 30 ff.; ROHR, 185.

³¹⁸ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 52 Rz 92; HUSER, 93 f.; MÜLLER, CHK OR (3. A.), Art. 652a N 5; NOTH/GROB, AJP 2002, 1439; REUTTER, 34; RIMLE, 232; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 165; SCHALLER/KESSLER, OFK Aktienrecht, Art. 652a N 2; STRAZZER D., Festübernahme, 95 ff.; WATTER, AJP 1992, 51; WATTER, Festübernahme, 399 f.; ZINDEL/ISLER, BSK OR II (5. A.), Art. 652a N 3d; ZOBL/ARPAGAU, SZW 1995, 249 f.; ZOBL/KRAMER, Rz 9 und 1109.

³¹⁹ Siehe ZOBL/KRAMER, Rz 1109.

Abs. 1 aOR ein öffentliches Angebot von «neue[n] Aktien» verlangte.³²⁰ Eine Minderheit befürwortete aus teleologischen Überlegungen eine weite Auslegung von Art. 652a Abs. 1 aOR auch auf Sekundärplatzierungen.³²¹ WATTER hielt dazu fest, dass das kaufvertragsrechtliche Prinzip *caveat emptor* beim Wertpapierkauf bewusst aufgehoben wurde.³²² Da der Emittent die Informationen zu seiner rechtlichen und wirtschaftlichen Situation am einfachsten beschaffen könne, sei es an ihm, die Informationen aufzubereiten und für deren Richtigkeit und Vollständigkeit einzustehen. Dieser Grundsatz müsse auch bei ähnlichen Geschäftsvorfällen wie der Festübernahme von Aktien und bei Sekundärplatzierungen gelten.³²³

Bei *gemischten Platzierungen* wurde eine Prospektpflicht weitgehend anerkannt, da zumindest ein Teil der Transaktion die Schaffung von «neue[n] Aktien» und deren anschliessende Platzierung im Publikum beinhaltete.³²⁴ 108

Adressat der Prospektpflicht nach Art. 652a aOR war bei gemischten Platzierungen nur der *Emittent*, nicht aber der verkaufende Aktionär.³²⁵ Dies ergab sich 109

³²⁰ APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 261; BÖSCH, ZSR 2016, 88; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 61; EGGEN, SZW 2010, 204; GERHARD, SZW 2006, 264; GNOS, 89 f.; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 124; HODEL, Kotierung, 137; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 28 KR N 13; LENOIR, 36; KONDOROSY, 35 f.; NOTH/GROB, AJP 2002, 1438; SPILLMANN/MEYER, 10; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 165; RIMLE, 232; ZOBL/KRAMER, Rz 1109; a.M. WATTER, Festübernahme, 400. Für die möglichen Transaktionsstrukturen einer Sekundärmarktplatzierung siehe HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 16 ff.

³²¹ WATTER, Festübernahme, 399 f.; ZBINDEN, 66; siehe auch LAMBERT/GERICKE, OFK OR, Art. 652a N 3.

³²² Zur Aufhebung des Prinzips «*caveat emptor*» im Bereich der Prospekthaftung siehe ausführlich ASSMANN, Prospekthaftung, 20 ff.

³²³ Siehe zum Gesagten WATTER, Festübernahme, 399 f. Meines Erachtens hat hier HARISBERGER aus nachfolgenden Gründen überzeugend dargelegt, dass eine derart weite Auslegung von Art. 652a aOR nicht angezeigt ist: Im Sekundärmarkt bestehe kein ähnlich grosses Informationsgefälle wie im Primärmarkt, da sich Anleger und verkaufender Aktionär und nicht Emittent und Anleger gegenüberstehen. Falls der verkaufende Aktionär über mehr Informationen verfügen sollte, dürfte er dieses Wissen aufgrund des Verbots des Insiderhandels bei kotierten Aktien nicht verwenden. Zudem müssen kotierte Unternehmen aufgrund von Art. 35 Abs. 2 lit. b FinfraG i.V.m. Art. 49 KR-SIX eine ausreichende Informationsvermittlung am Sekundärmarkt sicherstellen (siehe zum Gesagten HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 123; vgl. auch REUTTER, 35).

³²⁴ HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 125; REUTTER, 35.

³²⁵ HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 130.

bereits aus Abs. 1 der Bestimmung, wonach «die Gesellschaft» im Emissionsprospekt die geforderten Informationen offenlegen musste. Es ergab sich aber auch aus dem Anknüpfungspunkt der Prospektpflicht: Diese knüpfte nur an das Angebot von neuen Aktien durch den Emittenten an.

b) Öffentliches Angebot von Aktien

- 110 Nach dem Wortlaut von Art. 652a aOR erfasste die gesetzliche Prospektpflicht nur *öffentliche Angebote* von Aktien; eine Privatplatzierung löste keine Prospektpflicht aus.³²⁶ Ob eine bestimmte Transaktion eine Prospektpflicht auslöste, entschied sich also danach, ob das Angebot öffentlich oder privat war. Hierzu hielt das Gesetz in Art. 652a Abs. 2 aOR fest, dass jede Einladung zur Zeichnung öffentlich war, die sich nicht an einen «begrenzten Kreis von Personen richtet».³²⁷ Das entscheidende Kriterium der *Unbegrenztheit* wurde im bisherigen Recht vor allem *qualitativ* und nicht *quantitativ* ausgelegt.³²⁸ Man stellte auf den äusseren Auftritt des Emittenten gegenüber den Anlegern und die Art der Kontaktaufnahme ab. Entscheidend war der Umstand, dass die Aufforderung zur Zeichnung *keinen privaten und individuellen Charakter* hatte. Keine Rolle spielte dagegen die eigentliche Grösse des angesprochenen Personenkreises.³²⁹ Das Angebot war nicht öffentlich, wenn es sich an einen im Voraus individuell bekannten Adressatenkreis richtete.³³⁰ Aus diesem Grund erfüllte ein *marketed offering* meistens das Öffentlichkeitskriterium und löste die Prospektpflicht nach Art. 652a aOR aus, weil bei dieser Trans-

³²⁶ MÜLLER, CHK OR (3. A.), Art. 652a N 1; NEIDHART, 12; RIMLE, 243; SPECK, 112 ff.; WATTER, ST 1991, 670; ZINDEL/ISLER, BSK OR II (5. A.), Art. 652a N 1 ff.; ZOBL/KRAMER, Rz 1065 ff. und 1109.

³²⁷ Das Kriterium des unbestimmten Kreises von Personen war bereits vor Einführung von Art. 652a Abs. 2 aOR in der Lehre anerkannt (vgl. FUNK, Kommentar OR, Art. 631 N 3).

³²⁸ Qualitative und quantitative Elemente standen in einer Wechselwirkung zueinander: Je intensiver die qualifizierte Beziehung zwischen dem Emittenten und dem Anleger war, desto höher konnte die Freigrenze sein (ZINDEL/ISLER, BSK OR II (5. A.), Art. 652a N 3b).

³²⁹ DAENIKER, Anlegerschutz, 25 f.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 52 N 89; MÜLLER, CHK OR (3. A.), Art. 652a N 2; RIMLE, 232; SCHUCANY, Art. 631 N 1; SPECK, 112 ff.; ZINDEL/ISLER, BSK OR II (5. A.), Art. 652a N 3.

³³⁰ HUSER, 92; LENOIR/PUDER, AJP 2006, 984; KUSTER, SZW 1997, 11, erwähnt das Beispiel einer Einladung an 2'000 Mitglieder einer Finanzgesellschaft zur Zeichnung einer kurzfristigen Geldanlage, die als nicht öffentlich qualifiziert wurde; siehe auch REUTTER, 11 f.

aktionsform eine unbegrenzte Anzahl von privaten und institutionellen Investoren angesprochen wird. Dagegen waren Transaktionen in Form eines *blocktrade* regelmässig nur an einen eng begrenzten Investorenkreis gerichtet und erfüllten deshalb das Öffentlichkeitskriterium nicht.³³¹

Umstritten war das Kriterium der Unbegrenztheit bei einer Einladung zur Zeichnung, die sich ausschliesslich an die *bisherigen Aktionäre* richtete.³³² Als öffentliches Angebot galten hingegen eine Zeichnungseinladung an einen nicht geschlossenen Aktionärskreis (etwa an die Namenaktionäre einer Publikumsgesellschaft) oder ein Angebot über das Internet. 111

c) Inhalt des Emissionsprospekts

Für den Inhalt eines Emissionsprospekts stellte Art. 652a Abs. 1 aOR gewisse *Mindestanforderungen* auf: Der Emittent musste Auskunft geben über den Handelsregistereintrag, das Aktienkapital, die Finanzkennzahlen sowie über weitere Angaben betreffend die geplante Kapitalerhöhung. Im Gegensatz zu ausländischen Rechtsordnungen und dem Kotierungsprospekt³³³ musste der Emissionsprospekt aber keine Risikofaktoren aufzählen, die sich für den Anleger bei einer Zeichnung der Aktien ergeben konnten.³³⁴ Die minimalen Anforderungen an den Inhalt des Emissionsprospekts waren gemessen an internationalen Standards nicht mehr zeitgemäss.³³⁵ 112

³³¹ Daran änderte auch eine vor dem *blocktrade* veröffentlichte Pressemitteilung nichts, weil eine solche Mitteilung lediglich die Transaktion öffentlich ankündigte, nicht jedoch den Adressatenkreis erweiterte (HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 129; REUTTER/BROGINI, Fn 45).

³³² Nicht öffentlich war zumindest die Platzierung von Namenaktien einer privat gehaltenen Aktiengesellschaft an die bisherigen Namenaktionäre ohne Bezugsrechtshandel (MÜLLER, CHK OR (3. A.), Art. 652a N 3; ZINDEL/ISLER, BSK OR II (5. A.), Art. 652a N 3).

³³³ Vgl. Art. 5 Abs. 2 EU-ProspektRL.

³³⁴ Gleichwohl wurden Hinweise zu solchen Risikofaktoren in den Emissionsprospekt aufgenommen, um sich vor späteren Prospekthaftungsklagen zu schützen (RIMLE, 233).

³³⁵ Nach WATTER lösten diese «allerhöchstens Heiterkeit, eher aber Kopfschütteln» im internationalen Verhältnis aus (WATTER, Festübernahme, 399). Siehe zur Kritik am tiefen Offenlegungsstandard von Art. 652a aOR auch BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 2 Rz 105; EGGEN, SZW 2010, 204; WERLEN, Prospektrichtlinie, 470 f.; ZOBL/KRAMER, Rz 1115.

- 113 Eine unabhängige Prüfung des Emissionsprospekts vor der Veröffentlichung sah das Schweizer Prospektrecht – im Gegensatz zum europäischen Prospektrecht – nicht vor.³³⁶

2. Kotierungsprospekt nach Art. 27 aKR-SIX

- 114 Börsen sind gemäss Art. 34 Abs. 1 FinfraG dazu verpflichtet, ein Reglement³³⁷ über die Kotierung von Effekten zu erlassen.³³⁸ Wer Effekten an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange kotieren wollte, musste gemäss Art. 42 aKR-SIX ein *Kotierungsgesuch* einreichen. Die Einreichung des Kotierungsgesuchs löste die Pflicht zur Erstellung eines Kotierungsprospekts gemäss Art. 27 aKR-SIX aus.³³⁹ Primärplatzierungen und gemischte Platzierungen lösten sowohl die Prospektspflicht nach Art. 652a aOR sowie nach Art. 27 aKR-SIX aus, da bei beiden Transaktionen jeweils neue Effekten durch eine Kapitalerhöhung geschaffen und anschliessend emittiert wurden.³⁴⁰ Um Doppelspurigkeiten zu vermeiden, wurden bei Primärplatzierungen und gemischten Platzierungen von Aktien, die anschliessend zur Kotierung vorgesehen waren, jeweils nur ein Prospekt erstellt (sog. *Einheitsprospekt*).³⁴¹ Voraussetzung war nach Art. 33 Ziff. 1 aKR-SIX, dass der Ein-

³³⁶ Schon die europäische Prospektrichtlinie von 2003 sah in Art. 13 vor, dass ein Prospekt vor der Billigung durch die zuständige Behörde des Mitgliedstaates nicht veröffentlicht werden durfte.

³³⁷ Nachfolgend *Kotierungsreglement* bzw. *KR-SIX*.

³³⁸ Diese Reglemente sind ein Instrument der Selbstregulierung (siehe Art. 27 FinfraG; ausführlich zur Selbstregulierung im Finanzmarktrecht PITSCHEN, 71 ff.). Ihre Rechtsnatur ist umstritten (DAENIKER/WALLER, BSK FinfraG, Art. 27 N 30 ff.; PITSCHEN, 74 ff.; SCHOTT/WINKLER, SK FinfraG, Art. 27 N 23). In einem jüngeren Entscheid hat sich das Bundesverwaltungsgericht für eine privatrechtliche Natur von Börsenreglementen ausgesprochen (vgl. BVGer B-2233/2020, 16.2.2021, E. 2.4.5.2 ff.).

³³⁹ HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 131; REUTTER, 24.

³⁴⁰ Bei gemischten Platzierungen war dies auch dann der Fall, wenn die betreffende Effektenkategorie bereits früher kotiert worden war, weil auch die spätere Erhöhung der Zahl der kotierten Effekten infolge Kapitalerhöhung die Prospektspflicht nach Art. 27 aKR-SIX auslöste (Art. 33 Ziff. 2 lit. a *e contrario*; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 133; HÄRTSCH, SHK KR, Art. 33 N 7 f.). Es musste jedoch kein Kotierungsprospekt erstellt werden, wenn der Ausnahmetatbestand von Art. 33 Ziff. 2 lit. a aKR-SIX griff. Diese Voraussetzung war erfüllt, wenn die neu kotierten Effekten über einen Zeitraum von zwölf Monaten weniger als zehn Prozent der Effekten derselben Gattung ausmachten, die bereits kotiert waren.

³⁴¹ DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 60 f.; DEDEYAN, 701; HODEL, Kotierung, 136; HUBER, IPO, 55; HUSER, 106; ZOBL/KRAMER, Rz 1113.

heitsprospekt alle inhaltlichen Angaben erfüllte, die gemäss Kotierungsreglement für den Kotierungsprospekt vorgeschrieben waren.

Sekundärplatzierungen lösten dagegen keine Prospektpflicht nach Art. 27 aKR-SIX aus, sofern die Effekten bereits früher kotiert waren.³⁴² Dies ergab sich aus dem Grundsatz der *gattungsmässigen Kotierung* nach Art. 18 aKR-SIX, wonach die Kotierung alle ausgegebenen Effekten derselben Kategorie umfassen musste.³⁴³ Kam es anlässlich der Sekundärplatzierung zur erstmaligen Kotierung der Effekten, musste gleichwohl ein Kotierungsprospekt erstellt werden.³⁴⁴ 115

Adressat der Prospektpflicht nach Art. 27 Abs. 1 aKR-SIX war jeweils nur der *Emittent*. Dies ergab sich bereits aus dem Wortlaut der Bestimmung, wonach «der Emittent einen Kotierungsprospekt zu veröffentlichen [hat]». Es ergab sich im Weiteren daraus, dass die Prospektpflicht nicht durch die Platzierung, sondern durch das vom Emittenten einzureichende Kotierungsgesuch ausgelöst wurde. Darin musste der Emittent bestätigen, dass seine verantwortlichen Organe mit der Kotierung einverstanden waren (siehe Art. 45 Ziff. 1 aKR-SIX).³⁴⁵ 116

Die *inhaltlichen Anforderungen* an den Kotierungsprospekt gingen weit über diejenigen von Art. 652a aOR hinaus: Massgebend für den Kotierungsprospekt von Aktien war das Schema A der SIX, das Angaben über den Emittenten, wie dessen Geschäftstätigkeit und finanzielle Lage, sowie über die mit den angebotenen Aktien verbundenen Risiken vorschrieb.³⁴⁶ Kotierungsprospekte wurden gemäss Art. 46 aKR-SIX vor ihrer Veröffentlichung vom *regulatory board* der SIX geprüft.³⁴⁷ 117

³⁴² GERHARD, SZW 2006, 263; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 132; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 28 KR N 13.

³⁴³ MARBACHER, SHK KR, Art. 18 N 1 f.

³⁴⁴ APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 261; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 61; Gnos, 104; HÄRTSCH, SHK KR, Art. 27 N 17; HODEL, 137; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 17; ZOBL/KRAMER, Rz 1112 und 2094.

³⁴⁵ Siehe zum Gesagten HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 134.

³⁴⁶ Schema A Ziff. 1 verlangte eine prominente Darstellung der Risikofaktoren, «die in Bezug auf den Emittenten, seine Branche und die Effekten, die angeboten und/oder zum Handel zugelassen werden, von wesentlicher Bedeutung sind, um das Marktrisiko zu bewerten, mit dem diese behaftet sind».

³⁴⁷ Der Kotierungsprospekt wurde zunächst nur auf die formelle Richtigkeit geprüft. Zu einer materiellen Inhaltskontrolle kam es dann, wenn sich konkrete Verdachtsmomente ergaben, dass die Angaben im Kotierungsprospekt falsch waren (HENCKEL VON DONNERSMARCK, Kotierung, 152 ff.; ZOBL/KRAMER, Rz 1131).

B. Prospektpflicht bei der Ausgabe von Anleihenobligationen

- 118 Die Aufnahme von Fremdkapital erfolgt typischerweise durch Darlehen oder Anleihenobligationen.³⁴⁸ Die *öffentliche Ausgabe von Anleihenobligationen* löste nach Art. 1156 Abs. 1 aOR eine Prospektpflicht aus. Dagegen musste bei einer privaten Platzierung von Anleihenobligationen kein Prospekt veröffentlicht werden.³⁴⁹ Für die weiteren Modalitäten des Prospekts verwies Art. 1156 Abs. 2 aOR auf die Bestimmungen des Emissionsprospekts.³⁵⁰ Der Prospekt über Anleihenobligationen enthielt deshalb die nach Art. 652a aOR geforderten Informationen sowie zusätzlich nähere Angaben über die *Anleihebedingungen*. Für die Prospekte von Anleihenobligationen bestand keine Pflicht zur vorgängigen Prüfung der darin enthaltenen Informationen.³⁵¹
- 119 Die *Kotierung* von Anleihenobligationen an der SIX Swiss Exchange löste eine zusätzliche Prospektpflicht nach Art. 13 aZRA³⁵² i.V.m. Art. 27 aKR-SIX aus. Der Inhalt des Kotierungsprospekts ergab sich aus dem Schema E der SIX, welches hauptsächlich allgemeine Angaben über den Emittenten, deren Finanzabschlüsse und die Bedingungen der Anleihe vorschrieb. Angaben zu möglichen Risikofaktoren mussten gemäss Ziff. 3.1 Schema E nur bei denjenigen Anleihen offengelegt werden, die in Form von *asset-backed securities* ausgegeben wurden.³⁵³ Die SIX behielt sich vor, Kotierungsprospekte für Anleihen vor der Kotierung zu prüfen.³⁵⁴

³⁴⁸ Eine Anleihenobligation ist ein in Teilbeträge aufgeteiltes Grossdarlehen mit einheitlicher Rechtsgrundlage (zum Begriff RIMLE, 236; SCHWEIZER, 68).

³⁴⁹ ERB, 22 f. und 74 f.; HUSER, 108; RIMLE, 243; SPECK, 138 f.; WATTER, ST 1991, 670; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 3 ff.; ZOBL/KRAMER, Rz 1069 und 1110.

³⁵⁰ EGGEN, SZW 2010, 205; RIMLE, 236.

³⁵¹ EGGEN, SZW 2010, 205.

³⁵² Zusatzreglement Anleihen der SIX Exchange Regulation AG (Version vom 4. April 2018).

³⁵³ Zum Begriff der *asset-backed securities* KAUFMANN, 139; ZOBL/KRAMER, Rz 1172 ff.

³⁵⁴ Art. 24 aZRA i.V.m. Art. 46 aKR.

C. Derivate und kollektive Kapitalanlagen

1. Derivate und strukturierte Produkte

Derivate sind nach der Legaldefinition von Art. 2 lit. c FinfraG *Finanzkontrakte*, 120 deren Wert sich von einem oder mehreren Basiswerten ableitet. Solche Basiswerte können Vermögenswerte wie Aktien, Obligationen, Rohstoffe, Edelmetalle oder Referenzsätze wie Währungen, Zinsen oder Indices sein.³⁵⁵ Entsprechend vielfältig ist die Auswahl von Produkttypen, die sich im Finanzmarkt herausgebildet haben. Das schweizerische Kapitalmarktrecht kannte vor dem Inkrafttreten des FIDLEG keine allgemeine Prospektpflicht für Derivate. Einzelne Produkttypen wurden spezifisch geregelt, während andere Derivate ohne Prospektpflicht öffentlich angeboten werden durften.³⁵⁶

Für den öffentlichen Vertrieb von nicht kotierten Optionen musste kein Prospekt 121 erstellt werden.³⁵⁷ Die Kotierung der Optionen an der SIX löste dagegen die Prospektpflicht nach Art. 20 aZRD i.V.m. Art. 27 aKR-SIX aus.³⁵⁸ Der Prospektinhalt hatte sich am Schema F der SIX zu orientieren, wobei eine prominente Darstellung der Risiken einer Anlage in Derivate verlangt wurde.³⁵⁹ Die SIX prüfte die Kotierungsprospekte vorgängig.³⁶⁰

Strukturierte Produkte durften in der Schweiz oder von der Schweiz aus nur dann 122 an nicht qualifizierte Anleger vertrieben werden, wenn ein *einfacher Prospekt* gemäss Art. 5 Abs. 2 aKAG vorlag. Der vereinfachte Prospekt musste Angaben zu den wesentlichen Merkmalen des Produkts, dessen Gewinn- und Verlustaussichten sowie zu den bedeutenden Risiken für die Anleger enthalten.³⁶¹ Die Kotierung von strukturierten Produkten an der SIX löste eine Prospektpflicht nach den Bestimmungen des Zusatzreglements für Derivate aus.³⁶²

³⁵⁵ ZOBL/KRAMER, Rz 559 f.

³⁵⁶ EGGEN, SZW 2010, 205 f.

³⁵⁷ EGGEN, SZW 2010, 205 f.

³⁵⁸ Zusatzreglement Derivate der SIX Exchange Regulation AG (Version vom 25. August 2017).

³⁵⁹ Ziff. 1 Schema F.

³⁶⁰ Siehe Art. 30 aZRD i.V.m. Art. 46 aKR-SIX.

³⁶¹ Siehe Art. 5 Abs. 2 lit. a aKAG.

³⁶² Siehe dazu die Ausführungen im vorangehenden Abschnitt.

2. Prospektpflicht nach aKAG für kollektive Kapitalanlagen

- 123 Auf den öffentlichen Vertrieb von *kollektiven Kapitalanlagen* waren die Spezialbestimmungen von Art. 75 ff. aKAG anwendbar. Demnach musste sowohl für offene (Art. 75 aKAG) als auch für geschlossene (Art. 116 aKAG) kollektive Kapitalanlagen ein Prospekt veröffentlicht werden. Der Prospekt enthielt diejenigen Informationen, die für die Beurteilung der kollektiven Kapitalanlage von Bedeutung waren.³⁶³ Die Prospekte mussten vorgängig nicht genehmigt werden; dagegen bestand eine Genehmigungspflicht für andere Dokumente im Zusammenhang mit kollektiven Kapitalanlagen³⁶⁴ sowie für ausländische kollektive Kapitalanlagen, die in der Schweiz vertrieben werden sollten.³⁶⁵ Gemäss Art. 106 Abs. 2 aKKV war der Prospekt spätestens im Zeitpunkt der Veröffentlichung der FINMA vorzulegen. Bei wesentlichen Änderungen oder mindestens einmal jährlich musste der Prospekt aufdatiert werden.³⁶⁶

D. Zwischenergebnis

- 124 Die schweizerischen Prospektpflichten waren im bisherigen Recht *nicht einheitlich* geregelt. Die Abgrenzung erfolgte über die *Gattung der angebotenen Effekten*: Die Prospektpflicht nach Art. 652a Abs. 1 aOR erfasste öffentliche Angebote von *Aktien*, während Art. 1156 Abs. 1 aOR nur öffentliche Angebote von *Anleihensobligationen* umfasste. Bei der Prospektpflicht nach Art. 652a aOR war insbesondere umstritten, ob diese nur bei Primärplatzierungen oder auch für Sekundärplatzierungen zur Anwendung gelangte. Bei der öffentlichen Ausgabe von *kollektiven Kapitalanlagen* waren die Spezialbestimmungen von Art. 75 ff. aKAG zu beachten. Für *Derivate* enthielt das bisherige Recht keine allgemeine Prospektpflicht, vielmehr galten für einzelne Produkttypen spezifische Regelungen. Sofern eine Kotierung der Effekten angestrebt wurde, statuierte das in Selbstregulierung erlassene Börsenreglement (vgl. Art. 27 Abs. 1 aKR-SIX) eine eigenständige Pflicht zur Erstellung eines Kotierungsprospekts. An diesem *Patchwork* im schweizerischen Kapitalmarktrecht, das nicht den internationalen Standards entsprach,³⁶⁷ wurde

³⁶³ Art. 106 Abs. 1 aKAG.

³⁶⁴ Genehmigungspflichtig waren etwa die Statuten und das Reglement einer SICAV oder einer SICAF (vgl. 15 aKAG).

³⁶⁵ Siehe Art. 15 Abs. 1 lit. e aKAG i.V.m. Art. 13a aKKV.

³⁶⁶ Art. 106 Abs. 3 aKKV.

³⁶⁷ Siehe ausführlich vorne Fn 48.

mehrfach Kritik geübt.³⁶⁸ Diese Kritik wurde von der FINMA und dem EFD aufgenommen und mündete in den Arbeiten zum neuen FIDLEG.³⁶⁹

V. Neue Rechtslage: Prospektpflicht nach FIDLEG

A. Allgemeines

Die *Prospektpflicht* wurde mit Inkrafttreten des FIDLEG am 1. Januar 2020 *neu* 125 *geregelt*. Die Prospektnormen des FIDLEG lösen die bisherigen Prospektpflichten im OR und im KAG ab.³⁷⁰ Da das FIDLEG auch die Prospektpflicht anlässlich der Zulassung von Effekten zum Handel an einem Handelsplatz ausschliesslich regelt, sind die in Selbstregulierung erlassenen Prospektpflichten obsolet geworden (vgl. Art. 35 Abs. 2^{bis} FinfraG).³⁷¹

Neu folgt aus Art. 35 ff. FIDLEG der Grundsatz, dass *jedes öffentliche Angebot* 126 *zum Erwerb von Effekten und jedes Gesuch um Zulassung zum Handel* auf einem Handelsplatz im Sinn von Art. 26 lit. a FinfraG,³⁷² also insbesondere ein Gesuch um Kotierung, die Pflicht zur vorgängigen Veröffentlichung eines Prospekts auslöst.³⁷³ Mit der Einführung dieser *einheitlichen Prospektpflicht* wird die bisherige Unterscheidung zwischen Emissions- und Kotierungsprospekt aufgehoben.³⁷⁴ Gleichzeitig wird der Anwendungsbereich der Prospektpflicht erheblich erweitert

³⁶⁸ BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 35 N 1; BÖSCH, SK FIDLEG, Vor Art. 35 N 2; CONTRATTO, Regulierung, 402 ff., die bereits früh die Verankerung einer einheitlichen Prospektpflicht für alle öffentlich vertriebenen, emissionsweise geschaffenen Effekten in einem Gesetz im formellen Sinn forderte; DEDEYAN, 700; EGGEN, SZW 2010, 214; REHM/WERLEN, 57 f.; WERLEN, Prospektrichtlinie, 472.

³⁶⁹ BÖSCH, SK FIDLEG, Vor Art. 35 N 2; KÜHNE, FHB Kapitalmarktrecht, Rz 2.3.

³⁷⁰ Art. 652a und Art. 1156 aOR sowie die Art. 75–77 aKAG wurden mit Wirkung seit 1. Januar 2020 aufgehoben.

³⁷¹ Die SIX Exchange Regulation AG hat dementsprechend das Kotierungsreglement revidiert und auf 2. Januar 2020 in Kraft gesetzt.

³⁷² Als Handelsplätze qualifizieren gemäss Art. 26 lit. a FinfraG Börsen und multilaterale Handelssysteme (zur Abgrenzung siehe die Literaturhinweise in Fn 456).

³⁷³ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8970 f.; Erläuterungsbericht VE-FIDLEG/FINIG, 60; BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 35 N 1; BÖSCH, ZSR 2016, 88 f.; REHM/WERLEN, 64; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 183; SPILLMANN/MEYER, 12.

³⁷⁴ BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 35 N 14; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 184; SPILLMANN/MEYER, 12; siehe auch EGGEN, Produktregulierung, 184; KÜHNE, FHB Kapitalmarktrecht, Rz 2.1.

und erfasst nicht nur *Primärmarkttransaktionen*, sondern auch *Sekundärmarkttransaktionen*.³⁷⁵

- 127 *Keine Prospektpflicht* besteht, wenn keiner der beiden Tatbestände erfüllt ist oder eine der gesetzlich verankerten Ausnahmen der Art. 36–38 FIDLEG zur Anwendung gelangt. So greift die Prospektpflicht etwa nicht bei öffentlichen Angeboten, die sich ausschliesslich an professionelle Kunden gemäss Art. 4 Abs. 3 FIDLEG oder an weniger als 500 Anleger richten (Art. 36 Abs. 1 lit. a und b FIDLEG). Gemäss der bundesrätlichen Botschaft betreffen die Ausnahmen diejenigen Formen eines öffentlichen Angebots, bei welchen sich aus *Sicht des Kundenschutzes* und aus Gründen der *Verhältnismässigkeit* die Prospektpflicht nicht rechtfertigt.³⁷⁶ Dies ist weiter auszuführen: Prospektfreie Platzierungen sind aus teleologischer Sicht gerechtfertigt, wenn die Prospektfunktionen nicht notwendig sind, um den vom Gesetz verfolgten Zweck des Individual- und Funktionsschutzes sicherzustellen. Dies gilt insbesondere dann, wenn keine Informationsvermittlung zur Ausgleicheung eines Informationsgefälles erforderlich ist, eine Informationsvermittlung bereits durch ein gleichwertiges Dokument sichergestellt ist oder die Erstellung eines vollständigen Prospekts unverhältnismässig wäre.³⁷⁷ Umstritten ist dagegen, ob die eingangs erwähnten Ausnahmen von der Prospektpflicht untereinander kombinierbar sind.³⁷⁸ Nach der hier vertretenen Ansicht sind die Ausnahmen von der Prospektpflicht untereinander *kumulativ anwendbar*, sofern der oben erwähnte Schutzgedanke des Gesetzes (Individual- und Funktionsschutz) nicht umgangen wird.³⁷⁹
- 128 Kann sich ein Emittent auf eine Ausnahme berufen, liegt damit nicht automatisch auch eine Ausnahme von der Prospektpflicht für den anderen Tatbestand vor; die Anwendung der beiden Tatbestände ist *jeweils separat* zu prüfen. Es kann deshalb sein, dass eine Transaktion mit einem öffentlichen Angebot von der Prospekt-

³⁷⁵ BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 35 N 13; BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 11; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 10 Rz 250; SPILLMANN/MEYER, GesKR 2019, 184;

³⁷⁶ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8971.

³⁷⁷ Siehe zum Ganzen SCHLEIFFER/FISCHER, 126 f.; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, GesKR 2018, 2.

³⁷⁸ Geht man von einer möglichen Kombination der Ausnahmen aus, ist folglich ein öffentliches Angebot, das sich an 499 Privatkunden und gleichzeitig an eine unbegrenzte Anzahl professioneller Kunden richtet, prospektfrei möglich.

³⁷⁹ G.L.M. MÜLLER/NIETLISPACH, CHK OR, Art. 652a N 6; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, GesKR 2018, 7; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 194; a.M. COURVOISIER, SZW 2020, 312.

pflicht ausgenommen ist (weil ein Ausnahmetatbestand nach Art. 36 f. FIDLEG erfüllt ist), aber im Zusammenhang mit einer Zulassung zum Handel der Prospektpflicht unterliegt (weil kein Ausnahmetatbestand nach Art. 38 FIDLEG greift).³⁸⁰

Das FIDLEG differenziert zwischen dem Prospekt für *Effekten* (Art. 35 ff. FIDLEG), dem *Basisprospekt* (Art. 45 FIDLEG) und dem Prospekt für *kollektive Kapitalanlagen* (Art. 48 ff. FIDLEG). Inhalt und Struktur des Prospekts sind nun in Art. 40 ff. FIDLEG, Art. 50 FIDLEV und in den Anhängen 1 bis 5 zur FIDLEV ausführlich geregelt. Die inhaltlichen Anforderungen orientieren sich am Inhalt des bisherigen Kotierungsprospekts (vgl. Art. 27 ff. aKR) und gehen weiter über die Anforderungen des Emissionsprospekts (vgl. Art. 652a Abs. 1 aOR) hinaus.³⁸¹ 129

Eine wesentliche Neuerung im schweizerischen Prospektrecht ist die Pflicht zur *vorgängigen Prüfung des Prospekts durch eine Prüfstelle* (Art. 51 Abs. 1 FIDLEG).³⁸² Der Emissionsprospekt nach Art. 652a aOR musste vor der Veröffentlichung nicht durch eine unabhängige Behörde geprüft werden, man vertraute zur Durchsetzung der Prospektpflicht auf die präventive Wirkung der Prospekthaftung.³⁸³ Ein Kotierungsprospekt wurde dagegen im Zug der Prüfung des Kotierungsgesuchs von der Zulassungsstelle der Börse geprüft, bevor die Effekten zum Handel zugelassen wurden (siehe Art. 46 aKR-SIX).³⁸⁴ Unter dem FIDLEG sind Prospekte auf *Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit* zu prüfen. Dies entspricht einer *formellen Prüfungsbefugnis*.³⁸⁵ Nach der Prüfung sind Prospekte nach den Regeln von Art. 64 ff. FIDLEG zu veröffentlichen. 130

Die Neugestaltung des schweizerischen Prospektrechts orientierte sich gemäss der bundesrätlichen Botschaft an der damals geltenden EU-Prospektrichtlinie, «ohne 131

³⁸⁰ Siehe zum Gesagten BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 35 N 13 und SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 183, jeweils mit konkreten Beispielen.

³⁸¹ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8974 ff.; Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 42 ff.; BÖSCH, ZSR 2016, 90 ff.; HUNKELER/WOHL, GesKR 2014, 494 ff.; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 195 ff.; SPILLMANN/MEYER, 21 ff.

³⁸² Die Forderung nach einer staatlichen Prüfungsstelle für Prospekte ist sehr alt, konnte sich aber erst mit der Neugestaltung des Prospektrechts im FIDLEG durchsetzen (siehe das Votum von Bundesrat SCHULTHESS hinten Fn 672).

³⁸³ BÖSCH, ZSR 2016, 84 f.; EGGEN, SZW 2010, 204, HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 136; HÄRTSCH, SHK KR, Art. 27 N 7; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, GesKR 2014, 341; SPILLMANN/MEYER, 31.

³⁸⁴ Der Umfang dieser Prüfpflicht war jedoch umstritten (siehe HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 58 KR N 2 ff.; PASCHE, SHK KR, Art. 46 N 4 ff.).

³⁸⁵ Ausführlich zur formellen Prüfungsbefugnis der Prüfstelle hinten Rz 603.

diese aber unkritisch und unverändert zu übernehmen».³⁸⁶ Die EU-Prospektrichtlinie wurde inhaltlich von der direkt anwendbaren EU-Prospektverordnung abgelöst; sie enthält aber ebenfalls eine generelle Prospektpflicht bei einem öffentlichen Angebot zum Erwerb von Effekten und einer Zulassung von Effekten zum Handel.³⁸⁷ Im Folgenden wird deshalb – wo es sinnvoll erscheint – zur Auslegung der schweizerischen Normen auf die Bestimmungen der Prospektverordnung und die entsprechenden Ausführungsbestimmungen in den nationalen Gesetzen der EU-Mitgliedstaaten zurückgegriffen.³⁸⁸

- 132 Das FIDLEG führt zudem die Pflicht zur Erstellung eines *Basisinformationsblatts* ein (Art. 58 Abs. 1 FIDLEG). Nach dieser Norm hat der Ersteller eines Finanzinstruments vorgängig ein Basisinformationsblatt zu erstellen, sofern das Finanzinstrument einem Privatkunden angeboten wird.

B. Voraussetzungen der Prospektpflicht nach Art. 35 Abs. 1 FIDLEG

1. Öffentliches Angebot zum Erwerb von Effekten

a) *Primär- und Sekundärplatzierungen, gemischte Platzierungen*

- 133 Die Prospektpflicht nach Art. 35 Abs. 1 FIDLEG knüpft an ein «öffentliches Angebot zum Erwerb von Effekten» in der Schweiz³⁸⁹ an. Erfasst ist jedes öffentliche Angebot zum Erwerb von Effekten, also sowohl *Primärplatzierungen als auch Sekundärplatzierungen*, und zwar unabhängig davon, ob die angebotenen Effekten gleichzeitig kotiert werden sollen.³⁹⁰ Folgerichtig lösen auch gemischte

³⁸⁶ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8971; siehe auch KÜHNE, FHB Kapitalmarktrecht, Rz 2.14.

³⁸⁷ Vgl. Art. 3 Abs. 1 und Abs. 3 EU-ProspektVO.

³⁸⁸ Siehe aber BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 4, die Analogieschlüsse oder anderweitige Heranziehung europäischer Konzepte als nicht zielführend betrachten.

³⁸⁹ Die Prospektpflicht nach Art. 35 FIDLEG gilt nur für öffentliche Angebote in der Schweiz, jedoch unabhängig davon, ob der Anbieter aus der Schweiz oder dem Ausland kommt (siehe ausführlich hinten Rz 337 ff.).

³⁹⁰ BÄRTSCHI, SZW 2014, 482; BÖSCH, ZSR 2016, 84; BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 11; COURVOISIER, SZW 2020, 308; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 138; KÜHNE, FHB Kapitalmarktrecht, Rz 2.5; MAUCHLE, BMK Finanzmarktarchitektur, Rz 333; MEIRICH, Rz 1172; MÜLLER/NIETLISPACH, CHK OR, Art. 652a N 3; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, GesKR 2014, 340 f.; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 184; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 35 N 5; VON DER CRONE/PROJER, 32 f.

Platzierungen die Prospektpflicht aus.³⁹¹ Die Erfassung von Sekundärplatzierungen stellt dabei eine wesentliche Neuerung zur bisherigen Prospektpflicht nach Art. 652a Abs. 1 aOR dar, die nur bei Primärplatzierungen und gemischten Platzierungen griff.³⁹² Die Erweiterung des Anwendungsbereichs auf Sekundärplatzierungen ergibt sich einerseits aus dem Wortlaut von Art. 35 Abs. 1 FIDLEG. Dieser setzt im Gegensatz zu Art. 652a Abs. 1 aOR nicht mehr voraus, dass «neue Aktien öffentlich zur Zeichnung angeboten» werden. Andererseits ergibt sich die Intention des Gesetzgebers auch aus anderen Normen des FIDLEG: So bestimmt Art. 35 Abs. 2 FIDLEG, dass den Emittenten *keine Mitwirkungspflicht bei der Prospekterstellung* trifft, sofern er nicht am öffentlichen Angebot beteiligt ist.³⁹³ Dies bedeutet, dass die Prospektpflicht auch bei einem öffentlichen Angebot greift, in das der Emittent nicht involviert ist.³⁹⁴ Schliesslich stellte bereits Art. 37 Abs. 2 VE-FIDLEG explizit klar, dass die Prospektpflicht auch für die «Weiterveräusserung von Effekten» gelte, soweit sie in einem öffentlichen Angebot erfolge.³⁹⁵

Nicht relevant ist, welches Rechtskleid der Emittent aufweist. Im Unterschied zum 134
bisherigen Recht, welches die Prospektpflicht nur für spezifisch erwähnte Emittenten gesetzlich regelte, ist Art. 35 Abs. 1 FIDLEG *rechtsformneutral* ausgestaltet und gilt für jeden Emittenten und jeden Anbieter, der *in der Schweiz ein öffentliches Angebot macht*.³⁹⁶

³⁹¹ Im Unterschied zum bisherigen Recht ist dies jedoch keine Neuerung, da gemischte Platzierungen aufgrund der Schaffung von neuen Aktien durch Kapitalerhöhung bereits von Art. 652a Abs. 1 aOR erfasst waren (siehe vorne Rz 108).

³⁹² Siehe vorne Rz 107; insofern ist die Botschaft zum FIDLEG unklar, da dort gesagt wird, die Prospektpflicht gelte neu auch für den «Primärmarkt, also die Erstausgabe von Effekten» (Botschaft FIDLEG/FINIG, 8971). Dabei muss es sich um ein redaktionelles Versehen handeln, da die Prospektpflicht nach Art. 652a aOR gerade nur Transaktionen am Primärmarkt (oder gemischte Platzierungen) erfasste, nicht jedoch Transaktionen am Sekundärmarkt (siehe dazu vorne Rz 107).

³⁹³ Die Botschaft FIDLEG/FINIG, 8971, wonach dieser Absatz «Sekundärmarkttransaktionen» betreffe.

³⁹⁴ HARISBERGER, *Mitwirkung*, Rz 140; siehe auch BAHAR/WEBER, *BSK FIDLEG*, Art. 35 N 26.

³⁹⁵ Der Erläuterungsbericht zum Vorentwurf hielt dazu fest, dass auch die Weiterveräusserung einmal erworbener Effekten eine erneute Prospektpflicht auslöst, soweit sie in einem öffentlichen Angebot erfolgt (Erläuterungsbericht VE-FIDLEG, 60; siehe auch BÄRTSCHI, *SZW* 2014, 482).

³⁹⁶ BÖSCH/LEISINGER, *SK FIDLEG*, Art. 35 N 7.

- 135 Art. 35 FIDLEG statuiert damit eine *einheitliche Prospektpflicht*, die unabhängig von der gewählten Transaktionsform und dem Rechtskleid des Emittenten zur Anwendung gelangt, sofern kein Ausnahmetatbestand greift.³⁹⁷ Das schweizerische Prospektrecht gleicht sich damit an die europäische Prospektregelung an, die ebenfalls öffentliche Angebote am Primär- und Sekundärmarkt erfasst.³⁹⁸

b) Angebot

- 136 Für den Begriff des Angebots ist auf die Legaldefinition von Art. 3 lit. g FIDLEG abzustellen. Die Norm soll die bisherige Rechtsprechung und die Lehre zum Angebotsbegriff nach Art. 652a und Art. 1156 aOR weiterführen.³⁹⁹ Nach Art. 3 lit. g FIDLEG ist ein Angebot «jede Einladung zum Erwerb eines Finanzinstruments, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und das Finanzinstrument selber enthält».⁴⁰⁰ Der Angebotsbegriff wird in Art. 3 Abs. 5 FIDLEV weiter ausgeführt: Ein Angebot liegt demnach bei einer Kommunikation jeglicher Art vor, die a) ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und das Finanzinstrument enthält; und b) üblicherweise darauf abzielt, auf ein bestimmtes Finanzinstrument aufmerksam zu machen und es zu veräussern.⁴⁰¹ Zusammengefasst ist ein Angebot somit eine *Mitteilung, die zum Erwerb eines bestimmten Finanzinstruments aufruft* und gleichzeitig den Adressaten genügend Informationen zur Beurteilung gibt, damit diese selbstständig *einen informierten Investitionsentscheid* treffen können.⁴⁰² Die Formulierung «Kommunikation jeglicher Art» (siehe Art. 3 Abs. 5 FIDLEV) deutet auf ein *technologieneutrales* Ver-

³⁹⁷ Vgl. BGer 2C_571/2018, 30.4.2019, E. 2.2.2.

³⁹⁸ Siehe Art. 3 Abs. 1 und insbesondere Art. 5 Abs. 1 EU-ProspektVO, wonach «[j]ede spätere Weiterveräußerung von Wertpapieren» als gesondertes Angebot von Wertpapieren gilt (siehe POELZIG, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Art. 5 EU-ProspektVO Rz 4 f.

³⁹⁹ Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 20; siehe auch BÖSCH, ZSR 2016, 85; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 185; kritisch IMBACH HAUMÜLLER/RAYROUX, CapLaw 2019, 40).

⁴⁰⁰ Der vorliegende Gesetzestext orientiert sich dabei stark am Begriff des öffentlichen Angebots des europäischen Prospektrechts (vgl. Art. 2 lit. d EU-ProspektVO).

⁴⁰¹ Diese Legaldefinitionen wurden so ausgestaltet, dass sie die bisherige h.L. und Rechtsprechung zu Art. 652a und 1156 aOR fortführen (VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 3 N 116).

⁴⁰² Vgl. BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 35 N 19; BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 15; COURVOISIER, SZW 2020, 308; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 146; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 185; siehe auch LOMBARDINI/BRAIDI, CR LSFIn, Art. 3 N 132.

ständnis hin, das heisst, das Angebot kann in Textform, mündlich oder anderweitig erfolgen.⁴⁰³ Kein Angebot liegt gemäss Art. 3 Abs. 6 lit. a FIDLEV vor, wenn der Finanzdienstleister ohne vorgängige spezifische Werbung dem Kunden Informationen zur Verfügung stellt, nach denen dieser selbst aktiv verlangt hat.⁴⁰⁴

Damit eine Mitteilung als Angebot qualifiziert, müssen «ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und das Finanzinstrument» vorhanden sein (siehe Art. 3 lit. g FIDLEG). Mit dieser Formulierung wird auf den Begriff der (privatrechtlichen) Offerte nach Art. 3 OR hingewiesen.⁴⁰⁵ Das bedeutet, dass die Mitteilung *genügend konkret* sein muss, damit die Offerte vom Anleger nur noch akzeptiert werden kann. Bei vielen Angeboten besteht aber die Möglichkeit zur direkten Annahme durch den Anleger gerade nicht. Dies ist etwa der Fall bei einer Zeichnungsaufforderung in einem *bookbuilding*, wobei die angesprochenen Investoren eine Offerte zum Erwerb einer bestimmten Anzahl Effekten zu einem spezifischen Preis abgeben. Der Emittent bzw. die federführende Bank kann diese Offerten annehmen oder nicht. Ein *bookbuilding* stellt aber ein öffentliches Angebot im Sinn von Art. 35 Abs. 1 FIDLEG dar. Der Angebotsbegriff sollte deshalb so ausgelegt werden, dass bereits die *Einladung zur Offertstellung* im Sinn von Art. 3 ff. OR (*invitatio ad offerendum*) genügt.⁴⁰⁶ Dabei muss das Angebot wie im allgemeinen Vertragsrecht mindestens die *essentialia negotii* des Kaufvertrags, namentlich die Angebotsbedingungen und das Finanzinstrument, enthalten. Bei den Angebotsbedingungen genügt es, wenn zumindest der Preisfindungs- oder Preisfestsetzungsmechanismus angegeben ist.⁴⁰⁷

Keinen Angebotscharakter im Sinne dieser Bestimmungen haben generalisierende Werbung, allgemeingültige Produktinformationen sowie Informationsmaterial bei

⁴⁰³ Zum Gesagten BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 3 lit. f–i N 6.

⁴⁰⁴ Diese Präzisierung des Angebotsbegriffs wurde erst auf Initiative zahlreicher Vernehmlassungsteilnehmer in den Gesetzestext aufgenommen (Ergebnisbericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 9; Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 22; siehe auch IMBACH HAUMÜLLER/RAYROUX, CapLaw 2019, 40).

⁴⁰⁵ Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 20.

⁴⁰⁶ Zum Gesagten BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 3 lit. f–i N 9 ff.; COURVOISIER, SZW 2020, 308; MÜLLER/NIETLISPACH, CHK OR, Art. 652a N 4; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 185.

⁴⁰⁷ COURVOISIER, SZW 2020, 308, präzisiert hier, dass der Preis im Angebot zumeist noch fehlt. Dies trifft auf ein *bookbuilding* zu, da eine definitive Preisfestsetzung und Zuteilung der Effekten erst am Schluss nach Eingang aller Offerten erfolgt (dazu ausführlich DAENIKER, Underwriting, 165).

roadshows.⁴⁰⁸ Nach SCHLEIFFER und SCHÄRLI soll auch dort kein Angebot vorliegen, wo dem Anleger im Hinblick auf die konkrete Anlagemöglichkeit *keine Entscheidungsfreiheit* zukommt. Daraus folgt, dass kein Angebot nach FIDLEG vorliegt, wenn der Erwerber des Finanzinstruments *keinen individuellen Anlageentscheid bzw. Investitionsentscheid* treffen kann.⁴⁰⁹ Dies kann bei Mitarbeiterbeteiligungsplänen oder bei der Zuteilung von Aktien im Rahmen von *spin-offs* der Fall sein. Andererseits trifft dies auch auf *gesellschaftsrechtliche Vorgänge* zu, die zwar zunächst einen Entscheid des zuständigen Organs voraussetzen, danach aber kein individueller Anlageentscheid durch den Aktionär erfolgt (z.B. Sachdividende, Fusionen).⁴¹⁰

c) **Öffentlich**

- 139 Die Prospektspflicht wird nur durch ein «öffentliches» Angebot zum Erwerb von Effekten ausgelöst (siehe Art. 35 Abs. 1 FIDLEG). Öffentlich ist ein Angebot gemäss Art. 3 lit. h FIDLEG, wenn es *an das Publikum* gerichtet ist. Gemäss Art. 3 Abs. 7 FIDLEV richtet sich ein Angebot an das Publikum, wenn es an einen «unbegrenzten Personenkreis» gerichtet ist. Das entscheidende Abgrenzungskriterium ist damit wie nach bisherigem Recht die *Unbestimmtheit des Adressatenkreises*. Mit der ähnlichen Formulierung wollte der Gesetzgeber bewusst die von Lehre und Praxis unter Art. 652a bzw. 1156 aOR entwickelten Ansätze fortführen.⁴¹¹
- 140 Entscheidend für die Auslegung des Öffentlichkeitskriteriums dürften deshalb wie nach bisheriger Rechtslage vor allem *qualitative* und nicht quantitative Kriterien sein.⁴¹² Als qualitative Kriterien gelten etwa die Art der Kontaktaufnahme, die

⁴⁰⁸ Zum Gesagten Erläuterungen VE-FIDLEG/FINIV 2014, 40; Botschaft FIDLEG/FINIG, 8948; ABEGLLEN/HOCHSTRASSER, SJZ 2016, 374; HUNKELER/WOHL, GesKR 2014, 492; MÜLLER/NIETLISPACH, CHK OR, Art. 652a N4; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, GesKR 2018, 2 f.; differenzierter SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 189, nach denen Werbung und Informationsvermittlung an *roadshows* ein Angebot sein können.

⁴⁰⁹ Zum Gesagten SCHLEIFFER/SCHÄRLI, GesKR 2018, 3; ebenso SCHLEIFFER/FISCHER, 131.

⁴¹⁰ SCHLEIFFER/SCHÄRLI, GesKR 2018, 3; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 189.

⁴¹¹ Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 21; BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 3 lit. f-i N22; COURVOISIER, SZW 2020, 309; a.M. sind SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 187, die für eine Anlehnung an die Interpretation der europäischen Regelung plädieren, um die mit dem FIDLEG angestrebte Rezeption des ausländischen Rechts nicht zu verfälschen.

⁴¹² Siehe zum bisherigen Recht vorne Rz 110 f.

Qualität der Beziehungen zum Anbieter oder ob eine gezielte individuelle Ansprache erfolgte.⁴¹³

Ein öffentliches Angebot dürfte deshalb vorliegen, wenn die *eingeladenen Anleger* 141 *nicht im Voraus bekannt sind*, sie also über Zeitungen, Massen-E-Mails, Social Media, Internetseiten oder ähnlich offene Informationskanäle angesprochen werden.⁴¹⁴ Damit sind auch Aktien, die im Rahmen eines *Crowdinvesting* ausgegeben werden, grundsätzlich von der Prospektpflicht erfasst, da die Kapitalgeber (*Crowdinvestoren*) typischerweise im Internet über Crowdfunding-Plattformen angesprochen werden und im Voraus nicht bekannt sind.⁴¹⁵ Richtet sich das Angebot dagegen an einen *begrenzten Personenkreis*, sind also die eingeladenen Anleger dem Anbieter bekannt, liegt kein öffentliches Angebot vor. Nach COURVOISIER ist dabei auf eine *vorbestehende Beziehung* zwischen dem Emittenten und dem Adressaten abzustellen, die das Herantreten mit einem Angebot zum Erwerb einer Effekte als einen Vorgang erscheinen lässt, der keiner Regelung bedarf.⁴¹⁶ Dieser Ansicht ist insofern zuzustimmen, als das Angebote an die bestehenden Kunden eines Anbieters und Angebote im familiären Kreis nicht öffentlich sind. Eine vorbestehende Beziehung dürfte auch zwischen einer privaten Aktiengesellschaft und sämtlichen Namenaktionären bestehen,⁴¹⁷ sofern die Aktien oder die Bezugsrechte nicht ohne Weiteres abtretbar sind.⁴¹⁸

⁴¹³ Zum Gesagten BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 3 lit. f–i N 24; COURVOISIER, SZW 2020, 309 f.; MÜLLER/NIETLISPACH, CHK OR, Art. 652a N 5; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, GesKR 2018, 3; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 187;

⁴¹⁴ BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 3 lit. f–i N 23.

⁴¹⁵ Das *Crowdinvesting* ist eine Form des *Crowdfunding* (Schwarmfinanzierung), wobei ein Unternehmen (in der Regel Start-ups) den Kapitalgebern (*Crowdinvestoren*) als Gegenleistung für die geleistete Finanzierung eigenkapitalbasierte oder mezzanane Beteiligungsformen am Erfolg gewährt. Die potenziellen *Crowdinvestoren* werden typischerweise im Internet über *Crowdfunding*-Plattformen angesprochen, die auch die Geldbeträge einsammeln (siehe ausführlich zu Begrifflichkeiten ECKHOLD/F. SCHÄFER, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, § 16 Rz 1 f. und MÜLLER/NIETLISPACH, CHK OR, Art. 652a N 5c).

⁴¹⁶ COURVOISIER, SZW 2020, 309; ähnlich SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 187; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, GesKR 2018, 3.

⁴¹⁷ Die Eigentümer von Namenaktien sind mit Namen und Adresse im Aktienbuch aufzuführen (vgl. Art. 686 OR), womit auf eine vorbestehende Beziehung zu schliessen ist, solange die Aktien oder die Bezugsrechte nicht frei handelbar sind. Für Inhaberaktien muss diese Frage nicht mehr erörtert werden, da diese mit dem Inkrafttreten des Bundesgesetzes vom 21. Juni 2019 zur Umsetzung von Empfehlungen des Globalen Forums über Transparenz und Informationsaustausch für Steuerzwecke praktisch

- 142 Eine vorgängige Beziehung zwischen Anbieter und Angebotsempfänger ist jedoch nicht durchgängig zu fordern. Dies kann am Beispiel eines *blocktrade* aufgezeigt werden: Beim *blocktrade* beauftragt der verkaufende Aktionär eine Investmentbank mit der Platzierung des gesamten Aktienpakets bei wenigen institutionellen Investoren.⁴¹⁹ Zwischen dem verkaufenden Aktionär und den angesprochenen Investoren besteht regelmässig keine vorgängige Beziehung. Ein *blocktrade* ist aber gleichwohl als Privatplatzierung zu qualifizieren, da nur ein eng begrenzter Personenkreis angesprochen wird, wobei die Investoren der Investmentbank bekannt sein dürften.⁴²⁰ Dagegen dürfte ein *marketed offering* wie unter bisherigem Recht das Öffentlichkeitskriterium erfüllen und eine Prospektpflicht nach FIDLEG auslösen.⁴²¹
- 143 Das europäische Prospektrecht knüpft die Prospektpflicht ebenfalls an ein «öffentliches» Angebot von Wertpapieren. Hier wie dort sind qualitative, nicht quantitative Kriterien entscheidend. Schliesslich sind auch im europäischen Recht Privatplatzierungen von der Prospektpflicht ausgenommen.⁴²²

d) Abgrenzungsfragen

- 144 Ein Angebot im Sinn des FIDLEG ist ein *Verkaufsangebot*.⁴²³ Es ist deshalb von einem (öffentlichen) Kaufangebot gemäss Art. 125 ff. FinfraG abzugrenzen. Dass

abgeschafft bzw. nur noch unter strengen Auflagen ausgegeben werden können (vgl. Art. 622 OR).

⁴¹⁸ Im Umkehrschluss sind diejenigen Angebote öffentlich, die sich an einen nicht geschlossenen Aktionärskreis richten, wie bei Publikumsgesellschaften (vgl. ZINDEL/ISLER, BSK OR II (5. A.), Art. 652a N 3a). Das Gesagte gilt m.E. auch für private Aktiengesellschaften, die über 500 Namenaktionäre verfügen, da diese Situation immer noch einen geschlossenen Kreis von Adressaten darstellt. Die Grenze von 500 Anlegern nach Art. 36 Abs. 1 lit. b ist denn auch mehr als *safe harbor* zur Prospektpflicht zu verstehen und nicht als Abgrenzung eines öffentlichen von einem nicht öffentlichen Angebot (dazu BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 3 lit. f–i N 24).

⁴¹⁹ Siehe auch vorne Rz 83.

⁴²⁰ Vgl. HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 147; sofern nur institutionelle Investoren angesprochen werden, kann bei einem *blocktrade* zudem auch der Ausnahmetatbestand nach Art. 36 Abs. 1 lit. a FIDLEG greifen (vgl. COURVOISIER, SZW 2020, 311).

⁴²¹ So auch HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 147.

⁴²² Siehe zum Gesagten POELZIG, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Art. 3 EU-ProspektVO Rz 14.

⁴²³ BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 12.

das FIDLEG nur Verkaufsangebote erfasst, ergibt sich bereits aus dem Wortlaut von Art. 3 lit. g FIDLEG (Angebot als «Einladung zum Erwerb») und aus Art. 35 Abs. 1 FIDLEG («öffentliches Angebot zum Erwerb von Effekten»). Möchte der Urheber des Angebots die Finanzinstrumente selbst kaufen, würde er die Anleger zu einem «Verkauf» ihrer Finanzinstrumente einladen;⁴²⁴ er würde mithin ein öffentliches Kaufangebot lancieren. Ein solches Kaufangebot liegt etwa vor, wenn eine Gesellschaft eigene Aktien zurückkauft (vgl. Art. 659 OR) oder ein öffentliches Übernahmeangebot (Art. 125 ff. FinfraG) lanciert.⁴²⁵ Letztere Situation ist gesetzlich bereits mit der Pflicht zur Veröffentlichung eines Übernahme Prospekts nach Art. 127 Abs. 1 FinfraG geregelt. Die Prospektpflicht nach Art. 127 Abs. 1 FinfraG bezweckt die Sicherstellung von Transparenz und Lauterkeit sowie der Gleichbehandlung der Angebotsempfänger.⁴²⁶ Unter dem alten Recht stellte sich diese Frage aber nicht, weil sich die Bestimmung von Art. 652a aOR auf die Emission von neuen Aktien bezog, die notwendigerweise durch Dritte und nicht durch den Emittenten selbst liberiert werden konnten.

Der Angebotsbegriff ist auch vom Begriff der *Werbung* abzugrenzen.⁴²⁷ Als Werbung gilt gemäss Art. 95 FIDLEG jede an Anleger gerichtete Kommunikation, die darauf gerichtet ist, auf bestimmte Finanzdienstleistungen oder Finanzinstrumente aufmerksam zu machen. Eine Abgrenzung zum Begriff des Angebots ist nicht leicht, da die Kommunikation in beiden Fällen den gleichen Adressaten aufweist und ähnliche Informationen zu Finanzinstrumenten enthält. Gemäss den Materialien qualifiziert allgemein gehaltene Werbung, mangels konkreter Angaben zum Finanzinstrument, nicht als öffentliches Angebot.⁴²⁸ Damit ist für die Abgrenzung entscheidend, wie detailliert die Werbung ausgestaltet ist. Mit anderen Worten liegt bereits ein Angebot vor, wenn die Werbung für ein Finanzinstrument so spezifisch ausgestaltet ist, dass der Anleger für einen Erwerb nur noch zustimmen muss.⁴²⁹ 145

⁴²⁴ Siehe dazu JÄNCHEN, GesKR 2021, 403, nachdem ein prospektrechtliches Angebot nur dann vorliegt, wenn der Anbieter mit einer Verkaufsabsicht handelt, der Anbieter mithin Verkäufer sein muss. Vgl. auch Botschaft FIDLEG/FINIG, 8971.

⁴²⁵ Derartige Transaktionen werden auch als *liability management exercises* bezeichnet (vgl. BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 12).

⁴²⁶ Siehe dazu TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, BSK FinfraG, Art. 127 N 2.

⁴²⁷ Die Frage, ob Werbung für Finanzinstrumente als haftungsbegründendes Dokument im Sinn von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG gelten kann, wird hinten behandelt, Rz 304 ff.

⁴²⁸ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8948.

⁴²⁹ BÖSCH, SK FIDLEG, Vor Art. 35 N 25; ISLER/ECKERT, GesKR 2021, 53; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, GesKR 2018, 2; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 189.

e) Adressat der Prospektpflicht infolge eines öffentlichen Angebots

- 146 Nach Art. 35 Abs. 1 FIDLEG hat vorgängig einen Prospekt zu veröffentlichen, «wer» in der Schweiz ein öffentliches Angebot zum Erwerb von Effekten unterbreitet. Die Botschaft führt hierzu aus, dass der «Anbieter» von Effekten der Prospektpflicht unterliege.⁴³⁰ Der Begriff des Anbieters wird im FIDLEG aber nicht definiert. Zunächst ist festzuhalten, dass nicht nur der Emittent Anbieter der Effekten und folglich prospektpflichtig sein kann. Dies ergibt sich aus Art. 35 Abs. 2 FIDLEG, wonach der Emittent bei der Prospekterstellung keine Mitwirkungspflicht hat, wenn er selbst nicht am öffentlichen Angebot der Effekten beteiligt ist. Die Prospektpflicht kann demzufolge auch andere Personen als den Emittenten treffen.⁴³¹
- 147 Bei *Primärplatzierungen unterliegt der Emittent der Prospektpflicht*, da er die neuen Effekten schafft und dem Publikum anbietet.⁴³² Falls der Emittent für die Platzierung der Effekten eine Investmentbank oder einen anderen Finanzintermediär dazwischenschaltet, sind Letztere von aussen gesehen die Anbieter der Effekten, da sie gegenüber den Anlegern hauptsächlich auftreten. Nach hier vertretener Ansicht ist in Anlehnung an das europäische Prospektrecht gleichwohl der Emittent und nicht der Finanzintermediär prospektpflichtig, denn die Verantwortung für die Platzierung liegt weiterhin beim Emittenten; er beauftragt den Finanzintermediär mit der Platzierung der Effekten.⁴³³ Im europäischen Recht ergibt sich dies bereits aus dem Wortlaut von Art. 2 lit. d Satz 2 EU-ProspektVO, wonach es keinen Unterschied macht, wenn der Anbieter für die Platzierung einen Finanzintermediär beauftragt.⁴³⁴
- 148 Bei *Sekundärplatzierungen* ist danach zu unterscheiden, ob der Emittent oder der verkaufende Aktionär Anbieter der Effekten ist. Bei Sekundärplatzierungen bietet

⁴³⁰ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8971.

⁴³¹ BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 35 N 63; BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 27; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 153; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 184.

⁴³² BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 35 N 63; BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 26; EGGEN, Produktregulierung, 185, wonach bei Transaktionen im Primärmarkt die Prospektpflicht dem Produzenten der fraglichen Produkte aufzuerlegen sei.

⁴³³ So auch BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 35 N 63; BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 26, die diese Lösung jedoch aus Art. 51 Abs. 2 FIDLEG i.V.m. Art. 62 Abs. 1 FIDLEV ableiten.

⁴³⁴ BAUERSCHMIDT, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Art. 2 EU-ProspektVO Rz 66, 84.

regelmässig der verkaufende Aktionär ein Aktienpaket zur Platzierung im Publikum an. In dieser Konstellation ist der verkaufende Aktionär und nicht der Emittent prospektpflichtig.⁴³⁵ Verkaufender Aktionär kann dabei auch ein Finanzintermediär sein, sofern er die Effekten anlässlich einer früheren Transaktion für die eigenen Bücher erworben hat und später wieder am Markt veräussern möchte (vgl. Art. 36 Abs. 2 FIDLEG). Ein sogenanntes «Abschmelzen»⁴³⁶ nach einer Festübernahme erfüllt die Kriterien eines (erneuten) öffentlichen Angebot jedoch nicht, womit die platzierende Bank auch nicht prospektpflichtig wird.⁴³⁷ Es ist aber auch möglich, dass der Emittent selbst bereits emittierte Aktien anbietet, wenn er etwa nach einem Aktienrückkaufprogramm noch über einen grösseren Bestand eigener Aktien verfügt und diese nicht durch Kapitalherabsetzung vernichten möchte.⁴³⁸ Schliesslich können bei einer Sekundärplatzierung auch der verkaufende Aktionär und der Emittent aufgrund eines öffentlichen Angebots prospektpflichtig sein: Eine solche Situation liegt vor, wenn der Emittent zunächst eine prospektfreie Platzierung tätigt, dabei jedoch damit rechnet, dass der Erwerber die Effekten später durch ein öffentliches Angebot weiterveräussert.⁴³⁹

Bei *gemischten Platzierungen* sind sowohl der Emittent als auch der verkaufende Aktionär *gemeinsam* prospektpflichtig.⁴⁴⁰ Es genügt dabei, wenn eine Person die 149

⁴³⁵ BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 35 N 63; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 152; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 184; siehe auch EGGEN, Produktregulierung, 185, wonach der kontrollierende Aktionär die Effekten anbiete und deshalb der Prospektpflicht unterliege.

⁴³⁶ Abschmelzen bezeichnet den stetigen Verkauf von Restpositionen in den Markt nach einer Festübernahme durch eine Bank oder ein Bankenkonsortium (siehe von Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 21).

⁴³⁷ Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 21; BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 27).

⁴³⁸ Eine Aktiengesellschaft darf allerdings nur eigene Aktien im Umfang von 10 Prozent des eingetragenen Aktienkapitals halten (Art. 659 Abs. 2 OR). Dieser Wert kann ausnahmsweise auf 20 Prozent des Aktienkapitals erhöht werden, sofern der Erwerb im Zusammenhang mit einer Übertragbarkeitsbeschränkung oder einer Auflösungsklage steht (Art. 659 Abs. 3 OR).

⁴³⁹ HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 154; so auch die Rechtslage im europäischen Prospektrecht: BAUERSCHMIDT, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Art. 2 EU-ProspektVO Rz 88; GROSS, Kapitalmarktrecht, § 2 WpPG Rz 31.

⁴⁴⁰ HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 155; siehe auch die deutsche Lehre zur EU-ProspektVO, die mehrere Personen als Anbieter desselben Angebots anerkennt: BAUERSCHMIDT, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Art. 2 EU-ProspektVO Rz 66, 85 f.

Prospektpflicht für beide Parteien erfüllt.⁴⁴¹ Eine Ausnahme von der gemeinsamen Prospektpflicht liegt vor, wenn sich der verkaufende Aktionär ausschliesslich als Stillhalter einer Mehrzuteilungsoption (auch *greenshoe*-Option)⁴⁴² an der Platzierung beteiligt.⁴⁴³

2. Zulassung zum Handel auf einem schweizerischen Handelsplatz

a) *Kotierungsgesuch nach Art. 43 Abs. 1 KR-SIX*

- 150 Ein weiterer Auslöser der Prospektpflicht ist nach dem Gesetzeswortlaut von Art. 35 Abs. 1 FIDLEG ein *Gesuch um Zulassung von Effekten zum Handel auf einem Handelsplatz* im Sinn von Art. 26 lit. a FinfraG.⁴⁴⁴ Die bisherige Dualität von Emissions- und Kotierungsprospekt wird damit aufgehoben.⁴⁴⁵ Ein Gesuch um Zulassung von Effekten zum Handel ist insbesondere das *Gesuch um Kotierung an einer Börse* (siehe Art. 2 lit. a und Art. 26 lit. b FinfraG),⁴⁴⁶ denn das FinfraG versteht die «Zulassung zum Handel» als Oberbegriff und die Kotierung als spezielle Ausprägung davon.⁴⁴⁷ Das Kotierungsgesuch muss *schriftlich* bei der SIX Exchange Regulation eingereicht werden (siehe Art. 43 Abs. 1 KR-

⁴⁴¹ HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 155.

⁴⁴² Bei einer *greenshoe*-Option erhält die Bank das Recht zum Bezug weiterer Aktien zum Bezugspreis im Falle positiver Kursentwicklung nach der Platzierung. Die Aktien stammen meist von einem Grossaktionär der zuvor privat gehaltenen Gesellschaft. Die *greenshoe*-Option ist eine Massnahme zur Kursstabilisierung nach einem öffentlichen Angebot (siehe zum Gesagten DAENIKER, Underwriting Agreement, 176 f.; HUBER, IPO, 61; WALLER, Underwriting Agreement, 123 ff.).

⁴⁴³ HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 156, der diese Ausnahme in zweierlei Hinsicht begründet: Erstens ist die Ausübung einer *greenshoe*-Option unsicher, da dies im Ermessen der platzierenden Bank liegt. Zweitens bezweckt die *greenshoe*-Option nicht die Platzierung von Effekten im Markt, sondern sie ist ein Instrument zur Kursstabilisierung nach einem öffentlichen Angebot.

⁴⁴⁴ Ein Handelsplatz kann in der Terminologie des FinfraG eine Börse oder ein multilaterales Handelssystem sein. Zur Abgrenzung der beiden Begriffe siehe die Nachweise in Fn 456.

⁴⁴⁵ MÜLLER/NIETLISPACH, CHK OR, Art. 652a N 5a; SPILLMANN/MEYER, 12 m.w.H.; siehe auch vorne Rz 105 ff.

⁴⁴⁶ ABEGGLEN/HOCHSTRASSER, SJZ 2016, 374; BÖSCH, ZSR 2016, 89; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 162; REHM/WERLEN, 67.

⁴⁴⁷ Botschaft FinfraG, 7514; dieses Begriffsverständnis wurde in Art. 35 Abs. 1 FinfraG abgebildet: «Die Börse erlässt ein Reglement über die Zulassung von Effekten zum Handel, insbesondere über die Kotierung von Effekten.»

SIX).⁴⁴⁸ Nach richtiger Ansicht löst die Einreichung des Kotierungsgesuchs zwar die Prospektpflicht aus, vorliegen muss der Prospekt jedoch erst vor Handelsbeginn.⁴⁴⁹

Voraussetzung für die Prospektpflicht infolge eines Kotierungsgesuchs ist somit eine *Kotierung der Effekten*. Da keine weiteren Voraussetzungen zur Auslösung der Prospektpflicht ersichtlich sind, besteht eine ähnliche Regelung wie unter Art. 27 aKR-SIX: 151

Primärplatzierungen lösen – unter Vorbehalt einer Ausnahme nach Art. 38 FIDLEG – immer eine *Prospektpflicht infolge Kotierungsgesuch* aus, da es sich um neu geschaffene – nicht bereits früher kotierte – Effekten handelt. 152

Bei *Sekundärplatzierungen* greift die Prospektpflicht infolge Kotierungsgesuch nur, wenn gleichzeitig mit der Platzierung auch eine Kotierung der Effekten angestrebt wird. Sind die Effekten dagegen bereits an einer Börse kotiert, löst die Sekundärplatzierung keine Prospektpflicht infolge Kotierungsgesuch aus, da es lediglich zu einer Umverteilung aus dem Privatbestand eines Aktionärs zum Publikum kommt.⁴⁵⁰ 153

Bei *gemischten Platzierungen* dürfte die Prospektpflicht infolge eines Kotierungsgesuchs auch ausgelöst werden, wenn die entsprechende Aktienkategorie bereits früher kotiert worden ist. Der Auslöser ist die bei einer gemischten Platzierung durchgeführte Kapitalerhöhung, wodurch neue Effekten geschaffen werden. Hier kann aber insbesondere die Ausnahme nach Art. 38 Abs. 1 lit. a FIDLEG greifen: Kein Prospekt muss veröffentlicht werden, wenn die Beteiligungspapiere über einen Zeitraum von zwölf Monaten insgesamt weniger als 20 Prozent derselben Wertpapiergattung ausmachen, die bereits an demselben Handelsplatz kotiert sind. Eine gemischte Platzierung löst keine Prospektpflicht aus, wenn die neu geschaffenen Aktien den erwähnten Grenzwert von 20 Prozent nicht überschreiten.⁴⁵¹ 154

⁴⁴⁸ KÜHNE, FHB Kapitalmarktrecht, Rz 2.9, wonach die Bestimmungen des FIDLEG zum Inhalt nur als Mindestinhaltsanforderungen zu sehen seien, die von den Börsen in Selbstregulierung erweiterbar sind.

⁴⁴⁹ COURVOISIER, SZW 2020, 311; zustimmend BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 14; diese Ansicht stimmt mit Art. 3 Abs. 3 EU-ProspektRL überein, an dem sich die Regelung des FIDLEG orientiert. Auch die heute geltende Bestimmung von Art. 3 Abs. 3 EU-ProspektVO knüpft den Zeitpunkt der Veröffentlichung an die Zulassung zum Handel an.

⁴⁵⁰ HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 163.

⁴⁵¹ BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 38 N 9; COURVOISIER, SZW 2020, 319 f.; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 165.

b) Handelsplatz in der Schweiz

155 Aus dem Wortlaut von Art. 35 Abs. 1 FIDLEG und der Verweisung auf das FinfraG ist zudem ersichtlich, dass sich der *Handelsplatz in der Schweiz* befinden muss.⁴⁵² Eine Handelszulassung an einem ausländischen Handelsplatz löst keine Prospektspflicht in der Schweiz aus.⁴⁵³ Hingegen hat ein ausländischer Emittent einen Prospekt zu veröffentlichen, wenn er eine Handelszulassung an einem Schweizer Handelsplatz beantragt.⁴⁵⁴ Betreibt ein Schweizer Handelsplatz auch im Ausland einen Handelsplatz, muss dort nach der einschlägigen Regulierung eine separate Handelszulassung beantragt werden. Dies führt nicht zu einer Prospektspflicht nach Art. 35 Abs. 1 FIDLEG.⁴⁵⁵ Da der Wortlaut von Art. 35 Abs. 1 FIDLEG nur Handelsplätze erfasst, sind folglich *organisierte Handelssysteme* im Sinn von Art. 42 FinfraG *nicht* von der Prospektspflicht erfasst.⁴⁵⁶ Denkbar ist auch die Kotierung einer Effekte an einem ausländischen Handelsplatz und eine spätere Zulassung zum Handel an einem Schweizer Handelsplatz (sog. *secondary admission to trading*).⁴⁵⁷ Dieser Vorgang löst m.E. ebenfalls die Prospektspflicht

⁴⁵² BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 16; COURVOISIER, SZW 2020, 311; MÜLLER/NIETLSPACH, CHK OR, Art. 652a N 5b; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 190.

⁴⁵³ Die Handelszulassung an einer Börse im Hoheitsgebiet der EU löst aber gleichermaßen eine Prospektspflicht aus (siehe Art. 3 Abs. 3 EU-ProspektRL und Art. 3 Abs. 3 EU-ProspektVO).

⁴⁵⁴ Verfügt der Emittent aber bereits über eine Handelszulassung an einem europäischen Handelsplatz, kann der dort verwendete Prospekt in der Schweiz anerkannt werden (Art. 54 FIDLEG, vgl. auch SIX, *Ausländische Prospekte*, 1 f.). Der jeweilige Handelsplatz kann weitere Zulassungsvorschriften vorsehen (GRUNDER/TSCHOPP, SK FIDLEG, Art. 54 N 3). Ausführlich zur Anerkennung von ausländischen Prospekten in der Schweiz hinten Rz 337 ff.

⁴⁵⁵ BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 16.

⁴⁵⁶ BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 36 N 15; den Unterschied zwischen einem Handelsplatz und einem organisierten Handelssystem hervorhebend HUMBEL, 454; siehe auch FAVRE/KRAMER, SK FinfraG, Art. 42 N 1 ff.; STUDER/VOLLENWEIDER, BSK FinfraG, Art. 42 N 1 ff.

⁴⁵⁷ Als älteres Beispiel sind etwa Eurobonds zu nennen, die an einer ausländischen, von der damaligen SWX anerkannten Börse kotiert waren und zum Handel an der SWX zugelassen waren (HODEL, *Kotierung*, 109; vgl. auch NOBEL/BLAIR/SCHÖNHOLZER, SZW 2001, 220 f.; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 77 KR N 1 ff.). Heute besteht die Möglichkeit, ausländische Beteiligungsrechte im Segment *«SIX Swiss Exchange-Sponsored Foreign Shares»* zu handeln. Voraussetzung ist die Primärkotierung an einer ausländischen Börse, die vom *regulatory board* der SIX Swiss Exchange anerkannt wurde (siehe Art. 7 Abs. 1 RSFS).

aus, weil Art. 35 Abs. 1 FIDLEG *jede* Zulassung zum Handel erfasst.⁴⁵⁸ Ist der ausländische Handelsplatz aber als gleichwertig anerkannt worden, kann aufgrund der Ausnahme von Art. 38 Abs. 1 lit. c FIDLEG auf die Veröffentlichung eines Prospekts verzichtet werden.⁴⁵⁹

c) Adressat der Prospektpflicht infolge eines Kotierungsgesuchs

Nach Art. 35 Abs. 1 FIDLEG und der Botschaft unterliegt derjenige der Prospektpflicht, der um Zulassung von Effekten zum Handel *ersucht*.⁴⁶⁰ Gestützt auf diesen Wortlaut ist derjenige prospektpflichtig, der ein Gesuch um Handelszulassung, also insbesondere ein *Gesuch um Kotierung an einer Börse einreicht* (vgl. Art. 42 Abs. 1 KR-SIX). Das Gesuch um Kotierung muss von einem anerkannten Vertreter schriftlich der SIX Exchange Regulation eingereicht werden (Art. 43 Abs. 1 KR-SIX). Die anerkannte Vertretung handelt dabei jedoch im Auftrag des Emittenten. Bei Primärplatzierungen und gemischten Platzierungen ist es nämlich der Emittent, der um Kotierung der neu geschaffenen Effekten ersucht und die Kotierung damit verursacht.⁴⁶¹ Die *Prospektpflicht infolge Kotierungsgesuchs trifft damit den Emittenten*.⁴⁶² Dies entspricht auch der bisherigen Rechtslage nach Art. 27 aKR-SIX.⁴⁶³

Bei *Sekundärplatzierungen* ist nach dem Gesagten zu bestimmen, wer die anschliessende Kotierung der Effekten verursacht. Dies kann sowohl der Emittent

⁴⁵⁸ Ebenso SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 190; vgl. auch BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 14. Der Schweizer Handelsplatz kann selbstständig keine Erweiterung der Prospektpflicht vornehmen; diese ergibt sich gemäss Art. 36 Abs. 3 FinfraG einzig aus Art. 35 ff. FIDLEG (vgl. COURVOISIER, SZW 2020, 311; MAUCHLE, BMK Finanzmarktarchitektur, 342).

⁴⁵⁹ Mit dieser Ausnahme führt das FIDLEG die bisherige Praxis der SIX weiter, wonach für bestimmte Handelsssegmente keine Prospektpflicht bestand, sofern eine Erstkotierung oder eine Zulassung zum Handel an einer anerkannten ausländischen Börse vorlag (LANZ/ELSENER, SK FIDLEG, Art. 38 N 25; vgl. auch REHM/BÖSCH, CapLaw 2019, 7; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, GesKR 2018, 7).

⁴⁶⁰ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8971; siehe auch BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 25.

⁴⁶¹ BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 35 N 63; BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 29; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 162; vgl. auch PASCHE, SHK KR, Art. 45 N 1.

⁴⁶² Das Gesagte gilt auch dann, wenn neben den neu geschaffenen Aktien gleichzeitig bestehende Aktien eines Aktionärs kotiert werden. Prospektpflichtig infolge Kotierungsgesuch ist nur der Emittent und nicht auch der verkaufende Aktionär. Die Begründung ist dieselbe wie bei den Sekundärplatzierungen (siehe Rz 148).

⁴⁶³ Siehe vorne Rz 116.

als auch der verkaufende Aktionär sein. BAHAR und WEBER gehen deshalb davon aus, dass beide der Prospektspflicht infolge eines Kotierungsgesuchs unterliegen.⁴⁶⁴ Begründet wird dies damit, dass Art. 35 Abs. 2 FIDLEG über den Wortlaut hinaus auch auf die Handelszulassung Anwendung findet, das heisst, der Emittent muss sich nicht an der Prospekterstellung beteiligen, sofern die Handelszulassung einzig vom verkaufenden Aktionär ausgeht. Dem ist nicht zuzustimmen: Der Wortlaut von Art. 35 Abs. 2 FIDLEG bezieht sich klarerweise nur auf die Mitwirkungspflicht bei öffentlichen Angeboten.⁴⁶⁵ Nach richtiger Ansicht von HARISBERGER ist eine Kotierung ohne Mitwirkung des Emittenten nicht möglich, denn die Organe des Emittenten müssen erklären, dass sie mit der Kotierung einverstanden sind (siehe Art. 45 Ziff. 1 KR-SIX und Ziff. 7.3 lit. a KR-BX).⁴⁶⁶ Dies bedeutet, dass *die Prospektspflicht infolge eines Kotierungsgesuchs stets den Emittenten und nicht auch den verkaufenden Aktionär trifft*. Dies ist sachlich gerechtfertigt, denn die Kotierung hat für den Emittenten (und nur für ihn) weitreichende Konsequenzen: Ihm obliegen die Pflichten (und die Kosten) im Zusammenhang mit der Aufrechterhaltung der Kotierung, namentlich die Pflicht zur periodischen Berichterstattung (vgl. Art. 49 ff. KR-SIX) und die Pflicht zur Information bei kursrelevanten Tatsachen (*Ad hoc*-Publizität, vgl. Art. 53 KR-SIX).

- 158 Zusammenfassend ist bei einer *Kotierung von Effekten stets der Emittent Adressat der Prospektspflicht*. Der verkaufende Aktionär ist dagegen nie Adressat der Prospektspflicht infolge eines Kotierungsgesuchs, dies gilt auch für Primärplatzierungen und gemischte Platzierungen.

3. Effekten

a) Produktneutrale Regelung

- 159 Die Prospektspflicht nach Art. 35 Abs. 1 FIDLEG wird nur ausgelöst, wenn «Effekten» öffentlich zum Erwerb angeboten werden (siehe Art. 35 Abs. 1 FIDLEG). Damit liegt im Unterschied zum bisherigen Recht eine *produktübergreifende bzw. produktneutrale Prospektspflicht* vor.⁴⁶⁷ Diese Vereinfachung ist im Vergleich zum

⁴⁶⁴ BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 35 N 64.

⁴⁶⁵ Nach der Botschaft ist Art. 35 Abs. 2 FIDLEG auch nur auf Sekundärmarkttransaktionen anwendbar (Botschaft FIDLEG/FINIG, 8971).

⁴⁶⁶ Siehe HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 167, der festhält, dass die Organe des Emittenten deshalb eine nicht genehme Kotierung verweigern können.

⁴⁶⁷ BÖSCH, ZSR 2016, 88; KÜHNE, FHB Kapitalmarktrecht, Rz 2.4; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 184; SPILLMANN/MEYER, 12;

bisherigen *Flickenteppich* der Prospektpflichten zu begrüssen.⁴⁶⁸ Der Grundsatz der Produktneutralität wurde jedoch nicht konsequent umgesetzt: Einerseits besteht für kollektive Kapitalanlagen hinsichtlich der Prospektpflicht – wie im bisherigen Recht – eine Spezialregelung (siehe Art. 48 ff. FIDLEG).⁴⁶⁹ Andererseits variiert der Prospektinhalt je nach Art der angebotenen Effekten erheblich (vgl. Anhänge 1–6 FIDLEV). Da der Effektenbegriff – wie noch zu zeigen ist – sehr weit ist und unterschiedliche Produkttypen beinhaltet, ist eine inhaltliche Feinabstimmung gerechtfertigt.⁴⁷⁰

b) Effekten nach FIDLEG

Nach der Legaldefinition von Art. 3 lit. b FIDLEG sind Effekten *vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete* Wertpapiere, Wertrechte, Derivate und Bucheffekten. Dieser mit Art. 2 lit. b FinfraG⁴⁷¹ identische Effektenbegriff knüpft nur an die *äussere Erscheinungsform* und nicht an den Inhalt des Finanzinstruments an.⁴⁷² Entscheidend für den Effektenbegriff ist jedoch, ob das Finanzinstrument vereinheitlicht und zum massenweisen Handel geeignet ist (vgl. Art. 2 lit. b FinfraG und Art. 3 lit. b FIDLEG).⁴⁷³ Vereinheitlicht sind Effekten, wenn die einzelnen Einheiten hinsichtlich ihrer Eigenschaften und der Ausgestaltung identisch sind; sie mithin *vertretbar (fungibel)* sind.⁴⁷⁴ Der massenweise Handel ist möglich, wenn die Übertragung auf andere Personen einfach ist.⁴⁷⁵ Schliesslich liegt keine Effekte vor, wenn das Finanzinstrument für eine einzelne Gegenpartei gesondert

⁴⁶⁸ Siehe vorne Rz 106 ff.

⁴⁶⁹ Zum bisherigen Recht siehe vorne Rz 123.

⁴⁷⁰ BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 35 N 12.

⁴⁷¹ Für die Auslegung des Effektenbegriffs im FIDLEG kann deshalb das FinfraG und die entsprechende Lehre herangezogen werden (siehe Botschaft FIDLEG/FINIG, 8946). Die Definition des Effektenbegriffs im FinfraG stellt denn auch eine Fortführung des bisherigen Effektenbegriffs gemäss Art. 2 lit. a BEHG und Art. 4 BEHV dar (siehe dazu FAVRE/KRAMER, SK FinfraG, Art. 2 N 2).

⁴⁷² Der Gesetzgeber hat hierbei jedoch eine Vermischung von Inhalt und Erscheinungsform vorgenommen, denn «Derivate» spricht eigentlich den Inhalt bzw. die Eigenschaften des Finanzinstruments an (siehe BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 35 N 41; FAVRE/KRAMER, SK FinfraG, Art. 2 N 5).

⁴⁷³ BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 36 N 42; COURVOISIER, SZW 2020, 310.

⁴⁷⁴ Vgl. Art. 2 Abs. 1 FinfraV; COURVOISIER, SZW 2020, 310; DAENIKER/WALLER, BSK FinfraG, Art. 2 lit. b N 20.

⁴⁷⁵ Namenaktien gelten als Effekten, auch wenn die Statuten der Gesellschaft eine Vinkulierung beinhalten (siehe dazu DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 28 N 5).

kreiert wurde (vgl. Art. 2 Abs. 1 FinfraV).⁴⁷⁶ Eine derartige Ausgestaltung als Effekte ist etwa bei Beteiligungspapieren (wie Aktien, Partizipations- oder Genussscheine), Forderungspapieren (wie Anlehensobligationen), aber auch bei Derivaten und strukturierten Produkten möglich.⁴⁷⁷

- 161 Falls für bestimmte Effekten ein Ausnahmetatbestand erfüllt ist (vgl. Art. 37 FIDLEG), entfällt die Prospektspflicht, auch wenn die betroffenen Effekten öffentlich angeboten werden.

c) Exkurs: DLT-Effekten

- 162 Das Aufkommen der «*Distributed Ledger Technology*» (DLT) im Finanz- und Geldwesen hat den Gesetzgeber dazu veranlasst, die gesetzlichen Grundlagen, insbesondere das Wertpapierrecht, an diese neue Technologie anzupassen. Im Zug dieser Gesetzesänderung wurde auch das Prospektrecht angepasst: Der am 1. August 2021 in Kraft getretene Art. 35 Abs. 1^{bis} FIDLEG statuiert für die Zulassung von DLT-Effekten im Sinn von Art. 2 lit. b^{bis} FinfraG an einem DLT-Handelssystem im Sinn von Art. 73a FinfraG eine sinngemässe Anwendung der Art. 35–57 und 64–69 FIDLEG.

- 163 Die neue Norm erweitert zunächst nur den Anwendungsbereich der Prospektspflicht nach Art. 35 Abs. 1 FIDLEG: Sofern DLT-Effekten an einem DLT-Handelssystem um Zulassung zum Handel ersuchen, ist ein Prospekt nach FIDLEG zu veröffentlichen. Diese Pflicht tritt *kumulativ* zur Prospektspflicht nach Art. 35 Abs. 1 FIDLEG hinzu, das heisst, sofern DLT-Effekten auch als Effekten im Sinn von Art. 3 lit. b FIDLEG qualifizieren, löst ein öffentliches Angebot zum Erwerb von DLT-Effekten die Prospektspflicht aus.⁴⁷⁸ Dies ergibt sich aus dem Grundsatz der Produktneutralität, wonach Art. 35 Abs. 1 FIDLEG alle Effekten unabhängig von deren Form erfasst.

⁴⁷⁶ Obwohl das FIDLEG nicht auf Art. 2 Abs. 1 FinfraV verweist, kann er zur Auslegung des Effektenbegriffs im FIDLEG herangezogen werden (siehe BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 35 N 40; FAVRE, SK FIDLEG, Art. 3 lit. a und b, N 101; LOMBARDINI/BRAIDI, CR LSFIn, Art. 3 N 70, 72;

⁴⁷⁷ Siehe Botschaft FIDLEG/FINIG, 8970 f.; BAHAR/WEBER, Art. 35 N 11; BÖSCH, ZSR 2016, 88; MAUCHLE, GesKR 2022, 183; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 184.

⁴⁷⁸ BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 35 N 58; MÜLLER/NIETLISPACH, CHK OR, Art. 652a N 5d; VON JEINSEN, 46; siehe ausführlich MEIRICH, Rz 1168 ff. zur Prospektspflicht bei verschiedenen Arten von DLT-Effekten; siehe auch BIANCHI, SJZ 2024, 512, der eine Prospektspflicht bei *Non-Fungible Token* (NFT) befürwortet, sofern der NFT wie eine Effekte an den Finanzmärkten handelbar ist und dabei als Anlage- bzw. Spekulationsobjekt fungiert (Kapitalmarktbezug).

DLT-Effekten sind gemäss der Legaldefinition Effekten in *Form von Registerwertrechten oder anderen Wertrechten*, die in *verteilten elektronischen Registern* gehalten werden und die mittels technischer Verfahren den Gläubigern, nicht aber dem Schuldner, die Verfügungsmacht über das Wertrecht vermitteln (siehe Art. 2 lit. b^{bis} FinfraG). Sofern eine bestimmte Effekte die Definition nach Art. 2 lit. b^{bis} FinfraG und nach Art. 3 lit. b FIDLEG erfüllt, fällt sie zweifelsfrei unter die Prospektpflicht nach Art. 35 Abs. 1 FIDLEG.⁴⁷⁹ Der Gesetzgebungsprozess lässt aber darauf schliessen, dass auch andere Effekten von der Prospektpflicht erfasst sind, sofern sie in verteilten elektronischen Registern geführt werden und sie mittels technischer Verfahren den Gläubigern, nicht aber dem Schuldner, die Verfügungsgewalt über ihre Rechte geben (siehe Art. 2 lit. b^{bis} FinfraG).⁴⁸⁰

4. Basisprospekt: Sonderform des Prospekts nach FIDLEG

Für spezielle Angebotsprogramme von Forderungspapieren kann nach Art. 45 Abs. 1 FIDLEG ein Basisprospekt ausgegeben werden. Der *Basisprospekt ist eine Sonderform des Prospekts*, das heisst, die allgemeinen Bestimmungen zu den Prospekten finden auch auf Basisprospekte Anwendung, sofern das FIDLEG nicht explizit eine abweichende Anordnung trifft.⁴⁸¹ Ein Basisprospekt kann «namentlich bei Forderungspapieren, die in einem Angebotsprogramm oder dauernd oder wiederholt von Banken nach dem BankG oder Wertpapierhäusern nach dem FINIG ausgegeben werden», erstellt werden (Art. 45 Abs. 1 FIDLEG). Aus dem Wortlaut der Bestimmung ergibt sich, dass der Basisprospekt die dauernde oder wiederholte Emission von gewissen Effekten erleichtern will, indem während der Gültigkeitsdauer auf denselben Prospekt zurückgegriffen werden kann. Der Kreis der Marktteilnehmer, die einen Basisprospekt erstellen dürfen, ist aufgrund der Verwendung von «namentlich» offen und nicht auf Banken und Wertpapierhäuser beschränkt.⁴⁸² Bei den erfassten Effekten erwähnt das Gesetz zunächst Forderungspapiere. Aus der Verordnung und deren Anhängen ergibt sich jedoch, dass ein Basisprospekt nur für

⁴⁷⁹ Siehe Botschaft DLT, 262 f.; BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 35 N 58.

⁴⁸⁰ Botschaft DLT, 309; BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 35 N 58; vgl. auch FAVRE, SK FIDLEG, Art. 3 lit. a und b N 13 ff.; IFFLAND/LÄSER, GesKR 2018, 419 f.; VON JEINSEN, 46 f.; VON DER CRONE/MONSCH/MEISSER, GesKR 2019, 10, nach denen sogenannte Aktien-Token eine Prospektpflicht auslösen.

⁴⁸¹ SCHLEIFFER/SCHÄRLI, SK FIDLEG, Art. 45 N 2; WEBER/RAUN, BSK FIDLEG, Art. 45 N 1.

⁴⁸² EFD, Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 45; SPOERLÉ, GesKR 2021, 75; WEBER/RAUN, BSK FIDLEG, Art. 45 N 5.

die Emission von Forderungspapieren⁴⁸³ und Derivaten⁴⁸⁴ möglich ist.⁴⁸⁵ Der Inhalt des Basisprospekts richtet sich nach Art. 45 Abs. 2 FIDLEG i.V.m. Art. 55 Abs. 1 FIDLEV. Demnach enthält der Basisprospekt mindestens eine Zusammenfassung, die allgemeinen Angaben zum Emittenten und zu allfälligen Garantie- oder Sicherheitengebern, die allgemeinen Angaben zu den Effekten sowie ein Muster für die endgültigen Bedingungen, welche die allgemeinen Angaben im Einzelfall ergänzen. Der Basisprospekt muss, wie die Angebots- und Kotierungsprospekte, von einer Prüfstelle geprüft werden (Art. 51 Abs. 1 FIDLEG).⁴⁸⁶

- 166 Mit dem Basisprospekt werden dem Anleger zuerst nur allgemeine Informationen zum geplanten Angebot oder zur Handelszulassung zur Verfügung gestellt. Aufgrund dieser Informationen könnte der Anleger noch keinen informierten Investitionsentscheid treffen. Die Verordnung schreibt deshalb vor, dass für jedes öffentliche Angebot oder jede Handelszulassung von Effekten, die unter einem Basisprospekt emittiert werden, *zusätzlich endgültige Bedingungen* zu erstellen sind (Art. 56 Abs. 1 FIDLEV). Diese endgültigen Bedingungen befinden sich in einem separaten Dokument, das diejenigen Informationen zum Angebot der Effekten enthält, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Basisprospekts noch nicht bekannt waren.⁴⁸⁷ Die endgültigen Bedingungen unterliegen keiner Prüfung durch eine Prüfstelle (Art. 45 Abs. 4 FIDLEG). Da die Prüfstelle bereits den Basisprospekt und das darin enthaltene Muster der endgültigen Bedingungen geprüft hat, ist der Anlegerschutz gewährleistet.⁴⁸⁸

C. Voraussetzungen der Pflicht zur Erstellung eines Basisinformationsblatts nach Art. 58 Abs. 1 FIDLEG

1. Allgemeines

- 167 Eine grundlegende Neuerung im schweizerischen Prospektrecht ist die Einführung einer Pflicht zur Erstellung eines *Basisinformationsblatts* (*feuille d'information de base* bzw. *foglio informativo di base*) nach Art. 58 FIDLEG. Gleichzeitig wird das

⁴⁸³ Art. 55 Abs. 2 FIDLEV i.V.m. Anhang 2, Ziff. 1.2 und 3.0.

⁴⁸⁴ Art. 55 Abs. 2 FIDLEV i.V.m. Anhang 3, Ziff. 1.2 und 3.0.

⁴⁸⁵ SCHLEIFFER/SCHÄRLI, SK FIDLEG, Art. 45 N 17; SPOERLÉ, GesKR 2021, 75; WEBER/RAUN, BSK FIDLEG, Art. 45 N 5; WEBER/WILDBERGER, GesKR 2023, 32.

⁴⁸⁶ Siehe auch SPOERLÉ, GesKR 2021, 81.

⁴⁸⁷ SPOERLÉ, GesKR 2021, 84 f.

⁴⁸⁸ SPOERLÉ, GesKR 2021, 87.

Basisinformationsblatt als haftungsbegründendes Dokument im Sinn von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG der Prospekthaftung unterstellt.⁴⁸⁹

Zunächst zum Zweck des Basisinformationsblatts: Es dient wie der Prospekt der *Informationsvermittlung* (Aufklärungs- und Informationsfunktion). Privatkunden sollen die für sie notwendigen Informationen erhalten, damit sie eine fundierte Anlageentscheidung treffen und unterschiedliche Finanzinstrumente vergleichen können.⁴⁹⁰ Im Gegensatz zum Prospekt, der eine umfassende Aufklärung bezweckt, soll das Basisinformationsblatt eine *leicht verständliche Informationsquelle für Privatkunden* sein.⁴⁹¹ Im Verhältnis zwischen Emittent und Anleger kommt es durch die Aufklärungspflicht zu einer Reduktion des Informationsasymmetrie, womit der Anlegerschutz im Sinn von Art. 1 Abs. 1 FIDLEG gefördert wird.⁴⁹² Die Aufklärung wirkt auch indirekt, indem das Basisinformationsblatt den professionellen Anlageberatern bei der Erteilung sachgerechter persönlicher Empfehlungen hilft.⁴⁹³ Die Aufklärungspflicht führt durch die höhere Informationsdichte auch zu einer Steigerung der Effizienz des Kapitalmarkts.⁴⁹⁴ Indem das Gesetz fehlerhafte Angaben mit der Prospekthaftung sanktioniert (vgl. Art. 69 Abs. 1 FIDLEG), kommt dem Basisinformationsblatt auch eine *garantieähnliche* Funktion zu. Dem Basisinformationsblatt fehlt es jedoch an der Werbefunktion, weil regelmässig keine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Erwerb vorliegt.⁴⁹⁵ Zudem bezweckt das Basisinformationsblatt nicht eine

⁴⁸⁹ Die Unterstellung unter die Prospekthaftung wurde in der Vernehmlassung von mehreren Teilnehmern kritisiert (siehe Vernehmlassungsergebnisse FIDLEG/FINIG 2015, 35).

⁴⁹⁰ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8984 f.; siehe Protokoll WAK-S, Sitzungen vom 25.–26. 1. 2016, 4, wo insbesondere die Vergleichbarkeit zwischen den Finanzinstrumenten hervorgehoben wurde; siehe auch GOMEZ RICHÁ/SIERRO, CR LSFIn, Art. 58 N 5.

⁴⁹¹ BAHAR, BSK FIDLEG, Art. 58 N 11; BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 35 N 8.

⁴⁹² BAHAR, BSK FIDLEG, Art. 58 N 1; BÖSCH, SZW 2018, 456; GOMEZ RICHÁ/SIERRO, CR LSFIn, Art. 58 N 6; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 58 N 3.

⁴⁹³ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8985; siehe auch VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 58 N 4, die auf die erhöhten Kosten einer vollständigen Produktdokumentation hinweisen.

⁴⁹⁴ BAHAR, BSK FIDLEG, Art. 58 N 4; GOMEZ RICHÁ/SIERRO, CR LSFIn, Art. 58 N 6; siehe auch VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 58 N 3, die aber auch darauf hinweisen, dass es zu einer Überflutung des Anlegers mit Informationen und Warnhinweisen kommen kann; kritisch BAISCH, 306 mit dem Hinweis, dass mehr Offenlegung nicht automatisch zu mehr Anlegerschutz führe.

⁴⁹⁵ Das Basisinformationsblatt ist im Unterschied zu Werbematerialien an den gesetzlich vorgeschriebenen Inhalt gebunden (siehe Art. 88 FIDLEV).

Produktregulierung, das heisst, die Ersteller sind in der Ausgestaltung und Kreation von Finanzinstrumenten – unter Vorbehalt anderer Gesetzesvorschriften – frei.⁴⁹⁶

- 169 Die Einführung des Basisinformationsblatts beruht auf einer Angleichung an das europäische Prospektrecht, das ebenfalls eine Pflicht zur Veröffentlichung eines Basisinformationsblatts vorsieht.⁴⁹⁷ Zugleich stellt das Basisinformationsblatt eine Weiterführung der bisherigen Bestimmungen zum «Dokument mit den Wesentlichen Informationen für die Anlegerinnen und Anleger» (auch «*Key Investor Information Document*» [KIID] genannt) gemäss Art. 76 aKAG dar.⁴⁹⁸

2. Inhalt und Form

- 170 Das Basisinformationsblatt ist eine Kurzdokumentation, die in leicht verständlicher Weise die wesentlichen für eine Anlageentscheidung benötigten Angaben wiedergeben soll (siehe Art. 60 Abs. 1 und Art. 61 Abs. 1 FIDLEG).⁴⁹⁹ Damit wird eine *Vergleichbarkeit* zwischen verschiedenen Finanzinstrumenten angestrebt (Art. 60 Abs. 1 FIDLEG).⁵⁰⁰ Der Inhalt des Basisinformationsblatts wird in Anhang 9 der Verordnung geregelt (siehe Art. 88 FIDLEG). Insbesondere sind die Charakteristika, die Kosten sowie das Risiko- und Renditeprofil des Finanzinstruments aufzuzeigen.⁵⁰¹
- 171 Damit das Basisinformationsblatt leicht vergleichbar ist, muss die äussere Gestalt der in Anhang 9 der Verordnung enthaltenen Mustervorlage entsprechen

⁴⁹⁶ BAHAR, BSK FIDLEG, Art. 58 N 15.

⁴⁹⁷ Siehe Botschaft FIDLEG/FINIG, 8984; BAHAR, BSK FIDLEG, Art. 58 N 8 f.; BÄRTSCHI, SZW 2014, 483; FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 58 N 8; GOMEZ RICHA/SIERRO, CR LSFIn, Art. 58 N 3; SCHÄRLI/SCHLEIFFER, GesKR 2018. Die Erstellungspflicht ist im europäischen Recht in Art. 5 EU-PRIP-VO geregelt.

⁴⁹⁸ Ausführlich zur bisherigen Rechtslage WEBER, BSK KAG, Art. 76 N 19 ff.; siehe auch GOMEZ RICHA/SIERRO, CR LSFIn, Art. 58 N 3; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 10 Rz 265; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FILDEG, Art. 58 N 12).

⁴⁹⁹ KÜHNE, FHB Kapitalmarktrecht, Rz 2.100; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 10 Rz 265; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, GesKR 2018, 7; siehe auch EGGEN, Produktregulierung, 105; FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 58 N 6.

⁵⁰⁰ Siehe zum Gesagten auch Botschaft FIDLEG/FINIG, 8988; BÄRTSCHI/STOHWASSER, Prinzipien, Rz 463bbb.

⁵⁰¹ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8988; BAHAR, BSK FIDLEG, Art. 58 N 12; HÄRTNER, 803 f.; SCHÄRLI/SCHLEIFFER, GesKR 2014, 342.

(siehe Art. 90 Abs. 1 FIDLEV).⁵⁰² Das Basisinformationsblatt muss sich klar von Werbung für Finanzinstrumente unterscheiden (siehe Art. 61 Abs. 2 FIDLEG), wobei die prominente Platzierung eines *disclaimer* zur Abgrenzung genügen dürfte.⁵⁰³

Das Basisinformationsblatt ist von der Zusammenfassung des Prospekts abzugrenzen: Jeder Prospekt muss eine Zusammenfassung beinhalten, die dem Anleger einen Vergleich unter ähnlichen Effekten erleichtert (siehe Art. 43 Abs. 1 FIDLEG).⁵⁰⁴ Die Zusammenfassung des Prospekts hat eigenen Anforderungen an Inhalt und Form zu entsprechen (siehe Art. 54 FIDLEV). 172

Das Basisinformationsblatt unterliegt – anders als der Prospekt – *keiner Prüf-pflicht*.⁵⁰⁵ Das Gesetz schreibt lediglich vor, dass das Basisinformationsblatt und die darin enthaltenen Angaben mindestens einmal pro Jahr zu überprüfen sind (siehe Art. 91 FIDLEV). Bei wesentlichen Änderungen muss das Basisinformationsblatt überarbeitet werden (siehe Art. 62 Abs. 1 FIDLEV). Die vorläufige Fassung des Basisinformationsblatts stellt – wie das definitive – ein haftungsbegründendes Dokument im Sinn von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG dar. 173

3. Pflicht zur Erstellung eines Basisinformationsblatts

a) Angebot an einen Privatkunden

Die Pflicht zur Erstellung eines Basisinformationsblatts entsteht, sobald ein *Finanzinstrument einem Privatkunden*⁵⁰⁶ in der Schweiz angeboten wird (Art. 58 174

⁵⁰² Die Verwendung der Mustervorlage ist insofern obligatorisch (BÄRTSCHI/STOHWASSER, Prinzipien, Rz 463bbb; siehe auch FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 58 N 18; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 2103).

⁵⁰³ WERLEN, Bankgeschäft, Rz 2101.

⁵⁰⁴ Da für gewisse Effekten wie Aktien und einfache Anleiheobligationen kein Basisinformationsblatt erstellt werden muss (siehe sogleich Rz 175), dürfte es selten zu einem Nebeneinander von Prospektzusammenfassung und Basisinformationsblatt kommen (siehe dazu Rz 276 f.).

⁵⁰⁵ Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 62; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 10 Rz 264; BÄRTSCHI/STOHWASSER, Prinzipien, Rz 463bbb. Auch das europäische Prospektrecht sieht keine Prüfungspflicht für das Basisinformationsblatt vor (siehe Art. 10 Abs. 1 EU-PRIIP-VO).

⁵⁰⁶ Als Privatkunden gelten Kunden, die keine professionellen Kunden sind (Art. 4 Abs. 2 FIDLEG; siehe auch ABEGGLEN/WETTSTEIN, SZW 2018, 139; BAHAR, BSK FIDLEG, Art. 58 N 35; siehe ausführlich zum Anlegerbild, das dem FIDLEG zugrunde liegt, BAISCH, 300 ff.; BÖSCH, SZW 2018, 460).

Abs. 1 FIDLEG i.V.m. Art. 80 Abs. 1 FIDLEV).⁵⁰⁷ Das Angebot muss an einen Privatkunden gerichtet und das Produkt zum Handel bestimmt sein.⁵⁰⁸ Ein Angebot kann jede Einladung zum Erwerb eines Finanzinstruments sein, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und das Finanzinstrument selber enthält (Art. 3 lit. g FIDLEG).⁵⁰⁹ Dabei genügt bereits ein Angebot an einen einzigen Privatkunden, um die Erstellungspflicht auszulösen.⁵¹⁰ Die Erstellungspflicht gilt für Finanzinstrumente des Primär- und Sekundärmarkts.⁵¹¹

- 175 Die Pflicht zur Erstellung eines Basisinformationsblatts gilt nicht absolut. Das Gesetz sieht in Art. 59 Abs. 1 FIDLEG Ausnahmen vor: Die Pflicht zur Erstellung entfällt bei einem Angebot von Aktien und Aktien gleichzustellenden Effekten, die Beteiligungsrechte verleihen, wie Partizipations- oder Genussscheinen, sowie Forderungspapieren ohne derivativen Charakter.⁵¹² Ein Basisinformationsblatt ist bei diesen Effekten nicht notwendig, da deren grundlegende Eigenschaften und Risiken allgemein bekannt und sie – im Gegensatz zu strukturierten Produkten – einfach zu verstehen sind.⁵¹³ Im Sinn eines zweiten Ausnahmetatbestands kann

⁵⁰⁷ Ein Angebot in der Schweiz liegt vor, wenn sich der Wohnsitz des Privatkunden in der Schweiz befindet (FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 58 N 145). Bietet der Emittent das Finanzinstrument im Ausland an, entsteht keine Pflicht zur Veröffentlichung eines Basisinformationsblatts (Erläuternder Bericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 59; GOMEZ RICHA/SIERRO, CR LSFIn, Art. 58 N 21; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 58 N 8). Wird das Finanzinstrument in einem EU-Mitgliedstaat angeboten, muss der Emittent ebenfalls ein Basisinformationsblatt veröffentlichen (Art. 5 EU-PRIIP-VO); zu den diesbezüglichen Unterschieden zwischen dem FIDLEG und EU-PRIIP-VO siehe FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 58 N 51 ff.

⁵⁰⁸ Siehe EFD, Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 60; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 58 N 9. Wird das Finanzinstrument für einen Kunden besonders geschaffen, das heisst, die Bedingungen des Finanzinstruments werden bilateral vereinbart, muss kein Basisinformationsblatt erstellt werden (Art. 80 Abs. 2 FIDLEV; Botschaft FIDLEG/FINIG, 8991; siehe auch FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 58 N 118).

⁵⁰⁹ Vgl. die Ausführungen vorne Rz 136.

⁵¹⁰ FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 58 N 127; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, GesKR 2018, 8.

⁵¹¹ BAHAR, BSK FIDLEG, Art. 58 N 38; GOMEZ RICHA/SIERRO, CR LSFIn, Art. 58 N 18.

⁵¹² Als Forderungspapiere ohne derivativen Charakter gelten gemäss Art. 86 FIDLEV Anleiheobligationen, die einfach strukturiert sind (siehe dazu Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 61 f.; GOMEZ RICHA/SIERRO, CR LSFIn, Art. 58 N 30, die auch sogenannte *plain vanilla bonds* unter Art. 86 Abs. 3 FIDLEV subsumieren).

⁵¹³ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8986; Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 61 f.; siehe auch SCHLEIFFER/SCHÄRLI, GesKR 2014, 343. Ein Basisinformationsblatt ist

anstelle eines Basisinformationsblatts auch ein gleichwertiges ausländisches Dokument verwendet werden (Art. 59 Abs. 2 FIDLEG). Die gleichwertigen Dokumente werden vom Bundesrat in der Verordnung bestimmt und in Anhang 10 aufgeführt (siehe Art. 63 lit. d FIDLEG i.V.m. Art. 87 FIDLEV).⁵¹⁴

Die Erstellungspflicht nach Art. 58 FIDLEG ist von der Pflicht zur Abgabe eines Basisinformationsblatts gemäss Art. 8 Abs. 3 und Art. 9 Abs. 2 FIDLEG zu unterscheiden. Die Pflicht zur *Abgabe eines Basisinformationsblatts* ist eine *Verhaltensregel* gemäss dem zweiten Titel des FIDLEG. Die Erstellungspflicht gemäss Art. 58 FIDLEG besteht deshalb unabhängig davon, ob für das betreffende Finanzinstrument überhaupt Finanzdienstleistungen erbracht werden.⁵¹⁵ 176

Die Pflicht zur Erstellung eines Basisinformationsblatts ist auch unabhängig von der Prospektpflicht gemäss Art. 35 FIDLEG.⁵¹⁶ Falls ein Ausnahmetatbestand von der Prospektpflicht im Sinn von Art. 36 ff. FIDLEG greift, muss gleichwohl geprüft werden, ob die Voraussetzungen für die Erstellung eines Basisinformationsblatts erfüllt sind. 177

b) Finanzinstrumente

Die Pflicht zur Erstellung eines Basisinformationsblatts setzt voraus, dass ein «Finanzinstrument» Privatkunden angeboten wird (Art. 58 Abs. 1 FIDLEG). Davon ausgenommen sind – wie bereits erwähnt – Finanzinstrumente nach Art. 59 Abs. 1 FIDLEG.⁵¹⁷ 178

Der Begriff des Finanzinstruments verweist auf Art. 3 lit. a FIDLEG. Gemäss dieser abschliessenden Aufzählung sind Finanzinstrumente Beteiligungspapiere, Forderungspapiere, Anteile an kollektiven Kapitalanlagen, strukturierte Produkte, Derivate, Anleiheobligationen und Einlagen, deren Rückzahlungswert oder 179

im Umkehrschluss immer dann zu erstellen, wenn komplexe Finanzinstrumente angeboten werden (BAHAR, BSK FIDLEG, Art. 58 N 20; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 10 Rz 268; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 2100).

⁵¹⁴ Als gleichwertig gelten zurzeit nur Basisinformationsblätter nach der Verordnung (EU) Nr. 1286/201465 und der Delegierten Verordnung (EU) 2017/65366 (FIDLEV, Anhang 10, Ziff. 1).

⁵¹⁵ FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 58 N 9.

⁵¹⁶ ADLER/BONO, CapLaw 2019, 5; ECKERT, 341; FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 58 N 127, 174 ff.; GOMEZ RICA/SIERRO, CR LSFIn, Art. 58 N 19; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, GesKR 2018, 8; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 58 N 7; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 2100.

⁵¹⁷ Siehe vorne Rz 175.

Zins risiko- oder kursabhängig ist. Der Begriff des *Finanzinstruments* ist deshalb weiter gefasst als der *Effektenbegriff*.⁵¹⁸ Zu den Finanzinstrumenten zählen nämlich auch *Finanzprodukte*, die nicht als Effekten ausgestaltet sind. Darunter fallen etwa bestimmte Derivate, die keine identische Form haben (Art. 3 lit. a Ziff. 5 FIDLEG), sowie Einlagen, deren Rückzahlungswert oder Zins kurs- oder risikobehängig ist (Art. 3 lit. a Ziff. 6 FIDLEG).⁵¹⁹ Keine Effekten sind sodann Genossenschaftsanteile und Stammanteile einer GmbH, weil diese nicht frei übertragbar sind.⁵²⁰ Der Begriff des Finanzinstruments umfasst also neben den handelbaren Kapitalmarktpapieren auch weitere typische Anlageprodukte. Die Qualifikation als Finanzinstrument hängt nicht davon ab, ob das Produkt im Sinn von Art. 3 lit. g und h FIDLEG angeboten bzw. öffentlich angeboten wird.⁵²¹

- 180 Neu ist ein Basisinformationsblatt auch für den Vertrieb von strukturierten Produkten zu erstellen (siehe Art. 3 lit. a Ziff. 4 FIDLEG). Nach bisheriger Rechtslage musste für strukturierte Produkte ein vereinfachter Prospekt veröffentlicht werden (siehe Art. 5 aKAG).⁵²²

4. Adressat der Pflicht zur Erstellung eines Basisinformationsblatts

- 181 Für die Erstellung des Basisinformationsblatts ist der «Ersteller» des jeweiligen Finanzinstruments verantwortlich (siehe Art. 58 Abs. 1 FIDLEG).⁵²³ Das ist gemäss Art. 3 lit. i FIDLEG diejenige Person, die in der Lage ist, die *wesentlichen Bedingungen wie das Risiko- und Renditeprofil sowie die Kosten festzulegen und anzupassen*.⁵²⁴ Der Ersteller ist vom Finanzdienstleister abzugrenzen, der das

⁵¹⁸ Vgl. FAVRE, SK FIDLEG, Art. 3 lit. a und b N 114 ff.; KÜHNE, FHB Kapitalmarktrecht, Rz 2.90. Der Begriff des Finanzinstruments wurde erstmals mit dem FIDLEG eingeführt und stammt aus dem EU-Recht (siehe dazu ZULAUF/KUHN, 107 f.)

⁵¹⁹ FAVRE, SK FIDLEG, Art. 3 lit. a und b N 115.

⁵²⁰ Genossenschaftsanteile können nicht als Wertpapiere, sondern nur als Beweisurkunden errichtet werden (Art. 853 Abs. 3 OR). Die Gesellschafter der GmbH sind mit Namen, Wohnsitz und Heimatort sowie mit der Anzahl und dem Nennwert ihrer Stammanteile ins Handelsregister einzutragen (Art. 791 OR).

⁵²¹ FAVRE, SK FIDLEG, Art. 3 lit. a und b N 4.

⁵²² ABEGGLEN/WETTSTEIN, SZW 2018, 141; BIANCHI, GesKR 2016, 76; FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 58 N 15.

⁵²³ Botschaft FIDLEG/FINI, 8985.

⁵²⁴ Siehe Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 59; BAHAR, BSK FIDLEG, Art. 58 N 42; GOMEZ RICHÁ/SIERRO, CR LSFIn, Art. 58 N 12.

Finanzinstrument effektiv dem Anleger anpreist. Der Finanzdienstleister hat lediglich die Aufgabe, das Basisinformationsblatt zu überprüfen und den Anleger auf relevante Lücken hinzuweisen.⁵²⁵ Ein Finanzdienstleister darf ein Basisinformationsblatt auch nicht eigenwillig erstellen, selbst wenn er die dafür erforderlichen Informationen zur Hand hätte.⁵²⁶

Falls bei Emissionen am Primärmarkt noch nicht alle Informationen zur Verfügung stehen, ist gemäss Art. 58 Abs. 4 FIDLEG ein vorläufiges Basisinformationsblatt mit entsprechenden indikativen Angaben zu erstellen.⁵²⁷ Die indikativen Angaben müssen als solche klar erkennbar sein und der Privatkunde ist bei der Abgabe auf den indikativen Charakter hinzuweisen (Art. 85 FIDLEV). 182

VI. Fazit

Die Prospektpflicht im FIDLEG hat im Vergleich zum bisherigen Recht wesentliche Änderungen erfahren. Mit dem Inkrafttreten am 1. Januar 2020 statuiert Art. 35 Abs. 1 FIDLEG neu eine *einheitliche, produktneutrale Prospektpflicht*, die auf alle Effekten, unabhängig von deren Gattung, Anwendung findet. Im Unterschied zum bisherigen Recht spielt das Rechtskleid des Emittenten für die Prospektpflicht keine Rolle mehr. 183

Die inhaltlichen und strukturellen Mindestanforderungen an einen Prospekt sind ausführlich in Art. 40 ff., Art. 50 FIDLEV und in den Anhängen 1–5 zur FIDLEV geregelt. Sie wurden im Gegensatz zum bisherigen Recht und in Anlehnung an das europäische Prospektrecht erheblich erweitert und entsprechen nun im Wesentlichen den bisherigen Anforderungen an den Kotierungsprospekt (vgl. Art. 27 ff. aKR-SIX). Gänzlich neu ist zudem die Pflicht, Prospekte vor der Veröffentlichung einer Prüfstelle zur Genehmigung zu unterbreiten (Art. 51 ff. FIDLEG). 184

Die neue Prospektpflicht wird durch *ein öffentliches Angebot zum Erwerb von Effekten oder ein Gesuch um Zulassung von Effekten zum Handel an einem Handelsplatz* ausgelöst (Art. 35 Abs. 1 FIDLEG). Damit wird die bisherige Unterscheidung in Emissions- und Kotierungsprospekte aufgehoben. Zudem wurde der Anwendungsbereich der Prospektpflicht erheblich erweitert: Neu sind neben 185

⁵²⁵ EGGEN, Basisinformationsblatt, 246; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FILDEG, Art. 58 N 21.

⁵²⁶ BAHAR, BSK FIDLEG, Art. 51.

⁵²⁷ Siehe EFD, Erläuternder Bericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 60; BIANCHI, GesKR 2016, 76; GOMEZ RICHAS/SIERRO, CR LSFIn, Art. 58 N 44 ff.

Transaktionen am *Primärmarkt* auch Transaktionen am *Sekundärmarkt* erfasst. Deshalb kann nun eine Sekundärplatzierung wie zum Beispiel die Veräusserung eines grossen Aktienpakets am Markt die Prospektpflicht auslösen. Der weite Anwendungsbereich der Prospektpflicht wird durch gesetzliche Ausnahmen eingeschränkt (vgl. Art. 36–38 FIDLEG): Sofern ein Ausnahmetatbestand greift, entfällt die Prospektpflicht, selbst wenn die Effekten öffentlich angeboten oder zum Handel zugelassen werden. Die Auslöser der Prospektpflicht bestehen nebeneinander, das heisst, falls einer der Tatbestände – etwa aufgrund einer Ausnahme – nicht greift, ist gleichwohl zu prüfen, ob nicht der andere Tatbestand erfüllt ist. Mit der Einführung einer umfassenden Prospektpflicht, die durch gesetzliche Ausnahmen eingeschränkt wird, nähert sich die schweizerische Regelung bewusst dem europäischen Prospektrecht an. Die europäische Prospektpflicht wird für alle Mitgliedstaaten einheitlich in der direkt anwendbaren Prospektverordnung vom 14. Juni 2017 geregelt.

- 186 *Adressat der Prospektpflicht* nach Art. 35 Abs. 1 FIDLEG ist entweder der Anbieter, der das öffentliche Angebot der Effekten veranlasst, oder derjenige, der um Zulassung der Effekten zum Handel ersucht. Im Gegensatz zum bisherigen Recht kann neu auch der *verkaufende Aktionär bei einer Sekundärplatzierung oder einer gemischten Platzierung* der Prospektpflicht infolge eines öffentlichen Angebots unterliegen. Dies war nach altem Recht nicht möglich, da die Prospektpflicht gemäss Art. 652a Abs. 1 aOR an ein öffentliches Angebot von «neuen Aktien» anknüpfte. Adressat der Prospektpflicht infolge einer *Handelszulassung ist dagegen immer der Emittent*, selbst wenn bei einer Sekundärplatzierung oder gemischten Platzierung nur die Aktien des verkaufenden Aktionärs zum Handel zugelassen werden.
- 187 Schliesslich enthält das FIDLEG in Anlehnung an das europäische Recht die Pflicht zur Erstellung eines *Basisinformationsblatts*, wenn *Finanzinstrumente Privatkunden angeboten* werden (Art. 58 Abs. 1 FIDLEG).

2. Teil: Anspruchsvoraussetzungen

Im vorangehenden Teil dieser Arbeit wurde insbesondere untersucht, wann eine *Pflicht zur Erstellung und Veröffentlichung* eines Prospekts nach FIDLEG besteht. Im nachfolgenden Teil wird geklärt, wann für diesen Prospekt eine *Haftung* nach FIDLEG greift. Dazu werden die Anspruchsvoraussetzungen der Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG untersucht. Durch die Revision der Prospekthaftung haben einige Anspruchsvoraussetzungen grundlegende Änderungen erfahren; auf diese wird vertieft eingegangen. Andere Anspruchsvoraussetzungen blieben von der Revision unberührt; sie werden nur kurz umrissen, wobei vorwiegend auf das alte Recht verwiesen wird. 188

Die Struktur des zweiten Teils dieser Arbeit folgt dem Aufbau eines zivilrechtlichen Haftungstatbestands: Zunächst wird der sachliche Anwendungsbereich der Prospekthaftung (§ 5) sowie anschliessend der geografische und zeitliche Anwendungsbereich (§ 6) umrissen. Danach werden die anspruchsberechtigten (§ 7) und anspruchsverpflichteten Personen (§ 8) erörtert. Alsdann erfolgt eine Auseinandersetzung mit den allgemeinen Anspruchsvoraussetzungen, namentlich der Widerrechtlichkeit (§ 9), dem Schaden (§ 10), dem Kausalzusammenhang (§ 11) und dem Verschulden (§ 12). Schliesslich werden die Möglichkeit eines Haftungsausschlusses und die Verjährung des Prospekthaftungsanspruchs (§ 13) untersucht. 189

§ 5 Sachlicher Anwendungsbereich

I. Einleitung

Im nachfolgenden Kapitel wird der sachliche Anwendungsbereich⁵²⁸ der Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG untersucht. Mit Inkrafttreten des FIDLEG am 1. Januar 2020 hat der sachliche Anwendungsbereich der Prospekthaftung im Vergleich zur nun aufgehobenen Regelung nach Art. 752 aOR eine doppelte Erweiterung erfahren: Einerseits führt die Ausweitung der Prospektpflicht, die *neu alle öffentlichen Angebote zum Erwerb von Effekten und auch Handelszulassungen von Effekten* erfasst (Art. 35 FIDLEG),⁵²⁹ zu einem erweiterten Anwendungsbereich der Prospekthaftung. Andererseits wurde mit dem *Basisinformationsblatt* ein neues haftungsbe gründendes Dokument eingeführt.⁵³⁰ Vorab ist zum Anwen-

⁵²⁸ Was hier als «Anwendungsbereich» der Prospekthaftung bezeichnet wird (so auch WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 6; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 22), umschreibt die Lehre auch mit «Gegenstand» der Prospekthaftung (GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 190). Unabhängig von der gewählten Umschreibung handelt es sich um Anspruchsvoraussetzungen, das heisst, um Voraussetzungen damit die Norm von Art. 69 FIDLEG zur Anwendung gelangt und folglich ein Schadenersatzanspruch entsteht. Dies ergibt sich aus folgenden Überlegungen: Damit eine Gesetzesnorm Anwendung findet, müssen die einzelnen Tatbestandselemente, die das Gesetz in abstrakter Form umschreibt, durch die Anwender der Rechtsnormen auf einen konkreten Fall angewendet werden. Denn ein Gesetz anwenden heisst stets, «bei der Entscheidung konkreter Fälle Normen als Obersätze gebrauchen» (GUTZWILER, 159). So umschreibt auch der nachfolgende «sachliche Anwendungsbereich» der Prospekthaftung die konkreten finanzmarktrechtlichen Erscheinungen, die unter die Norm von Art. 69 FIDLEG fallen. In gleicher Weise umschreibt der persönliche Anwendungsbereich – vorliegend aufgeteilt in Anspruchsberechtigte und Anspruchsverpflichtete – diejenigen Personen, welche die in Art. 69 FIDLEG verlangten persönlichen Voraussetzungen erfüllen. Dabei sind die knapp gehaltenen Gesetzesanweisungen zum Beispiel für den persönlichen Anwendungsbereich von Art. 69 FIDLEG («Wer [...] Angaben macht, [...] haftet dem Erwerber eines Finanzinstruments für den dadurch verursachten Schaden.») juristisch auszuwerten (vgl. GUTZWILER, 159). In der vorliegenden Arbeit wird deshalb der Inhalt von Art. 69 FIDLEG – das heisst die Obersätze und unbestimmten Rechtsbegriffe – juristisch ausgewertet, um die Voraussetzungen für einen Haftungsanspruch zu konkretisieren und «anwendbar» zu machen. Eine Gemeinsamkeit kann bei allen nachfolgenden Anspruchsvoraussetzungen eruiert werden: Sie sind in einem Gerichtsverfahren grundsätzlich vom Kläger zu beweisen (siehe Art. 8 ZGB).

⁵²⁹ Siehe zur Prospektpflicht nach FIDLEG ausführlich vorne Rz 125 ff.

⁵³⁰ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8984 ff.; GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 190; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 64.

dungsbereich der Prospekthaftung Folgendes anzumerken: Die Pflicht zur Erstellung eines Prospekts bzw. eines Basisinformationsblatts ist zwar ein wichtiger Anknüpfungspunkt, der Anwendungsbereich der Prospekthaftung geht jedoch darüber hinaus. Die Anwendbarkeit der Prospekthaftung ergibt sich *deshalb nicht ohne Weiteres aus der Anwendbarkeit der Prospektpflicht*.⁵³¹

- 191 Neben diesen Unterschieden weist die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG aber auch viele Gemeinsamkeiten mit der altrechtlichen Prospekthaftung nach Art. 752 aOR auf. Dass viele Gemeinsamkeiten bestehen, erstaunt nicht, denn die vereinheitlichte Prospekthaftungsnorm nach Art. 69 FIDLEG beruht bewusst auf dem Fundament von Art. 752 aOR, wobei Lehre und Rechtsprechung zur altrechtlichen Bestimmung – wie bereits erwähnt – *mutatis mutandis* weiterhin gelten.⁵³² Um diese Unterschiede und Gemeinsamkeiten für den Anwendungsbereich der Prospekthaftung aufzuzeigen, wird nachfolgend zunächst die bisherige Rechtslage bis am 31. Dezember 2019 dargestellt (II.). Danach wird der Anwendungsbereich der neuen Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG (in Kraft seit 1. Januar 2020) analysiert (III.).

II. Bisherige Rechtslage: Prospekthaftungsnormen im OR

- 192 Die Prospekthaftung war vor dem Inkrafttreten des FIDLEG am 1. Januar 2020 auf verschiedene Gesetze aufgeteilt und bildete ein eigentliches *Patchwork*.⁵³³ Für den Anwendungsbereich der einzelnen Normen wurde einerseits auf die *Rechtsform* des Emittenten, andererseits auf die *Gattung* der ausgegebenen Finanzinstrumente abgestellt. Die nachfolgende Darstellung setzt sich vertieft mit dem Anwendungsbereich von Art. 752 aOR auseinander, weil die Prospekthaftung nach FIDLEG auf dieser Norm basiert.⁵³⁴ Der Anwendungsbereich der übrigen altrechtlichen Prospekthaftungsnormen wird nur aufgezeigt, sofern dies für die anschliessende Untersuchung von Art. 69 FIDLEG nützlich erscheint.

⁵³¹ Siehe ausführlich hierzu hinten Rz 252 ff.

⁵³² Siehe für Näheres und Nachweise vorne Rz 22 und 62.

⁵³³ BÖSCH, in: FS von der Crone, 497; BÖSCH, SK FIDLEG, Vor Art. 35 N 2.

⁵³⁴ Siehe Botschaft FIDLEG/FINIG, 8992.

A. Prospekthaftung nach Art. 752 aOR

1. Allgemeines

Vor dem Inkrafttreten des FIDLEG regelte Art. 752 aOR die Prospekthaftung wie folgt: «Sind bei der Gründung einer Gesellschaft oder bei der Ausgabe von Aktien, Obligationen oder anderen Titeln in Emissionsprospekten oder ähnlichen Mitteilungen unrichtige, irreführende oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben gemacht oder verbreitet worden, so haftet jeder, der absichtlich oder fahrlässig dabei mitgewirkt hat, den Erwerbenden der Titel für den dadurch verursachten Schaden.» 193

Der Anwendungsbereich der Prospekthaftung war nach dem Wortlaut von Art. 752 aOR eröffnet, wenn bei einer *Gründung oder Ausgabe von Titeln* ein Emissionsprospekt oder eine ähnliche Mitteilung erstellt oder verbreitet wurde. Nach dem Wortlaut setzte Art. 752 aOR *kein öffentliches Angebot* voraus. Dies hatte zur Folge, dass die Prospekthaftung auch bei *Privatplatzierungen*⁵³⁵ zur Anwendung gelangte.⁵³⁶ 194

2. Ausgabe von Titeln (Emission)

Die Prospekthaftung nach Art. 752 aOR knüpfte an die Gründung einer Gesellschaft oder die *Ausgabe* von Aktien, Obligationen oder anderen Titeln an. Unter «Ausgabe» war eine *Emission*⁵³⁷ von Titeln durch die Gesellschaft anlässlich der Gründung einer Kapitalgesellschaft (Art. 629 OR),⁵³⁸ bei der Kapitalerhöhung 195

⁵³⁵ Zum Begriff siehe vorne Rz 91.

⁵³⁶ Siehe ausführlich sogleich Rz 214 ff.

⁵³⁷ Ausführlich zum Begriff der Emission ENDER, 18 ff.; ERB, 5 ff.; LANG, 4 f.; LENOIR, 35 f.; ROHR, 97 ff.; SCHRAFL, 9 ff.; SCHWEIZER, 24 f.

⁵³⁸ Die Gründung als Gegenstand der Prospekthaftung verlor bereits vor Inkrafttreten des neuen Prospektrechts an Bedeutung: Bei einer Gründung im Simultanverfahren zeichnen die Gründer Aktien und übernehmen diese sogleich (siehe zum geltenden Recht Art. 629 Abs. 2 OR). Zu einer Emission von Aktien kommt es dabei aber nicht, da kaum mehr Aktiengesellschaften mit einem grossen Aktionärskreis gegründet werden. Anders war dies noch bei der Sukzessivgründung, wo nur ein Teil der Aktien durch die Gründer und ein anderer durch Dritte gezeichnet wurde. Die Sukzessivgründung wurde mit der Revision des Aktienrechts von 1991 abgeschafft (dazu BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 67; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 13 Rz 35; siehe auch NEIDHART, 12 ff.). Die Gründung einer Aktiengesellschaft mit grossem Aktionärskreis erfolgt nun zweistufig, indem die Gesellschaft zuerst mit dem Mindestkapital gegrün-

(Art. 650 ff. OR) oder durch die Ausgabe von Anleiheobligationen (Art. 1156 OR) zu verstehen.⁵³⁹ Erfasst wurde damit einerseits die *Eigenkapitalbeschaffung*, namentlich die Emission von Aktien oder Partizipationsscheinen bei der Gründung oder Kapitalerhöhung, andererseits die *Fremdkapitalbeschaffung* mittels Emission von Anleihen, Notesanleihen sowie Mischformen wie Wandel- und Optionsanleihen.⁵⁴⁰

a) Primärplatzierungen

- 196 Die gesetzlich geregelten Arten der Ausgabe von Titeln knüpften an die Schaffung und Platzierung *neuer* Titel an. Die Prospekthaftung erfasste damit *nur Primärplatzierungen*.⁵⁴¹ Es musste mithin ein Bezug zur originären Beschaffung von Eigenkapital bei der Gründung oder Kapitalerhöhung sowie von Fremdkapital durch die Ausgabe von Anleiheobligationen bestehen. Die Lehre fasste das Kriterium der Neuheit der Titel jedoch als zu einschränkend auf und erweiterte aus wirtschaftsrechtlicher Betrachtungsweise den Begriff der «Emission» bzw. «Ausgabe» auf ein «Inverkehrsetzen» von Titeln.⁵⁴² Damit erfasste die Prospekthaftung neben der Selbstemission auch die *Fremdemission* etwa in Form der Festübernahme.⁵⁴³

det und danach eine Kapitalerhöhung durchgeführt wird (siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 13 Rz 35; NOTH/GROB, AJP 2002, Fn 18).

⁵³⁹ NOTH/GROB, AJP 2002, 1438; siehe auch BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 21; LENOIR, 71 f.; SCHWEIZER, 62 f.

⁵⁴⁰ Zum Gesagten NOTH/GROB, AJP 2002, 1438; SETHE/FAHRLÄNDER, 203; SPILLMANN/MEYER, 39; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 3 f.

⁵⁴¹ AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 9; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 26a; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 8; GNOS, 97; ZOBL/KRAMER, Rz 1109; offengelassen bei BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 11.

⁵⁴² AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 5; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 23; ERB, 6 f.; NOTH/GROB, AJP 2002, 1438 f.; LENOIR, 71; siehe auch WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 3; a.M. SCHWEIZER, 24, der die Emission als «erste Ausgabe von Masspapieren und deren Unterbringung am Markt» definiert; vgl. auch ROBERTO/WEGMANN, 161, nach denen die Titel «erstmalig» zu den Interessenten gelangen müssen.

⁵⁴³ Formell betrachtet bietet die festübernehmende Bank nicht neu geschaffene Titel, sondern bereits bestehende Titel im Publikum an. Da die platzierende Bank die neu geschaffenen Titel jedoch erstmalig beim Publikum in Verkehr setzt, liegt aus Anleger-schutzgründen die gleiche Situation wie bei einer Primärplatzierung vor (siehe BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 11; ERB, 123; JUCKER, 123; NOTH/GROB, AJP 2002, 1439; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 6; STRAZZER D., Festübernahme, 94; WATTER, Festübernahme, 399 f.; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 3; ZOBL/KRAMER, Rz 9 und 1109).

Die Prospekthaftung wurde auch durch einen *Bezugsrechtshandel* ausgelöst, sofern dabei ein Prospekt oder eine ähnliche Mitteilung veröffentlicht wurde.⁵⁴⁴

b) Gemischte Platzierungen

Die Prospekthaftung erfasste auch *gemischte Platzierungen*,⁵⁴⁵ denn die dabei durchgeführte Kapitalerhöhung erfüllte das Erfordernis der Ausgabe von Titeln. Die Haftung erstreckte sich dabei auch auf die Andienung der bereits bestehenden Aktien des verkaufenden Aktionärs und nicht nur auf diejenigen, die im Rahmen der Kapitalerhöhung geschaffen wurden.⁵⁴⁶ Dies ergab sich aus zwei Gründen: Erstens war es für den Anleger nicht nachvollziehbar, ob er Aktien aus dem neu geschaffenen Bestand oder aus dem Bestand des verkaufenden Aktionärs erwarb, denn der veröffentlichte Prospekt erfasste alle im Publikum platzierten Aktien.⁵⁴⁷ Zweitens ergab sich die Erstreckung der Haftung aus der weit gefassten Aktivlegitimation der Prospekthaftung, wonach jeder Erwerber der Titel anspruchsberechtigt war.⁵⁴⁸

c) Sekundärplatzierungen

Bei *Sekundärplatzierungen* erfolgte keine Gründung und auch keine Ausgabe von neuen Titeln, da nur bereits emittierte Titel im Publikum zum Erwerb angeboten wurden. Eine Mehrheit in der Lehre vertrat deshalb die Ansicht, dass Sekundärplatzierungen nicht mehr vom Wortlaut von Art. 752 aOR gedeckt und folglich auch nicht von der Prospekthaftung erfasst waren.⁵⁴⁹ Diese Auslegung führte für die Prospekthaftung zum gleichen Ergebnis wie bei der bisherigen Prospektspflicht nach Art. 652a aOR, die aufgrund ihres Wortlauts ebenfalls nicht auf Sekundärplatzierungen angewendet wurde. Eine Minderheit vertrat jedoch auch die gegentei-

⁵⁴⁴ ZINDEL/ISLER, BSK OR II (5. A.), Art. 652a N 3d.

⁵⁴⁵ Zum Begriff siehe vorne Rz 85.

⁵⁴⁶ Siehe zum Gesagten HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 198 f.

⁵⁴⁷ Aus diesem Grund war auch der funktionale Zusammenhang zwischen der Veröffentlichung des Prospekts und der Platzierung der Aktien des verkaufenden Aktionärs bei gemischten Platzierungen gegeben (siehe HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 198 f.).

⁵⁴⁸ Siehe zum Ganzen HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 199.

⁵⁴⁹ AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 7; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 22 und 26a; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 8; GNOS, 97; LEHMANN, KUKO OR, Art. 752 N 2; LENOIR, 63, 71; NOTH/GROB, AJP 2002, 1438; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 165; SPECK, 156; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 3; ZOBL/KRAMER, Rz 1109.

lige Auffassung.⁵⁵⁰ HARISBERGER begründete dies etwa mit dem Gesetzeszweck von Art. 752 aOR: Die Anleger hätten einen *gleichwertigen gesetzlichen Schutz vor mangelhaften Angaben in Prospekt wie bei Primärplatzierungen* verdient.⁵⁵¹ Diese Ansicht überzeugt für das bisherige Recht.⁵⁵²

d) Initial Public Offering und Platzierung eigener Aktien

- 199 Der Wortlaut von Art. 752 aOR bereitete insbesondere bei der Beurteilung eines IPO Schwierigkeiten, denn je nach Ausgangslage kann es sein, dass die im Publikum zu platzierenden Aktien nur aus dem Privatbestand von bestehenden Aktionären stammen, ohne dass gleichzeitig neu geschaffene Aktien angeboten werden.⁵⁵³ Die Lehre ging überwiegend davon aus, dass *ein IPO unter die Prospekthaftung nach Art. 752 aOR* falle, und zwar unabhängig davon, ob die dem Publikum angedienten Aktien aus einer Kapitalerhöhung des Emittenten oder aus dem Privatbestand von bisherigen Aktionären stammten.⁵⁵⁴ Kauft eine Gesellschaft eigene Aktien vom Markt zurück (Art. 659 ff. OR), nur um sie anschliessend wieder im Publikum zu platzieren, liegt der Sache nach ebenfalls eine Inverkehrsetzung von

⁵⁵⁰ APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 261; BÄRTSCHI, 68; DAENIKER, Securities Regulation, 73; GERHARD, SZW 2006, 264; mit ausführlicher Herleitung HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 182 ff., der die Erfassung von Sekundärplatzierungen unter Art. 752 aOR mit dem Schutzzweck der Prospekthaftung – namentlich dem Individualschutz und der gesamtwirtschaftlichen Funktion – begründet.

⁵⁵¹ Siehe HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 188 ff.

⁵⁵² Sie überzeugt deshalb, weil die Prospekthaftung das Vertrauen der Anleger in eine korrekte und vollständige Informationslage schützt. Der Schutz dieses Vertrauens ist für die Funktionsfähigkeit des Sekundärmarkts ebenso wichtig wie für den Primärmarkt (siehe zu den Funktionen der Prospekthaftung vorne Rz 46 f.).

⁵⁵³ Vgl. aus der Praxis etwa der Börsengang der VAT Group AG vom März 2016, wo nur bereits existierende Aktien angeboten wurden (siehe VAT Group AG, Medienmitteilung vom 31. März, 1 ff.).

⁵⁵⁴ Begründet wurde dies damit, dass bei einem Börsengang ohnehin ein Kotierungsprospekt aufgrund von Art. 27 aKR-SIX erstellt werden musste. Der Kotierungsprospekt wurde nämlich – je nach Ansicht – als freiwilliger Prospekt oder als ähnliche Mitteilung im Sinn von Art. 752 aOR qualifiziert (siehe zum Gesagten APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 261 f.; GNOS, 96 f.; WATTER, Festübernahme, 399 f.; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 3; siehe auch AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 5; NOTH/GROB, AJP 2002, 1438). Ein anderer Teil der Lehre befürwortete eine Prospekthaftung bei einem Börsengang nur dann, wenn die angedienten Aktien aus einer Kapitalerhöhung stammten (HENCKEL VON DONNERSMARCK, Kotierung, 179; KONDOROSY, 36; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 6).

Titeln auf dem Primärmarkt vor; die Prospekthaftung griff, sofern ein Prospekt oder eine ähnliche Mitteilung veröffentlicht wurde, auch in diesem Fall.⁵⁵⁵

e) *Haftung für Angebotsprospekte nach Art. 127 Abs. 1 FinfraG unter Art. 752 aOR*

aa) Einleitende Bemerkungen

Öffentliche Kaufangebote sind Angebote zum Kauf oder zum Tausch von Aktien 200 oder anderen Beteiligungspapieren, die sich öffentlich an Inhaber von Aktien oder von anderen Beteiligungspapieren einer Zielgesellschaft richten (siehe Art. 2 lit. i FinfraG).⁵⁵⁶ Öffentliche Kaufangebote können anhand der angebotenen Gegenleistung für die participationsrechte der Zielgesellschaft eingeteilt werden: Bietet der interessierte Käufer⁵⁵⁷ eigene participationsrechte zum Tausch an, liegt ein *Tauschangebot* vor. Besteht die Gegenleistung in Geld, spricht man hingegen von einem *Barangebot*.⁵⁵⁸

Kommt es zu einem öffentlichen Kaufangebot, hat der Bieter gemäss Art. 127 201 Abs. 1 FinfraG die Pflicht, einen *Angebotsprospekt* zu veröffentlichen.⁵⁵⁹ Der Inhalt des Angebotsprospekts ergibt sich aus den Ausführungsbestimmungen der Übernahmekommission (Art. 17–25 UEV).⁵⁶⁰ Die Informationen zum Angebot müssen wahr und vollständig sein (Art. 127 Abs. 1 FinfraG), sodass die Angebotsempfänger ihre Entscheidung – Annahme oder Ablehnung des Angebots – in

⁵⁵⁵ BÄRTSCHI, 69; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 23; NOTH/GROB, AJP 2002, 1438.

⁵⁵⁶ Zum Begriff BERNET, 5 ff.; BOHRER, § 2 Rz 11 ff.; BÜHLER, Neutralitätspflicht, 3; FREI, 10 f.; GLATTHAAR, 6; STRAZZER R., Übernahmeangebot. Öffentliche Kaufangebote waren bisher im fünften Abschnitt des Börsengesetzes (BEHG) geregelt (siehe dazu TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, Kaufangebote Rz 1 ff.; zur Revision von 2008 insbesondere TSCHÄNI/DIEM/WOLF, GesKR 2009, 87 f.). Seit dem 1. Januar 2016 befinden sich die Vorschriften des BEHG und dessen Verordnungen im FinfraG und der Ausführungsverordnung FinfraV.

⁵⁵⁷ Nachfolgend *Bieter*.

⁵⁵⁸ Siehe zu den Begriffen TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, Rz 436 ff.

⁵⁵⁹ Dem Bieter wird damit eine Prospektspflicht auferlegt (siehe LUCHSINGER GÄHWILER/AMMANN/MONTANARI, SK FinfraG, Art. 127 N 2. Die Prospektspflicht nach Art. 127 FinfraG wird als grundlegendste Pflicht im Übernahmerecht bzw. als «Herzstück einer jeden Übernahmeregelung» bezeichnet (TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, BSK FinfraG, Art. 127 N 2).

⁵⁶⁰ Diese kann die Übernahmekommission gestützt auf Art. 131 lit. b FinfraG erlassen.

Kenntnis der Sachlage und ohne Zeitdruck treffen können (Art. 17 Abs. 1 UEV).⁵⁶¹ Die Prospektspflicht bezweckt die Sicherstellung von Lauterkeit und Transparenz von öffentlichen Kaufangeboten (Art. 1 UEV). Ziel der gesetzlichen Regelung ist insbesondere, einen *unverfälschten Entscheidungsvorgang bei den Angebotsempfängern* sicherzustellen.⁵⁶² Die Verhaltenspflichten bezwecken aber auch eine *Gleichbehandlung der Angebotsempfänger* (Art. 1 UEV).⁵⁶³

- 202 Zwar bestimmt Art. 127 Abs. 1 FinfraG explizit, dass die Angaben im Angebotsprospekt wahr und vollständig sein müssen, eine entsprechende Haftungsnorm bei unwahren oder unvollständigen Angaben fehlt jedoch.⁵⁶⁴ Aufgrund der fehlenden

⁵⁶¹ Dazu BERNET, 145 f.; LUCHSINGER GÄHWILER/AMMANN/MONTANARI, SK FinfraG, Art. 127 N 2; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, M&A-Transaktionen 2013, Kapit. 8 Rz 100; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, BSK FinfraG, Art. 127 N 5; detailliert zum Prospektinhalt mit Formulierungsvorschlägen TSCHÄNI/DIEM/IFFLAND/GABERTHÜEL, Kaufangebote Rz 365 ff.). Macht der Bieter «subjektiv-wertende» Aussagen, ist sicherzustellen, dass diese ausgewogen und sachgerecht sind (UEK-Empfehlung 0301/04 i.S. Bank Linth vom 17. Januar 2007, E. 1.5, mit Hinweis auf BERNET, 181).

⁵⁶² BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 7 Rz 136; BÜHLER, Neutralitätspflicht, 22; DEDEYAN, 1070 f.; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, M&A-Transaktionen 2013, Kap. 8 Rz 4; WATTER/DUBS, AJP 1998, 1311; ZOBL/KRAMER, Rz 379;

⁵⁶³ Siehe dazu GERICKE/WIEDMER, SK UEV, Art. 17 Rz 5; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, M&A-Transaktionen 2013, Kap. 8 Rz 5. Die übernahmerechtliche Pflicht zur Gleichbehandlung der Angebotsempfänger lehnt an die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre an (BERNET, 77 f.; BOHRER, § 10 Rz 12 f.; ZOBL/KRAMER, Rz 379). Zudem bezweckt die Prospektspflicht bei öffentlichen Kaufangeboten die Gewährleistung der Funktionsfähigkeit des Unternehmenskontrollmarkts (UEK-Empfehlung 0066/01 i.S. Baumgartner Papiers Holding SA, E. 1.4.1; BERNET, 79 f.; BOHRER, § 4 Rz 4; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 7 Rz 136; FREI, 132 f.; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, M&A-Transaktionen 2013, Kap. 8 Rz 4 f.; ZOBL/KRAMER, Rz 379; a.M. DEDEYAN, 1076 f., der festhält, dass Unternehmensübernahmen in der Regel aus anderen Motiven (z.B. zur strategischen Neuausrichtung) stattfinden als zum Zweck, schlecht geführte Unternehmen zu reorganisieren und anschliessend mit Gewinn weiterzuverkaufen). Der Unternehmenskontrollmarkt hat eine disziplinierende Wirkung auf das Management, da bei einem schlecht geführten Unternehmen der Anreiz zur Übernahme besteht, um das ineffiziente Management auszuwechseln und das Unternehmen anschliessend mit Gewinn zu verkaufen (DEDEYAN, 1076 m.w.H.).

⁵⁶⁴ GERICKE/WIEDMER, SK UEV, Art. 17 Rz 16. Bereits dem BEHG war eine solche Haftungsnorm fremd (siehe ZOBL/KRAMER, Rz 409). Die Übernahmekommission hat gestützt auf Art. 153 Abs. 1 lit. b FinFraG die Möglichkeit, eine Busse auszusprechen, sofern in der Stellungnahme des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft (siehe Art. 132 Abs. 1 FinfraG) unwahre oder unvollständige Angaben gemacht werden. Für unwahre oder unvollständige Angaben im Angebotsprospekt existiert jedoch keine strafrechtliche Norm. Die Übernahmekommission hat diesbezüglich eine Strafbar-

Haftung vertrat ein Teil der Lehre die Ansicht, eine Haftung habe sich auf Art. 41 OR zu stützen, wobei die unter Art. 752 aOR entwickelten Haftungsgrundsätze zum Emissionsprospekt sinngemäss heranzuziehen seien. Begründet wurde diese Ansicht damit, dass öffentliche Kaufangebote zu den Sekundärplatzierungen zählen, die vom Anwendungsbereich von Art. 752 aOR nicht erfasst waren.⁵⁶⁵ Ein anderer Teil der Lehre befürwortete eine analoge Anwendung der Haftungsbestimmungen zum Emissionsprospekt gemäss Art. 752 aOR.⁵⁶⁶

Nachfolgend wird für öffentliche Tauschangebote und Barangebote anhand der klassischen Auslegungselemente untersucht, ob Art. 752 aOR anwendbar war. Gleich vorweg: Die Anwendbarkeit von Art. 752 aOR auf Tauschangebote wird vorliegend bejaht, für Barangebote jedoch abgelehnt. 203

bb) Anwendbarkeit von Art. 752 aOR auf öffentliche Tauschangebote

Bei Tauschangeboten war m.E. eine Anwendbarkeit von Art. 752 aOR gegeben, und zwar *unabhängig* davon, ob der Bieter neu geschaffene oder bereits bestehende Aktien zum Tausch anbot.⁵⁶⁷ 204

keitslücke festgestellt (UEK, Verfügung 630/03, 22.11.2017, Gategroup Holding AG, Rz 29 f.). Diese Lücke wurde mit Inkrafttreten von Art. 152a FinfraG am 1. Februar 2024 geschlossen. Nach dieser Bestimmung wird nun mit Busse bis zu CHF 500'000 bestraft, wer im Prospekt oder der Voranmeldung vorsätzlich unwahre oder unvollständige Angaben macht. Die fahrlässige Begehung wird mit Busse bis zu CHF 150'000 bestraft (ausführlich hierzu HODEL, CapLaw 2024, 6 ff.)

⁵⁶⁵ Siehe zum Gesagten BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 22 und 56 f.; GLATTHAAR, Fn 1133; LUCHSINGER GÄHWILER/AMMANN/MONTANARI, SK FinfraG, Art. 127 N 11; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, BSK FinfraG, Art. 127 N 14; ZOBL/KRAMER, Rz 409, 1146; unklar RIMLE, 300; vgl. auch STRAZZER R., Übernahmeangebot, 119 ff., der eine Haftung aus *culpa in contrahendo* befürwortete; anlässlich der Aktienrechtsrevision von 1991 gab es Bestrebungen, das Übernahmerecht im OR zu regeln, wobei die Einführung einer zivilrechtlichen Schadenersatzpflicht bei unvollständigen und wahrheitswidrigen Angaben oder Nichteinhaltung von Erklärungen vorgesehen war (siehe FREI, 158).

⁵⁶⁶ BÄRTSCHI, 80; DEDEYAN, 1187, mit dem Vorbehalt, dass ein Zusammenhang zu einer Emission von Aktien im Rahmen eines Tauschangebots besteht; FREI, 193, der aus der Verwendung der bereits im OR verwendeten Begriffs «Prospekt» auf die damit verknüpften Haftungsbestimmungen schliesst; GERICKE/WIDMER, SK UEV, Art. 17 N 18; GOTSCHEV, Rz 762; HUBER, 55; SPILLMANN/MEYER, 39f; WATTER/DUBS, AJP 1998, 1312.

⁵⁶⁷ So auch DEDEYAN, 1187; WATTER/DUBS, AJP 1998, 1312; WATTER, BSK OR II (S. A.), Art. 752 N 3.

- 205 Der *Wortlaut*⁵⁶⁸ von Art. 752 aOR verlangte eine Gründung oder eine Ausgabe von Titeln. Eine Gründung liegt bei öffentlichen Tauschangeboten regelmässig nicht vor. Jedoch kann ein Tauschangebot unter die «Ausgabe» von Titeln fallen, sofern man «Ausgabe» in einem weiten Sinn als «Inverkehrsetzen» von Titeln versteht.⁵⁶⁹ Bei einem Tauschangebot platziert der Bieter seine eigenen Beteiligungsrechte bei den Aktionären der Zielgesellschaft, *womit die Titel des Bieters in den Verkehr eingeführt* werden.⁵⁷⁰ Die Aktionäre der Zielgesellschaft erwerben dagegen Beteiligungsrechte des Bieters, wofür sie als Gegenleistung eigene Aktien hingeben.
- 206 Die *Gesetzessystematik* sprach eher gegen eine Anwendung von Art. 752 aOR auf öffentliche Tauschangebote. Die obligationenrechtliche Haftung nach Art. 752 aOR bezog sich auf die obligationenrechtliche Prospektpflicht nach Art. 652a aOR und nicht auf Angebotsprospekte nach FinfraG.⁵⁷¹ Unterschiedlich sind auch die beiden Anwendungsgebiete dieser Gesetze: Während sich Art. Art. 652a und Art. 752 aOR auf Primärplatzierungen und gemischte Platzierungen bezogen, regelt das Übernahmerecht Tatbestände im Sekundärmarkt.⁵⁷² Art. 752 aOR war nämlich nach der herrschenden Lehre nicht auf Sekundärplatzierungen anwendbar.⁵⁷³
- 207 Bei der Auslegung einer Rechtsnorm ist auch der *Zweck der Norm*, also *die gesetzgeberische Absicht* zu beachten.⁵⁷⁴ Der Zweck der Prospekthaftung nach Art. 752 aOR wurde bereits erläutert.⁵⁷⁵ Es sind dies kurz zusammengefasst: Schutz des

⁵⁶⁸ Die Gesetzesauslegung beginnt stets mit dem Wortlaut, wobei der «Wortsinn» des Gesetzestexts zu erläutern ist (dazu FORSTMOSER/VOGT, § 19 Rz 64 ff.; KRAMER/ARNET, 67 ff.).

⁵⁶⁹ Siehe vorne Rz 196.

⁵⁷⁰ Die Bestimmungen des Übernahmerechts kommen gemäss Art. 125 Abs. 1 FinfraG nur zur Anwendung, wenn die Zielgesellschaft an einer Schweizer Börse kotiert ist, denn öffentliche Tauschangebote sind eine Möglichkeit des Zusammenschlusses von zwei Publikumsgesellschaften (TSCHÄNI/DIEM/WOLF, M&A-Transaktionen 2021, Rz 606). Dagegen war die Prospekthaftung nach Art. 752 aOR m.E. nicht auf einen Zusammenschluss in Form einer Fusion anwendbar. Die Fusion zweier Publikumsgesellschaften ist nämlich abschliessend im FusG geregelt, wobei die Aktionäre dem Fusionsbeschluss anlässlich einer Generalversammlung zustimmen müssen (siehe Art. 18 FusG).

⁵⁷¹ Siehe BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 56, insbesondere Fn 156.

⁵⁷² Siehe BÄRTSCHI, 80, insbesondere Fn 345.

⁵⁷³ Siehe dazu vorne Rz 198.

⁵⁷⁴ FORSTMOSER/VOGT, § 19 Rz 101; KRAMER/ARNET, 172 ff.

⁵⁷⁵ Siehe dazu vorne Rz 48 ff.

Anlegers vor Vermögensschäden infolge eines fehlerhaften Prospekts, Sicherstellung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts sowie indirekte Kontrolle des Prospekthalts. Die Prospekthaftung schützt aber insbesondere auch das Vertrauen der Anleger in eine funktionierende Informationsdurchdringung des Kapitalmarkts.⁵⁷⁶ Dieses Vertrauen wird bei einem fehlerhaften Angebotsprospekt – gleich wie bei einem Emissionsprospekt – verletzt, denn die Angebotsadressaten können die Informationen zum Bieter und zu den angebotenen Beteiligungspapieren regelmässig nicht selbst beschaffen und diese auch nicht überprüfen, womit sie für ihren Investitionsentscheid auf die Angaben im Prospekt vertrauen müssen.⁵⁷⁷ Dieses Vertrauen verdient einen *gleichwertigen*⁵⁷⁸ *gesetzlichen Schutz vor mangelhaften Angaben wie bei einem Emissionsprospekt*, denn die Angebotsadressaten können ebenso eine Vermögenseinbusse erleiden, falls sie ihren Verkaufsentscheid auf mangelhafte Angaben stützen.⁵⁷⁹

Zusammenfassend war nach der hier vertretenen Ansicht Art. 752 aOR auf 208 Angebotsprospekte bei öffentlichen Tauschangeboten anwendbar.

cc) Anwendbarkeit von Art. 752 aOR auf Barangebote

Bei *Barangeboten* war m.E. eine Anwendbarkeit von Art. 752 aOR *nicht* gegeben. 209

Barangebote waren *nicht mehr vom Wortlaut* von Art. 752 aOR erfasst, weil es 210 nicht mehr zu einer Ausgabe von Titeln bzw. auch – nach einem weiten Verständnis – nicht zu einem Inverkehrsetzen von Titeln durch den Bieter kam, denn die Gegenleistung des Bieters besteht einzig in Geld.

⁵⁷⁶ Siehe dazu vorne Rz 49; siehe auch WATTER/DUBS, AJP 1998, 1312.

⁵⁷⁷ WATTER/DUBS, AJP 1998, 1312; siehe auch GOTSCHEV, Rz 762; ähnlich auch die Begründung des Bundesgerichts zur Erfassung von freiwilligen Prospekten unter Art. 752 aOR: Der freiwillige Prospekt erfülle eine «garantieähnliche» Funktion, da er die Grundlage für den Investitionsentscheid des Anlegers bildet, der die Angaben nicht überprüfen könne und sich auf die Wahrheit der Angaben verlassen können soll (BGE 120 IV 122 E. 4d/bb, 128).

⁵⁷⁸ Ein gleichwertiger Schutz ist im FinfraG nicht vorgesehen: Eine alternative Haftung nach Art. 41 OR hat den Nachteil, dass der Kläger die Widerrechtlichkeit bei reinen Vermögensschäden separat beweisen muss. Immerhin besteht mit Art. 152a FinfraG nun die Möglichkeit, denjenigen mit Busse bis zu CHF 500'000 zu bestrafen, der vorsätzlich unwahre oder unvollständige Angaben im Angebotsprospekt macht (siehe ausführlich HODEL, CapLaw 2024, 6 ff.).

⁵⁷⁹ Siehe auch WATTER/DUBS, AJP 1998, 1312.

- 211 Da Barangebote nicht mehr vom Wortlaut von Art. 752 aOR erfasst waren, kam aus methodischer Sicht einzig eine analoge Anwendung⁵⁸⁰ von Art. 752 aOR infrage.⁵⁸¹ Eine analoge Anwendung von Art. 752 aOR auf Barangebote war m.E. ebenfalls nicht gegeben, da es an der für eine Analogie geforderten Gleichwertigkeit mangelt:⁵⁸² Aus gesetzssystematischer Sicht erfasste Art. 752 aOR nur Angebote zum *Erwerb* von Titeln und nicht auch Angebote zum *Kauf* von Titeln. Da der Bieter keinen eigenen Titel anbot, konnten sich auch die Angaben im Angebotsprospekt nicht auf diese beziehen. Art. 752 aOR statuierte nämlich *keine allgemeine kapitalmarktrechtliche Informationshaftung*, sondern *eine auf die Gründung oder Ausgabe von Titeln beschränkte Haftung*.⁵⁸³
- 212 Damit verblieb für mangelhafte Angebotsprospekte bei Barangeboten eine Haftung nach Art. 41 OR.⁵⁸⁴

⁵⁸⁰ Die analoge Anwendung einer Rechtsnorm setzt gemäss der bundesgerichtlichen Rechtsprechung hinreichend gleich gelagerte Verhältnisse voraus. Dabei sollen zwischen dem Regelungszusammenhang der im positiven Recht verankerten Norm und der Thematik der in Analogie herangezogenen Norm hinreichend sachliche Gemeinsamkeiten bestehen (siehe zum Gesagten BGE 130 V 71 E.3.2.1, 75; 129 V 27 E.2.2, 31; 125 III 123 E.1d, 128). Dem Analogieschluss liegt denn auch die Forderung zugrunde, «Gleiches (Gleichwertiges) gleich zu behandeln» (MEIER-HAYOZ, BK ZGB, Art. 1 N 348; siehe auch CANARIS, 63; KRAMER/ARNET, 230 f.). Schliesslich dienen Analogien inner- und ausserhalb desselben Rechtsgebiets auch der Durchsetzung der «Einheit der Rechtsordnung» (KRAMER, 231 f.; siehe auch ENGISCH, 98 f.).

⁵⁸¹ Die Rechtsfindung ausserhalb des noch möglichen Wortsinns gelingt auf dem Weg der Lückenfüllung. Rechtsfindung innerhalb des möglichen Wortsinns entsteht durch Auslegung der Norm (siehe zum Gesagten CANARIS, 25; FORSTMOSER/VOGT, § 15 Rz 22 ff.; KRAMER/ARNET, 205). Der Gehalt des Analogieschlusses liegt gerade darin, dass die zu beurteilende Rechtsfrage nach dem Modell einer gesetzlichen Vorschrift beurteilt wird, obwohl diese vom Wortsinn der Regelung nicht erfasst wird (KRAMER, 229).

⁵⁸² A.M. BÄRTSCHI, 80; GOTSCHEV, Rz 672; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 3; WATTER/DUBS, AJP 1998, 1312.

⁵⁸³ Siehe hinten Rz 70.

⁵⁸⁴ Mögliche Schutznormen waren etwa Art. 127 Abs. 1 FinfraG und Art. 17 Abs. 1 UEV. Letztere hält insbesondere fest, dass der Angebotsprospekt alle Angaben enthalten muss, damit die Angebotsempfänger einen Investitionsentscheid in Kenntnis der Sachlage treffen können (siehe GERICKE/WIEDMER, SK UEV, Art. 17 N 19; GOTSCHEV, Rz 762, insbesondere Fn 1582; ZOBL/KRAMER, Rz 409).

dd) Ergebnis

Zusammenfassend erfasste die Prospekthaftung gemäss Art. 752 aOR nach der hier vertretenen Ansicht mangelhafte Angaben in einem Angebotsprospekt bei öffentlichen Kaufangeboten, sofern die Transaktion als *Tauschangebot* ausgestaltet war. Dagegen waren Barangebote nicht von der Prospekthaftung erfasst.⁵⁸⁵

f) *Privatplatzierungen*

Die Prospekthaftung nach Art. 752 aOR setzte gemäss ihrem Wortlaut *kein öffentliches Angebot* voraus.⁵⁸⁶ Die Prospekthaftung griff folglich auch bei *Privatplatzierungen, sofern ein haftungsbegründendes Dokument* (z.B. ein «freiwilliger» Prospekt oder eine andere prospektähnliche Mitteilung) *veröffentlicht* wurde.⁵⁸⁷

Die Erfassung von Privatplatzierungen unter Art. 752 aOR war m.E. wenig stringent, weil die Lehre gleichzeitig forderte, dass sich der Prospekt und die ähnliche Mitteilung an einen grösseren Personenkreis (und gerade nicht an einzelne wenige Personen) richten musste. Zudem sprechen auch teleologische Überlegungen gegen eine Erfassung von Privatplatzierungen unter die Prospekthaftung.⁵⁸⁸

3. Aktien, Obligationen oder andere Titel

Die Prospekthaftung knüpfte gemäss ihrem Wortlaut an die «Ausgabe von Aktien, Obligationen oder anderen Titeln» an. Der Begriff der *anderen Titel* wurde weit ausgelegt, wobei man darunter «alle der Kapitalanlage dienenden marktfähigen Finanzprodukte der Gesellschaft» subsumierte.⁵⁸⁹ Damit erfasste Art. 752 aOR

⁵⁸⁵ Gl.M. BÄRTSCHI, 80; DEDEYAN, 1187; GERICHKE/WIDMER, SK UEV, Art. 17 N 18; GOTSCHEV, Rz 762; HUBER, 55; SPILLMANN/MEYER, 39f; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 3, nach dem jedoch auch Barofferten von Art. 752 aOR erfasst waren; WATTER/DUBS, AJP 1998, 1312.

⁵⁸⁶ Dies im Gegensatz zur Prospektspflicht gemäss Art. 652a aOR, die nur zur Anwendung gelangte, wenn Aktien «öffentlich» zur Zeichnung angeboten wurden (siehe ausführlich vorne Rz 139 ff.).

⁵⁸⁷ BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 Rz 12; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten 61 f.; GNOS, 97; NOTH/GROB, AJP 2002, 1443; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 5; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 162; SPILLMANN/MEYER, 42; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 4 f.; ZOBL/KRAMER, Rz 1145; a.M. AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 6.

⁵⁸⁸ Siehe zu diesen Überlegungen ausführlich hinten Rz 262.

⁵⁸⁹ BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 21.

Aktien, Partizipationsschein, Wandelobligationen, Optionsanleihen und Obligationen.⁵⁹⁰ Die wertpapierrechtliche Qualifikation der Titel war nicht entscheidend, die Titel konnten deshalb als Wertpapiere (Art. 965 ff. OR), Wertrechte (Art. 973c ff. OR) oder Bucheffekten (Art. 3 BEG) ausgestaltet sein; eine physische Verkundung war nicht notwendig.⁵⁹¹ Umstritten war die Frage, ob unter den Begriff der anderen Titel auch Finanzinstrumente fielen, die keinen gesellschaftsrechtlichen Bezug zur Eigen- oder Fremdkapitalbeschaffung des Emittenten aufwiesen. Die h.L. bejahte dies für Derivate und strukturierte Produkte.⁵⁹²

4. Emissionsprospekt oder ähnliche Mitteilung

a) Emissionsprospekt

- 217 Die Prospekthaftung nach Art. 752 aOR setzte zusätzlich voraus, dass ein *Emissionsprospekt* oder eine *ähnliche Mitteilung* erstellt oder deren *Erstellung pflichtwidrig unterlassen* wurde.⁵⁹³ Die Prospekthaftung erfasste damit zunächst den Emissionsprospekt nach Art. 652a aOR.⁵⁹⁴ Das Gesetz definierte den Emissions-

⁵⁹⁰ Siehe AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 8; BÄRTSCHI, 68 f.; BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 490; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 972, der auch Genussscheine dazuzählt; HENCKEL VON DONNERSMARCK, 171; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 20; NÖTH/GROB, AJP 2002, 1438; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 2; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 4, der bereits an den Begriff der «Effekte» nach Art. 2 lit. b FinfraG anknüpfte; vgl. auch ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 161. Umstritten war die Frage, ob – in Anlehnung an den Begriff der Effekte – nur Titel erfasst waren, die «massenweise» emittiert werden konnten (befürwortend BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 11; NÖTH/GROB, AJP 2002, 1438 m.w.N.; ablehnend RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 2).

⁵⁹¹ Siehe zum Gesagten BÄRTSCHI, 68 f.; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 21; NÖTH/GROB, AJP 2002, 1438;

⁵⁹² AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 8; CONTRATTO 330 f.; DAENIKER, Securities Regulation, 77; HUTTERLI, Rz 485; MAURENBRECHER/WALLER, 70; SCHLEIFER/FISCHER, 180; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 4; a.M. BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 21.

⁵⁹³ Statt vieler NEIDHART, 83: «Ohne Prospekt ist die Prospekthaftung gegenstandslos.»

⁵⁹⁴ AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 9; APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 261; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 9; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 201; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 20; LENOIR, 59; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 7; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 162; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 5; ZOBL/KRAMER, Rz 1144.

prospekt nicht. In der Lehre bildeten sich deshalb *Begriffsmerkmale*⁵⁹⁵ heraus, die wie folgt zusammengefasst werden können: Ein Emissionsprospekt im Sinn von Art. 752 aOR ist eine vom Emittenten im Zusammenhang mit einer Emission erstellte schriftliche Dokumentation, die dazu dient, eine Mehrzahl von Anlegern über die angebotenen Titel und den Emittenten zu informieren und sie zur Zeichnung einzuladen.⁵⁹⁶ Der Emittent hatte keinen Einfluss darauf, ob die von ihm ausgehenden Mitteilungen rechtlich als Emissionsprospekt oder prospektähnliche Mitteilungen qualifiziert wurden. Es war deshalb für die Qualifikation als Emissionsprospekt belanglos, wenn der Emittent einen Hinweis auf dem Dokument anbrachte, wonach es sich nicht um einen Prospekt handle.⁵⁹⁷

Der Emissionsprospekt nach Art. 652a aOR bezweckte gemäss seiner Werbefunktion, potenzielle Anleger auf die Zeichnungsmöglichkeit aufmerksam zu machen und zur Zeichnung einzuladen.⁵⁹⁸ Das im Prospekt enthaltene Angebot⁵⁹⁹ an die Anleger konnte deshalb entweder als Angebot zum Vertragsschluss im Sinn von Art. 3 ff. OR oder als Einladung zur Offertstellung (*invitatio ad offerendum*) qualifiziert werden.⁶⁰⁰ Der Unterschied im vorliegenden Zusammenhang liegt darin, dass ein Angebot zum Vertragsschluss für den Emittenten bindende Wirkung hat, das heisst, er muss den Anlegern genauso viele Effekten zuteilen, wie diese erwer-

⁵⁹⁵ ERB, 58 ff., JUCKER, 34 f. und NEIDHART, 32, erwähnen vier Begriffsmerkmale des Emissionsprospekts: 1) schriftliche Mitteilung, 2) wesentliche Angaben über den Emittenten und die zu emittierenden Titel, 3) Informationsabsicht und 4) an eine Mehrzahl von Personen gerichtet; siehe auch ROHR, 185 f. In der älteren Literatur wurde der Prospekt sehr allgemein als «Werbe- und Einladungsofferte» bezeichnet (NEIDHART, 27).

⁵⁹⁶ So oder ähnlich CAMENZIND, 51; LENOIR, 30 ff.; NOTH/GROB, 1439; ROHR, 185 f.; SCHRAFL, 58; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 5; ZOBL/KRAMER, Rz 1064 ff.; vgl. auch die Definition bei SCHRAFL, 58, wonach als Prospekt jede Mitteilung aufzufassen sei, «durch die jemand eingeladen wird, Aktien zu kaufen». Diese Definition ist m.E. zu weit gefasst und unterschlägt insbesondere den notwendigen Zusammenhang zu einer Emission; gleichzeitig ist zu weit, denn sie umfasst nur Aktien und nicht auch andere Titel.

⁵⁹⁷ Siehe WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 5; ZOBL/KRAMER, Rz 1105; siehe auch CAMENZIND, 51, nach dem es auf die Bezeichnung als «Prospekt» nicht ankommt.

⁵⁹⁸ Zu den Funktionen des Prospekts vorne Rz 96 ff.

⁵⁹⁹ Synonym werden auch die Begriffe Antrag oder Offerte verwendet (HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 205).

⁶⁰⁰ Siehe zur Abgrenzung und den Voraussetzungen statt vieler Huguenin, OR AT/BT, Rz 204 ff. und 211 ff.

ben möchten.⁶⁰¹ Bei einer Einladung zur Offertstellung liegt dagegen die Zuteilung der Effekten an einzelne Anleger im Ermessen des Emittenten.⁶⁰² Die Lehre zum bisherigen Recht qualifizierte den Emissionsprospekt überwiegend als Einladung zur Unterbreitung eines Angebots.⁶⁰³ Dies mit der Begründung, dass der Emittent *keinen endgültigen Rechtsbindungswillen* hat.⁶⁰⁴ Aus den eben genannten Gründen wurde auch ein Prospekt für Anleiheobligationen als Einladung zur Offertstellung qualifiziert.⁶⁰⁵

b) Prospektähnliche Mitteilungen

- 219 Die Prospekthaftung nach Art. 752 aOR erfasste auch prospektähnliche Mitteilungen.⁶⁰⁶ Damit waren Informationen gemeint, die im Zusammenhang mit einer Emission veröffentlicht werden, um potenzielle Anleger *über die juristische und wirtschaftliche Situation des Emittenten zu informieren und ihren Investitionsentscheid zu beeinflussen*.⁶⁰⁷ Typischerweise handelte es sich um Informationen, die

⁶⁰¹ Dies ist dem Emittenten jedoch nicht immer möglich, weil es etwa bei einem IPO häufig zu einer «Überzeichnung» kommt. Dabei übersteigt die Nachfrage seitens der Investoren die Anzahl angebotener Titel. Der Emittent bzw. das Bankenkonsortium hat in diesem Fall anhand von Zuteilungskriterien zu entscheiden, welche Investoren wie viele Titel erhalten (zum Ganzen DAENIKER, Zuteilungsgrundsätze, 351 ff.; VON DER CRONE/NÄNNI/SIBBERN, 146 f.).

⁶⁰² Zum Gesagten LENOIR, 34.

⁶⁰³ CAMENZIND, 51; CRAMER, ZK OR, Art. 652a N2; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 52 Rz 91; HUBER, Schutz, 14; LAMBERT/GERICKE, OFK OR, Art. 652a N1; LENOIR, 34; NEIDHART, 50; NOTH/GROB, AJP 2002, 1441; ROHR, 148; VON DER CRONE/NÄNNI/SIBBERN, 168; ZINDEL/ISLER, BSK OR II (5. A.), Art. 652a N2; a.M. GERICKE, 205.

⁶⁰⁴ Ältere Autoren sprechen auch von einem fehlenden «Offerten-Willen» (NEIDHART, 50; JUCKER, 57; siehe auch LENOIR, 34). Es ergibt sich zudem bereits aus Art. 7 Abs. 1 OR, dass ein Angebot ohne endgültigen Rechtsbindungswillen lediglich eine Einladung zur Offertstellung sein kann (dazu HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 211 f.).

⁶⁰⁵ MAROLDA MARTINEZ/VON DER CRONE, SZW 2003, 160; MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, Rz 1170.

⁶⁰⁶ Das OR von 1936 verwendete in Art. 752 noch den Terminus «in Prospekten oder Zirkularen oder ähnlichen Kundgebungen» (siehe BBl 1936 III 605, 655; NEIDHART, 91); vgl. zum französischen Gesetzestext auch BGE 47 II 272 E. 1, 286.

⁶⁰⁷ BGE 112 II 261 E. 3a, 261; BGE 47 II 272 E. 1, 286; HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.1.2; APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 271; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 25; BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N9; CAMENZIND, 90; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 9 f.;

von den Anlegern nicht oder nur unter unzumutbarem Aufwand überprüft werden konnten.⁶⁰⁸ Umstritten war einerseits, ob sich die Mitteilung an einen grösseren Kreis von Anlegern zu richten hatte oder ob bereits eine individuelle Information haftungsbegründend sein konnte.⁶⁰⁹ Andererseits war die Form umstritten: Prospektähnliche Mitteilungen mussten zumindest eine gewisse Beständigkeit aufweisen.⁶¹⁰ Die Informationen konnten in schriftlichen Dokumenten enthalten oder auf anderen Datenträgern aufgezeichnet sein, sofern die Urheberschaft eindeutig zuweisbar war.⁶¹¹ Umstritten war insbesondere, ob nur schriftliche Aussagen als

FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 975; HODEL, 138 f.; KONDOROSY, 246; NOTH/GROB, AJP 2002, 1439; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 8; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 162; ZOBL/KRAMER, Rz 1144. Einige Autoren definieren prospektähnliche Mitteilungen leicht abweichend als Informationen, die in einem ersichtlichen Zusammenhang zu einer Emission veröffentlicht werden und wie ein Emissionsprospekt Aufklärungs-, Werbe- und Garantiefunktion haben (NOTH/GROB, AJP 2002, 1439; SCHLEIFFER/FISCHER, 183; SPILLMANN/MEYER, 42; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 14).

⁶⁰⁸ KGer SG vom 19.12.1986, in: SJZ 85/1989, 50; BÄRTSCHI, 68; DEDEYAN, 901; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 201; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 22; KONDOROSY, 246; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 162; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 14; ZOBL/KRAMER, Rz 1144; a.M. LENOIR, 65, der darauf abstellt, ob die Informationen über die rechtliche oder wirtschaftliche Situation des Emittenten Auskunft geben; NOTH/GROB, AJP 2002, 1440, die die Unzumutbarkeit der Überprüfung der Informationen als ein Kriterium der Widerrechtlichkeit bezeichnen.

⁶⁰⁹ Eine Haftung für individuelle Aussagen befürwortend: KGer SG vom 19.12.1986, in: SJZ 85/1989, 50; siehe auch HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.1.4.5, S. 43, wo die Emissionsunterlagen nur an wenige Anleger ausgeteilt wurden, aber im Hinblick darauf, einen unbestimmten Personenkreis anzusprechen. Eine Haftung für individuelle Aussagen ablehnend: BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 12; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 10; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 975; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 10; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 162; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 14; ZOBL/KRAMER, Rz 1144; siehe auch HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.1.2: «Sodann ist zu verlangen, dass die Wertpapiere einem breiteren Kreis von Abnehmern angeboten werden [...]»

⁶¹⁰ Die Formulierung von Art. 752 aOR deutet auf den Grundsatz hin, dass es nicht auf die Form der Mitteilung, sondern auf die Funktion ankommt (siehe BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 25; NOTH/GROB, AJP 2002, 1439). Damit ist nicht gemeint, dass die Form, in die eine Mitteilung verpackt wurde, für die Haftung überhaupt nicht entscheidend war.

⁶¹¹ AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 10; NOTH/GROB, AJP 2002, 1439; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 14.

prospektähnliche Mitteilungen qualifizierten oder auch rein mündliche Äusserungen in Werbespots, Interviews, Vorträgen oder Reden. Die h.L. subsumierte auch solche mündlichen Äusserungen unter Art. 752 aOR.⁶¹²

- 220 Als prospektähnlich qualifizierten zunächst in einem engeren Sinn *prospektnahe Dokumente*, die aufgrund einer *gesetzlichen Erstellungspflicht* erstellt werden mussten. Dazu zählten der vereinfachte Prospekt nach Art. 5 Abs. 2 aKAG und der Kotierungsprospekt nach Art. 27 aKR-SIX.⁶¹³ Erfasst waren auch andere prospektnahe Dokumente wie der vorläufige Emissionsprospekt (*preliminary prospectus*, ein Prospekt ohne Emissionspreis), der vor dem definitiven Prospekt (*final prospectus*) publiziert wurde, und der Kurzprospekt (Zusammenfassung des Emissionsprospekts).⁶¹⁴
- 221 Unter den Begriff der prospektähnlichen Mitteilung fielen aber in einem weiteren Sinn auch *transaktionsbegleitende Dokumente* wie Kotierungsinsinrate, *research reports* (falls von einer transaktionsbegleitenden Bank herausgegeben),⁶¹⁵ Präsentationen zur Emission (*road shows*) und Pressemitteilungen.⁶¹⁶ Bei reinen Werbeangeboten wurde dagegen eine Prospekthaftung verneint, weil sich der Anleger

⁶¹² HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.1.2; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 201; LENOIR, 60 f.; NOTH/GROB, AJP 2002, 1439; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 8; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 162; ROHR, 213; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 14; a.M. BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 25, der mündliche Äusserungen bei *road shows* und vor Medienvertretern oder Aktionären von der Prospekthaftung ausnahm; BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 12; DAENIKER, Defense, 60; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 65; DEDEYAN, 901.

⁶¹³ Siehe zum Gesagten AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 9; CONTRATTO, 330 f., 337; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 21; HUTTERLI, Rz 485; LENOIR, 59; MAURENBRECHER/WALLER, 79; NOTH/GROB, AJP 2002, 1440; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 8; SCHLEIFFER/FISCHER, 180; SCHMID, GesKR 2011, 63 f.; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 14.

⁶¹⁴ AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 9; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 25; HODEL, Kotierung, 138 f.; HUBER, IPO, 55; ZÜRCHER, SZW 2006, 128; siehe zum *preliminary prospectus* auch ADLER/BONO, CapLaw 2019, 3 f.

⁶¹⁵ Die Risiken von fehlerhaften *research reports* hatten grundsätzlich die dafür verantwortlichen Banken und Finanzanalysten zu tragen (siehe APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 271; SCHALLER, Rz 131 ff.).

⁶¹⁶ HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.1.2; APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 271; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 22; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 8; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 162; SPILLMANN/MEYER, 42.

dabei kein objektives Bild von der rechtlichen oder wirtschaftlichen Situation des Emittenten und über die angebotenen Titel machen konnte.⁶¹⁷

Der Prospekt und die ähnlichen Mitteilungen knüpften nach Rechtsprechung und h.L. nicht an eine Prospektspflicht an und setzten auch keine solche voraus.⁶¹⁸ Diese Dokumente lösten folglich eine Haftung aus, auch wenn sie unabhängig von einer Prospektspflicht erstellt wurden. Ein Emittent haftete deshalb für fehlerhafte Angaben in Prospekten oder prospektähnlichen Mitteilungen, wenn er diese freiwillig, namentlich in Abwesenheit einer entsprechenden gesetzlichen Pflicht, erstellte und veröffentlichte. Die Rechtsprechung begründete diese Ansicht damit, dass auch einem freiwillig erstellten Prospekt eine garantieähnliche Funktion zukomme. Zudem bilde er die Grundlage für den Investitionsentscheid des Anlegers, der sich auf die Wahrheit der Angaben verlassen können solle.⁶¹⁹ In der Praxis traf dies vor allem auf ein freiwillig verfasstes *placement memorandum* (auch *information memorandum*) im Zusammenhang mit einer Privatplatzierung zu.⁶²⁰ Ein freiwillig erstellter Prospekt konnte aufgrund der fehlenden Prospektspflicht nicht unvollständig – gemessen an den Mindestangaben von Art. 652a Abs. 2 aOR – sein.⁶²¹ Die Prospekthaftung erforderte aber auch bei freiwillig erstellten Prospekten oder prospektähnlichen Mitteilungen einen *Konnex zu einer Gründung oder Ausgabe von Titeln*.⁶²²

⁶¹⁷ LENOIR, 64 f.; SCHRAFL, 59, der dabei von «Animier-Artikeln» spricht.

⁶¹⁸ Siehe BGE 120 IV 122, E. 4d/bb, 129; KGer SG vom 19.12.1986, in: SJZ 85/1989, 50; AMSTUTZ/GOHARI, OFK OF, Art. 752 N 9; APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 261; BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 12; BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 10; CAMENZIND, 101; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 62; GERHARD, SZW 2006, 264; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 201; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 20; NOTH/GROB, AJP 2002, 1439; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 3; RIMLE, 245; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 163; ROHR, 214; SCHWEIZER, 72; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 5; ZOBL/KRAMER, Rz 1144.

⁶¹⁹ Siehe zum Gesagten BGE 120 IV 122 E. 4d/bb, 129. Obwohl es sich bei BGE 120 IV 122 um einen strafrechtlichen Entscheid handelt, wird seine Gültigkeit auch für das Zivilrecht bejaht (APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 261; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten 62; GERHARD, GesKR 2006, 298).

⁶²⁰ GERHARD, GesKR 2006, 298; RIMLE, 243 ff.; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 162; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 5.

⁶²¹ CAMENZIND, 101; RIMLE, 245; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, Fn 13; ZOBL/KRAMER, Rz 1145.

⁶²² Siehe dazu hinten Rz 225.

- 223 Es war nicht möglich, die Prospekthaftung *im Voraus auszuschliessen oder zu beschränken*.⁶²³ Ein Hinweis in einer prospektähnlichen Mitteilung, dass diese kein Emissionsprospekt sei oder keine Prospekthaftung begründe, hatte deshalb keine haftungsbefreiende Wirkung.⁶²⁴

c) *Unterlassen der Prospektveröffentlichung*

- 224 Art. 652a Abs. 1 aOR statuierte eine Prospekterstellungspflicht, wenn neue Aktien öffentlich zur Zeichnung angeboten wurden. Ein *Unterlassen* der Prospektveröffentlichung trotz Prospektpflicht stellte nach überwiegender Ansicht in der Lehre ebenfalls ein widerrechtliches Verhalten im Sinn von Art. 752 aOR dar.⁶²⁵

5. Funktionaler Zusammenhang zu einer Emission

- 225 Damit die Prospekthaftung nach Art. 752 aOR griff, musste der Prospekt oder die ähnliche Mitteilung in einem *erkennbaren Zusammenhang zu einer Gründung oder eine Ausgabe von Titeln* stehen.⁶²⁶ Ein Teil der Lehre liess einen zeitlichen Zusammenhang genügen.⁶²⁷ Nach einer (mehrheitlich) vertretenen Ansicht musste

⁶²³ Siehe dazu ausführlich hinten Rz 730 ff.

⁶²⁴ APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 271; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 202; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 22; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 162; ZOBL/KRAMER, Rz 1145.

⁶²⁵ BGE 47 II 272 E. 1, 287; BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 490; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 37 N 86; GRONER, 80; KOWALEWSKI, 1024; ROHR, 217; SCHLEIFFER/FISCHER, 178. Die Haftung nach Art. 1156 Abs. 3 aOR beinhaltete diesen Tatbestand bereits im Wortlaut: «Sind Obligationen ohne Zugrundelegung eines diesen Vorschriften entsprechenden Prospektes ausgegeben worden [...]»

⁶²⁶ BÄRTSCHI, 68; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 22, 25; CAMENZIND, 87 f.; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 9; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 64; Erb, 120; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 974; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 204; HENCKEL VON DONNERSMARCK, 174 f.; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 21; NOBEL, BK Aktienrecht, § 4 N 313; NOTH/GROB, AJP 2002, 1439; PABST, 157, der den Grund der Veröffentlichung, namentlich «die Unterrichtung mit dem Ziel der Werbung für eine Kapitalanlage», als ausschlaggebendes Kriterium bezeichnet; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, Fn 6; ROHR, 220; SCHRAFL, 60; SCHWEIZER, 63; a.M. WATTER, AJP 1992, 58, der auch regelmässige Publikationen unter die Haftung subsumiert, die nicht mit einer Emission zusammenhängen, bei denen dem Emittenten aber bewusst ist, dass sie die Emission beeinflussen könnten.

⁶²⁷ LENOIR, 62 f., wonach es auf den Grund der Informationserstellung und -verbreitung nicht ankommen könne. LENOIR lehnt einen funktionalen Zusammenhang insbeson-

der Grund der Informationserstellung bzw. -verbreitung in einer Emission liegen, das heisst, das haftungsbegründende Dokument musste *aufgrund* einer Emission erstellt und veröffentlicht werden.⁶²⁸ Dieser funktionale Zusammenhang leitete sich zum einen aus dem Wortlaut von Art. 752 aOR ab, der verlangte, dass der Emissionsprospekt oder die ähnliche Mitteilung «bei» der Gründung einer Gesellschaft oder bei der Ausgabe von Titeln erstellt wurde. Zum anderen ergab sich aus der Informationsfunktion des Prospekts, dass nur Dokumente eine Haftung auslösten, die dem Anleger einen *fundierten Anlageentscheid* ermöglichten.⁶²⁹ Ein derartiger funktionaler Zusammenhang war gegeben, wenn das haftungsbegründende Dokument in eine Emission von Titeln eingebunden war und bezweckte, den *Investitionsentscheid der Anleger in Bezug auf das konkrete Angebot zu beeinflussen*.⁶³⁰

Die Rechtsprechung bestätigte den funktionalen Zusammenhang als Voraussetzung einer Haftung nach Art. 752 aOR.⁶³¹ Seine Hauptfunktion lag indes in der *Beschränkung der Prospekthaftung auf ein vernünftiges Mass*.⁶³² Mitteilungen der Gesellschaft, die nicht in eine Emission eingebunden waren, konnten keine Prospekthaftung auslösen.⁶³³ Namentlich fielen allgemeine Informationen der

dere ab, weil es für den Anleger – dessen Schutz die Prospekthaftung bezweckt – häufig nicht erkennbar ist, aus welchem Grund eine Gesellschaft eine Mitteilung veröffentlichte. Eine zu weite Ausdehnung der Prospekthaftung sei aber ohnehin nicht zu befürchten, weil Informationen, die nicht im Zusammenhang mit einer Ausgabe von Aktien abgegeben wurde, zu einer Unterbrechung der Kausalkette führen würden.

⁶²⁸ ERB, 120; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 975; NOTH/GROB, AJP 2002, 1442; PABST, 157; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 162.

⁶²⁹ Siehe dazu vorne Rz 96.

⁶³⁰ BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 22; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 205.

⁶³¹ Siehe BGE 112 II 258 E. 3, 261: «Die Haftungsbestimmung betrifft aber nur Kundengebungen «bei der Ausgabe» von Aktien. Die Verbreitung von Prospekten und ähnlicher Mitteilungen muss daher mit der Emission zusammenhängen, also in der Absicht erfolgt sein, die Aktien in den Verkehr einzuführen.»

⁶³² Das Erfordernis des funktionalen Zusammenhangs steht damit in enger Beziehung zum Kausalzusammenhang, dem, in der Form der adäquaten Kausalität, ebenfalls eine haftungsbeschränkende Wirkung zukommt. Der Kausalzusammenhang beschreibt allerdings den Zusammenhang zwischen dem widerrechtlichen Verhalten und dem Schaden; dagegen beschreibt der funktionale Zusammenhang das Verhältnis zwischen dem haftungsbegründenden Dokument und den von der Prospekthaftung erfassten Kapitalmarkttransaktionen.

⁶³³ Siehe HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 226; a.M. LENOIR, 63, der einen sachlichen Zusammenhang zu einer Emission ablehnt.

Gesellschaft an ihre Aktionäre oder an die Öffentlichkeit (Aktionärsbriefe, Zwischenberichte, Geschäftsberichte oder sonstige Mitteilungen) nicht unter die Prospekthaftung, wenn die Informationen nicht dazu dienen, den Kaufentscheid von potenziellen Anlegern anlässlich einer Emission zu beeinflussen.⁶³⁴ Auch bei Informationen im Rahmen der *Ad hoc*-Publizität nach Art. 53 KR-SIX fehlte es an einem funktionalen Zusammenhang, weshalb diese nicht unter die Prospekthaftung fielen.⁶³⁵

- 227 Aufgrund des Erfordernisses des funktionalen Zusammenhangs wurde deutlich, dass Art. 752 aOR *keine allgemeine kapitalmarktrechtliche Informationshaftung statuierte*, sondern nur eine auf besondere Vorgänge beschränkte Haftung.⁶³⁶

6. Einfluss der Rechtsform des Emittenten

- 228 Die Prospekthaftung nach Art. 752 aOR knüpfte schliesslich an die *Rechtsform des Emittenten* an. Die Bestimmung erfasste nur Gesellschaften, die in der Form einer schweizerischen Aktiengesellschaft konstituiert waren.⁶³⁷ Dies wurde mit der Gesetzessystematik begründet: Art. 752 aOR eröffnete den sechsten Abschnitt (Verantwortlichkeit) der Bestimmungen zur Aktiengesellschaft und war somit formeller Bestandteil des Aktienrechts. Bei einer Emission von Anleiheobligationen durch andere Gesellschaftsformen gelangte deshalb die Prospekthaftung nach Art. 1156 Abs. 3 aOR zur Anwendung.⁶³⁸ Auf ausländische Gesellschaften wurde Art. 752 aOR nicht angewendet, weil der Anwendungsbereich auf schweizerische Gesellschaften beschränkt war.⁶³⁹

⁶³⁴ BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 26; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 67; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 8; ZOBL/KRAMER, Rz 1146.

⁶³⁵ BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 26; DAENIKER, GesKR 2006, 143; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 96f; DEDEYAN, 916 ff.; HSU, 269 ff.; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 72 KR N 40 ff.; MAROLDA MARTINEZ, 363 f.; ZOBL/KRAMER, Rz 1146; a.M. KÖNDGEN, *Ad hoc*-Publizität, 805 ff., der eine Haftung für fehlerhafte *Ad hoc*-Publizität nach dem Modell von Art. 752 aOR skizziert.

⁶³⁶ HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 205.

⁶³⁷ CAMENZIND, 83; CONTRATTO, Regulierung, 323; LOMBARDINI, Kapit. XXIV Rz 117; NOTH/GROB, AJP 2002, 1437; RIMLE, 234; ROBERTO/WEGMANN, 163; ZOBL/ARPAGAUS, Prüfungspflicht, 205; ZOBL/KRAMER, Rz 1136.

⁶³⁸ Siehe dazu sogleich Rz 230.

⁶³⁹ CONTRATTO, Regulierung, 335; KONDOROSY, 147; RIMLE, 240; SCHWEIZER, 63; a.M. HENCKEL VON DONNERSMARCK, Kotierung, 172.

Eine Ausnahme vom Rechtsformerfordernis statuierte Art. 39 aBankG, wonach die Prospekthaftung nach Art. 752 aOR rechtsformunabhängig auf schweizerische Banken anwendbar war. Ausgenommen waren gemäss Art. 38 Abs. 1 aBankG lediglich Privatbankiers.⁶⁴⁰ 229

B. Prospekthaftung nach Art. 1156 aOR

Die Haftung bei der Emission von *Anleiensobligationen* war nach bisheriger Rechtslage durch Art. 1156 Abs. 3 aOR geregelt.⁶⁴¹ Danach haftete jeder Mitwirkende solidarisch, wenn entweder ohne Emissionsprospekt Anleiensobligationen ausgegeben wurden oder der Prospekt unrichtige oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben enthielt. Da auch Art. 752 aOR die Aufnahme von Fremdkapital regelte, standen die beiden Haftungsbestimmungen in *Gesetzeskonkurrenz* zueinander. Die Lehre löste diese Konkurrenz auf, indem sie Art. 752 aOR als *lex specialis* den Vorrang einräumte, wenn die Emission von Obligationen durch eine schweizerische Aktiengesellschaft erfolgte. Somit kam Art. 1156 Abs. 3 aOR nur noch bei der Ausgabe von Obligationen durch ausländische Emittenten⁶⁴² und bei schweizerischen Emittenten in einer anderen Rechtsform als der Aktiengesellschaft zur Anwendung.⁶⁴³ 230

⁶⁴⁰ Zum Gesagten BERTSCHINGER, BSK BankG, Art. 38 N 2, Art. 39 N 3 ff.; siehe auch HUTTERLI, Rz 492; SCHMID, GesKR 2011, 63; SETHE/FAHRLÄNDER, 203; ZOBL, Komm.-BankG, Art. 39 N 6; bei Art. 39 aBankG handelte es sich um eine *lex specialis*, die den Bestimmungen des OR vorging (HENCKEL VON DONNERSMARCK, Kotierung, 173; ROHR, 213 ff.).

⁶⁴¹ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, Rz 1172.

⁶⁴² Voraussetzung war, dass sich der klagende Anleiensgläubiger gestützt auf Art. 156 IPRG auf Schweizer Recht berief (vgl. BGE 129 III 71 E. 2.3).

⁶⁴³ DAENIKER, Securities Regulation, 75 f.; ERB, 112 f.; NEIDHART, 95; NOTH/GROB, AJP 2002, 1437; SETHE/FAHRLÄNDER, 204; SPILLMANN/MEYER, 39; WATTER, BSK Wertpapierrecht, Art. 1156 N 23; ZOBL/KRAMER, Rz 1137; a.M. HENCKEL VON DONNERSMARCK, Kotierung, 172, der die Anwendung der beiden Haftungsbestimmungen allein danach unterschied, ob Anleiensobligationen oder Aktien begeben oder vertrieben wurden. Nach dieser Auffassung war bei der öffentlichen Ausgabe von Aktien in der Schweiz für die Frage der Prospektpflicht und -haftung schweizerisches Recht, mithin Art. 752 aOR anwendbar, selbst wenn es sich um einen ausländischen Emittenten handelte.

C. Haftung im Kollektivanlagengesetz

1. Haftung bei der Ausgabe von kollektiven Kapitalanlagen

- 231 Bei der Ausgabe von *kollektiven Kapitalanlagen* statuierte Art. 75 aKAG eine *Prospektpflicht*. Eine Prospekthaftung war im KAG nicht vorgesehen; die h.L. leitete eine solche jedoch aus Art. 145 aKAG ab.⁶⁴⁴ Davon zu unterscheiden war die bisherige Rechtslage bei der Ausgabe von strukturierten Produkten und Derivaten. Wurden solche Produkte an nicht qualifizierte Anleger verkauft, musste vorgängig ein vereinfachter Prospekt gemäss Art. 5 Abs. 2 aKAG erstellt werden. Da Art. 5 Abs. 5 aKAG die übrigen Bestimmungen des aKAG für strukturierte Produkte als nicht anwendbar erklärte, kam auch die Haftung nach Art. 145 aKAG nicht zur Anwendung.⁶⁴⁵ Handelte es sich beim Emittenten um eine Bank oder eine schweizerische Aktiengesellschaft, gelangte die Haftung nach Art. 752 aOR zur Anwendung.⁶⁴⁶ Begründet wurde diese Konstruktion mit der Subsumption der Derivate und strukturierten Produkte unter den Begriff der «anderen Titel» und des vereinfachten Prospekts als «ähnliche Mitteilung» nach Art. 752 aOR.⁶⁴⁷ Handelte es sich beim Emittenten nicht um eine schweizerische Aktiengesellschaft oder eine Bank im Sinn von Art. 1a aBankG, existierte keine Anspruchsgrundlage für eine Prospekthaftung; es bestand eine Regelungslücke.⁶⁴⁸ Die Lücke wurde von der Lehre durch die Anwendung der Vertrauenshaftung oder der ausservertraglichen Haftung nach Art. 41 OR geschlossen.⁶⁴⁹

⁶⁴⁴ BGE 112 II 172; CONTRATTO, GesKR 2006, 200 f.; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 164; SETHE/FAHRLÄNDER, 204; SPILLMANN/MEYER, 39; WEBER, BSK KAG, Art. 75 N 55.

⁶⁴⁵ HUTTERLI, Rz 480; MAURENBRECHER/WALLER, 68.

⁶⁴⁶ Bei der Emission durch eine Bank gelangte man über die Verweisung von Art. 39 BankG zur Haftung nach Art. 752 aOR.

⁶⁴⁷ CONTRATTO, 329 ff.; HUTTERLI, Rz 482 ff.; MAURENBRECHER/WALLER, 70 f.; SETHE/FAHRLÄNDER, 204.

⁶⁴⁸ Auch Art. 1156 aOR gelangte nicht zur Anwendung, da es sich bei Derivaten und strukturierten Produkten nicht um Anlehensobligationen handelte (vgl. CONTRATTO, Regulierung, 333 f.; HENCKEL VON DONNERSMARCK, 174).

⁶⁴⁹ SETHE/FAHRLÄNDER, 204; zur Vertrauenshaftung siehe CONTRATTO, Regulierung, 333 ff.; CONTRATTO, Prospekt, 201; HENCKEL VON DONNERSMARCK, Kotierung, 334; HUTTERLI, Rz 495 ff.; zur Haftung nach Art. 41 OR siehe RIMLE, 240.

2. Haftung für das Key Investor Information Document (KIID)

Das bisherige Recht enthielt keine Regelung zum Basisinformationsblatt. Es bestand jedoch eine Haftung für das *Key Investor Information Document* (kurz: KIID), das von Effektenfonds und übrigen Fonds für traditionelle Anlagen zu erstellen war (Art. 76 Abs. 1 aKAG i.V.m. Art. 145 aKAG).⁶⁵⁰ 232

D. Haftung für Kotierungsprospekte

Vor dem Inkrafttreten des FIDLEG oblag die Kotierung von Effekten den jeweiligen Börsenbetreibern, die in Selbstregulierung Kotierungsreglemente erliessen.⁶⁵¹ Wer Effekten an der Schweizer Börse SIX handeln wollte, hatte gemäss Art. 27 aKR-SIX einen *Kotierungsprospekt* zu erstellen.⁶⁵² Eine Haftung für fehlerhafte Kotierungsprospekte fand sich aber weder im BHEG noch im KR-SIX. Art. 752 aOR griff zumindest bei einem IPO, wenn eine Aktiengesellschaft einen kombinierten Emissions- und Kotierungsprospekt (sog. *Einheitsprospekt*) veröffentlichte.⁶⁵³ Je nach Rechtsform des Emittenten kam aber auch Art. 1156 Abs. 3 aOR oder Art. 39 aBankG zur Anwendung.⁶⁵⁴ Umstritten war hingegen, ob auch ein separater Kotierungsprospekt, etwa im Rahmen einer Sekundärplatzierung, eine Haftungsgrundlage bildete. Ein Teil der Lehre bejahte dies und qualifizierte den Kotierungsprospekt als «ähnliche Mitteilung» im Sinn von Art. 752 aOR.⁶⁵⁵ Ein anderer Teil der Lehre hielt dem entgegen, die Kotierung von Effekten 233

⁶⁵⁰ SETHE/FAHRLÄNDER, 205.

⁶⁵¹ Ausführlich zur Selbstregulierung im Finanzmarktrecht PITSCHEN, 71 ff. Umstritten war insbesondere die Rechtsnatur der Reglemente der SIX Swiss Exchange, die in Selbstregulierung erlassen wurden (ausführlich dazu PITSCHEN, 74 ff.).

⁶⁵² Kotierungsreglement SIX Swiss Exchange vom 28. Oktober 2018 (Inkrafttreten am 1. Juli 2019). Zum Begriff des Kotierungs- bzw. Börsenprospekts ERB, 67 ff.; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 162 f.; ZOBL/KRAMER, Rz 1112.

⁶⁵³ CAMENZIND, 89; CONTRATTO, Regulierung, 336; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 61; HENCKEL VON DONNERSMARCK, Kotierung, 179; KONDOROSY, 155; KOWALEWSKI, 1024; NOTH/GROB, AJP 2002, 1440; RIMLE, 269; WATTER, AJP 1992, 48; DERS., BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 3; ZOBL/KRAMER, Rz 1140.

⁶⁵⁴ CAMENZIND, 89; CONTRATTO, 336 f.; NOTH/GROB, AJP 2002, 1440; SETHE/FAHRLÄNDER, 204 f.; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 3, ZOBL/KRAMER, Rz 1140.

⁶⁵⁵ APPENZELLER/WALLER, 262; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 59 f.; HENCKEL VON DONNERSMARCK, 179; KOWALEWSKI, 1024; NOTH/GROB, AJP 2002, 1440.

ohne vorgängige Neuausgabe von Titeln stelle eine Transaktion des Sekundärmarkts dar, die vom Anwendungsbereich der Prospekthaftung ausgenommen sei.⁶⁵⁶

E. Zwischenergebnis

- 234 Die Prospekthaftung war im bisherigen Recht *uneinheitlich* geregelt. Eine Abgrenzung erfolgte einerseits über die Rechtsform des Emittenten: Art. 752 aOR war nur anwendbar, wenn eine schweizerische Aktiengesellschaft Aktien oder andere Titel im Publikum platzierte. Dagegen kam Art. 1156 Abs. 3 aOR bei der Ausgabe von Anleiheobligationen durch ausländische Emittenten und bei schweizerischen Emittenten in einer anderen Rechtsform als der Aktiengesellschaft zur Anwendung. Das Kotierungsreglement der Börse enthielt für Kotierungsprospekte keine Haftung. Die Lehre subsumierte in gewissen Situationen Kotierungsprospekte unter die Haftung von Art. 752 aOR.
- 235 Der Anwendungsbereich der Prospekthaftung nach Art. 752 aOR war eröffnet, wenn im Zusammenhang mit der *Gründung oder einer Ausgabe von Titeln* ein Emissionsprospekt oder eine ähnliche Mitteilung erstellt oder verbreitet worden war. Nach der herrschenden Lehre erfasste Art. 752 aOR nur *Primärplatzierungen und gemischte Platzierungen*. Sekundärplatzierungen waren demnach nicht erfasst, weil der Zusammenhang zu einer Gründung oder einer Ausgabe von Titeln fehlte. Ein öffentliches Angebot war jedoch keine Voraussetzung, die Haftung griff deshalb auch bei *Privatplatzierungen*. Der Begriff der *ähnlichen Mitteilung* wurde weit ausgelegt und umfasste alle Informationen, die vom Emittenten veröffentlicht wurden, um potenzielle Anleger über die *juristische und wirtschaftliche Situation des Emittenten* zu informieren und ihren *Investitionsentscheid* zu beeinflussen. Prospekte und ähnliche Mitteilungen waren auch von Art. 752 aOR erfasst, wenn sie freiwillig erstellt wurden, das heisst, der Emittent war nicht zur Erstellung derartiger Dokumente verpflichtet. Schliesslich setzte Art. 752 aOR einen *funktionalen Zusammenhang* zwischen dem haftungsbegründenden Dokument und einer Emission von Titeln voraus.

⁶⁵⁶ BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 26a; CAMENZIND, 89; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 973.

III. Neue Rechtslage: Anwendungsbereich der Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG

Seit dem Inkrafttreten des FIDLEG am 1. Januar 2020 ist die Prospekthaftung in Art. 69 FIDLEG geregelt. Die bisherigen Prospekthaftungsnormen von Art. 752 und Art. 1156 Abs. 3 aOR wurden aufgehoben.⁶⁵⁷ Art. 69 FIDLEG statuiert nun eine *einheitliche Haftungsgrundlage für zivilrechtliche Ansprüche im Zusammenhang mit mangelhaften Prospekten und Basisinformationsblättern*, die sich sowohl auf den *Primär- als auch den Sekundärmarkt* bezieht.⁶⁵⁸ Nach dem Wortlaut von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG greift die Prospekthaftung, wenn in Prospekten, im Basisinformationsblatt oder in ähnlichen Mitteilungen mangelhafte Angaben gemacht werden und dadurch ein Schaden beim Erwerber des Finanzinstruments entsteht. Materiell lehnt Art. 69 FIDLEG – wie bereits erwähnt – an die bisherige Bestimmung von Art. 752 aOR an, womit Rechtsprechung und Lehre zu dieser Bestimmung *unter Anpassungen* an die neue Rechtslage weiterhin gelten.⁶⁵⁹ 236

Der Anwendungsbereich von Art. 69 FIDLEG ist eröffnet, wenn bei einem *öffentlichen Angebot zum Erwerb von Effekten* oder bei einer *Handelszulassung von Effekten an einem Handelsplatz* (nachfolgend A.) ein haftungsbegründendes Dokument erstellt und veröffentlicht wird (nachfolgend B.). 237

A. Einheitliche Anspruchsgrundlage bei öffentlichen Angeboten im Primär- und Sekundärmarkt

1. Haftung bei öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Effekten und bei Handelszulassungen

Art. 69 Abs. 1 FIDLEG knüpft zunächst an die Erstellung eines «Prospekts» oder einer «ähnlichen Mitteilungen» an. Aus der Systematik des FIDLEG ergibt sich, dass darunter ein Prospekt im Sinn von Art. 35 Abs. 1 FIDLEG zu verstehen 238

⁶⁵⁷ Ebenso wurden die spezialgesetzlichen Bestimmungen in Art. 75–77 aKAG mit dem Inkrafttreten des FIDLEG aufgehoben.

⁶⁵⁸ GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 189 f.; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 218; HUNKELER/WOHL, GesKR 2014, 498; SPILLMANN/MEYER, 45; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1957; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 6; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 22.

⁶⁵⁹ Siehe vorne Rz 62.

ist.⁶⁶⁰ Der Anwendungsbereich der Prospekthaftung ist folglich eröffnet, wenn bei einem *öffentlichen Angebot zum Erwerb von Effekten* oder einer *Handelszulassung von Effekten* im Sinn von Art. 35 Abs. 1 FIDLEG ein Prospekt oder ähnliche Mitteilungen erstellt und veröffentlicht werden.⁶⁶¹

a) Primär- und Sekundärplatzierungen

239 Indem Art. 69 Abs. 1 FIDLEG zunächst an das öffentliche Angebot gemäss Art. 35 Abs. 1 FIDLEG anknüpft, erfasst die Prospekthaftung *Primärplatzierungen und gemischte Platzierungen*. Dies stellt keine Neuerung zum bisherigen Recht dar, weil auch Art. 752 aOR auf Primärplatzierungen und gemischte Platzierungen anwendbar war.⁶⁶² Da der Begriff des öffentlichen Angebots auch *Sekundärplatzierungen* umfasst, greift die Prospekthaftung neu auch für diese. Dies stellt eine wesentliche Neuerung im Vergleich zum bisherigen Recht dar, weil die Anwendbarkeit von Art. 752 aOR auf Sekundärplatzierungen mehrheitlich abgelehnt wurde.⁶⁶³ Dies ergab sich aus dem Wortlaut von Art. 752 aOR, der an die Gründung oder Ausgabe von Titeln anknüpfte. Unter Art. 69 Abs. 1 FIDLEG fällt dieser Bezug weg, womit der Wortlaut nicht mehr gegen eine Anwendung der Prospekthaftung auf Sekundärplatzierungen spricht.⁶⁶⁴ Dies bedeutet,

⁶⁶⁰ Die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG ist integrativer Bestandteil des dritten Titels des FIDLEG, welcher unter dem Titel «Anbieten von Finanzinstrumenten» (Art. 35–71 FIDLEG) das neue Prospektrecht regelt.

⁶⁶¹ GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 190; SETHE/FAHRLÄNDER, 206; VON DER CRONE, Aktienrecht, N 1954; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 6; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 23; vgl. auch Botschaft FIDLEG/FINIG, 8992.

⁶⁶² Siehe vorne Rz 196 f.

⁶⁶³ Siehe dazu vorne Rz 198.

⁶⁶⁴ So auch GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 190; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 221; SETHE/FAHRLÄNDER, 206; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1959; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 6; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 11, 22. Die Prospekthaftung nach deutschem Recht erfasst ebenfalls Sekundärplatzierungen: Zunächst regelt § 9 Abs. 1 WpPG die Haftung für fehlerhafte Börsenzulassungsprospekte, wobei diese Bestimmung nur Prospekte erfasst, auf deren Basis Wertpapiere zum Börsenhandel zugelassen werden. Dagegen regelt § 10 WpPG die Haftung für alle anderen Wertpapierprospekte, die aufgrund der Prospektspflicht nach Art. 3 Abs. 1 EU-ProspektVO veröffentlicht werden (ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 10 ff.). Die Prospektspflicht nach Art. 3 Abs. 1 EU-ProspektVO gilt auch für Sekundärplatzierungen (GROSS, Kapitalmarktrecht, Art. 3 EU-ProspektVO Rz 1), wobei jedoch vereinfachte Offenlegungsregeln zur Anwendung gelangen (siehe Art. 14 Abs. 1 Eu-ProspektVO). Veräussert also ein Aktionär seine Wertpapiere mittels eines öffentlichen Angebots (auch öffentliche Umplatzie-

dass der Verkauf von bereits bestehenden Effekten im Sekundärmarkt, also etwa der Verkauf eines Aktienpakets durch einen Grossaktionär, der Prospekthaftung unterliegt, sofern die *Transaktion als öffentliches Angebot* strukturiert ist und ein *Prospekt oder ähnliche Mitteilungen veröffentlicht* werden. Für die Prospekthaftung kommt es dabei nicht darauf an, ob die angebotenen Effekten zur späteren Kotierung an einer Börse vorgesehen sind, denn das *öffentliche Angebot ist ein eigenständiger Anknüpfungspunkt* von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG.⁶⁶⁵ Auch kommt es nicht auf eine Mitwirkung des Emittenten bei der Sekundärplatzierung an, denn der Emittent ist gerade nicht verpflichtet, bei der Prospekterstellung mitzuwirken, sofern er nicht am öffentlichen Angebot beteiligt ist (siehe Art. 35 Abs. 2 FIDLEG).⁶⁶⁶

Mit der Erweiterung des Anwendungsbereichs auf Sekundärplatzierungen erfasst die Prospekthaftung auch *Festübernahmen*. Eine Festübernahme liegt vor, wenn Effekten im Hinblick auf ein öffentliches Angebot zunächst von einer Bank gezeichnet werden und danach im Publikum platziert werden.⁶⁶⁷ Festübernahmen von Aktien waren zwar nicht vom Wortlaut von Art. 752 aOR erfasst, die h.L. befürwortete eine Haftung allerdings aus teleologischen Gründen.⁶⁶⁸ In diesem Sinn ist die Klarstellung im neuen Recht durch Art. 69 FIDLEG zu begrüssen.

Schliesslich fallen auch sämtliche Arten eines IPO unter die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG. Die Haftung knüpft bei einem IPO sowohl an das öffentliche Angebot als auch an die anschliessende Kotierung, die eine Handelszulassung an einem Handelsplatz im Sinn von Art. 35 Abs. 1 FIDLEG ist, an. Ob das IPO als Primär- oder Sekundärplatzierung oder als gemischte Platzierung ausgestaltet ist,

rung genannt), so ist nach Art. 3 Abs. 1 EU-ProspektVO ein Prospekt zu erstellen, für dessen Richtigkeit und Vollständigkeit nach § 10 WpPG gehaftet wird (ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 28; MÜLBERT/STEUER, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Rz 41.26).

⁶⁶⁵ Vgl. GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 190; SETHE/FAHRLÄNDER, 206; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 11, 22; a.M. WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 6.

⁶⁶⁶ A.M. WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 6, der die Anwendung der Prospekthaftung bei Sekundärplatzierungen daran anknüpft, dass der Emittent involviert ist. Allerdings dürfte dem verkaufenden Aktionär die Erfüllung der Prospektspflicht Schwierigkeiten bereiten, sofern sich der Emittent nicht an der Prospekterstellung beteiligt, da Letzterer regelmässig über die erforderlichen Informationen verfügen wird.

⁶⁶⁷ Siehe zum Begriff vorne Rz 94.

⁶⁶⁸ Siehe zu diesen Gründen vorne Rz 196.

spielt dabei für die Prospektpflicht und die Prospekthaftung keine Rolle mehr.⁶⁶⁹ Diese Klarstellung im neuen Recht ist zu begrüßen.

b) Handelszulassungen

- 242 Art. 69 FIDLEG erfasst nun auch *Zulassungen von Effekten zum Handel an einem Handelsplatz* im Sinn von Art. 26 FinfraG.⁶⁷⁰ Die bisherige Unterscheidung von Emissions- und Kotierungsprospekten wurde mit Einführung der neuen Prospektpflicht obsolet. Beide Prospekte lösen die Prospektpflicht und die Prospekthaftung aus. Dies im Unterschied zum bisherigen Recht, wonach Kotierungsprospekte nur kraft Subsumption unter «ähnliche Mitteilungen» von der Haftung nach Art. 752 aOR erfasst waren.⁶⁷¹ Diese Klarstellung durch den Gesetzgeber ist zu begrüßen, wobei die Forderung nach einer derartig vereinheitlichten Prospektpflicht keineswegs neu ist.⁶⁷²

c) Rechtsformunabhängige und produktneutrale Anspruchsgrundlage

- 243 Die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG kommt *unabhängig von der Rechtsform des Emittenten* zur Anwendung.⁶⁷³ Dies stellt einen wesentlichen Unterschied zum bisherigen Recht dar, denn die Bestimmung von Art. 752 aOR gelangte ausschliesslich zur Anwendung, wenn der Emittent das Rechtskleid einer schweizeri-

⁶⁶⁹ Siehe zur unklaren Rechtslage unter Art. 752 aOR vorne Rz 199.

⁶⁷⁰ Im deutschen Recht regelt § 9 Abs. 1 WpPG die Haftung für Börsenzulassungsprospekte. Ein Börsenzulassungsprospekt ist dabei zu veröffentlichen, wenn Wertpapiere zum Börsenhandel an einer inländischen Börse zugelassen werden sollen (ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 11; MÜLBERT/STEUPE, in: Habersack/Mülbirt/Schlitt, Rz 41.21).

⁶⁷¹ Diese Subsumption war zudem umstritten (siehe vorne Rz 198).

⁶⁷² Bereits im Jahr 1914 wurde die Frage von Bundesrat SCHULTHESS in der Bundesversammlung aufgeworfen: «Es wird gegenwärtig die Frage studiert: a) ob es zweckmässig wäre, im Wege der Bundesgesetzgebung dergestalt Normen über den obligatorischen Prospektinhalt aufzustellen, dass jede *Platzierung von Wertpapieren*, gleichviel ob diese Wertpapiere *zum Börsenhandel eingeführt* werden sollen oder nicht, die Publikation eines diesen Normen entsprechenden Prospektes voraussetzen würde und b) ob es nicht zweckmässig wäre, an Stelle der gegenwärtig fungierenden kantonalen Zulassungsstellen eine *eidg. Prospektprüfungsstelle einzusetzen* mit der Wirkung, dass keine Prospekte im Lande verbreitet werden dürfen, die seitens dieser Prospektprüfungsstelle nicht genehmigt sind.» (Hervorhebung hinzugefügt) (zitiert nach NEIDHART, 19).

⁶⁷³ SETHE/FAHRLÄNDER, 206; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 23.

schen Aktiengesellschaft aufwies.⁶⁷⁴ Diese Vereinfachung im FIDLEG ist zu begrüßen.

Sodann ist Art. 69 FIDLEG gleich wie die Prospektpflicht *produktneutral* ausgestaltet. Dies bedeutet, dass es nicht auf die Art der angebotenen Effekten⁶⁷⁵ ankommt.⁶⁷⁶ Im Unterschied zur Prospektpflicht nach Art. 35 Abs. 1 FIDLEG knüpft die Prospekthaftung an den weitergehenden Begriff des *Finanzinstruments* an (siehe Art. 3 lit. a FIDLEG).⁶⁷⁷ Art. 69 FIDLEG erfasst somit Prospekte für Beteiligungspapiere, Forderungspapiere, kollektive Kapitalanlagen, Derivate und strukturierte Produkte.⁶⁷⁸ Ist der Emittent eine Aktiengesellschaft, erfasst die Prospekthaftung somit Prospekte für Aktien, Anleiheobligationen, Partizipations- oder Genussscheine sowie Finanzinstrumente, die das Recht zum Erwerb von Aktien oder diesen gleichzustellenden Effekten enthalten, also insbesondere Optionen wie etwa Wandelanleihen (sog. *convertible bonds*).⁶⁷⁹ 244

Art. 69 FIDLEG erfasst schliesslich auch Effekten, die im Rahmen *eines Angebotsprogramms* emittiert werden (siehe Art. 45 Abs. 1 FIDLEG). Der dabei veröffentlichte *Basisprospekt* sowie die *endgültigen Bedingungen* erfüllen die gleichen Funktionen wie ein Prospekt nach Art. 35 Abs. 1 FIDLEG, da den Anlegern unter anderem die für den Investitionsentscheid relevanten Informationen vermittelt wer- 245

⁶⁷⁴ Siehe dazu ausführlich vorne Rz 228.

⁶⁷⁵ Zum Begriff der Effekte nach FIDLEG ausführlich vorne Rz 160.

⁶⁷⁶ GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 190; SETHE/FAHRLÄNDER, 206; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1957; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 7; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 23.

⁶⁷⁷ Zum Begriff des Finanzinstruments ausführlich vorne Rz 178 f. Art. 69 Abs. 1 FIDLEG knüpft deshalb an den Begriff des Finanzinstruments (anstatt an den Effektenbegriff) an, weil die Prospekthaftung auch auf fehlerhafte Basisinformationsblätter angewendet wird. Ein Basisinformationsblatt ist immer zu erstellen, wenn Finanzinstrumente einem Privatkunden angeboten werden (Art. 58 Abs. 1 FIDLEG).

⁶⁷⁸ Siehe zum Begriff der Effekte nach Art. 3 lit. b FIDLEG vorne Rz 160. Das KAG statuiert in Art. 145 weiterhin eine Haftung für Pflichtverletzungen im Zusammenhang mit kollektiven Kapitalanlagen. Mit der Einführung des FIDLEG wurde jedoch auch Art. 145 Abs. 1 KAG angepasst, wobei die Haftung für den «Vertrieb» von kollektiven Kapitalanlagen (vgl. Art. 145 Abs. 1 aKAG) gestrichen wurde (siehe zum Vertriebsbegriff des aKAG BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 3f-i N 7 f.; siehe auch IMBACH HAUMÜLLER/RAYROUX, CapLaw 2019, 35). Die verbleibenden Konkurrenzfragen zwischen den beiden Haftungsbestimmungen von Art. 69 FIDLEG und Art. 145 KAG können in dieser Arbeit nicht behandelt werden.

⁶⁷⁹ Zum Ganzen Botschaft FIDLEG/FINIG, 8943; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1957.

den. Diese Dokumente sind deshalb haftungsbegründende Dokumente im Sinn von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG.⁶⁸⁰

- 246 Die beschriebenen Änderungen stellen eine wesentliche Neuerung für das schweizerische Prospektrecht dar. Nach bisheriger Rechtslage war die Prospekthaftung nämlich ein *Patchwork* aus verschiedenen Anspruchsgrundlagen, die einerseits an die Rechtsform des Emittenten und andererseits an die angebotenen Effekten anknüpfen.⁶⁸¹ Die Einführung einer *rechtsformunabhängigen und produktneutralen Haftungsregelung* ist zu begrüßen.⁶⁸²

2. Haftung für Angebotsprospekte nach Art. 127 Abs. 1 FinfraG unter Art. 69 FIDLEG

- 247 Art. 35 FIDLEG ist nicht die einzige Prospektspflicht im Kapitalmarktrecht. Bei öffentlichen Kaufangeboten hat der potenzielle Käufer gemäss Art. 127 Abs. 1 FinfraG die Pflicht, einen Angebotsprospekt mit wahren und vollständigen Informationen zu veröffentlichen. Anders als das FIDLEG statuiert das FinfraG jedoch keine Haftung für fehlerhafte Prospekte. Nach bisheriger Rechtslage war umstritten, auf welche Anspruchsgrundlage eine Haftung für fehlerhafte Prospekte bei öffentlichen Kaufangeboten zu stützen wäre.⁶⁸³
- 248 Es gilt m.E. dasselbe wie unter Art. 752 aOR: Fehlerhafte Angebotsprospekte bei *Tauschangeboten* können eine Prospekthaftung auslösen. *Barangebote* sind dagegen nicht von der Prospekthaftung erfasst. Dieses Ergebnis gilt auch für die neue Rechtslage unter Art. 69 FIDLEG, und zwar aus nachfolgenden Überlegungen:⁶⁸⁴
- 249 Art. 69 FIDLEG erfasst öffentliche Angebote *zum Erwerb von Effekten*. Ein Tauschangebot ist ein derartiges Angebot, da den *Angebotsempfängern Effekten*

⁶⁸⁰ WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 62; vgl. auch SCHLEIFFER/SCHÄRLI, SK FIDLEG, Art. 45 N 1; WEBER/RAUN, BSK FIDLEG, Art. 45 N 1.

⁶⁸¹ Siehe dazu die Ausführungen zur Prospektspflicht Rz 216, 228.

⁶⁸² SETHE/FAHRLÄNDER, 206; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 23.

⁶⁸³ Siehe ausführlich vorne Rz 200 ff.

⁶⁸⁴ G.L.M. WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 6; a.M. WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 25, wonach sich Art. 69 FIDLEG aus gesetzessystematischen Gründen nur auf Prospekte nach FIDLEG und nicht auch auf Prospekte nach Art. 127 Abs. 1 FinfraG beziehe. Dieser Ansicht wird vorliegend entgegengehalten, dass es das FIDLEG zulässt, dass ein Prospekt im Sinn von Art. 35 FIDLEG auch für ein Tauschangebot verwendet werden kann bzw. kein Prospekt nach FIDLEG erstellt werden muss, wenn gleichwertige Angaben vorliegen (siehe Art. 37 Abs. 1 lit. d FIDLEG).

des *Bieters angeboten* werden.⁶⁸⁵ Zudem besteht nun bei Tauschangeboten ein gesetzlicher Ausnahmetatbestand von der Prospektpflicht nach FIDLEG: Kein Prospekt ist demnach bei Effekten zu veröffentlichen, die anlässlich einer Übernahme zum Tausch angeboten werden, sofern Angaben vorliegen, die inhaltlich einem Prospekt gleichwertig sind (Art. 37 Abs. 1 lit. d FIDLEG).⁶⁸⁶ Als gleichwertig gelten die Angaben in einem nach Art. 127 FinfraG erstellten Angebotsprospekt (siehe Art. 46 Abs. 3 FIDLEV).⁶⁸⁷ Da nun Angaben in Angebotsprospekten als gleichwertig qualifizieren können, ist eine Anwendung von Art. 69 FIDLEG aus teleologischen Überlegungen⁶⁸⁸ umso mehr angezeigt: Der Angebotsprospekt enthält nämlich diejenigen Angaben, die notwendig sind, damit *die Angebotsempfänger eine eigene Anlageentscheidung treffen* können (vgl. Art. 17 Abs. 1 UEV).⁶⁸⁹ Es handelt sich deshalb bei einem derartigen Angebotsprospekt um eine

⁶⁸⁵ Dem schadet nicht, dass die Gegenleistung in Effekten der Zielgesellschaft besteht. Dem Emittenten muss nämlich auch bei einem öffentlichen Angebot im Sinn von Art. 35 FIDLEG nicht zwingend Geld zufließen. Gerade bei einer gemischten Platzierung kann es sein, dass der Emissionserlös vor allem an die verkaufenden Aktionäre geht.

⁶⁸⁶ Die europäische Prospektpflicht kennt eine identische Ausnahme für Tauschangebote bei Übernahmen (siehe Art. 1 Abs. 4 lit. f und Abs. 5 lit. e EU-ProspektVO). Die Ausnahme von der Prospektpflicht greift demnach, sofern ein gleichwertiges (auch prospektersetzendes) Dokument veröffentlicht wird. Nach der herrschenden Lehre in Deutschland erfasst die Prospekthaftung solche prospektersetzenden Dokumente, sofern sie es dem Anleger ermöglichen, einen Investitionsentscheid zu treffen. Für prospektersetzende Dokumente anlässlich eines öffentlichen Tauschangebots wird dies bejaht, womit die spezialgesetzliche Prospekthaftung nach § 9 f. WpPG zur Anwendung gelangt (siehe SCHLITT/LANDSCHEIN, ZBB 2019, 113 m.w.H.; siehe auch BAUERSCHMIDT, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Art. 1 EU-ProspektVO Rz 72; MÜLBERT/STEUPE, in: Habersack/Mülberr/Schlitt, Rz 41.30; WACKERBARTH, in: Holzborn, §§ 21–23 WpPG Rz 22).

⁶⁸⁷ Genau gleichwertig sind die Angaben im Angebotsprospekt nach FinfraG jedoch nicht: Es fehlen insbesondere die für die Anleger relevanten Angaben zum Geschäftsmodell und zu den Risiken und Streitigkeiten des neuen Unternehmens (siehe Art. 40 Abs. 1 lit. a Ziff. 4 FIDLEG; so auch MAUCHLE, BMK Finanzmarktarchitektur, Rz 378). Der Zweck der Ausnahme von Art. 37 Abs. 1 lit. e FIDLEG liegt denn auch eher in der Erleichterung der Behördenkoordination (siehe COURVOISIER, SZW 2020, 316).

⁶⁸⁸ Vgl. zu diesen Überlegungen vorne Rz 204 ff.

⁶⁸⁹ Dies in Anlehnung an die deutsche Lehre, die prospektersetzende Dokumente ebenfalls der spezialgesetzlichen Prospekthaftung unterstellt, sofern sie es dem Anleger ermöglichen, eine eigene Anlageentscheidung zu treffen (SCHLITT/LANDSCHEIN, ZBB 2019, 113 m.w.N.).

ähnliche Mitteilung im Sinn von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG, wobei der *funktionale Zusammenhang*⁶⁹⁰ zu einem öffentlichen Angebot zum Erwerb von Effekten bei Tauschangeboten – wie eingangs erwähnt – erfüllt ist.

- 250 *Barangebote* sind allerdings *nicht* vom Wortlaut von Art. 69 FIDLEG erfasst: Barangebote sind *öffentliche Kaufangebote* und keine öffentlichen Angebote zum Erwerb von Effekten. Art. 69 FIDLEG bezeichnet als Anspruchsberechtigten auch klar den «Erwerber eines Finanzinstruments». Eine analoge Anwendung von Art. 69 FIDLEG ist abzulehnen.⁶⁹¹ Damit ist der Angebotsempfänger bei fehlerhaften Barangebotsprospekten weiterhin auf Art. 41 OR verwiesen.⁶⁹²
- 251 Die Problematik der fehlenden Haftung für Barangebote hat sich jedoch mit dem Inkrafttreten der Strafbestimmung von Art. 152a FinfraG am 1. Februar 2024 entschärft: Mit Busse bis zu CHF 500'000 wird nun bestraft, wer im Prospekt oder der Voranmeldung vorsätzlich unwahre oder unvollständige Angaben macht. Wer bloss fahrlässig handelt, wird mit Busse bis zu CHF 150'000 bestraft (Art. 152a Abs. 2 FinfraG).⁶⁹³ Damit besteht nun bei *öffentlichen Übernahmeangeboten ein Gleichlauf zwischen Pflichtverletzungen durch den Anbieter* (Art. 152a FinfraG) und *Pflichtverletzungen durch Verwaltungsrat der Zielgesellschaft* (Art. 153 FinfraG).⁶⁹⁴

⁶⁹⁰ Dazu ausführlich hinten Rz 289 ff.

⁶⁹¹ Dabei hilft auch die obige Argumentation der Gleichwertigkeit der Angaben nicht weiter: Zwar könnte man argumentieren, der Angebotsprospekt bei Barangeboten qualifiziere als ähnliche Mitteilung im Sinn von Art. 69 FIDLEG, weil aufgrund von Art. 17 Abs. 1 UEV diejenigen Angaben zu enthalten hat, die notwendig sind, um dem Angebotsempfänger eine eigene Anlageentscheidung zu ermöglichen. Es fehlt jedoch der notwendige funktionale Zusammenhang zu einem öffentlichen Angebot zum Erwerb von Effekten, weil Barangebote eben Angebote zum Kauf und nicht zum Verkauf von Effekten sind.

⁶⁹² Gl.M. Watter, BSK FIDLEG, Art. 69 N 6. Bei der Anwendung von Art. 41 OR dürften wie nach bisheriger Rechtslage Art. 127 FIDLEG und Art. 17 UEV als Schutznormen qualifizieren (siehe die Nachweise in Fn 584).

⁶⁹³ Siehe ausführlich zu den Voraussetzungen HODEL, CapLaw 2024, 6 ff.

⁶⁹⁴ Der Anstoss zu dieser Revision gab die parlamentarische Initiative «Finanzmarktinfrastrukturgesetz. Bestrafung im Fall von unwahren oder unvollständigen Angaben in öffentlichen Kaufangeboten», die am 14. Dezember 2018 von alt Nationalrat Hans-Ueli Vogt eingereicht wurde. Der Bundesrat hat seine Zustimmung zu dieser Initiative in einer Stellungnahme vom 17. März 2023 kundgetan (siehe Bericht öffentliche Kaufangebote 2023, 723): Demnach seien wahre und vollständige Angaben in einem Angebotsprospekt für die Aktionäre der Zielgesellschaft ebenso wichtig wie wahre und vollständige Angaben in der Stellungnahme des Verwaltungsrats der Zielgesell-

3. Bedeutung der Prospektpflicht für die Haftung

Die Begriffe «Prospekt» und «ähnliche Mitteilungen» knüpfen unter Art. 752 aOR nicht an eine Prospektpflicht an, weshalb auch freiwillig erstellte Prospekte oder ähnliche Mitteilungen (z.B. ein *information memorandum*) eine Prospekthaftung auslösen konnten.⁶⁹⁵ Aus der Botschaft und den Protokollen der parlamentarischen Beratungen ist nicht ersichtlich, dass der Gesetzgeber diesbezüglich eine Änderung anstrebte. Es ist deshalb davon auszugehen, dass freiwillige Prospekte⁶⁹⁶ von Art. 69 FIDLEG erfasst sind, wobei folgende Besonderheiten des neuen Prospektrechts zu beachten sind:

Neu statuiert Art. 35 FIDLEG eine *umfassende Prospektpflicht*, wobei verschiedene Ausnahmen nach Art des Angebots oder der Effekten (Art. 36–38 FIDLEG) bestehen.⁶⁹⁷ Die Ausnahmen sind gerechtfertigt, weil bei solchen Transaktionen verschiedene Gründe gegen die Notwendigkeit einer Prospektpflicht sprechen.⁶⁹⁸ Wenn eine solche Ausnahme greift, muss der Emittent keinen Prospekt erstellen. Es steht dem Emittenten gleichwohl frei, die potenziellen Anleger über das öffent-

schaft. Die Aktionäre sollen ihren Entscheid basierend auf vollständigen und korrekten Informationen treffen können. Die Vorlage wurde vom Nationalrat am 2. Mai 2023 angenommen (AmtlBull NR 2023, 718 f.).

⁶⁹⁵ Siehe die Literaturnachweise vorne in Fn 612.

⁶⁹⁶ Der Begriff ist unglücklich, da er eine Ähnlichkeit in Inhalt und Form zu einem Prospekt suggeriert. Häufig wird ein freiwilliges Informationsdokument aber gerade nicht die umfangreichen Inhaltsvorgaben erfüllen, sondern sich auf die – aus Sicht des Emittenten – wesentlichen Aspekte beschränken. Da sich der Begriff jedoch in Lehre und Rechtsprechung etabliert hat (siehe etwa BGE 120 IV 122, E. 4d/bb, 129; KGer SG vom 19.12.1986, in: SJZ 85/1989, 50) wird er auch in dieser Arbeit verwendet.

⁶⁹⁷ Hierbei ist zu beachten, dass es sich bei diesen Ausnahmen nicht um Privatplatzierungen handelt. Dogmatisch liegt bei einer Ausnahme von der Prospektpflicht weiterhin ein öffentliches Angebot oder eine Handelszulassung vor, bei denen der Gesetzgeber aber davon ausging, dass die Information der potenziellen Anleger in einem Prospekt nicht notwendig ist, weil der Anlegerschutz auf andere Weise sichergestellt wird (SCHLEIFFER/SCHÄRLI, GesKR 2018, 2). Diese Einteilung wurde vom europäischen Prospektrecht in das FIDLEG übernommen (siehe OULDS, in: Kumpel *et al.*, Rz 15.711).

⁶⁹⁸ Kurz wiederholt: Prospektfreie Platzierungen sind gerechtfertigt, wenn die Prospektfunktionen aus Sicht des Anlegerschutzes oder des Funktionsschutzes nicht notwendig sind. Dies gilt insbesondere dann, wenn keine Informationsvermittlung zur Ausgleicheung eines Informationsgefälles erforderlich ist, eine Informationsvermittlung bereits durch ein gleichwertiges Dokument sichergestellt ist oder die Erstellung eines vollständigen Prospekts unverhältnismässig wäre (siehe Rz 257 ff.).

liche Angebot oder die Handelszulassung zu informieren.⁶⁹⁹ Da die Ausnahmen sehr weit gefasst sind, ist damit zu rechnen, dass Emittenten in der Praxis häufig freiwillige Prospekte oder ähnliche Informationsdokumente erstellen werden, um potenzielle Anleger auf das öffentliche Angebot aufmerksam zu machen.⁷⁰⁰

- 254 Derartig freiwillig verfasste Prospekte sind ähnliche Mitteilungen im Sinn von Art. 69 FIDLEG, sofern sie in einem *Zusammenhang zu einem öffentlichen Angebot oder einer Handelszulassung veröffentlicht* werden.⁷⁰¹ Es gelten dabei die gleichen Überlegungen wie unter Art. 752 aOR: Freiwillige Prospekte zielen darauf ab, den *Investitionsentscheid der potenziellen Anleger zu beeinflussen*, indem Informationen zur juristischen und wirtschaftlichen Situation des Emittenten und zum Angebot geteilt werden. Die potenziellen Anleger vertrauen bei ihrem Investitionsentscheid auf diese Informationen.⁷⁰² Aus teleologischer Sicht ist es gerechtfertigt, dieses Vertrauen zu schützen, indem der Emittent für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen mittels Prospekthaftung einzustehen hat.⁷⁰³

⁶⁹⁹ Die Erstellung solcher Dokumente ist in der Praxis bereits weit verbreitet: So werden auf sogenannten *Crowdfunding*-Plattformen im Internet Eigenkapitalinstrumente wie Aktien öffentlich zur Zeichnung angeboten (siehe zu den Begrifflichkeiten ECKHOLD/F. SCHÄFER, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, § 16 Rz 1 f.). Die Präsentation beim Publikum (der *Crowd*) beinhaltet umfangreiche Informationen zu dem Geschäftsmodell, der Geschäftsleitung, dem Angebot, den Finanzzahlen, den Wachstumschancen und den Risiken einer Investition. Bekannte Plattformen in der Schweiz sind etwa *Swisspeers* (<<https://www.swisspeers.ch/>> oder *Conda* (<<https://www.conda.ch/>>).

⁷⁰⁰ Kein Prospekt muss etwa erstellt werden, wenn sich das Angebot an weniger als 500 Anleger richtet (Art. 36 Abs. 1 lit. b FIDLEG) oder das Angebot über einen Zeitraum von 12 Monaten berechnet einen Gesamtwert von Fr. 8 Mio. nicht übersteigt (Art. 36 Abs. 1 lit. e FIDLEG). Die Ausnahmen sind alternativ zu verstehen (Protokoll WAK-S, Sitzungen vom 16.–17. 10. 2017, 21 f.; Protokoll WAK-S, Sitzung vom 2. 11. 2017, 1 f.), das heisst, eine Investitionssumme von Fr. 8 Mio. kann auf mehr als 500 Anleger aufgeteilt werden, ohne dass eine Prospektspflicht ausgelöst wird. Da der Emittent kaum jemals zu allen Anlegern eine persönliche Beziehung pflegen wird (und diese häufig vorgängig noch gar nicht besteht), wird er die potenziellen Anleger in einer sinnvollen Weise über das Angebot informieren müssen.

⁷⁰¹ Zu diesem funktionalen Zusammenhang ausführlich hinten Rz 289 ff.

⁷⁰² Falls es sich beim Emittenten nicht um eine börsenkotierte Publikumsgesellschaft handelt, dürfte der freiwillige Prospekt häufig die einzige verfügbare Informationsquelle der Anleger sein.

⁷⁰³ Dies steht nicht im Widerspruch zum Zweck der gesetzlichen Ausnahmen von der Prospektspflicht: Prospektfreie Platzierungen sind etwa gerechtfertigt, wenn es kein Informationsgefälle auszugleichen gibt, wenn etwa nur qualifizierte Anleger mit dem

Der freiwillige Prospekt stellt zudem ein effektives Werbemittel dar, um auf das öffentliche Angebot und den Emittenten aufmerksam zu machen.⁷⁰⁴ Schliesslich ist aus dogmatischer Sicht hinzuzufügen, dass Art. 69 FIDLEG für die Begründung der Widerrechtlichkeit nicht an die Prospekterstellungspflicht, sondern an die Erstellung eines mangelhaften haftungsbegründenden Dokuments anknüpft.⁷⁰⁵

Dem obigen Ergebnis ist auch aus *rechtsvergleichender* Perspektive zuzustimmen: 255
Nach der europäischen Prospektverordnung kann ein Emittent, falls er von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts ausgenommen ist, auf freiwilliger Basis einen Prospekt im Einklang mit der Prospektverordnung veröffentlichen (siehe Art. 4 Abs. 1 EU-ProspektVO). Der freiwillig erstellte Prospekt untersteht den gleichen Bestimmungen wie der gesetzlich vorgeschriebene Prospekt, das heisst, er unterliegt ebenso den gesetzlichen Prospekthaftungsnormen der einzelnen Mitgliedstaaten (siehe Art. 4 Abs. 2 EU-ProspektVO).⁷⁰⁶ Nach deutscher Rechtslage sind freiwillige Prospekte im Sinn von Art. 4 Abs. 1 EU-ProspektVO von der Haftung für sonstige fehlerhafte Wertpapierprospekte nach § 10 WpPG erfasst.⁷⁰⁷

Angebot angesprochen werden (Art. 36 Abs. 1 lit. a FIDLEG; siehe auch SCHLEIFFER/FISCHER, 126). Informiert der Emittent gleichwohl, vertrauen auch die qualifizierten Anleger auf die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Dies ergibt sich bereits aus dem allgemeinen Grundsatz von Treu und Glauben (Art. 2 Abs. 1 ZGB), ist aber für den Kapitalmarkt umso wichtiger, da das Vertrauen der Anleger massgeblich zur Funktionsfähigkeit der Märkte beisteuert (siehe vorne Rz 49 f.). Es ergibt sich deshalb folgendes Ergebnis: Greift eine Ausnahme von der Prospektpflicht, ist eine Informationsvermittlung mittels eines Prospekts nicht notwendig. Wer sich aber dennoch dazu entscheidet, die potenziellen Anleger zu informieren, soll für die Richtigkeit der von ihm verbreiteten Informationen haften.

⁷⁰⁴ VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1972; siehe auch SPILLMANN/MEYER, 42.

⁷⁰⁵ Siehe zur Widerrechtlichkeit ausführlich hinten Rz 446 ff.

⁷⁰⁶ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Art. 4 EU-ProspektVO Rz 3; WACKERBARTH, in: Holzborn, §§ 21–23 WpPG Rz 26. Im Unterschied zum Schweizer Recht muss auch der freiwillige Prospekt einer anerkannten Prüfstelle vorgelegt werden (Art. 4 Abs. 2 i.V.m. Art. 2 lit. m EU-ProspektVO), der Begriff ist folglich nicht gleichzusetzen mit dem Begriff der «ähnlichen Mitteilung» nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG. Ein Teil der Lehre in Deutschland befürwortet aber eine analoge Haftung aus § 10 WpPG für freiwillig erstellte Prospekte, die nicht von der Prüfstelle gebilligt worden sind. Dies wird damit begründet, dass sonst der mit der Prospekthaftung des WpPG angestrebte Anlegerschutz nicht verwirklicht werde (ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 25 f.; WACKERBARTH, in: Holzborn, §§ 21–23 WpPG Rz 26).

⁷⁰⁷ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 24; MÜLBERT/STEUR, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Rz 41.27.

256 Zusammengefasst ist Art. 69 FIDLEG deshalb so auszulegen, dass die Prospekthaftung auch für *freiwillig erstellte Prospekte oder prospektähnliche Mitteilungen greift*, sofern sie in einem *Zusammenhang zu einem öffentlichen Angebot oder einer Handelszulassung veröffentlicht* werden.⁷⁰⁸ Dies trifft insbesondere auf Emitenten zu, die aufgrund einer Ausnahme nach Art. 36–38 FIDLEG von der Prospektspflicht ausgenommen sind, sich aber gleichwohl dazu entscheiden, die potenziellen Anleger mit Informationen über das öffentliche Angebot und die Effekten zu versorgen.

4. Keine Haftung bei Privatplatzierungen

a) Einleitende Bemerkungen

257 Art. 752 aOR setzte kein öffentliches Angebot voraus, die Prospekthaftung griff nach der herrschenden Lehre folglich bei Privatplatzierungen^{709, 710}. Hingegen wurde eine Prospekthaftung für Privatplatzierungen nach Art. 1156 Abs. 3 aOR von Rechtsprechung und Lehre abgelehnt.⁷¹¹ Ob Art. 69 FIDLEG Privatplatzierungen erfasst, ist umstritten.⁷¹²

⁷⁰⁸ Gl.M. COURVOISIER, SZW 2020, 322; GERICKE/SCHIFFERLE GesKR 2020, 191; HARISBERGER, Mitwirkung, 224; ROUILLER *et al.*, Rz 553; SETHE/FAHRLÄNDER, 206; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 67; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 2090; unklar DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 16, die bei freiwillig erstellten Dokumenten offenbar davon ausgehen, dass das Hinzufügen eines *disclaimer* genügt, um die Prospekthaftung auszuschliessen; a.M. VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 35 N 3, nach denen alle freiwillig erstellten sowie nicht genehmigten Produktinformationen und Angebotsdokumente nicht in den Geltungsbereich des FIDLEG fallen.

⁷⁰⁹ Siehe zum Begriff vorne Rz 91.

⁷¹⁰ Siehe dazu vorne Rz 214. Die Anwendung von Art. 752 aOR auf Privatplatzierungen war jedoch umstritten: AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 6; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 968, 975; GRONER, 80 f. und insbesondere Fn 415; KONDOROSY, 14; SPECK, 8; TAISCH, 25, 76; siehe auch HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.1.2, wobei das Handelsgericht für das Vorliegen einer prospektähnlichen Mitteilung verlangte, dass die Wertpapiere einem «breiten Kreis von Abnehmern angeboten werden [...] und dass die relevanten Informationen auch einer gewissen Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden [...]».

⁷¹¹ BGer 4C.20/2005, 21.2.2006, E. 4.2.1; SCHWEIZER, 72; TAISCH, 76; im Ergebnis gleich ERB, 122 f.

⁷¹² Befürwortend: HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 219; ablehnend: GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 191; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 8; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 68.

Art. 69 FIDLEG äussert sich nicht direkt dazu, ob ein öffentliches Angebot zwin- 258
gende Voraussetzung für die Anwendung der Prospekthaftung ist. Nachfolgend
wird deshalb unter Anwendung der klassischen Auslegungselemente untersucht,
ob Art. 69 FIDLEG Privatplatzierungen erfasst. Gleich zu Beginn: Eine Anwen-
dung von Art. 69 FIDLEG auf Privatplatzierungen wird nach der hier vertretenen
Auffassung *abgelehnt*.

b) Gesetzeswortlaut

Der Wortlaut von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG schliesst Privatplatzierungen nicht *per se* 259
aus: Erstens nimmt der Wortlaut nicht Bezug auf ein öffentliches Angebot oder
eine Handelszulassung. Zweitens können *transaktionsbegleitende Dokumente*, die
anlässlich einer Privatplatzierung veröffentlicht werden, unter den Begriff der
«ähnlichen Mitteilung» fallen, sofern sie potenzielle Investoren über die juristische
und wirtschaftliche Situation des Emittenten informieren und ihren Investitionsent-
scheid beeinflussen.⁷¹³

c) Gesetzessystematik

Aus gesetzessystematischer Sicht erfasst das Prospektrecht des FIDLEG nur 260
öffentliche Angebote und Handelszulassungen (vgl. Art. 35 Abs. 1 FIDLEG), nicht
jedoch die private Kapitalaufnahme. Privatplatzierungen sind deshalb nicht von
der Prospektpflicht erfasst.⁷¹⁴ Dies gilt auch für die *Prospekthaftung, die keine all-*

⁷¹³ Wie noch zu zeigen sein wird, hat auch eine «ähnliche Mitteilung» in einem funktio-
nalen Zusammenhang zu einem öffentlichen Angebot oder einer Handelszulassung zu
stehen (siehe hinten Rz 289 ff.).

⁷¹⁴ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8971; GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 191; HUNKE-
LER/WOHL, GesKR 2014, 494; JÄNCHEN, GesKR 2021, 407; SCHENKER/GRAND,
GesKR 2021, 477; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, GesKR 2018, 2. Das Gesagte gilt auch im
europäischen Prospektrecht: Das öffentliche Angebot ist der «zentrale Anknüpfungs-
punkt» für die Anwendung der europäischen Prospektverordnung; Privatplatzierungen
sind nicht erfasst (BAUERSCHMIDT, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Art. 2
EU-ProspektVO Rz 32; OULDS, in: Kümpel *et al.*, Rz 15.705). Ein öffentliches
Angebot muss sich an einen unbestimmten Personenkreis richten, was nach qualitati-
ven und nicht nach quantitativen Kriterien beurteilt wird (MEYER, in: Habersack/Mül-
bert/Schlitt, Rz 36.5; OULDS, in: Kümpel *et al.*, Rz 15.705; POELZIG, in: Assmann/
Schlitt/von Kopp-Colomb, Art. 3 EU-ProspektVO Rz 14). Allerdings ist zu beachten,
dass an den Begriff der Öffentlichkeit gemäss Art. 3 Abs. 1 EU-ProspektVO keine
besonders hohen Anforderungen gestellt werden. Ein öffentliches Angebot liegt
bereits dann vor, wenn ein begrenzter Personenkreis, wie Mitarbeiter oder bestimmte
Berufsgruppen, angesprochen werden. Das bedeutet insbesondere, dass Bezugsrechts-

gemeine kapitalmarktrechtliche Informationshaftung, sondern eine auf öffentliche Angebote und Handelszulassungen beschränkte Haftung ist.⁷¹⁵ Platzierungen, die nicht in einem funktionalen Zusammenhang zu einem öffentlichen Angebot oder einer Handelszulassung stehen, sind deshalb nicht von Art. 69 FIDLEG erfasst.⁷¹⁶

d) Gesetzgebungsgeschichte

- 261 Aus den Protokollen der parlamentarischen Beratungen ergibt sich einzig, dass Privatplatzierungen nicht von der Prospektpflicht erfasst sein sollen, weil zwischen den Beteiligten bereits eine persönliche Nähe bestehe.⁷¹⁷ Ob dies auch für die Prospekthaftung gelten sollte, lässt sich daraus nicht ableiten.

e) Gesetzeszweck

- 262 Der Zweck einer Prospekthaftung wurde bereits erläutert. Es sind dies kurz zusammengefasst: Schutz des Anlegers vor Vermögensschäden infolge eines fehlerhaften Prospekts, Sicherstellung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts sowie indirekte Kontrolle des Prospektinhalts.⁷¹⁸ Diese Schutzmechanismen sind bei Privatplatzierungen nicht notwendig: Der *potenzielle Anleger steht bei einer Privatplatzierung regelmässig in einem intensiven Austausch zum Emittenten*, wobei Informationen zum Beispiel im Rahmen einer *due diligence* zur Verfügung gestellt

emissionen, die sich ausschliesslich an Aktionäre richten, die Anforderungen an ein öffentliches Angebot erfüllen (POELZIG, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Art. 3 EU-ProspektVO Rz 14). Dieses Ergebnis stimmt auch mit der europäischen Rechtslage überein: Die Prospektpflicht nach Art. 3 Abs. 1 EU-ProspektVO erfasst nur Angebote «an die Öffentlichkeit»; Privatplatzierungen sind nicht erfasst (POELZIG, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Art. 3 EU-ProspektVO Rz 14).

⁷¹⁵ Vgl. vorne Rz 70.

⁷¹⁶ Siehe das folgende, m.E. korrekte Beispiel von WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 68: Im Rahmen eines Bieterverfahrens möchte ein Konzern eine Tochtergesellschaft verkaufen. Den potenziellen Käufern wird zu diesem Zweck ein sog. *information memorandum* ausgehändigt, das umfangreiche Informationen über die Tochtergesellschaft enthält. Bei diesem Dokument handelt es sich jedoch nicht um eine «ähnliche Mitteilung» im Sinn von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG, da der funktionale Zusammenhang zu einem öffentlichen Angebot fehlt. Das Gesagte gilt nach WEBER und FAHRLÄNDER auch dann, wenn neben dem Bieterverfahren gleichzeitig ein IPO vorbereitet wird (sog. *dual track*-Transaktionen; siehe dazu WEBER/CANDREIA, 69 ff.) und die Tochtergesellschaft in der Folge mittels IPO an die Börse gebracht wird.

⁷¹⁷ Siehe Protokoll WAK-S, Sitzung vom 2.11.2017, 1; Protokoll WAK-S, Sitzungen vom 16.–17.10.2017, 18 f.

⁷¹⁸ Siehe dazu vorne Rz 48 ff.

werden und Vertragsbedingungen ausgehandelt werden. Sollte es zu einem Schaden infolge falscher Informationen kommen, kann sich der Anleger auf vertragliche Ansprüche oder allenfalls eine Vertrauenshaftung stützen.⁷¹⁹ Auch wird die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts bei einer Privatplatzierung nicht beeinträchtigt, da sich der Emittent für die Kapitalaufnahme gerade nicht an die breite Öffentlichkeit bzw. an den Markt richtet. Schliesslich ist der Anleger bei einer Privatplatzierung auch nicht auf eine indirekte Kontrolle der Informationen angewiesen: Er hat in der Regel die Möglichkeit, die wirtschaftliche und rechtliche Situation des Emittenten selbstständig im Rahmen einer *due diligence* zu prüfen.

f) Auslegungsergebnis

Zusammengefasst bedeutet dies: Transaktionsbegleitende Dokumente, *die ausschliesslich für Privatplatzierungen* erstellt werden (z.B. ein *information memorandum*), fallen nicht unter den Begriff der prospektähnlichen Mitteilung und sind somit *nicht* von Art. 69 FIDLEG erfasst.⁷²⁰ Dies stellt eine wesentliche Neuerung im Vergleich zu Art. 752 aOR dar. 263

B. Die haftungsbegründenden Dokumente

Die Anwendung von Art. 69 FIDLEG setzt wie bereits Art. 752 aOR voraus, dass ein *haftungsbegründendes* Dokument erstellt und veröffentlicht wird. Art. 69 Abs. 1 FIDLEG erwähnt als haftungsbegründende Dokumente den Prospekt, das Basisinformationsblatt oder eine ähnliche Mitteilung. 264

⁷¹⁹ Siehe zum Gesagten DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 68; GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 191; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 14.

⁷²⁰ Der hier vertretenen Ansicht steht auch BGE 120 IV 122 nicht entgegen. In diesem Entscheid hatte das Bundesgericht einen freiwillig erstellten Prospekt zu beurteilen, der im Rahmen einer Kapitalerhöhung mit Festübernahme – wobei man die neuen Aktien den bisherigen Aktionären und dem Publikum andiente – erstellt wurde (BGE 120 IV 122 E. 4d/bb, 128 f.). Es handelte sich dabei nicht um eine Privatplatzierung, sondern – zumindest nach dem hier vertretenen Verständnis – um ein öffentliches Angebot von Aktien an einen nicht begrenzten Personenkreis. Die Ausnahme von der Prospektspflicht bestand mit anderen Worten nicht wegen des Kriteriums der «Öffentlichkeit», sondern wegen der Ausgestaltung als Festübernahme.

1. Prospekt

a) Begriff

- 265 Art. 69 Abs. 1 FIDLEG erwähnt zunächst den *Prospekt als haftungsbegründendes Dokument*.⁷²¹ Damit besteht ein Unterschied zum Wortlaut von Art. 752 aOR («Emissionsprospekt»). Dieser Unterschied ist auf die Erweiterung des Anwendungsbereichs der Prospekthaftung zurückzuführen: Art. 69 FIDLEG erfasst nun sämtliche Prospekte, die aufgrund der Prospektspflicht gemäss Art. 35 Abs. 1 FIDLEG veröffentlicht werden.⁷²² Darunter fallen Emissions-, Kotierungs- und Einheitsprospekte.⁷²³ Systematisch sind auch weitere Prospekte des dritten Titels («Anbieten von Finanzinstrumenten») des FIDLEG erfasst: Es sind dies der Basisprospekt gemäss Art. 45 FIDLEG,⁷²⁴ der Prospekt für kollektive Kapitalanlagen⁷²⁵ und nach der hier vertretenen Ansicht der Angebotsprospekt bei einem öffentlichen Tauschangebot.⁷²⁶
- 266 Obwohl das FIDLEG den Prospekt mehrfach erwähnt und daran Haftungsfolgen sowie strafrechtliche Sanktionen knüpft, enthält einzig die FIDLEV eine Definition des Prospekts. Gemäss Art. 43 Abs. 1 FIDLEV ist der Prospekt ein Dokument, das die Anforderungen nach den Art. 40–49 FIDLEG erfüllt und a) von einer Prüfstelle genehmigt wurde oder nach Art. 51 Abs. 3 FIDLEG von der Genehmigungs-

⁷²¹ Art. 752 aOR bezog sich nur auf den «Emissionsprospekt» (siehe vorne Rz 217 sowie LENOIR, 59).

⁷²² GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 190; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 62.

⁷²³ Einheitsprospekte sind eine Kombination aus einem Emissions- und Kotierungsprospekt, sofern mit der öffentlichen Platzierung der Effekten auch gleichzeitig eine Kotierung an einer Börse angestrebt wird (WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 62).

⁷²⁴ WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 62; WEBER/RAUN, BSK FIDLEG, Art. 45 N 1.

⁷²⁵ Die Bestimmungen zu den kollektiven Kapitalanlagen (Art. 48–50 FIDLEG) sind *lex specialis* zu den übrigen Bestimmungen des Prospektrechts. Die gehen deshalb den allgemeinen Bestimmungen des Prospektrechts vor, soweit sie einen Teilbereich anders regeln (siehe Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 48). Zur Haftung für mangelhafte Angaben enthalten die Art. 48–50 FIDLEG jedoch keine Anordnungen. Art. 69 FIDLEG erfasst deshalb auch Prospekte für kollektive Kapitalanlagen (PFENNINGER, SK FIDLEG, Art. 48 N 70; RAYROUX/VOGT SCHOLLER, BSK FIDLEG, Art. 48 N 4).

⁷²⁶ Siehe zum Angebotsprospekt bei öffentlichen Tauschangeboten ausführlich vorne Rz 247 ff.

pflicht befreit ist,⁷²⁷ b) nach Art. 51 Abs. 2 FIDLEG nach der Veröffentlichung geprüft und genehmigt werden muss,⁷²⁸ oder c) nach Art. 54 Abs. 2 FIDLEG als genehmigt gilt.⁷²⁹ Beim Prospekt handelt es sich demnach um ein offizielles Dokument, das in *Übereinstimmung mit den Regeln des Prospektrechts* erstellt und von einer Prüfstelle geprüft oder von der Prüfung ausgenommen wurde.⁷³⁰ Nur ein Prospekt, der diese Anforderungen erfüllt, darf als «Prospekt nach FIDLEG» bezeichnet werden.⁷³¹

Der Prospektbegriff erfasst auch weitere Dokumente im Zusammenhang mit der Prospekterstellung. Dazu zählen namentlich Dokumente, auf die der Prospekt *verweist*, sofern sie zuvor oder gleichzeitig veröffentlicht worden sind (Art. 42 FIDLEG), wobei die möglichen *Referenzdokumente* in Art. 53 FIDLEV abschliessend aufgezählt sind.⁷³² Zudem erfasst der Begriff des Prospekts auch die *Zusammenfassung* (Art. 43 FIDLEG) und, falls der Prospekt aufgeteilt wird, jedes der Einzeldokumente (Art. 44 FIDLEG)⁷³³.

⁷²⁷ Die Prospekte kollektiver Kapitalanlagen müssen nicht geprüft werden (Art. 51 Abs. 3 FIDLEG), fallen aber gemäss der Definition von Art. 43 Abs. 1 lit. a FIDLEV trotzdem unter den Prospektbegriff.

⁷²⁸ Derartige Prospekte, die erst nach der Veröffentlichung geprüft werden müssen, sind in Anhang 7 der FIDLEV bezeichnet (Art. 51 Abs. 2 FIDLEG i.V.m. Art. 60 Abs. 1 FIDLEV). Erfasst sind Prospekte für Anleiheobligationen gemäss Art. 3 lit. a Ziff. 7 FIDLEG, einschliesslich Wandelanleihen, Optionsanleihen, *mandatory convertible Bonds*, *contingent convertible bonds* und *write-down bonds* sowie Prospekte für strukturierte Produkte nach Art. 3 lit. a Ziff. 4 FIDLEG (siehe auch BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 51 N 1 ff.; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 199).

⁷²⁹ Art. 54 FIDLEG erfasst Prospekte, die nach ausländischen Rechtsvorschriften erstellt worden sind. Die Prüfstelle kann derartige Prospekte genehmigen.

⁷³⁰ Vgl. DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFin, art. 69 N 11.

⁷³¹ Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 39.

⁷³² EFD, Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 44; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 62; siehe auch SPILLMANN/MEYER, 45. Die abschliessende Aufzählung ist sinnvoll, denn es soll im Sinn des Anlegerschutzes nicht auf «beliebige Dokumente» verwiesen werden können (Botschaft FIDLEG/FINIG, 8976; JENTSCH/ANGLIKER, recht 2023, 224 f.

⁷³³ Siehe SCHLEIFFER/SCHÄRLI, SK FIDLEG, Art. 44 N 69, nach denen, in Anlehnung an das europäische Prospektrecht, ein separat erstelltes Registrierungsformular erst dann von der Prospekthaftung erfasst wird, wenn es im Zusammenhang mit einem mehrteiligen Prospekt, bestehend aus Registrierungsformular, Effektenbeschreibung und Zusammenfassung (Art. 44 FIDLEG), verwendet wird; siehe auch SPILLMANN/MEYER, 29, für die Aufteilung eines Basisprospekts auf mehrere Dokumente.

268 Unklar ist dagegen, ob der Prospektbegriff nach Art. 43 FIDLEV auch *Nachträge* zum Prospekt im Sinn von Art. 56 FIDLEG erfasst.⁷³⁴ Nach der hier vertretenen Ansicht ist zwischen genehmigungspflichtigen und nicht genehmigungspflichtigen Nachträgen zu unterscheiden. Genehmigungspflichtige Nachträge sind von Gesetzes wegen zu erstellen, wenn zwischen der Genehmigung des Prospekts und dem endgültigen Schluss eines öffentlichen Angebots oder einer Handelszulassung neue Tatsachen eintreten, die die Bewertung der Effekten wesentlich beeinflussen könnten.⁷³⁵ Der Nachtrag ist umgehend nach Eintritt oder Feststellung der neuen Tatsache der Prüfstelle zu melden.⁷³⁶ Solche Nachträge bilden einen integrativen Bestandteil des Prospekts, weil sie ebenfalls durch die Prüfstelle geprüft werden⁷³⁷ und zudem einen wesentlichen Einfluss auf den Investitionsentscheid haben können. Nicht genehmigungspflichtige Nachträge sind dagegen als ähnliche Mitteilungen im Sinn von Art. 69 FIDLEG zu qualifizieren.

b) Bedeutung des Prospektbegriffs für die Haftung

269 Der Wert der Prospektdefinition gemäss Art. 43 FIDLEV sollte jedoch nicht überzeichnet werden, denn im Zusammenhang mit der Prospekthaftung ist diese nicht entscheidend: Da Art. 69 Abs. 1 FIDLEG auch prospektähnliche Mitteilungen erfasst,⁷³⁸ kommt es für die Haftung nicht darauf an, ob ein Dokument unter die Definition von Art. 43 FIDLEV fällt.⁷³⁹ Auch die vorgängige Prospektprüfung ist

⁷³⁴ Die Unterstellung unter den Prospekt ist deshalb fraglich, weil Art. 43 Abs. 1 FIDLEV explizit auf die Normen von Art. 40–49 FIDLEG verweist. Die Nachträge zum Prospekt sind jedoch in Art. 56 FIDLEG geregelt.

⁷³⁵ Siehe Art. 56 Abs. 1 FIDLEG i.V.m. Art. 63 Abs. 1 FIDLEV. Ein neuer Umstand ist nur eine neu eingetretene oder neu festgestellte Tatsache, nicht aber eine, die bereits im Prospekt angekündigt wurde, wie etwa die nachträgliche Festsetzung des Emissionspreises oder die Ausübung einer *greenshoe*-Option (dazu etwa REUTTER, 32). Keine Tatsachen liegen vor bei blossen Gerüchten, Spekulationen Dritter oder Prognosen, die lediglich auf Erwartungen und Hoffnungen und nicht im Wesentlichen auf Tatsachen beruhen (EFD, Erläuternder Bericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 52).

⁷³⁶ Art. 56 Abs. 2 FIDLEG.

⁷³⁷ Genehmigungspflichtige Nachträge erfüllen damit zumindest das zweite Kriterium von Art. 43 Abs. 1 FIDLEV; dies entspricht auch dem Verständnis im deutschen Prospektrecht (siehe ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 15).

⁷³⁸ Siehe dazu ausführlich hinten Rz 278 ff.

⁷³⁹ HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 223; missverständlich formuliert Erläuterungen in: FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 39.

für die Haftung nicht entscheidend: Prospektähnliche Mitteilungen sind von Art. 69 FIDLEG erfasst, auch ohne eine vorgängige Prüfung.

c) Inhalt und Rechtsnatur

Inhalt und Struktur des Prospekts sind wie bereits erwähnt in Art. 40 ff. FIDLEG, Art. 50 FIDLEV und in den Anhängen 1 bis 5 zur FIDLEV ausführlich geregelt. Der *gesetzliche Mindestinhalt des Prospekts* orientiert sich nun am Inhalt des bisherigen Kotierungsprospekts (vgl. Art. 27 ff. aKR), wobei die Anforderungen weit über diejenigen des Emissionsprospekts (vgl. Art. 652a Abs. 1 aOR) hinausgehen.⁷⁴⁰

Die Rechtsnatur des Prospekts hat sich im Vergleich zur bisherigen Rechtslage nicht verändert. Es gilt demnach die Regelung zum Emissionsprospekt nach Art. 752 aOR: Der Prospekt kann je nach inhaltlicher Ausgestaltung ein Angebot im obligationenrechtlichen Sinn, also ein Angebot zum Vertragsschluss oder bloss eine Einladung zur Offertstellung (*invitatio ad offerendum*) sein.⁷⁴¹ Es ist jeweils im Einzelfall zu beurteilen, ob der Prospekt bereits ein finales Angebot zum Vertragsschluss ist. Dies ist denkbar, wenn die wesentlichen Vertragsbedingungen des Angebots bei der Veröffentlichung des Prospekts bereits bekannt sind und der Emittent einen endgültigen Rechtsbindungswillen hat.⁷⁴² Fehlen hingegen wichtige Angebotsbedingungen, wie etwa der finale Angebotspreis oder der Rechtsbindungswille des Emittenten, liegt weiterhin eine Einladung zur Unterbreitung eines

⁷⁴⁰ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8974 ff.; Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 42 ff.; BÖSCH, ZSR 2016, 90 ff.; HUNKELER/WOHL, GesKR 2014, 494 ff.; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 195 ff.; SPILLMANN/MEYER, 21 ff.

⁷⁴¹ Siehe EFD, Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 20; COURVOISIER, SZW 2020, 308; siehe auch BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 3 lit. f–i N 9 ff.; JÄNCHEN, GesKR 2021, 402, der im prospektrechtlichen Angebot mit «Aufklärungspflichtigen angereicherte vertragsrechtliche Einladung zur Offertstellung» erkennt. Der Angebotsbegriff wird im deutschen Recht ebenfalls weit ausgelegt und umfasst sowohl einen bindenden Antrag auf Abschluss eines Vertrags im Sinn von § 145 BGB als auch eine Aufforderung zur Abgabe eines Kaufangebots (siehe § 2 Nr. 2 WpPG, dazu GROSS, Kapitalmarktrecht, § 2 WpPG Rz 11; VON KOPP-COLOMB/SCHNEIDER, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 2 WpPG Rz 42).

⁷⁴² Es müssen zumindest die *essentialia negotii*, namentlich der Preis oder der Preisfestsetzungsmechanismus, die Identität des Verkäufers sowie das Kaufobjekt (Art des Finanzinstruments) bekannt sein (siehe BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 3 lit. f–i N 15; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, GesKR 2018, Fn 19; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 185; a.M. COURVOISIER, SZW 2020, 308).

Angebots vor. Kommt bei einem öffentlichen Angebot der Preis in einem *book-building* zustande, dürfte im Angebotsprospekt immer eine Einladung zur Offertstellung zu sehen sein.⁷⁴³

- 272 Reine Kotierungsprospekte enthalten in der Regel kein Angebot zum Erwerb eines Finanzinstruments, sie qualifizieren deshalb auch nicht als Einladung zur Offertstellung. Mit dem Kotierungsprospekt wird lediglich um Zulassung der Effekten zum Handel an einem Handelsplatz ersucht. Dies war bereits unter dem alten Recht die Auffassung in der Lehre.⁷⁴⁴

2. Basisinformationsblatt

a) Begriff

- 273 Art. 69 Abs. 2 FIDLEG erwähnt an zweiter Stelle das «Basisinformationsblatt» als haftungsbegründendes Dokument. Ein Basisinformationsblatt ist ein Dokument, das gestützt auf die Pflicht von Art. 58 FIDLEG erstellt wird. Es ist ein *eigenständiges, gesetzlich vorgeschriebenes Pflichtdokument*, das im Zusammenhang mit einem Angebot von Finanzinstrumenten an Privatkunden erstellt werden muss.⁷⁴⁵ Inhalt und Form eines Basisinformationsblatts sind in Art. 60 ff. FIDLEG, Art. 88 ff. FIDLEV und im Anhang 9 zur FIDLEV ausführlich geregelt.
- 274 Dem Basisinformationsblatt gleichgestellt sind *ausländische Dokumente*, die gemäss Art. 59 Abs. 2 FIDLEG gleichwertig sind und damit anstelle des Basisinformationsblatts verwendet werden dürfen. Der Bundesrat hat von seiner Kompetenz gemäss Art. 63 lit. d FIDLEG Gebrauch gemacht und die gleichwertigen ausländischen Dokumente in Anhang 10 zur FIDLEV geregelt.⁷⁴⁶ Derartige Dokumente können integral und ohne Ergänzungen anstelle eines Basisinformationsblatts verwendet werden. Art. 69 FIDLEG erfasst auch diese Dokumente.⁷⁴⁷
- 275 Aus dem Wortlaut von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG könnte man schliessen, dass die Prospekthaftung auch Mitteilungen erfasst, die dem Basisinformationsblatt ähnlich

⁷⁴³ Siehe COURVOISIER, SZW 2020, 308; siehe auch BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 3 lit. f–i N 12.

⁷⁴⁴ LENOIR, 44 m.w.N.

⁷⁴⁵ Siehe DEDEYAN, SK FIDLEG, Art. 68 N 43.

⁷⁴⁶ Als gleichwertig gelten Basisinformationsblätter nach der Verordnung (EU) Nr. 1286/201465 und der Delegierten Verordnung (EU) 2017/653.

⁷⁴⁷ EFD, Erläuternder Bericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 62.

sind.⁷⁴⁸ Dies ist nach der hier vertretenen Ansicht abzulehnen, denn die Intention des Gesetzgebers war darauf gerichtet, den Begriff der ähnlichen Mitteilung nur auf den Prospekt zu beziehen und das Basisinformationsblatt daneben als eigenständiges haftungsbegründendes Dokument aufzuführen.⁷⁴⁹

b) Nebeneinander von Prospekt und Basisinformationsblatt

Bei komplexen Finanzinstrumenten hat der Emittent unter Umständen sowohl einen Prospekt als auch ein Basisinformationsblatt zu erstellen.⁷⁵⁰ Das Basisinformationsblatt muss dabei spätestens mit Beginn des öffentlichen Angebots veröffentlicht werden (siehe Art. 66 Abs. 1 FIDLEG). Inhaltlich muss das Basisinformationsblatt so geschrieben sein, dass es vom Anleger ohne Konsultation des Prospekts verstanden wird.⁷⁵¹ Dies schliesst jedoch nicht aus, dass der Anleger zusätzlich auch den ausführlicheren Prospekt konsultiert. In dieser Konstellation kann es vorkommen, dass sich die Angaben im Prospekt und im Basisinformationsblatt widersprechen. 276

Nach der hier vertretenen Ansicht kann ein *Fehler im Basisinformationsblatt nicht durch eine Korrektur im Prospekt geheilt* werden. Es ist zwingend ein neues Basisinformationsblatt oder eine klarstellende Ergänzung zu veröffentlichen. Dies ergibt sich aus dem Zweck des Basisinformationsblatts: Es muss einerseits alle für den Anlageentscheid relevanten Informationen bündeln. Andererseits muss es auch ohne den Prospekt oder andere Informationen – aus sich selbst heraus – verständlich und richtig sein.⁷⁵² Aus Sicht des Anlegerschutzes muss sich der Anleger auf die Informationen im Basisinformationsblatt verlassen können. 277

⁷⁴⁸ So GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 191; siehe auch HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 223.

⁷⁴⁹ Vgl. Protokoll WAK-N, Sitzungen vom 26.–27.3.2018, 11.

⁷⁵⁰ Siehe HUNKELER/WOHL, GesKR 2014, 496.

⁷⁵¹ Siehe Botschaft FIDLEG/FINIG, 8988; FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 58 N 12; siehe auch EGGEN, Basisinformationsblatt, 243.

⁷⁵² Vgl. Botschaft FIDLEG/FINIG, 8988; siehe auch FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 58 N 12, nach denen die Informationen im Basisinformationsblatt nicht irreführend und nicht im Widerspruch zu Werbematerialien oder zur Vertragsdokumentation stehen dürfen.

3. Ähnliche Mitteilungen

a) Einleitende Bemerkungen

278 Art. 69 Abs. 1 FIDLEG statuiert auch eine Haftung, wenn mangelhafte Angaben in «ähnlichen Mitteilungen» enthalten sind. Vergleicht man diesen Wortlaut mit dem bisherigen Recht nach Art. 752 aOR, stellt man keinen Unterschied fest. Aus den Materialien und den Protokollen der parlamentarischen Beratungen lässt sich auch nicht entnehmen, dass der Gesetzgeber eine Änderung der Auslegung der ähnlichen Mitteilung beabsichtigte.⁷⁵³ Für die Auslegung der ähnlichen Mitteilung im FIDLEG kann deshalb im Wesentlichen auf die bisherige Rechtsprechung und Lehre zu Art. 752 aOR zurückgegriffen werden.⁷⁵⁴ Da der Begriff der ähnlichen Mitteilung unter Art. 752 aOR jedoch umstritten war,⁷⁵⁵ ist nachfolgend eine ausführliche Auslegung im Hinblick auf die neue Rechtslage vorzunehmen. Zudem stellen sich im neuen Recht Abgrenzungsfragen zu anderen Informationsdokumenten wie namentlich zur Werbung für Finanzinstrumente (Art. 68 FIDLEG).

b) Begriffsmerkmale

279 Unter Art. 752 aOR existierten mehrere Definitionen der *ähnlichen Mitteilung*. Einen ersten Anhaltspunkt liefert BGE 47 II 272: Dort werden sämtliche Informationen als prospektähnliche Mitteilungen bezeichnet, die geeignet sind, eine Meinung über die *juristischen und wirtschaftlichen Grundlagen eines Unternehmens zu bilden und zu diesem Zweck verfasst* wurden.⁷⁵⁶

⁷⁵³ Es soll sich weiterhin um Mitteilungen handeln, die «prospektähnlich» sind (Protokoll WAK-N, Sitzungen vom 26.–27.3.2018, 11).

⁷⁵⁴ Es gilt insofern der Grundsatz, dass Art. 69 FIDLEG die Bestimmung von Art. 752 aOR und Art. 1156 Abs. 3 aOR übernimmt (siehe Botschaft FIDLEG/FINIG, 8992). Siehe im Zusammenhang mit den hier thematisierten ähnlichen Mitteilungen auch GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 190; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 223; SPILLMANN/MEYER, 45).

⁷⁵⁵ Siehe vorne Rz 219.

⁷⁵⁶ BGE 47 II 272 E. 1, 286: «La jurisprudence et la doctrine considèrent comme indications par prospectus ou circulaires toutes celles qui sont de nature à donner et à créer une opinion sur les bases juridiques et économiques de l'entreprise et qui ont été rédigées dans ce but.»

aa) Mitteilung erfüllt normative Prospektfunktion

Das verbindende Merkmal zwischen der ähnlichen Mitteilung und dem Prospekt 280 ist nicht die äussere Form, diese weist eine ähnliche Mitteilung gerade nicht auf,⁷⁵⁷ sondern die *Vergleichbarkeit in der Funktion*.⁷⁵⁸ Eine damit verbundene «prospekt-nahe» Auslegung der ähnlichen Mitteilung bedeutet, dass die Ziele des Prospekts, nämlich die Gleichbehandlung der Anleger im Vorfeld eines Investitionsentscheids, berücksichtigt werden.⁷⁵⁹ Eine Gleichbehandlung in Bezug auf die Prospekthaftung rechtfertigt sich gerade deshalb, weil der ähnlichen Mitteilung – wie dem Prospekt – eine Informations-, Garantie- und Werbefunktion zukommt. Ob eine bestimmte Mitteilung eine solche Prospektfunktion erfüllt, ergibt sich hauptsächlich aus deren Inhalt. Die Erkenntnis, dass eine funktionale Vergleichbarkeit zum Prospekt massgebend ist, hat zudem Auswirkungen auf die Form und den Adressatenkreis der prospektähnlichen Mitteilung.⁷⁶⁰

Für die Einteilung einer bestimmten Information ist deshalb zunächst wesentlich, 281 ob der *Inhalt* der Mitteilung einer Prospektfunktion entspricht.⁷⁶¹ Die Informationen müssen veröffentlicht werden, um potenzielle Anleger über die rechtliche und wirtschaftliche Situation des Emittenten im Hinblick auf die Investition zu informieren.⁷⁶² Das Informationsdokument muss mit anderen Worten *geeignet sein*,

⁷⁵⁷ Eine Ausnahme davon ist etwa der Kotierungsprospekt, der nach altem Recht als ähnliche Mitteilung unter Art. 752 aOR qualifizierte (vgl. vorne Rz 233).

⁷⁵⁸ Siehe DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 64; NOTH/GROB, AJP 2002, 1439; SPILLMANN/MEYER, 42; VASELLA, Rz 913; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FID-LEG, Art. 69 N 10; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 14; siehe auch HG (ZH), 170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.1.2: «Dem Schutzgedanken von Art. 752 OR folgend sind davon sämtliche Mitteilungen an potenzielle Käufer umfasst, die für den Investitionsentscheid relevante Informationen beinhalten. Zudem ist eine Aufklärungs- bzw. Werbefunktion der abgegebenen Informationen zu verlangen.»

⁷⁵⁹ Siehe zur Gleichbehandlung vorne Rz 97. In den parlamentarischen Beratungen wurde auf die informationelle Gleichbehandlung viel Wert gelegt (Protokoll WAK-N, Sitzungen vom 3.–4.4.2017, 22 f.; Protokoll WAK-N, Sitzungen vom 19.–20.6.2017, 3; siehe auch JENTSCH, CapLaw 2020, 6 f.).

⁷⁶⁰ Dazu sogleich Rz 284; siehe auch DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFin, Art. 69 N 14, die bei der Auslegung der prospektähnlichen Mitteilung einen *approche fonctionnelle* anwenden.

⁷⁶¹ Für MORANT ist der Inhalt einer bestimmten Mitteilung sogar das entscheidende Kriterium für die Einteilung (siehe MORANT, 51; siehe auch LENOIR, 64).

⁷⁶² So oder ähnlich BGE 47 II 272 E. 1, 286; APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 271; CAMENZIND, 90; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 201; SPILLMANN/MEYER, 42;

den *Anlageentscheid zu beeinflussen*.⁷⁶³ Dies ist auch für das neue Recht zu fordern.⁷⁶⁴ Aus diesem Grund ist etwa eine Geheimhaltungserklärung keine prospektähnliche Mitteilung, denn sie vermittelt keine Informationen für den Investitionsentscheid.⁷⁶⁵

- 282 In der Lehre und Rechtsprechung wird teilweise vertreten, dass der Inhalt der ähnlichen Mitteilung vom Anleger nicht oder nur unter unzumutbaren Umständen überprüft werden kann.⁷⁶⁶ Nach der hier vertretenen Ansicht ist dies jedoch kein zwingendes Merkmal einer ähnlichen Mitteilung.⁷⁶⁷ Vielmehr können – entsprechend der Funktion des Prospekts – alle Informationen über die rechtliche oder wirtschaftliche Situation eines Emittenten als ähnliche Mitteilungen qualifizieren. Es ist nicht ersichtlich, weshalb dies nur für schwierig zu überprüfende Informationen der Fall sein sollte. Zudem ist diese Anforderung auch kein Kriterium für das Vorliegen eines Prospekts, denn dieser hat von Gesetzes wegen allgemeine Informationen zum Emittenten zu enthalten.⁷⁶⁸ Das Kriterium der Überprüfbarkeit der Angaben kann jedoch bei der Frage des Verschuldens relevant sein, denn gewisse in die Prospekterstellung involvierte Personen haben eine (eingeschränkte) Überprüfpflicht hinsichtlich Angaben anderer Personen.⁷⁶⁹

diese Kurzfassung einer Definition der prospektähnlichen Mitteilung blendet jedoch den notwendigen (funktionalen) Zusammenhang zu einer Emission – wie es der Wortlaut von Art. 752 aOR verlangt – aus. Sie ist deshalb zu weit und allgemein gehalten und eignet sich nicht, um einzelne Informationen eindeutig als prospektähnlich zu identifizieren (siehe auch LENOIR, 60).

⁷⁶³ HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.1.4, S. 37.

⁷⁶⁴ So auch GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 190; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 69 N 10; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 65.

⁷⁶⁵ Vgl. HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.1.4.2, S. 40.

⁷⁶⁶ KGer SG vom 19.12.1986, in: SJZ 85/1989, 50; BÄRTSCHI, 68; DEDEYAN, 901; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 201; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 22; KONDOROSY, 246; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 162; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1973; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 14; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 2091; ZOBL/KRAMER, Rz 1144.

⁷⁶⁷ GL.M. LENOIR, 65.

⁷⁶⁸ Siehe dazu den Mindestinhalt eines Prospekts für Beteiligungspapiere gemäss FIDLEV, Anhang 1, Ziff. 2.2. Siehe zur gleichen Frage unter Art. 752 aOR LENOIR, 65.

⁷⁶⁹ NOTH/GROB, AJP 2002, 1440; siehe ausführlich hinten Rz 608 ff.

bb) Adressatenkreis

Die ähnliche Mitteilung bzw. die darin enthaltene Information *muss an die potenziellen Anleger gerichtet* sein.⁷⁷⁰ Richtet sich ein Dokument ausschliesslich an eine Behörde oder an die Prüfstelle (Art. 52 Abs. 1 FIDLEG), handelt es sich nicht – falls diese Dokumente überhaupt veröffentlicht werden – um ähnliche Mitteilungen. Dies gilt selbst dann, wenn solche Dokumente veröffentlicht und tatsächlich von Anlegern im Vorfeld eines öffentlichen Angebots oder einer Handelszulassung wahrgenommen werden.⁷⁷¹ Es wäre überschüssend, einem Emittenten eine Information zuzurechnen, die er nicht in der Absicht verfasste, potenzielle Anleger über das öffentliche Angebot oder die Handelszulassung zu informieren.⁷⁷² Etwas anderes hat zu gelten, wenn die ursprünglich nur für interne Zwecke gedachte Information nachträglich dem Publikum mitgeteilt wird, etwa in der Form eines Nachtrags zum Prospekt. Derartige Informationen können als ähnliche Mitteilungen qualifizieren.

Unter Art. 752 aOR war umstritten, ob sich die ähnliche Mitteilung auch nur an einen bestimmten, individuellen Adressatenkreis richten konnte.⁷⁷³ Nach der hier vertretenen Auffassung muss sich die *ähnliche Mitteilung an einen unbestimmten Kreis* (siehe zu diesem Begriff sogleich) von Personen richten.⁷⁷⁴ Es genügt nicht, wenn die Information nur an einzelne, individuell bestimmte Anleger gerichtet ist.⁷⁷⁵ Die-

⁷⁷⁰ Dies ergibt sich auch aus der Definition des öffentlichen Angebots, wonach es sich um eine Mitteilung an das Publikum handle, «die für den Kauf oder die Zeichnung einer Effekte ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und die Effekte selber enthält» (Botschaft FIDLEG/FINIG, 8971).

⁷⁷¹ Denkbar ist etwa, dass die Kommunikation zwischen dem Emittenten und der Prüfstelle aufgrund eines Datenlecks veröffentlicht wird. Insofern zu weit geht deshalb der Vorschlag von LENOIR, wonach die Information bereits dann als prospektähnliche Mitteilung qualifiziere, wenn sie die Anlagestimmung beeinflusst (LENOIR, 63).

⁷⁷² Mit anderen Worten ist in dieser Situation keine Prospektfunktion erfüllt, weshalb auch keine prospektähnliche Mitteilung vorliegen kann.

⁷⁷³ Siehe vorne Rz 219.

⁷⁷⁴ HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E.3.3.1.2; AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 6; BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 12; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 10; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 975; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 21; KONDOROSY, 245; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 10; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 162; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 14; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 65; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 2091; ZOBL/KRAMER, Rz 1144; a.M. LENOIR, 64; KGer SG vom 19.12.1986, in: SJZ 85/1989, 50.

⁷⁷⁵ Siehe noch zur altrechtlichen Prospekthaftung HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E.3.3.1.4.

ses *Öffentlichkeitserfordernis* ergibt sich aus dem neuen Anwendungsbereich der Prospekthaftung, der auf öffentliche Angebote von Effekten oder Handlungszulassungen beschränkt ist.⁷⁷⁶ Es ergibt sich im Weiteren auch daraus, dass die ähnliche Mitteilung die *Prospektfunktionen* erfüllen muss. Dies gilt auch bezüglich Form und Adressatenkreis der Information. Da sich ein Prospekt an das Publikum richtet, ist auch für die ähnliche Mitteilung zu verlangen, dass sie nicht an einen einzelnen, individuell bestimmten Adressaten gerichtet ist.⁷⁷⁷

- 285 Die Beurteilung der Öffentlichkeit, der die ähnlichen Mitteilungen zugänglich gemacht werden müssen, beurteilt sich nach denselben Prinzipien wie für die Frage nach der Öffentlichkeit des Angebots im Sinn von Art. 35 Abs. 1 FIDLEG.⁷⁷⁸ Kurz zusammengefasst: Ein *Angebot ist öffentlich, wenn es sich an einen unbestimmten Personenkreis richtet*. Das Handelsgericht Zürich hat in einem Urteil zum bisherigen Prospektrecht darauf abgestellt, ob die für potenzielle Investoren bestimmten Unterlagen einem (anfänglich) unbestimmten Personenkreis angeboten wurden.⁷⁷⁹ Auf diese Kriterien kann nach der hier vertretenen Ansicht weiterhin abgestellt werden. Der *angesprochene Personenkreis muss dabei nur anfänglich unbestimmt* sein. Es ist für die Prospekthaftung nicht hinderlich, wenn im späteren Verlauf eines Investitionsprojekts nur noch eine gezielte Auswahl von interessierten Investoren angesprochen wird.⁷⁸⁰

⁷⁷⁶ Die Prospekthaftung soll nach dem Willen des Gesetzgebers insbesondere an die neuen Prospektspflichten angepasst werden (siehe Botschaft FIDLEG/FINIG, 8992).

⁷⁷⁷ Es ist zudem konsequent, wenn – wie hier vertreten – Privatplatzierungen nicht der Prospekthaftung unterstellt werden und gleichzeitig verlangt wird, dass sich Prospekte und prospektähnliche Mitteilungen an einen grösseren Adressatenkreis zu richten haben (dazu sogleich Rz 284); siehe auch HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.1.4, S. 37.

⁷⁷⁸ Unter Art. 752 aOR diskutierte man auch die analoge Anwendung von Art. 6 BankV, wonach Gewerbsmässigkeit vorliege, wenn mehr als 20 Publikumseinlagen entgegengenommen werden (siehe AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 6). Dies erscheint jedoch für den vorliegenden Fall unpassend, da rein quantitative Kriterien nicht ausschlaggebend sein können. Zudem wäre die Zahl von 20 Publikumseinlagen im Vergleich zur gesetzlichen Ausnahme von der Prospektspflicht nach Art. 36 Abs. 1 lit. b FIDLEG (das öffentliche Angebot richtet sich an weniger als 500 Anleger) sehr tief angesetzt.

⁷⁷⁹ HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.1.3 f. Das Handelsgericht stützte sich zur Auslegung des Öffentlichkeitserfordernisses auf die unter Art. 652a aOR entwickelten Grundsätze ab, wonach ein Angebot öffentlich sei, wenn es sich qualitativ an einen unbestimmten Adressatenkreis richte (siehe dazu auch vorne Rz 110).

⁷⁸⁰ Der Emittent kann das Öffentlichkeitserfordernis nicht umgehen, indem er für jeden interessierten Investor geringfügig individualisierte Dokumente erstellt. Siehe dazu

cc) Form und Zurechenbarkeit

Die Form, in die eine ähnliche Mitteilung gekleidet sein konnte, war unter Art. 752 aOR umstritten.⁷⁸¹ Einig war man sich zumindest, dass die Informationen in schriftlichen Dokumenten enthalten oder auf anderen Datenträgern aufgezeichnet werden konnten. Der deutsche Wortlaut von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG ist diesbezüglich gleichgeblieben, hingegen wurde im französischen Text *documents analogues* durch *communications semblables* ersetzt (der italienische Text spricht unverändert von *documenti analoghi*). Der französische Gesetzestext erfasst damit nach seinem Wortlaut auch mündliche Aussagen, was in der Lehre bisher umstritten war.⁷⁸² Nach der hier vertretenen Ansicht *genügen rein mündliche Aussagen allerdings nicht, um eine Prospekthaftung zu begründen*.⁷⁸³ Dies ergibt sich zunächst aus dem Erfordernis der Prospektähnlichkeit, denn damit stellt das Gesetz nicht nur Anforderungen an die Funktion bzw. den Inhalt einer ähnlichen Mitteilung auf, sondern auch betreffend die Form.⁷⁸⁴ Der Prospekt ist ein schriftliches Dokument, das sich durch seine äussere Form und die damit verbundene Beständigkeit auszeichnet.⁷⁸⁵ Auch der Begriff der «Mitteilung» legt einen solchen Schluss nahe, weil mit dem Wortsinn eine gewisse äussere Form verbunden wird. Für die ähnliche Mitteilung ist deshalb ebenfalls *Schriftlichkeit oder eine andere beständige, vom Emittenten beherrschbare, Form* zu verlangen.

den Entscheid HG (ZH), HG170097-O, 24. 11. 2020, E. 3.3.1.4, wo die Deckblätter der Investitionspräsentationen sowie weitere einzelne Seiten individualisiert wurden. Die Präsentationen waren inhaltlich nahezu identisch und dienten jeweils als Grundlage der Investitionsgespräche.

⁷⁸¹ Siehe vorne Rz 219.

⁷⁸² So etwa DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 13, wonach der Wechsel zu *communications semblables* jedoch darauf zurückzuführen sei, dass man dem deutschen Gesetzestext («ähnliche Mitteilung») besser entsprechen wollte. Nach der hier vertretenen Ansicht hat man damit genau das Gegenteil bewirkt.

⁷⁸³ So auch DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 14; REUTTER, 42; SCHIFFERLE/GERICKE, GesKR 2020, 190; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 65; a.M. VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 69 N 10;

⁷⁸⁴ Diesen Gedanken verdanke ich einer Anregung meines Doktorvaters Prof. Dr. Hans-Ueli Vogt im Rahmen eines freundschaftlichen Austauschs.

⁷⁸⁵ Der Prospekt muss umfangreiche Mindestangaben enthalten (siehe Art. 40 FIDLEG i.V.m. Art. 50 FIDLEV). Zudem weist das Gesetz explizit darauf hin, dass der Prospekt aus einem einzigen Dokument oder aus mehreren Einzeldokumenten bestehen kann (siehe Art. 44 FIDLEG). Mündliche Mitteilungen können nicht als Prospekt betrachtet werden (siehe NEIDHART, 30).

- 287 Die Informationen können indes in E-Mails, Präsentationen, auf einer Webseite oder auf Social-Media-Plattformen enthalten sein. Ein Nachweis durch Text ist nicht zwingend, die Prospekthaftung erfasst deshalb auch Filme oder Werbevideos. Rein mündliche Äusserungen an Generalversammlungen, Pressekonferenzen, Interviews oder an einer Roadshow begründen jedoch keine Prospekthaftung.⁷⁸⁶ Dies gilt auch, wenn Dritte diese mündlichen Äusserungen aufzeichnen, denn in diesem Fall hat der Emittent keinen Einfluss auf die Form.⁷⁸⁷ Anders ist nur zu entscheiden, wenn der Emittent die Aufzeichnung selbst veranlasst und diese den Anlegern zur Verfügung stellt.
- 288 Der Emittent muss die ähnliche Mitteilung verantworten, sie muss ihm mit anderen Worten *zurechenbar* sein.⁷⁸⁸ Das bedeutet nicht, dass die Mitteilung aus der Feder des Emittenten stammen muss. Ähnliche Mitteilungen können auch von einem Dritten (z.B. von der transaktionsbegleitenden Investmentbank) verfasst werden, sofern sie anschliessend mit Wissen und Billigung des Emittenten veröffentlicht werden.⁷⁸⁹ Nach der Lehre zu Art. 752 aOR genügte es bereits, wenn der Emittent die Handlungen des Dritten duldete, denn nach den Regeln der Anscheins- und Duldungsvollmacht liegt es an ihm, den erweckten Anschein zu korrigieren.⁷⁹⁰ Umgekehrt liegt keine ähnliche Mitteilung vor, wenn Dritte unabhängig und ohne Wissen des Emittenten Informationen zum öffentlichen Angebot oder zur Handelszulassung (z.B. in Wirtschaftszeitungen) veröffentlichen.
- dd) Funktionaler Zusammenhang zu einem öffentlichen Angebot von Effekten oder zu einer Handelszulassung
- 289 Die Prospekthaftung nach Art. 752 aOR verlangte einen funktionalen Zusammenhang zwischen der ähnlichen Mitteilung und einer Emission.⁷⁹¹ Im Kontext des

⁷⁸⁶ Siehe DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 14, wonach mündliche Aussagen an Generalversammlungen oder Pressekonferenzen nur unter die Prospekthaftung fallen würden, sofern diese vorgängig und öffentlich publik gemacht werden; siehe auch WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 65, die nicht schriftliche Äusserungen dann erfassen, wenn ihnen analog zum Prospekt ein als verbindlich zu qualifizierender Charakter zukommt.

⁷⁸⁷ Siehe dazu sogleich Rz 219.

⁷⁸⁸ Siehe dazu LENOIR, 61; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 14.

⁷⁸⁹ LENOIR, 61; MORANT, 51; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 975; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 14. Siehe für den *research report* hinten Rz 293.

⁷⁹⁰ Siehe LENOIR, 61 f.; siehe auch VOGT, Handelsregister, § 11 N 83.

⁷⁹¹ Siehe dazu vorne Rz 70.

FIDLEG muss der *funktionale Zusammenhang zu einem öffentlichen Angebot oder einer Handelszulassung* bestehen.⁷⁹²

Der funktionale Zusammenhang leitete sich aus dem Wortlaut von Art. 752 aOR ab, der verlangte, dass der Emissionsprospekt oder die ähnliche Mitteilung «bei» der Gründung einer Gesellschaft oder bei der Ausgabe von Titeln erstellt wurde.⁷⁹³ Die Haftungsbestimmung von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG knüpft nach ihrem Wortlaut aber nicht mehr an eine Emission und auch nicht an ein öffentliches Angebot oder eine Handelszulassung an.⁷⁹⁴ Es ist davon auszugehen, dass es sich dabei um ein gesetzgeberisches Versehen handelt. Die Botschaft und die Protokolle der parlamentarischen Beratungen enthalten auch keinen Hinweis, dass der funktionale Zusammenhang nicht mehr bestehen soll. Mit anderen Worten lässt sich aus den Materialien nicht ableiten, dass eine Ausweitung der Prospekthaftung auf sämtliche Informationen am Kapitalmarkt, also auch ausserhalb eines öffentlichen Angebots oder einer Handelszulassung, gewollt war.⁷⁹⁵ Es ist deshalb auch für die Prospekthaftung unter dem FIDLEG notwendig, dass ein *funktionaler Zusammenhang zwischen der ähnlichen Mitteilung und einem öffentlichen Angebot von Effekten oder einer Handelszulassung* besteht.⁷⁹⁶ Eine bloss zeitliche Nähe zwischen der Veröffentlichung der ähnlichen Mitteilung und einem öffentlichen Angebot oder einer Handelszulassung genügt m.E. jedoch nicht.⁷⁹⁷ Die ähnliche Mitteilung

⁷⁹² Dies, weil die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG «unter Anpassung an die neuen Prospektspflichten» die altrechtliche Bestimmung von Art. 752 aOR übernimmt (Botschaft FIDLEG/FINIG, 8992).

⁷⁹³ Entsprechende Begriffe enthielten auch der französische (*lors de*) und der italienische (*in occasione*) Gesetzestext.

⁷⁹⁴ Insbesondere wurde im Wortlaut von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG das Wort «bei» weggelassen, das unter Art. 752 aOR den entscheidenden Hinweis für den funktionalen Zusammenhang darstellte. Auch in der französischen und der italienischen Fassung von Art. 69 FIDLEG sind die entsprechenden Wörter (*lors de*, *in occasione*) weggefallen.

⁷⁹⁵ Ein Konnex zu einem öffentlichen Angebot ist weiterhin notwendig, damit die Prospekthaftung nicht zu weit gefasst wird; die Prospekthaftung ist nicht als allgemeine Haftung für sämtliche Informationen am Kapitalmarkt zu verstehen (siehe vorne Rz 70; im Ergebnis gleich HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 228).

⁷⁹⁶ So auch DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 5; GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 190; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 228; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 65; siehe auch VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 69 N 10, die allerdings noch – wie unter Art. 752 aOR – einen funktionalen Zusammenhang zwischen der Information und einer Emission verlangen.

⁷⁹⁷ Siehe dazu unter der bisherigen Rechtslage vorne Rz 225 f.

muss *aufgrund* des öffentlichen Angebots oder der Handelszulassung erstellt und veröffentlicht werden.

- 291 Abzulehnen ist die Ansicht in der Lehre, wonach auch *regelmässig* gemachte Publikationen von der Prospekthaftung erfasst seien, die *unabhängig von einer Emission gemacht* werden, bei denen aber damit gerechnet werden müsse, dass die Emission durch die Publikation beeinflusst würden.⁷⁹⁸ Dies gilt insofern, als die haftungsbegründenden Dokumente nicht ausdrücklich auf jene Publikationen verweisen (Art. 42 FIDLEG i.V.m. Art. 43 Abs. 2 FIDLEV). Dies kann an folgendem Beispiel illustriert werden: Eine Gesellschaft veröffentlicht jeweils im März den jährlichen Geschäftsbericht, der umfangreiche Informationen über die Geschäftstätigkeit und die finanzielle Situation der Gesellschaft enthält. Später im Jahr führt dieselbe Gesellschaft eine öffentliche Kapitalerhöhung durch, um neues Kapital für Wachstumspläne zu erhalten. Stellt sich nun heraus, dass im Geschäftsbericht vom März falsche oder irreführende Informationen enthalten waren, kann dies nicht zu einer Prospekthaftung unter Art. 69 FIDLEG führen, es sein denn, der Geschäftsbericht wurde explizit in den Emissionsprospekt integriert.

c) *Synthese und Konkretisierung der ähnlichen Mitteilung im FIDLEG*

- 292 Ähnliche Mitteilungen im Sinn von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG sind alle im Zusammenhang mit einem öffentlichen Angebot von Effekten oder einer Handelszulassung veröffentlichten, schriftlichen Mitteilungen, die nicht an einzelne, individuell bestimmte Adressaten gerichtet sind und die *dazu dienen, den Anlageentscheid der potenziellen Anleger zu beeinflussen*.
- 293 Zu den ähnlichen Mitteilungen zählen wie nach bisheriger Rechtslage *transaktionsbegleitende Dokumente* wie namentlich Präsentationen, Pressemitteilungen, Informationsbroschüren, Mitteilungen auf einer Webseite oder massenweise versandte E-Mails, die in einem funktionalen Zusammenhang zu einem öffentlichen Angebot oder einer Handelszulassung stehen.⁷⁹⁹ Dazu zählen auch an Anleger

⁷⁹⁸ Siehe WATTER, AJP 1992, 58; siehe auch LENOIR, 62 f., der zwar einen zeitlichen Zusammenhang zu einer Emission forderte, jedoch einen sachlichen Zusammenhang ablehnte.

⁷⁹⁹ HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.1.4, wo den potenziellen Anlegern eine schriftliche Präsentation für ein Investment in ein Start-up verteilt wurde; AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 10; APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 271; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 21; NOTH/GROB, AJP 2002, Fn 35; REUTTER, 41; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 162; ROUILLER *et al.*, Rz 552; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 65.

gerichtete Mitteilungen im Vorfeld eines IPO wie etwa Präsentationen an einer *roadshow*, ein *term sheet*, ein *preliminary prospectus* oder *research reports*.⁸⁰⁰ Letztere fallen nach der hier vertretenen Ansicht dann unter die Prospekthaftung, wenn sie mit Wissen und Billigung des Emittenten erstellt und veröffentlicht werden.⁸⁰¹ Gleiches hat für Ratings von Agenturen zu gelten. Diese sind geeignet, den Investitionsentscheid des durchschnittlichen Anlegers zu beeinflussen. Sofern ein Rating vom Emittenten veranlasst oder in den Prospekt integriert wird, qualifiziert es als prospektähnliche Mitteilung. Ratings von Dritten, die nicht mit Wissen und Billigung des Emittenten erstellt werden, stellen dagegen keine prospektähnliche Mitteilung dar.⁸⁰²

Die Mitteilungen müssen, wie bereits erwähnt, *schriftlich* sein, um von der Prospekthaftung erfasst zu sein. Rein mündliche Aussagen in Interviews, Vorträgen oder Präsentationen begründen keine Haftung.⁸⁰³

Im Unterschied zum bisherigen Recht fallen auch Mitteilungen unter die Prospekthaftung, wenn sie *im Rahmen einer Sekundärmarkttransaktion veröffentlicht* werden.⁸⁰⁴ Dies stellt eine erhebliche Haftungserweiterung dar.⁸⁰⁵ Bei einem *marketed offering* erfasst die Prospekthaftung etwa das Angebotsdokument, also den Prospekt oder eine ähnliche Mitteilung, das zur Platzierung der Effekten beim Publikum veröffentlicht wird. Bei einem *blocktrade* kann das *placement memorandum*

⁸⁰⁰ Die h.L. bejahte eine Haftung für den *research report*, wenn dieser von den transaktionsbegleitenden Banken herausgegeben wurde (AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 10; APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 271; DEDEYAN, 903; HARSCH, 242; HODEL, Kotierung, 138 f.; REUTTER, 42; SCHALLER, Rz 154; SPILLMANN/MEYER, 42; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 66. Siehe für eine Übersicht über die möglichen Dokumente im Vorfeld eines IPO: HODEL, Kotierung, 138 f.; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 22; REUTTER, 17 ff.; siehe spezifisch für einen *research report* DEL VECCHIO, 29 ff., 54.

⁸⁰¹ Siehe zum Kriterium der Zurechenbarkeit vorne Rz 288. In der Praxis legen Analysten ihre Berichtsentwürfe in der Regel dem Emittenten zur Prüfung vor (WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 66).

⁸⁰² LENOIR, 61; NOTH/GROB, AJP 2002, Fn 31; SPECK, 153; VASELLA, Rz 916; a.M. AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 10, die Ratings und Anlageempfehlungen von Finanzanalysten als ähnliche Mitteilungen qualifizieren, «gleichviel ob sie im Auftrag der Emittentin veröffentlicht wurden oder nicht». Dieser Ansicht ist entgegenzuhalten, dass damit eine Haftung für Handlungen Dritter begründet würde. Dies entspricht allerdings nicht dem Zweck von Art. 69 FIDLEG.

⁸⁰³ Siehe zum Gesagten vorne Rz 286.

⁸⁰⁴ Zur Erweiterung der Prospekthaftung auf den Sekundärmarkt siehe vorne Rz 239.

⁸⁰⁵ So auch DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 13.

von der Prospekthaftung erfasst sein, sofern es nicht nur an einzelne, individuell bestimmte Adressaten gerichtet ist.⁸⁰⁶

- 296 Unter den Begriff der ähnlichen Mitteilung fallen auch «freiwillige Prospekte», also Dokumente, die anlässlich eines öffentlichen Angebots veröffentlicht werden, obwohl keine Pflicht dazu besteht.⁸⁰⁷
- 297 Die im Gesellschaftsrecht vorgesehenen *Mitteilungen der Gesellschaft an ihre Gesellschafter* wie etwa Geschäftsberichte, Aktionärsbriefe oder Zwischenberichte fallen nur unter die Prospekthaftung, sofern ein *funktionaler Zusammenhang* zu einem öffentlichen Angebot oder einer Handelszulassung besteht oder die Dokumente durch eine Verweisung gemäss Art. 42 FIDLEG zu einem integrativen Bestandteil des Prospekts gemacht werden.⁸⁰⁸ Damit dürften Bilanzdokumentationen, die im Hinblick auf eine Sanierung erstellt werden, keine ähnlichen Mitteilungen sein.⁸⁰⁹ Auch ein Businessplan ist keine ähnliche Mitteilung, sofern er nicht spezifisch aufgrund ein öffentliches Angebots (z.B. auf Wunsch von Investoren) erstellt wurde.⁸¹⁰

d) Abgrenzungen

aa) Folgepublizität bei börsenkotierten Gesellschaften

- 298 Börsenkotierte Gesellschaften müssen im Hinblick auf die Aufrechterhaltung der Kotierung gewisse Informationspflichten erfüllen.⁸¹¹ Das Kotierungsreglement schreibt zunächst vor, dass der Emittent verpflichtet ist, jedes Jahr einen Geschäftsbericht zu veröffentlichen (Art. 49 KR-SIX).⁸¹² Wie bereits erläutert, fällt der

⁸⁰⁶ HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 225; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 68.

⁸⁰⁷ Siehe vorne Rz 222.

⁸⁰⁸ BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 26; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 67; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 65; ZOBL/KRAMER, Rz 1146; im deutschen Recht besteht ebenfalls keine Haftung für die Finanzberichterstattung (WACKERBARTH, in: Holzborn, §§ 21–23 N 32).

⁸⁰⁹ BGE 112 II 258 E. 3b, 261; LENOIR, 62.

⁸¹⁰ Vgl. HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.2.8, S. 90.

⁸¹¹ Diese Informationspflichten werden insgesamt auch als «Folgepublizität» bezeichnet (siehe DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 93; EGGEN, Produktregulierung, 106).

⁸¹² Die Pflicht zur Veröffentlichung eines Geschäftsberichts ergibt sich zudem aus dem Gesellschaftsrecht (Art. 699a OR). Der Geschäftsbericht enthält die Jahresrechnung

Geschäftsbericht mangels eines funktionalen Zusammenhangs zu einem öffentlichen Angebot oder einer Handelszulassung nicht unter die Prospekthaftung.⁸¹³

Eine weitere bedeutende Informationspflicht des Emittenten ist die *Ad hoc*-Publizitätspflicht gemäss Art. 53 KR-SIX. Der Emittent ist dabei verpflichtet, den Markt fortlaufend mit *kursrelevanten Informationen*, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind, zu versorgen.⁸¹⁴ Die *Ad hoc*-Publizität strebt die laufende Orientierung des Marktes an und verbessert dadurch die allgemeine Informationstransparenz am Markt.⁸¹⁵ Als kursrelevant gelten Tatsachen, deren Bekanntwerden geeignet ist, den Kurs erheblich zu beeinflussen (Art. 53 Abs. 1 KR-SIX).⁸¹⁶ Da die Prospekthaftung neu auch Sekundärplatzierungen erfasst, stellt sich die Frage, ob Art. 69 FIDLEG eine Anspruchsgrundlage für eine Haftung aus falscher oder unterlassener *Ad hoc*-Publizität sein kann.

Eine Haftung aus Art. 752 aOR für die Verletzung von *Ad hoc*-Publizitätspflichten wurde von der herrschenden Lehre abgelehnt.⁸¹⁷ Ob eine Haftung nach Art. 69 FIDLEG unter den veränderten Umständen besteht, ist anhand der oben erarbeiteten Definition der ähnlichen Mitteilung zu überprüfen.⁸¹⁸ Mitteilungen im Zusammenhang mit der *Ad hoc*-Publizität ergehen schriftlich und richten sich an das Publikum, womit sie grundsätzlich geeignet sind, als ähnliche Mitteilungen zu qualifizieren. Der Gegenstand von *Ad hoc*-Mitteilungen betrifft kursrelevante Tatsachen; mithin Tatsachen, die geeignet sind, den Kauf- oder Verkaufsentscheid des

und bei grösseren Unternehmen eine Konzernrechnung (Art. 958 Abs. 2 und Art. 963 OR).

⁸¹³ Siehe vorne Rz 297.

⁸¹⁴ DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 95; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 72 KR N 2.

⁸¹⁵ V. FISCHER, 73.

⁸¹⁶ Eine Beurteilung der Kursrelevanz erfolgt im Einzelfall (siehe Art. 4 Abs. 2 Richtlinie *Ad hoc*-Publizität). Die SIX nennt auf ihrer Webseite namentlich Finanzzahlen, personelle Änderungen im Verwaltungsrat oder in der Geschäftsleitung, Fusionen, Übernahmen, Abspaltungen, Restrukturierungen, Kapitalveränderungen, Kaufangebote, Veränderungen im Geschäftsverlauf, Informationen betreffend Geschäftsergebnisse, wesentliche Änderungen in der Aktionärsstruktur sowie Sanierungen (Liste verfügbar unter <<https://www.ser-ag.com/de/topics/ad-hoc-publicity.html>>, zuletzt besucht am 13.2.2023). Siehe für eine ausführliche Auseinandersetzung mit der Kursrelevanz auch HSU, 186 ff.; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 72 KR N 16 ff.; PETER, Rz 79 ff.

⁸¹⁷ Siehe die Nachweise in Fn 635.

⁸¹⁸ *Ad hoc*-Mitteilungen qualifizieren nicht als Prospekt im Sinn von Art. 43 FIDLEV.

Anlegers zu beeinflussen.⁸¹⁹ Im Unterschied zum Prospekt oder einer prospektähnlichen Mitteilung informiert die *Ad hoc*-Mitteilung immer *nur über eine spezifische Tatsache bzw. zeigt sie nur einen Ausschnitt aus der Einflussosphäre des Emittenten*.⁸²⁰ Sie hat nicht den Anspruch, *gesamthaft über die wirtschaftliche und juristische Situation des Emittenten* im Hinblick auf ein öffentliches Angebot zu informieren. Damit erfüllt die *Ad hoc*-Publizität, gesamthaft betrachtet, nicht die gleichen Funktionen wie ein Prospekt.⁸²¹

- 301 Zudem stehen *Ad hoc*-Mitteilungen häufig nicht in einem funktionalen Zusammenhang mit einem öffentlichen Angebot oder einer Handelszulassung. Die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG ist *nicht als allgemeine kapitalmarktrechtliche Informationshaftung* zu verstehen.⁸²² Die Prospekthaftung schützt die Informationsbasis des Anlegers nur im Hinblick auf ein öffentliches Angebot oder eine Handelszulassung. Damit liegt keine Gesetzeslücke vor, die eine analoge Anwendung von Art. 69 FIDLEG auf die *Ad hoc*-Publizität rechtfertigen würde.⁸²³
- 302 Diese Ausführungen bedeuten zusammengefasst, dass *Ad hoc*-Mitteilungen nur in Ausnahmefällen von der Prospekthaftung erfasst sein können, nämlich wenn es sich dabei um einen *formellen Nachtrag zu einem Prospekt* handelt.⁸²⁴
- 303 Eine Haftung für fehlerhafte oder unterlassene *Ad hoc*-Publizität ausserhalb eines öffentlichen Angebots oder einer Handelszulassung kann sich jedoch aus anderen Anspruchsgrundlagen ergeben.⁸²⁵

⁸¹⁹ Siehe Art. 53 Abs. 1^{bis} KR i.V.m. Art. 4 Abs. 2 RLAhP-SIX; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 72 KR N 24.

⁸²⁰ Siehe die Liste der SIX bezüglich kursrelevanter Tatsachen in Fn 816.

⁸²¹ Siehe für einen ausführlichen Vergleich zwischen Emissionsprospekt und *Ad hoc*-Publizität DEDEYAN, 917.

⁸²² Siehe vorne Rz 70. Eine ausufernde, wenig konkrete Informationshaftung wäre zudem schädlich für die Rechtssicherheit und würde sich negativ auf die Entscheidungsprozesse von Unternehmen auswirken (siehe DEDEYAN, 897).

⁸²³ Siehe zur Rechtslage unter Art. 752 aOR DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 97; DEDEYAN, 918).

⁸²⁴ So auch WEBER/FAHLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 70; a.M. DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 6, die davon ausgehen, dass die kapitalmarktrechtliche Prospekthaftung immer greift, wenn die veröffentlichten Informationen den Kurs der Finanzinstrumente effektiv beeinflusst haben.

⁸²⁵ Ausführlich dazu DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 98 ff.; DEDEYAN, 916 ff.; HSU, 269 ff.

bb) Werbung für Finanzinstrumente nach Art. 68 FIDLEG

Im neuen Prospektrecht stellt sich die Frage, ob *Werbung für Finanzinstrumente* 304 als ähnliche Mitteilung im Sinn von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG qualifizieren und damit von der Prospekthaftung erfasst wird. Im bisherigen Recht erfuhr die Werbung für Finanzinstrumente keine allgemeine Regelung. Die Lehre subsumierte Werbung grundsätzlich dann unter den Begriff «ähnliche Mitteilung» nach Art. 752 aOR, wenn sie in einem erkennbaren Zusammenhang mit einer Emission stand.⁸²⁶

Werbung für Finanzinstrumente ist neu in Art. 68 FIDLEG geregelt.⁸²⁷ Demnach 305 muss Werbung als solche klar erkennbar sein (Art. 68 Abs. 1 FIDLEG) und sie muss auf den Prospekt und das Basisinformationsblatt zum jeweiligen Finanzinstrument hinweisen (Art. 68 Abs. 2 FIDLEG), sofern ein solches vorhanden ist.⁸²⁸ Zudem muss Werbung zu einem Finanzinstrument mit den im Prospekt oder Basisinformationsblatt enthaltenen Angaben übereinstimmen (Art. 68 Abs. 3 FIDLEG).⁸²⁹ Der Begriff der Werbung wird in Art. 95 Abs. 1 FIDLEG weiter ausgeführt: Als Werbung gilt demnach «jede an Anlegerinnen und Anleger gerichtete Kommunikation, die darauf gerichtet ist, auf bestimmte Finanzdienstleistungen oder Finanzinstrumente aufmerksam zu machen». In Art. 95 Abs. 2 FIDLEG führt die Verordnung in einem nicht abschliessenden Negativkatalog gewisse Informationen auf, die für sich allein nicht als Werbung gelten.⁸³⁰

⁸²⁶ AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 12 f.; NOTH/GROB, AJP 2002, Fn 35; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 14; differenzierend DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 67, nach denen allgemeine Werbeaussagen zu den Produkten eines Emittenten nicht haftungsrelevant waren, da sie sich nicht an die Zeichner richteten.

⁸²⁷ Bisher war lediglich Werbung für kollektive Kapitalanlagen gesetzlich geregelt (siehe EFD, Erläuternder Bericht FIDLEG/FINIV/AOV 2019, 65). Art. 68 FIDLEG ist inhaltlich an Art. 22 EU-ProspektVO angelehnt (siehe Botschaft FIDLEG/FINIG, 8992).

⁸²⁸ Umgekehrt muss das Basisinformationsblatt klar hervorheben, dass es kein Werbematerial darstellt (Art. 61 Abs. 2 FIDLEG; siehe auch BIANCHI, GesKR 2016, 76).

⁸²⁹ Im europäischen Prospektrecht statuiert der inhaltlich ähnliche Art. 22 Abs. 3 und 4 EU-ProspektVO ein sogenanntes Konsistenzgebot. Demnach dürfen Informationen über ein öffentliches Angebot von Wertpapieren oder eine Handelszulassung, die zu Werbezwecken verbreitet werden, nicht den Informationen im Prospekt widersprechen (SCHLITT/RIES, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Art. 22 EU-ProspektVO Rz 20).

⁸³⁰ GIGER, BMK Finanzmarktarchitektur, Rz 540. Der Entwurf des FIDLEG enthielt in Art. 95 Abs. 3 E-FIDLEG noch eine einschneidende Einschränkung, wonach Werbung

- 306 Werbung für Finanzinstrumente kann nach der hier vertretenen Ansicht unter den Begriff der ähnlichen Mitteilung im Sinn von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG fallen, sofern die Werbung in einem funktionalen Zusammenhang⁸³¹ zu einem öffentlichen Angebot oder einer Handelszulassung veröffentlicht wird.⁸³² Dies ergibt sich aus nachfolgenden Überlegungen:
- 307 Erstens erfüllt Werbung für Finanzinstrumente die zuvor erarbeitete Definition⁸³³ einer ähnlichen Mitteilung, denn sie ist in der Regel nicht an einzelne, individuell bestimmte Adressaten gerichtet.⁸³⁴ Werbung wird regelmässig in der Absicht veröffentlicht, den potenziellen Anleger über die *angebotenen Finanzinstrumente zu informieren und seinen Anlageentscheid zu beeinflussen*.⁸³⁵ Der Anleger darf deshalb auch bei Werbung davon ausgehen, dass er vom Emittenten über alle wesentlichen Tatsachen sachlich und zutreffend unterrichtet wird.⁸³⁶ Der Anleger wird seinen Anlageentscheid denn auch häufig auf Werbematerial stützen.⁸³⁷ Dagegen wird allerdings eingewendet, dass bei Werbung für Finanzinstrumente, die als sol-

nicht zulässig sei, wenn das entsprechende Finanzinstrument den beworbenen Kundinnen und Kunden nicht verkauft werden darf. Viele Vernehmlassungsteilnehmer lehnten diese Regelung jedoch ab, worauf sie aus dem Entwurf gestrichen wurde (Ergebnisbericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 13; Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 11).

- ⁸³¹ Werbung ausserhalb eines öffentlichen Angebots oder einer Handelszulassung, etwa allgemeine Werbung für die Produkte eines Unternehmens, ist nicht haftungsbegründend (DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 67, allerdings mit der Begründung, dass sich derartige Werbung nicht an den Zeichner richte).
- ⁸³² G.L.M. AMIGUET, CR LSFIn, Art. 68 N 34; DEDEYAN, SK FIDLEG, Art. 68 N 67; GIGER, BMK Finanzmarktarchitektur, Rz 544 f.; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 69 N 10; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 73, siehe jedoch auch N 72; eine Haftung ablehnend, sofern die Werbung die gesetzlichen Anforderungen gemäss Art. 68 Abs. 1 und 2 FIDLEG erfüllt: BAHAR, BSK FIDLEG, Art. 68 N 49; GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 191.
- ⁸³³ Siehe vorne Rz 292.
- ⁸³⁴ Nicht haftungsbegründend ist persönliche Werbung, wenn etwa ein Investor aufgrund einer persönlichen Kaufempfehlung seines Vermögensberaters eine Investition tätigt (siehe DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 68).
- ⁸³⁵ Werbematerialien werden allerdings noch kein Angebot zum Erwerb der Effekten beinhalten, sondern sich darauf beschränken, über die angebotenen Effekten zu informieren.
- ⁸³⁶ Siehe BGE 112 II 172 E. I.2.a, 176.
- ⁸³⁷ In der Regel wird der vollständige Prospekt von einem durchschnittlichen Anleger nicht wahrgenommen. Dieser stützt sich für seinen Entscheid vielmehr auf Investmentempfehlungen seiner Hausbank oder eben auf Werbematerialien (vgl.

che klar erkennbar ist und einen Hinweis auf den Prospekt oder das Basisinformationsblatt enthält, für den Anleger klar sei, dass er seinen Anlageentscheid nicht allein auf die Werbematerialien abstützen dürfe.⁸³⁸ Dieser Ansicht ist entgegenzuhalten, dass es aufgrund der erwähnten Abgrenzungsschwierigkeiten für einen Anleger nicht leicht ist, ähnliche Mitteilungen und Werbematerialien für Finanzinstrumente auseinanderzuhalten. Hinzu kommt, dass ein Haftungsausschluss für Werbematerialien den Prospektersteller dazu verleiten könnte, das Finanzinstrument allzu positiv und unter Ausklammerung relevanter Risiken darzustellen; dies birgt m.E. ein gewisses Missbrauchspotenzial.

Zweitens hält Art. 68 Abs. 3 FIDLEG fest, dass Werbung für Finanzinstrumente mit dem Prospekt und dem Basisinformationsblatt übereinstimmen muss (sog. *Übereinstimmungsgebot*).⁸³⁹ Die bundesrätliche Botschaft ergänzt über den Wortlaut hinaus und in Anlehnung an das europäische Recht (Art. 22 Abs. 3 EU-ProspektVO), dass Werbung für Finanzinstrumente nicht unrichtig oder irreführend sein und folglich nicht zu den Angaben im Prospekt oder im Basisinformationsblatt im Widerspruch stehen darf.⁸⁴⁰ Werbung darf deshalb, selbst wenn sie als solche klar erkennbar ist und auf den entsprechenden Prospekt oder das Basisinformationsblatt hinweist (Art. 68 Abs. 1 und 2 FIDLEG), nicht unrichtig und irreführend im Sinn von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG sein. Eine Verletzung dieser Pflicht muss aufgrund des vom FIDLEG verfolgten Anlegerschutzes (Art. 1 Abs. 1 FIDLEG) zivilrechtlich mittels Prospekthaftung durchsetzbar sein.⁸⁴¹ Dies ergibt sich auch daraus, dass die Durchsetzung des Übereinstimmungsgebots gemäss Art. 68 Abs. 3 FIDLEG – im Gegensatz zum europäischen Recht – weder von den aufsichtsrechtlichen⁸⁴², noch den strafrechtlichen⁸⁴³ Bestimmungen des FIDLEG erfasst wird.

DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 78; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 86).

⁸³⁸ So GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 190 f.; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 72; im Ergebnis ähnlich BAHAR, BSK FIDLEG, Art. 68 N 49.

⁸³⁹ BAHAR, BSK FIDLEG, Art. 68 N 40; DEDEYAN, SK FIDLEG, Art. 68 N 54.

⁸⁴⁰ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8992;

⁸⁴¹ Ähnlich WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 73.

⁸⁴² Die aufsichtsrechtliche Umsetzung der Bestimmungen des FIDLEG ist auf beaufschlagte Finanzdienstleister beschränkt (siehe Art. 87 Abs. 1 FIDLEG; siehe dazu BAHAR, BSK FIDLEG, Art. 68 N 47; DEDEYAN, SK FIDLEG, Art. 68 N 62 ff.). Das europäische Prospektrecht sieht als Rechtsfolge für unrichtige oder irreführende Werbung zwar andere Rechtsfolgen als eine Prospekthaftung vor (ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 20), dafür kann die zuständige Aufsichtsbehörde des Mitgliedstaats jedoch die Werbedokumente eines Emittenten überprüfen.

- 309 Nach dem Gesagten kann *Werbung für Finanzinstrumente eine Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG auslösen*, sofern die Voraussetzungen für eine Qualifikation als ähnliche Mitteilung erfüllt sind. Allerdings können Werbematerialien nicht unvollständig im Sinn von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG sein, da sie gerade einen Hinweis auf den Prospekt bzw. das Basisinformationsblatt enthalten und folglich auch nicht den inhaltlichen Mindestanforderungen gemäss Art. 40 bzw. Art. 60 FIDLEG genügen müssen.⁸⁴⁴ WEBER und FAHRLÄNDER schlagen zudem vor, eine allfällige Haftung für Werbung gleich zu behandeln wie die Haftung für die Zusammenfassung gemäss Art. 69 Abs. 2 FIDLEG, das heisst, Werbung ist nur dann haftungsrelevant, wenn sie unrichtig oder irreführend ist, wenn sie zusammen mit dem Prospekt oder dem Basisinformationsblatt gelesen wird.⁸⁴⁵ Diese Ansicht überzeugt, denn der Gesetzgeber hat mit der Bestimmung von Art. 68 FIDLEG klargestellt, dass Werbung für Finanzinstrumente klar zulässig sein soll, auch wenn sie – ähnlich wie eine Zusammenfassung des Prospekts – nur ein unvollständiges, meist eher zu positives Bild vom Emittenten und den angebotenen Finanzinstrumenten zeichnet.
- 310 Zudem kann unrichtige oder irreführende Werbung für Finanzinstrumente zivilrechtlich gegen die Bestimmungen des unlauteren Wettbewerbs verstossen (vgl. Art. 3 Abs. 1 lit. b UWG).⁸⁴⁶

Stellt die Aufsichtsbehörde Verletzungen gegen die gesetzlichen Vorschriften zur Werbung fest, kann sie eine Aussetzung der Werbung für höchstens zehn aufeinanderfolgende Tage veranlassen (Art. 32 Abs. 1 lit. e EU-ProspektVO; siehe zum Gesagten SCHLITT/RIES, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Art. 22 EU-ProspektVO Rz 39).

⁸⁴³ Die Strafbestimmung von Art. 90 Abs. 1 lit. a FIDLEG bezieht sich nur auf den Prospekt und das Basisinformationsblatt, jedoch nicht auf ähnliche Mitteilungen (siehe Botschaft FIDLEG/FINIG, 9003). Allgemein gehaltene Werbung ist dagegen kein taugliches Tatobjekt (WOHLERS, BSK FIDLEG, Art. 90 N 6).

⁸⁴⁴ GIGER, BMK Finanzmarktarchitektur, Rz 544; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 74.

⁸⁴⁵ WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 74; im Ergebnis ähnlich BAHAR, BSK FIDLEG, Art. 68 N 49; siehe auch GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 191, nach denen fehlerhafte Angaben in Werbematerialien durch einen später erscheinenden Prospekt geheilt werden können.

⁸⁴⁶ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8992; siehe auch DEDEYAN, SK FIDLEG, Art. 68 N 68, der für die Auslegung der Anspruchsvoraussetzungen einer Haftung nach UWG eine analoge Anwendung der unter Art. 69 FIDLEG bzw. Art. 752 aOR entwickelten Grundsätze befürwortet.

e) Rechtsfolgen bei fehlerhaften ähnlichen Mitteilungen

Die *Rechtsfolgen*, wenn eine ähnliche Mitteilung mangelhafte Angaben enthält, 311 unterscheiden sich nicht wesentlich von denjenigen eines fehlerhaften Prospekts: Sind sämtliche Anspruchsvoraussetzungen von Art. 69 FIDLEG erfüllt, kann ein Anleger einen Schaden, den er aufgrund einer mangelhaften Angabe in einer ähnlichen Mitteilung erlitten hat, beim Verantwortlichen geltend machen. Aufgrund der fehlenden Prospektspflicht war schon unter Art. 752 aOR anerkannt, dass eine prospektähnliche Mitteilung nicht unvollständig sein oder «gesetzliche Anforderungen» verletzen kann.⁸⁴⁷ Dies gilt m.E. auch für die Prospekthaftung nach FIDLEG.⁸⁴⁸

f) Rechtsvergleich

Die spezialgesetzliche Prospekthaftung im deutschen Recht kennt den Begriff der 312 ähnlichen Mitteilung nicht. Die Prospekthaftung erfasst nur Dokumente, die unter den formalen Prospektbegriff fallen und von der BaFin gebilligt wurden.⁸⁴⁹ Dies trifft auf fehlerhafte Börsenzulassungsprospekte (siehe § 9 WpPG) und sonstige fehlerhafte Wertpapierprospekte (siehe § 10 WpPG) zu.⁸⁵⁰ Auch die gemäss § 9 Abs. 4 WpPG von der Prospekthaftung erfassten Dokumente, die einem Prospekt gleichzusetzen sind (sog. prospektersetzende Dokumente),⁸⁵¹ entsprechen nicht dem Begriff der ähnlichen Mitteilung nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG. Auf andere Mitteilungen im Zusammenhang mit öffentlichen Angeboten von Effekten und Handelszulassungen wie namentlich Werbemassnahmen, Berichte, Aufforderungen und *Ad hoc*-Mitteilungen sind die Prospekthaftungsnormen des WpPG *nicht anwendbar*.⁸⁵² Eine klare Regelung besteht dagegen für Werbung: Gemäss Art. 22

⁸⁴⁷ Siehe dazu vorne Rz 222.

⁸⁴⁸ Siehe HSU, 269, der die Haftung nach Art. 41 OR und die Haftung nach Art. 754 OR erwähnt; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 69, die einen Haftungsausschluss für Unvollständigkeit jedoch nur befürworten, wenn der prospektähnlichen Mitteilung eine Freizeichnungsklausel hinzugefügt wurde.

⁸⁴⁹ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 13, 29; WACKERBARTH, in: Holzborn, §§ 21–23 WpPG Rz 30.

⁸⁵⁰ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 10; WACKERBARTH, in: Holzborn, §§ 21–23 WpPG Rz 19 f.

⁸⁵¹ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 21 f.

⁸⁵² WACKERBARTH, in: Holzborn, §§ 21–23 WpPG Rz 19, 32; im Ergebnis gleich ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 13, 20. Diese Dokumente haben «prospektersetzende Qualität» und befreien die Gesellschaft deshalb von der Prospektspflicht (siehe Art. 3 Abs. 3 EU-ProspektVO; ASSMANN,

Abs. 3 EU-ProspektVO muss Werbung als solche erkennbar sein. Zudem dürfen die darin enthaltenen Informationen nicht unrichtig oder irreführend sein und sie müssen mit den im Prospekt enthaltenen Informationen übereinstimmen. Das europäische Prospektrecht sieht als Rechtsfolge für unrichtige oder irreführende Werbung zwar andere Rechtsfolgen als eine Prospekthaftung vor,⁸⁵³ dafür kann die zuständige Aufsichtsbehörde des Mitgliedstaats jedoch die Werbeprospekte eines Emittenten überprüfen. Stellt die Aufsichtsbehörde Verletzungen gegen die gesetzlichen Vorschriften zur Werbung fest, kann sie eine Aussetzung der Werbung für höchstens zehn aufeinanderfolgende Tage veranlassen (Art. 32 Abs. 1 lit. e EU-ProspektVO).⁸⁵⁴

IV. Fazit

- 313 Art. 69 FIDLEG statuiert nun – im Gegensatz zur bisherigen Rechtslage – eine *einheitliche, rechtsform- und produktneutrale Haftungsgrundlage* für zivilrechtliche Ansprüche im Zusammenhang mit fehlerhaften Prospekten und Basisinformationsblättern. Der Anwendungsbereich von Art. 69 FIDLEG ist eröffnet, wenn bei einem *öffentlichen Angebot zum Erwerb von Effekten oder einer Handelszulassung ein Prospekt oder eine ähnliche Mitteilung mit mangelhaften Angaben veröffentlicht* wird.
- 314 Art. 69 FIDLEG erfasst neu neben *Primärplatzierungen und gemischten Platzierungen auch Sekundärplatzierungen*. Prospekte und ähnliche Mitteilungen, die bei derartigen Platzierungen veröffentlicht werden, können eine Prospekthaftung auslösen, selbst wenn sie *freiwillig*, also unabhängig von einer allfälligen Prospektpflicht, erstellt werden. Zu den haftungsbegründenden Dokumenten nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG gehören insbesondere Prospekte, *placement memoranda*, *research reports*, Werbematerialien und Investorenpräsentationen. Vorausgesetzt ist, dass derartige Publikationen *funktional* mit einem öffentlichen Angebot oder einer Handelszulassung zusammenhängen. Dieser Zusammenhang ist gegeben, wenn eine derartige Publikation dazu erstellt wurde, die potenziellen *Investoren über die*

in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 21 f.; WACKERBARTH, in: Holzborn, §§ 21–23 WpPG Rz 21). Wie aus Art. 1 Abs. 5 lit. e und f EU-ProspektVO ersichtlich ist, sind damit Angebotsprospekte bei öffentlichen Übernahmen oder Fusionsberichte gemeint.

⁸⁵³ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 20.

⁸⁵⁴ SCHLITT/RIES, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Art. 22 EU-ProspektVO Rz 39.

juristische und wirtschaftliche Situation des Emittenten zu informieren und deren Anlageentscheid zu beeinflussen. Ist kein Zusammenhang zu einem öffentlichen Angebot im Sinn von Art. 3 lit. g und h FIDLEG oder einer Handelszulassung gegeben, fallen *transaktionsbegleitende Dokumente* – im Unterschied zum bisherigen Recht – nicht unter Art. 69 FIDLEG und gelten daher nicht als «ähnliche Mitteilungen».

Schliesslich erfasst Art. 69 FIDLEG neu auch ein *mangelhaftes Basisinformationsblatt*, das gestützt auf die Pflicht von Art. 58 FIDLEG erstellt wird. 315

§ 6 Zeitlicher und räumlicher Anwendungsbereich

Nachdem im vorangehenden Kapitel der sachliche Anwendungsbereich der Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG erläutert wurde, soll im nachfolgenden Kapitel der zeitliche (I.) und räumliche (II.) Anwendungsbereich untersucht werden.⁸⁵⁵ 316

I. Anwendung der Übergangsbestimmungen auf Prospekte und Basisinformationsblätter

Das FIDLEG und damit die Bestimmungen des 3. Titels zum Anbieten von Finanzinstrumenten sind am *1. Januar 2020* in Kraft getreten.⁸⁵⁶ Damit die vom Gesetz erfassten Ersteller und Anbieter von Finanzinstrumenten genügend Zeit haben, die neuen Bestimmungen umzusetzen, wurden in Art. 95 FIDLEG Übergangsbestimmungen formuliert.⁸⁵⁷ Daneben enthält auch Art. 109 FIDLEV Übergangsbestimmungen, die speziell die Prospektpflicht für Effekten betreffen. Die Übergangsbestimmungen unterscheiden bezüglich der Rechtsfolgen danach, ob es *vor* oder *nach* dem Inkrafttreten des FIDLEG zum öffentlichen Angebot von Effekten bzw. zum Angebot eines Finanzinstruments an Privatkunden kam. Nachfolgend gilt es insbesondere zu untersuchen, ab welchem Zeitpunkt das neue Haftungsregime von Art. 69 FIDLEG auf die haftungsbegründenden Dokumente anzuwenden ist. 317

Für die *Strafbestimmung* von Art. 90 FIDLEG wurde keine Übergangsfrist formuliert, sie gilt deshalb bereits seit dem Inkrafttreten des FIDLEG am 1. Januar 2020. Nach ihrem Wortlaut erfasst die Strafbestimmung jedoch nur Prospekte und Basisinformationsblätter, die nach FIDLEG erstellt wurden. Sie gilt somit nicht für altrechtliche Prospekte.⁸⁵⁸ 318

⁸⁵⁵ Was hier als zeitlicher und räumlicher Anwendungsbereich bezeichnet wird, ist Teil der Anspruchsvoraussetzungen der Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG (siehe auch vorne Fn 528).

⁸⁵⁶ Art. 96 Abs. 3 FIDLEG i.V.m. der Verordnung vom 6. November 2019 über die abschliessende Inkraftsetzung des Finanzinstitutsgesetzes (AS 2019 4631, 4631).

⁸⁵⁷ Siehe Botschaft FIDLEG/FINIG, 9004.

⁸⁵⁸ So auch GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 198.

A. Prospekte

1. Prospekte, die vor dem Inkrafttreten des FIDLEG erstellt worden sind

- 319 Prospekte für Effekten, die *vor* dem Inkrafttreten des FIDLEG am 1. Januar 2020 erstellt wurden, werden nach der Übergangsbestimmung von Art. 95 Abs. 4 FIDLEG beurteilt.⁸⁵⁹ Diese Bestimmung sieht für die Einhaltung der Vorschriften des 3. Titels des FIDLEG, worunter auch Art. 69 FIDLEG fällt, eine Übergangsfrist von *zwei Jahren* seit dem Inkrafttreten des FIDLEG vor. Zum Zweck dieser Übergangsbestimmungen: Nach der bundesrätlichen Botschaft wollte man damit vermeiden, dass «für unzählige auf dem Markt befindliche Finanzinstrumente mit der Inkraftsetzung des Gesetzes eine neue Dokumentation erstellt werden muss».⁸⁶⁰
- 320 Nach Ablauf der zweijährigen Übergangsfrist am 1. Januar 2022 gelten die Bestimmungen des 3. Titels für Effekten, für die vor dem Inkrafttreten ein öffentliches Angebot unterbreitet oder um Zulassung auf einem Handelsplatz ersucht wurde (Art. 94 Abs. 4 lit. a FIDLEG). Dies bedeutet mit anderen Worten, dass für hängige öffentliche Angebote bzw. Zulassungsverfahren zum Handel noch die altrechtlichen Prospekte verwendet werden durften.⁸⁶¹ Falls nach dem 1. Januar 2020 ein neues öffentliches Angebot von Effekten lanciert oder eine neue Handelszulassung ersucht wird, ist der Prospekt gemäss den neuen Pflichten des FIDLEG zu erstellen bzw. daran anzupassen.⁸⁶² Sobald der Prospekt an das neue Recht angepasst wird, kommt auch die neue Haftungsbestimmung von Art. 69 FIDLEG zur Anwendung.⁸⁶³
- 321 Für Prospekte, die noch vor dem Inkrafttreten des FIDLEG erstellt worden sind, gelten die bisherigen Haftungsbestimmungen.⁸⁶⁴ Insofern ist Art. 95 Abs. 4 lit. a FIDLEG missverständlich formuliert, da die Bestimmung suggeriert, dass nach dem Ablauf der Übergangsfrist das FIDLEG – und damit das neue Haftungs-

⁸⁵⁹ BÖSCH, SK FIDLEG, Art. 95 Abs. 4–5 Übergangsbestimmungen N 5.

⁸⁶⁰ Botschaft FIDLEG/FINIG, 9004.

⁸⁶¹ Botschaft FIDLEG/FINIG, 9004; GRUNDER, SZW 2019, 587; vgl. MENOUD, BSK FIDLEG, Art. 95 N 21; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 205.

⁸⁶² Zur Ausnahme von dieser Regel siehe sogleich Rz 322. Als Beispiel seien etwa strukturierte Produkte erwähnt, die neu ausgegeben werden (SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 205).

⁸⁶³ WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 29.

⁸⁶⁴ DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 14 Rz 136; GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 198; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 29.

regime – rückwirkend auch für altrechtliche Prospekte gilt. Dies widerspricht jedoch dem allgemeinen übergangsrechtlichen *Prinzip der Nichtrückwirkung* (siehe Art. 1 Abs. 1 SchlT ZGB), wonach die Rechtsfolgen eines Sachverhalts nach dem Recht zu beurteilen ist, unter dem er eingetreten ist.⁸⁶⁵ Nach der hier vertretenen Ansicht sind deshalb Prospekte, die noch vor dem Inkrafttreten des FIDLEG nach den altrechtlichen Prospektspflichten erstellt worden sind, auch nach dem 1. Januar 2022 nach den bisherigen Haftungsbestimmungen zu beurteilen. Die Ausnahme von dieser Regelung wird im nächsten Unterkapitel erläutert.

2. Prospekte, die nach dem Inkrafttreten des FIDLEG erstellt worden sind

Prospekte, die *nach* dem Inkrafttreten des FIDLEG am 1. Januar 2020 erstellt werden, sind grundsätzlich nach dem neuen Haftungsregime von Art. 69 FIDLEG zu beurteilen. Eine Ausnahme davon findet sich in der Übergangsbestimmung von Art. 109 Abs. 1 FIDLEV. Nach dieser Bestimmung gilt die «Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts» frühestens ab 1. Oktober 2020 und spätestens nach Ablauf von sechs Monaten seit der Zulassung einer Prüfstelle durch die FINMA. Die FINMA hat der BX Swiss AG und der SIX Exchange Regulation AG per 1. Juni 2020 die jeweilige Bewilligung als Prüfstelle erteilt, womit für öffentliche Angebote oder Handelszulassungen nach dem 1. Dezember 2020 obligatorisch ein nach FIDLEG erstellter und genehmigter Prospekt vorliegen muss.⁸⁶⁶ In der Übergangszeit zwischen dem 1. Januar und dem 1. Dezember 2020 konnte demnach noch ein altrechtlicher Prospekt verwendet werden. Es war aber auch zulässig, freiwillig einen Prospekt nach FIDLEG zu erstellen und zu verwenden.⁸⁶⁷

Die Bestimmung von Art. 109 FIDLEV ist nach ihrem Wortlaut nur auf die Prospektspflicht, also auf Inhalt und Form des Prospekts sowie die Prüfpflicht anwendbar.⁸⁶⁸ Auf die übrigen Bestimmungen des 3. Titels – und damit auch auf die Haftungsbestimmung von Art. 69 FIDLEG – ist die Übergangsregelung nicht anwendbar.⁸⁶⁹ Das Haftungsregime von Art. 69 FIDLEG ist deshalb auf alle Pro-

⁸⁶⁵ Es gilt – vereinfacht formuliert – der Grundsatz «alte Tatsache – altes Recht» (HÜRLIMANN-KAUP/SCHMID, Rz 518).

⁸⁶⁶ Siehe FINMA, Medienmitteilung vom 28. Mai 2020.

⁸⁶⁷ Siehe zum Gesagten Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 70.

⁸⁶⁸ Siehe Art. 109 Abs. 1 FIDLEV: «Für Effekten [...] gilt die Pflicht zur Veröffentlichung eines genehmigten Prospekts [...]; vgl. Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 70.

⁸⁶⁹ BÖSCH, SK FIDLEG, Art. 95 Abs. 4–5 Übergangsbestimmungen N 10.

spekte anwendbar, die nach dem Inkrafttreten am 1. Januar 2020 erstellt werden, unabhängig davon, nach welchem Recht der Prospekt erstellt wurde.⁸⁷⁰ Die damit verbundene Durchbrechung des Prinzips der Nichtrückwirkung ist hinzunehmen. Dies kann an folgendem Beispiel illustriert werden: Für ein öffentliches Angebot im September 2020 konnte noch ein Emissionsprospekt nach Art. 652a aOR erstellt werden (Art. 109 Abs. 2 lit. a FIDLEV). Für die Beurteilung von Prospekthaftungsansprüchen war jedoch bereits Art. 69 FIDLEG (und nicht Art. 752 aOR) einschlägig.⁸⁷¹

B. Basisinformationsblatt für Finanzinstrumente

1. Finanzinstrumente, die vor dem Inkrafttreten des FIDLEG Privatkunden angeboten wurden

- 324 Für Finanzinstrumente, die *vor* dem Inkrafttreten des FIDLEG Privatkunden angeboten wurden, muss spätestens mit Ablauf der zweijährigen Übergangsfrist am 1. Januar 2022 ein Basisinformationsblatt gemäss Art. 58 ff. FIDLEG vorhanden sein, sofern das Finanzinstrument weiterhin Privatkunden angeboten wird (Art. 95 Abs. 4 lit. b FIDLEG).⁸⁷² Die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG gilt ab dem Zeitpunkt, in dem das Basisinformationsblatt an die neuen Bestimmungen des FIDLEG angepasst wird, spätestens aber ab dem 1. Januar 2022.⁸⁷³
- 325 Altrechtliche Dokumente, die noch vor dem Inkrafttreten des FIDLEG am 1. Januar 2020 erstellt wurden und seither nicht mehr verwendet wurden, werden nach den altrechtlichen Haftungsbestimmungen beurteilt.⁸⁷⁴

⁸⁷⁰ BÖSCH, SK FIDLEG, Art. 95 Abs. 4–5 Übergangsbestimmungen N 11; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 28; vgl. WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 59.

⁸⁷¹ Beispiel nach WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 28.

⁸⁷² MENOUD, BSK FIDLEG, Art. 95 N 23; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 29; vgl. Botschaft FIDLEG/FINIG, 9004.

⁸⁷³ Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 70; MENOUD, BSK FIDLEG, Art. 95 N 23; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 29.

⁸⁷⁴ BÖSCH, SK FIDLEG, Art. 95 Abs. 4–5 Übergangsbestimmungen N 11; MENOUD, BSK FIDLEG, Art. 95 N 23; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 29; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 59.

2. Finanzinstrumente, die nach dem Inkrafttreten des FIDLEG Privatkunden angeboten werden

Für Finanzinstrumente, die *nach* dem 1. Januar 2020 Privatkunden angeboten werden, gelten gemäss Art. 110 f. FIDLEV besondere Übergangsbestimmungen, die nach der *Gattung der Finanzinstrumente* unterscheiden. Für Immobilien-, Effekten- und übrige Fonds für traditionelle Anlagen können während der Übergangszeit anstelle eines Basisinformationsblatts weiterhin die wesentlichen Informationen für die Anleger (KIID) bzw. vereinfachte Prospekte nach den bisherigen Vorschriften der KKV erstellt und veröffentlicht werden (Art. 110 FIDLEV).⁸⁷⁵ Für strukturierte Produkte kann während der Übergangsfrist anstelle des Basisinformationsblatts ein vereinfachter Prospekt nach Art. 5 Abs. 2 aKAG erstellt und veröffentlicht werden (siehe Art. 111 FIDLEV).⁸⁷⁶ Die Übergangsfrist wurde vom Bundesrat bis zum 31. Dezember 2022 verlängert, um die Harmonisierung mit den entsprechenden Vorschriften der EU sicherzustellen.⁸⁷⁷ Die altrechtlichen Dokumentationen konnten deshalb noch bis zum 31. Dezember 2022 verwendet werden.⁸⁷⁸ 326

Die Übergangsbestimmungen von Art. 110 f. FIDLEV betreffen – wie bereits unter Art. 109 FIDLEV ausgeführt – nur die Pflicht zur Veröffentlichung eines Basisinformationsblatts bzw. einer altrechtlichen Dokumentation,⁸⁷⁹ jedoch bleiben die übrigen Bestimmungen des Prospektrechts unberührt.⁸⁸⁰ Deshalb gilt das Haftungsregime von Art. 69 FIDLEG auch für die altrechtliche Dokumentation, sofern sie nach dem 1. Januar 2020 erstellt wurde und für das Angebot von Finanzinstru- 327

⁸⁷⁵ BÖSCH, SK FIDLEG, Art. 95 Abs. 4–5 Übergangsbestimmungen N 7; MENOUD, BSK FIDLEG, Art. 95 N 25.

⁸⁷⁶ BÖSCH, SK FIDLEG, Art. 95 Abs. 4–5 Übergangsbestimmungen N 8; MENOUD, BSK FIDLEG, Art. 95 N 25.

⁸⁷⁷ Siehe AS 2021, 835 f.; die Übergangsbestimmungen für das Basisinformationsblatt orientieren sich an der europäischen Regelung bezüglich der Ablösung des bisherigen UCITS-KIID durch das PRIIPS-KID, die erst am 1. Januar 2023 in Kraft getreten sind (MENOUD, BSK FIDLEG, Art. 95 N 25; Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 70 f.).

⁸⁷⁸ Siehe MENOUD, BSK FIDLEG, Art. 95 N 25.

⁸⁷⁹ Siehe etwa Art. 110 lit. a FIDLEV: «Während zwei Jahren nach Inkrafttreten des FIDLEG kann: [...] ein vereinfachter Prospekt [...] erstellt und veröffentlicht werden [...].»

⁸⁸⁰ BÖSCH, SK FIDLEG, Art. 95 Abs. 4–5 Übergangsbestimmungen N 10; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 28.

menten an Privatkunden verwendet wird. Auch hier ist die Durchbrechung des Prinzips der Nichtrückwirkung hinzunehmen.

C. Fazit

- 328 Das neue Haftungsregime von Art. 69 FIDLEG gilt in zeitlicher Hinsicht grundsätzlich für sämtliche Prospekte und Basisinformationsblätter, die *nach* dem Inkrafttreten des FIDLEG am 1. Januar 2020 erstellt wurden. Prospekte und andere Dokumentationen, die vor diesem Zeitpunkt erstellt wurden, werden nach den altrechtlichen Haftungsbestimmungen beurteilt. Aufgrund der Übergangsbestimmung von Art. 109 FIDLEV konnte zwischen dem 1. Januar und 1. Dezember 2020 noch ein altrechtlicher Prospekt für ein öffentliches Angebot oder ein Gesuch um Handelszulassung verwendet werden. Auf solche Prospekte ist jedoch bereits das neue Haftungsregime von Art. 69 FIDLEG anzuwenden.

II. Räumlicher Anwendungsbereich der Prospekthaftung

- 329 Der Anwendungsbereich von Art. 69 FIDLEG setzt das Vorliegen eines mangelhaften Prospekts oder eines anderen haftungsbegründenden Dokuments voraus.⁸⁸¹ Ein Prospekt ist gemäss Art. 35 Abs. 1 FIDLEG zu erstellen, wenn *in der Schweiz* ein öffentliches Angebot von Effekten unterbreitet oder um Handelszulassung ersucht wird.
- 330 Unter gewissen Voraussetzungen kann gemäss Art. 54 FIDLEG auch ein Prospekt, der nach *ausländischen Rechtsvorschriften* erstellt wurde, in der Schweiz für ein öffentliches Angebot oder eine Handelszulassung verwendet werden. Es stellt sich deshalb die Frage, ob diese ausländischen Prospekte ebenfalls von Art. 69 FIDLEG erfasst sind.
- 331 Die Kollisionsnormen des internationalen Privatrechts im Zusammenhang mit Prospekthaftungsansprüchen werden in der vorliegenden Arbeit nicht untersucht; es kann aber auf eine umfangreiche Spezialliteratur verwiesen werden.⁸⁸²

⁸⁸¹ Siehe ausführlich vorne Rz 238 ff.

⁸⁸² Siehe ausführlich KONDOROSY, 91 ff.; SCHLEIFFER/FISCHER, Grenzüberschreitende Platzierungen, 191 f.; VISCHER/WEIBEL, ZK IPRG, Art. 156 N 1 ff.; WATTER/ROTH PELLANDA, BSK IPRG, Art. 156 N 1 ff.; siehe auch KREN KOSTKIEWICZ, Rz 2963 ff.; SCHNYDER/LIATOWITSCH, Rz 883.

A. Bisherige Rechtslage

Für den räumlichen Anwendungsbereich der Prospekthaftung war nach bisherigem Recht zu unterscheiden, ob sich der Anspruch auf Art. 752 oder Art. 1156 Abs. 3 aOR stützte. 332

Die Prospekthaftung aus Verletzung der Prospektspflicht bei der Ausgabe von Anleiheobligationen nach Art. 1156 Abs. 3 aOR war nicht nur auf schweizerische Gesellschaften jeglicher Rechtsform, sondern auch auf ausländische Emittenten anwendbar.⁸⁸³ 333

Im Unterschied dazu war die Prospekthaftung nach Art. 752 aOR gemäss Rechtsprechung und Lehre nur auf schweizerische Aktiengesellschaften (Art. 620 OR) anwendbar.⁸⁸⁴ Hintergrund dieser einschränkenden Auslegung war das Inkorporationsprinzip, wonach das Aktienrecht nur auf Aktiengesellschaften anwendbar ist, die nach Schweizer Recht gegründet und im hiesigen Handelsregister eingetragen worden sind.⁸⁸⁵ Diese Situation wurde von der Lehre als «höchst unbefriedigend» bezeichnet, weil die auf einen ausländischen Emittenten anwendbare ausländische Rechtsordnung einen geringeren Anlegerschutz aufweisen konnte.⁸⁸⁶ Als Notventil wurde vorgeschlagen, unter Berufung auf den schweizerischen *ordre public* die Anwendung des ausländischen Prospekthaftungsrechts zu verweigern.⁸⁸⁷ Dies hätte aber nur zu einer Nichtanwendung der entsprechenden Normen und nicht zu einer Verbesserung des Anlegerschutzes geführt. 334

⁸⁸³ BGE 129 III 71 E. 2.3, 74; BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 20; CAMENZIND, 82 f.; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 980; KUHN, CHK OR, Art. 1156 N 8; LANG/KLÖTI, OFK OR, Art. 1156 N 12; WATTER, BSK Wertpapierrecht, Art. 1156 N 23; vgl. ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 4.

⁸⁸⁴ BGE 129 III 71 E. 2.3, 74; AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 4; BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 25; BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 21; CAMENZIND, 83; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 978; KONDOROSY, 152; LANG/KLÖTI, OFK OR, Art. 1156 N 12; NOTH/GROB, AJP 2002, 1437; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 163; ZOBL/KRAMER, Rz 1136.

⁸⁸⁵ BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 21; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 978; KONDOROSY, 152.

⁸⁸⁶ BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 21; KONDOROSY, 152. Die Problematik dürfte sich jedoch in Grenzen gehalten haben, weil das schweizerische Prospektrecht im internationalen Vergleich eher tiefe Standards an die Offenlegung von Informationen im Prospekt aufstellte (siehe Rz 112). Dies hat sich mit der neuen Prospektspflicht nach FIDLEG grundlegend geändert (siehe Rz 270).

⁸⁸⁷ BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 21; vgl. KONDOROSY, 152.

- 335 Die Bestimmungen von Art. 652a und Art. 1156 Abs. 1 aOR enthielten nach ihrem Wortlaut keinen Hinweis auf eine territoriale Einschränkung der Prospektpflicht. Aus dem Wortlaut der Bestimmungen konnte insbesondere nicht abgeleitet werden, an welche «Öffentlichkeit» sich das Angebot zu richten hatte, um eine Prospektpflicht auszulösen. In der Lehre wurde mehrheitlich die Ansicht vertreten, dass diese Bestimmungen den Schweizer Kapitalmarkt und die Anleger in der Schweiz schützen wollten und deshalb in räumlicher Hinsicht auf die Schweiz beschränkt waren.⁸⁸⁸

B. Neue Rechtslage

1. Einleitende Bemerkungen

- 336 Im Unterschied zur bisherigen Rechtslage ist Art. 69 FIDLEG rechtsform- und produktneutral ausgestaltet.⁸⁸⁹ Die bisherige gesellschaftsrechtliche Anknüpfung von Art. 752 aOR wurde durch eine kapitalmarktrechtliche Ausrichtung ersetzt.⁸⁹⁰ In räumlicher Hinsicht knüpft die Anwendung von Art. 69 FIDLEG nun daran an, ob *in der Schweiz* ein öffentliches Angebot zum Erwerb von Effekten unterbreitet oder um Handelszulassung an einem Handelsplatz ersucht wird (Art. 35 Abs. 1 FIDLEG) bzw. ob ein Finanzinstrument einem Privatkunden in der Schweiz angeboten wird (Art. 58 Abs. 1 FIDLEG i.V.m. Art. 80 Abs. 1 FIDLEV).

2. Emissions- oder Kotierungsprospekt

- 337 Der erste Tatbestand von Art. 35 Abs. 1 FIDLEG erfordert ein öffentliches Angebot zum Erwerb von Effekten in der Schweiz. Ein Emittent fällt mit anderen Worten nur unter die Prospekthaftung, wenn er einen Angebotsprospekt nach FIDLEG erstellt und *in der Schweiz für ein öffentliches Angebot verwendet*.⁸⁹¹

⁸⁸⁸ BÖSCH/LEISINGER, KUKO OR, Art. 1156 N 17 f.; KONDOROSY, 152; SCHLEIFFER/FISCHER, Grenzüberschreitende Platzierungen, 191 f.; SCHLEIFFER/REHM, ST 2005, 1021; ZINDEL/ISLER, BSK OR II (5. A.), Art. 652a N 3e.

⁸⁸⁹ Siehe bereits vorne Rz 243.

⁸⁹⁰ Vgl. BAHAR/NEDWED, SZW 2019, 633 f.

⁸⁹¹ Vgl. Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 39; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 6; siehe auch COURVOISIER, SZW 2020, 310; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 190. Ausnahmsweise kann aufgrund von Art. 54 FIDLEG auch ein ausländischer Prospekt für ein öffentliches Angebot in der Schweiz verwendet werden (dazu sogleich Rz 339).

Dies ergibt sich einerseits aus dem Wortlaut von Art. 35 Abs. 1 FIDLEG («Wer in der Schweiz [...]»)⁸⁹². Andererseits beschränken sich die Bestimmungen des FIDLEG in räumlicher Hinsicht auf den Schutz von Anlegern mit Sitz bzw. Wohnsitz in der Schweiz und den Schweizer Kapitalmarkt.⁸⁹³ Die Schutzbestimmungen des FIDLEG haben mit anderen Worten *keine extraterritoriale Wirkung*.⁸⁹⁴ Folgerichtig ist eine Prospekthaftung gestützt auf Art. 69 FIDLEG grundsätzlich ausgeschlossen, wenn der Angebotsprospekt nicht in der Schweiz, sondern für ein öffentliches Angebot im Ausland verwendet wird.⁸⁹⁵ Dies gilt selbst dann, wenn das Angebot im Ausland Effekten eines Schweizer Emittenten betrifft.⁸⁹⁶ Dies steht jedoch unter dem Vorbehalt des internationalen Privatrechts, das für Prospekthaftungsansprüche eigene Anknüpfungspunkte kennt: Aufgrund der Sonderanknüpfung von Art. 156 IPRG kann der klagende Investor auswählen, ob er seinen Prospekthaftungsanspruch auf das Gesellschaftsstatut des Emittenten oder auf das Recht des Staates, wo die Ausgabe erfolgt ist, abstützt. Dies bedeutet, dass – sofern man von einer Anwendung von Art. 156 IPRG ausgeht⁸⁹⁷ – Schweizer Pro-

⁸⁹² Siehe Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 21; vgl. Botschaft FIDLEG/FINIG, 8980; MÜLLER/NIETLISPACH, CHK OR, Art. 652a N 5b.

⁸⁹³ BAHAR/NEDWED, SZW 2019, 633; BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 10; SETHE, FS Köndgen, 607; vgl. auch EMMENEGGER/GOOD, 90.

⁸⁹⁴ BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 10; vgl. Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 21.

⁸⁹⁵ Siehe Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 21 und 39; BAHAR/NEDWED, SZW 2019, 633; KÜHNE, FHB Kapitalmarktrecht, Rz 2.8; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, GesKR 2018, 4. Ein Schweizer Emittent unterliegt aber dem Drittstaatenregime des europäischen Finanzmarktrechts, sofern er Finanzdienstleistungen in der EU erbringt (siehe Art. 1 Abs. 1 MiFID II; ausführlich dazu SETHE, SZW 2014, 619 ff.

⁸⁹⁶ BAHAR/REUTTER, 2.

⁸⁹⁷ Die Anwendung von Art. 156 IPRG im neuen Prospektrecht ist in der Lehre umstritten: Befürwortend WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 60; WATTER/ROTH PELLANDA, BSK IPRG, Art. 156 N 1 ff.; ablehnend dagegen VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1990; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 30. Die zuletzt genannten Autoren begründen dies damit, dass Art. 156 IPRG eine gesellschaftsrechtliche Sonderanknüpfung sei, während Art. 69 FIDLEG eine rein kapitalmarktrechtliche Norm sei. Nach WEBER und FAHRLÄNDER sei davon auszugehen, dass Art. 156 IPRG gleichwohl zur Anwendung gelange, jedoch beschränke sich die Kollisionsnorm auf Ansprüche aus öffentlichen Emissionen von Beteiligungspapieren und Anleihen (WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 30; ähnlich zum bisherigen Recht bereits SCHNYDER/BOPP, 405, die *de lege ferenda* überlegten, ob die Prospekthaftung aufgrund ihrer kapitalmarktrechtlichen Dimension nicht ausschliesslich am Markt anzuknüpfen wäre). Dieser Ansicht wird in der vorliegenden Arbeit gefolgt.

spekthaftungsrecht auf ausländische Emittenten, die in der Schweiz ein öffentliches Angebot unterbreiten, und auf inländische Emittenten, die im Ausland ein öffentliches Angebot unterbreiten, anwendbar sein kann.⁸⁹⁸

- 338 Aufgrund der klaren gesetzlichen Regelung und der vorgängigen Prüfung durch die Prüfstelle ist klar feststellbar, ob ein Prospekt nach den Vorschriften des FIDLEG erstellt worden ist. Hingegen ist es weniger offensichtlich, in welchen Fällen sich das öffentliche Angebot *an Anleger in der Schweiz richtet*. Es kann diesbezüglich auf die bisherigen Kriterien der Prospektspflicht nach Art. 652a aOR abgestellt werden: Bei der Beurteilung, ob sich ein öffentliches Angebot an Anleger in der Schweiz bzw. an den Schweizer Kapitalmarkt richtet, sind sämtliche Umstände zu ermitteln.⁸⁹⁹ Relevant ist dabei, ob die *Umstände in ihrer Gesamtwirkung einen Bezug zur Schweiz herstellen*.⁹⁰⁰ Soll sich das Angebot nicht an Schweizer Anleger richten, kann der Emittent im Prospekt bzw. auf der Webseite entsprechende Hinweise anbringen (*disclaimer* bzw. *selling restriction*).⁹⁰¹ Der Emittent darf sich grundsätzlich darauf verlassen, dass diese Restriktionen eingehalten werden.⁹⁰²
- 339 Umgekehrt untersteht ein *ausländischer Anbieter der Prospektspflicht und der Prospekthaftung, wenn er in der Schweiz ein öffentliches Angebot unterbreitet* und dazu einen Prospekt nach FIDLEG verwendet.⁹⁰³ Der ausländische Anbieter kann für das öffentliche Angebot in der Schweiz auch einen ausländischen Prospekt verwenden, wenn dieser die Anforderungen von Art. 54 FIDLEG erfüllt und die Prüfstelle die Verwendung genehmigt.⁹⁰⁴ Folglich untersteht der nach ausländischen Vorschriften erstellte Prospekt gleichwohl dem Haftungsregime von Art. 69 FIDLEG.

⁸⁹⁸ BAHAR/NEDWED, SZW 2019, 624.

⁸⁹⁹ BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 10; siehe auch BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 3 lit. g N 29; COURVOISIER, SZW 2020, 310.

⁹⁰⁰ Vgl. die Indizien zum Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen in der Schweiz in FINMARS 2013/9, Rz 68 ff.; siehe auch Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 21 f. und MÜLLER/NIETLISPACH, CHK OR, Art. 652a N 5b.

⁹⁰¹ BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 3 lit. g N 17; BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 10; vgl. FINMARS 2013/9, Rz 76.

⁹⁰² BAHAR/WEBER, BSK FIDLEG, Art. 3 lit. g N 28; COURVOISIER, SZW 2020, 310.

⁹⁰³ BAHAR/NEDWED, SZW 2019, 633; COURVOISIER, SZW 2020, 310; HUNKELER/WOHL, GesKR 2014, 498; SCHLEIFFER/SCHÄRLI, GesKR 2018, 4.

⁹⁰⁴ Der Wortlaut von Art. 54 FIDLEG schliesst dabei nicht aus, dass auch ein Emittent mit Sitz in der Schweiz einen Prospekt nach ausländischem Recht erstellt und in der Schweiz für ein öffentliches Angebot verwendet (GRUNDER/TSCHOPP, SK FIDLEG, Art. 54 N 6; VON JEINSEN, BSK FIDLEG, Art. 54 N 7).

Der zweite Tatbestand von Art. 35 Abs. 1 FIDLEG erfordert ein *Gesuch um Zulassung von Effekten zum Handel auf einem Handelsplatz*. Unter den Begriff des Handelsplatzes fallen gemäss Art. 26 lit. a FinfraG *Börsen* und *multilaterale Handelssysteme*. Die Prospektpflicht und dementsprechend die Prospekthaftung gelangen in räumlicher Hinsicht nur zur Anwendung, wenn sich das Gesuch an einen Schweizer Handelsplatz richtet bzw. die Handelszulassung in der Schweiz erfolgt (Art. 35 Abs. 1 FIDLEG i.V.m. Art. 26 lit. a FinfraG).⁹⁰⁵ Ob es sich um einen Schweizer Handelsplatz handelt, ergibt sich dabei aus den *Bewilligungspflichten für Finanzmarktinfrastrukturen* (siehe Art. 4 Abs. 1 FinfraG).⁹⁰⁶ Sollte ein Schweizer Handelsplatz auch im Ausland eine Börse oder ein multilaterales Handelssystem betreiben, kommen regelmässig die ausländischen Kapitalmarktvorschriften zur Anwendung.⁹⁰⁷

3. Angebot eines Finanzinstruments in der Schweiz

Analog zur Prospektpflicht bezieht sich die Pflicht zur Erstellung eines Basisinformationsblatts nur auf Angebote von Finanzinstrumenten, die in der Schweiz erfolgen (siehe Art. 58 Abs. 1 FIDLEG i.V.m. Art. 80 Abs. 1 FIDLEV). Bietet ein inländischer Finanzdienstleister Finanzinstrumente von der Schweiz aus im Ausland an, besteht keine Pflicht zur Erstellung eines Basisinformationsblatts.⁹⁰⁸ Die Erstellungspflicht knüpft dabei am *Wohnsitz des Angebotsempfängers* und nicht am Sitz des Anbieters des Finanzinstruments an.⁹⁰⁹ Diese Auslegung ergibt sich einerseits aus dem Wortlaut von Art. 80 Abs. 1 FIDLEV («Die Pflicht entsteht [...], sobald ein Finanzinstrument Privatkundinnen und -kunden in der Schweiz angeboten wird») und andererseits stimmt diese Auslegung mit dem vom FIDLEG verfolgten Zweck des Kundenschutzes überein. Entsprechend den bisherigen Ausführungen unterliegen auch ausländische Ersteller, die in der Schweiz Finanzinstrumente an

⁹⁰⁵ BAHAR/REUTTER, 2; BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 35 N 16; vgl. Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 39.

⁹⁰⁶ Ausführlich WINZELER, BSK FinfraG, Art. 4 N 1 ff.

⁹⁰⁷ Siehe für das deutsche Prospektrecht etwa ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 102, wobei der Prospekthaftungsanspruch nach deutschem Recht einen Inlandbezug aufweisen muss.

⁹⁰⁸ Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 59; BAHAR, BSK FIDLEG, Art. 58 N 46; BAHAR/NEDWED, SZW 2019, 636; FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 58 N 146.

⁹⁰⁹ BAHAR, SK FIDLEG, Art. 58 N 46; FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 58 N 145; GOMEZ RICHA/SIERRO, CR LSFIn, Art. 58 N 21; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 58 N 19.

Privatkunden anbieten, der Erstellungspflicht.⁹¹⁰ Falls der Ersteller des Basisinformationsblatts nicht am Vertrieb des Finanzinstruments in der Schweiz mitwirkt bzw. selbst kein Angebot in der Schweiz unterbreitet, entfällt nach einer Ansicht in der Lehre die Erstellungspflicht.⁹¹¹

- 342 Für den örtlichen Anwendungsbereich von Art. 69 FIDLEG bedeutet dies, dass der Ersteller des Basisinformationsblatts gemäss Art. 69 FIDLEG für mangelhafte Angaben haftet, sofern er das *Finanzinstrument in der Schweiz Privatkunden anbietet*. Es stellt sich jedoch die Frage, ob der Ersteller auch dann haftet, wenn ein unabhängiger Dritter das Finanzinstrument in der Schweiz anbietet und dabei das (mangelhafte) Basisinformationsblatt des Erstellers verwendet. Nach der hier vertretenen Ansicht haftet der Ersteller auch in diesem Fall für mangelhafte Angaben. Dies ergibt sich aus nachfolgenden Überlegungen: Der Dritte, der die Finanzinstrumente bloss anbietet, ist nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG nicht passivlegitimiert, da er nicht Ersteller des Basisinformationsblatts ist.⁹¹² Als Verantwortlicher bleibt mithin nur der Ersteller des Basisinformationsblatts. Dies ist sachgerecht, auch wenn er nicht am Vertrieb des Finanzinstruments beteiligt ist, denn aus Sicht des Kundenschutzes ist trotzdem relevant, dass die Informationen korrekt und vollständig sind. Der Ersteller des Basisinformationsblatts sollte sich in dieser Situation aber mit einem *disclaimer*, wonach das Finanzinstrument nicht in der Schweiz angeboten werden darf, vor einer Prospekthaftung schützen können.
- 343 Anstelle eines Basisinformationsblatts kann auch ein *gleichwertiges ausländisches Dokument* verwendet werden (Art. 59 Abs. 2 FIDLEG). Die gleichwertigen Dokumente sind im Anhang 10 der Verordnung abschliessend aufgeführt (Art. 87 FIDLEV).⁹¹³ Aufgrund des Territorialitätsprinzips haftet der Ersteller des gleichwertigen Dokuments gleichwohl nach Art. 69 FIDLEG für mangelhafte Angaben, wenn er das Finanzinstrument in der Schweiz Privatkunden anbietet.

⁹¹⁰ BAHAR/NEDWED, SZW 2019, 636; FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 58 N 147.

⁹¹¹ BAHAR, BSK FIDLEG, Art. 58 N 47; BAHAR/NEDWED, SZW 2019, 636.

⁹¹² Siehe dazu hinten Rz 421 ff.

⁹¹³ Siehe Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 62.

C. Fazit

Der *räumliche Anwendungsbereich* von Art. 69 FIDLEG ist eröffnet, wenn ein öffentliches Angebot von Effekten *in der Schweiz* oder ein Gesuch um Zulassung an einem *schweizerischen Handelsplatz* erfolgt und dabei ein Prospekt nach FIDLEG verwendet wird. Auch *ausländische Emittenten* fallen unter Art. 69 FIDLEG, sofern sie in der Schweiz ein öffentliches Angebot von Effekten unterbreiten und einen Prospekt nach FIDLEG oder einen gemäss Art. 54 FIDLEG genehmigten ausländischen Prospekt verwenden. Für mangelhafte Angaben haftet der Ersteller des Basisinformationsblatts, sofern das Finanzinstrument in der Schweiz Privatkunden angeboten wird. 344

§ 7 **Anspruchsberechtigte Personen**

I. Einleitung

Der *Anspruch auf Ersatz des Schadens* steht bei der Prospekthaftung dem «Erwerber eines Finanzinstruments» zu (Art. 69 Abs. 1 FIDLEG).⁹¹⁴ Damit übernimmt das FIDLEG die bisherige Regelung von Art. 752 aOR, die den «Erwerber» als anspruchsberechtigte Person bezeichnete. Entsprechend kann zur Auslegung des Begriffs des Erwerbers auf die bisherige Rechtsprechung und Lehre zurückgegriffen werden.⁹¹⁵ Wie zu zeigen sein wird, ist der Begriff des Erwerbers auch im FIDLEG weit zu verstehen, sodass neben dem eigentlichen Erwerber auch andere Inhaber eines Finanzinstruments anspruchsberechtigt sein können.

Im Unterschied zum bisherigen Wortlaut von Art. 752 aOR, der noch von den Erwerbern der «Titel» sprach, stellt Art. 69 Abs. 1 FIDLEG auf den Erwerber eines «Finanzinstruments» ab.⁹¹⁶ Diese begriffliche Anpassung hängt mit der Aufnahme des Basisinformationsblatts als haftungsbegründendes Dokument im Sinn von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG zusammen.⁹¹⁷

Nachfolgend wird zunächst der Begriff des Erwerbers anhand verschiedener Kriterien erläutert (II.). Danach wird das Verhältnis mehrerer anspruchsberechtigter Personen untereinander untersucht (III.).

⁹¹⁴ Die materielle Berechtigung der klagenden Partei wird auch als Aktivlegitimation bezeichnet (siehe SUTTER-SOMM, Rz 1077).

⁹¹⁵ Auch aus der Botschaft und den Protokollen der parlamentarischen Beratungen ergibt sich kein Hinweis darauf, dass eine Änderung der Aktivlegitimation gewollt war.

⁹¹⁶ Die begriffliche Anpassung an den «Erwerber des Finanzinstruments» war bereits in der Vernehmlassungsvorlage vorgesehen (siehe Art. 69 VE-FIDLEG).

⁹¹⁷ Siehe vorne Rz 273.

II. Anspruchsberechtigte Personen nach Art. 69 FIDLEG

A. Erwerber

348 Der Begriff des *Erwerbers* wird anhand nachfolgender Kriterien untersucht und eingegrenzt: Zeitpunkt des Erwerbs, Art der erworbenen Finanzinstrumente, Eigentumsverhältnisse sowie Entgeltlichkeit des Erwerbs.⁹¹⁸

1. Zeitpunkt des Erwerbs

349 Anspruchsberechtigt ist zunächst der *Ersterwerber*, der anlässlich eines öffentlichen Angebots oder einer Handelszulassung Effekten erwirbt (siehe Art. 35 Abs. 1 FIDLEG).⁹¹⁹ In diesen Fällen wird ein Prospekt erstellt, der die Effekten beschreibt und den potenziellen Erwerbern dazu dient, einen Anlageentscheid zu treffen (siehe Art. 40 Abs. 1 FIDLEG). Wird kein Prospekt erstellt, weil der Emittent von einer Ausnahme der Prospektspflicht profitiert, ist derjenige Erwerber anspruchsberechtigt, der Effekten aufgrund einer prospektähnlichen Mitteilung erwirbt, sofern diese im Rahmen eines öffentlichen Angebots oder einer Handelszulassung verfasst worden ist.⁹²⁰ Anspruchsberechtigt sind sodann *Privatkunden*, die aufgrund eines Basisinformationsblatts Finanzinstrumente erwerben (siehe Art. 58 Abs. 1 FIDLEG).⁹²¹

350 Anspruchsberechtigt ist nach Lehre und Rechtsprechung auch der *spätere Erwerber* (sog. *Zweiterwerber*), der die Titel nach dem öffentlichen Angebot oder der Handelszulassung *am Sekundärmarkt* erwirbt.⁹²² Der Zweiterwerber muss aller-

⁹¹⁸ Diese Einteilung findet sich in ähnlicher Form bei LENOIR, 72.

⁹¹⁹ DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 63 f.; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 36. Im bisherigen Recht wurde zwischen dem Ersterwerber am Primärmarkt und dem Zweiterwerber am Sekundärmarkt unterschieden (siehe etwa BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 19; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 6). Diese Terminologie ist weiterhin sinnvoll. Es gilt jedoch zu beachten, dass die Prospektspflicht neu auch Sekundärplatzierungen erfasst, wenn etwa ein Grossinvestor sein bisheriges Aktienpaket am Markt verkauft (siehe dazu ausführlich vorne Rz 239).
⁹²⁰ Siehe zum funktionalen Zusammenhang vorne Rz 289 ff.

⁹²¹ DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 63; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 36.

⁹²² BGE 132 III 715 E. 3.2.1, 721; BGE 131 III 306 E. 2.1, 308 f.; AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 14; APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 264; BÖCKLI,

dings nachweisen, dass die mangelhaften Angaben mit überwiegender Wahrscheinlichkeit *ursächlich für den Erwerbsentschluss* oder den Erwerb zum entsprechenden Preis waren.⁹²³ Die Aktivlegitimation des Zweiterwerbers war insbesondere vor der Revision des Aktienrechts von 1983 umstritten, weil der damalige Gesetzestext noch von den «einzelnen Aktionären oder Obligationären» statt von den «Erwerbern der Titel» sprach.⁹²⁴ Zudem war die Prospekthaftung nach Art. 752 aOR als primäre Haftung für den Primärmarkt ausgestaltet.⁹²⁵ Da Art. 69 FIDLEG auch Sekundärplatzierungen erfasst, ist die Aktivlegitimation des Zweiterwerbers am Sekundärmarkt im Sinn der bisherigen Lehre und Rechtsprechung umso mehr zu befürworten. Die Aktivlegitimation des Zweiterwerbers ergibt sich zudem aus dem Funktionsschutz der Prospekthaftung, wonach dem *Prospekt eine Informations- und Garantiefunktion für den Kapitalmarkt* zukommt.⁹²⁶

Aktienrecht 2009, § 18 Rz 19; BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 17; CAMENZIND, 120; CHAMMARTIN/VON DER CRONE, SZW 2006, 454 ff.; ERB, 153; DEDEYAN, 904; DE GOTTRAU/CORBOZ, CR LSFIn, Art. 69 N 64 (*acquéreur sub-séquent*); DOBLER/VON DER CRONE, SZW 2005, 213; DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 14 Rz 140; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 989; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 37 Rz 80; GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 191; GRONER, 83; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 211; HENCKEL VON DONNERSMARCK, 171; HUBER, Schutz, 76; KONDOROSY, 151; LENOIR, 72; NEIDHART, 77; NOTH/GROB, AJP 2002, 1449; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 11; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 172; ROHR, 227; ROUILLER *et al.*, Rz 551; SCHRAFL, 61; SETHE/FAHRLÄNDER, 207; THÉVENOZ/LIÉGEOIS, SZW 2021, 131; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 69 N 5; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1965; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 6; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 35; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 24; ZOBL/KRAMER, Rz 1160; kritisch: DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 82 f.

⁹²³ Nach der spezialgesetzlichen Prospekthaftungsregelung im deutschen Recht (siehe §§ 9 und 10 WpPG) ist der Zweiterwerber ebenfalls aktivlegitimiert (POELZIG, Rz 272). Für die Aktivlegitimation ist es sodann unerheblich, ob der Anleger die Wertpapiere vom Anbieter selbst oder von einem Dritten erwirbt. Ob der Erwerber noch Inhaber der Wertpapiere ist, hat nach der deutschen Prospektregelung jedoch einen Einfluss auf die Rechtsfolge eines Anspruchs aus §§ 9 und 10 WpPG (ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 106).

⁹²⁴ Siehe Art. 752 aOR 1936 (BBl 1936 III 605, 655 f.) im Vergleich zum Text der Revision des Aktienrechts von 1983 (Botschaft Revision des Aktienrechts 1983, 990). Siehe zum damaligen Meinungsstand FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 988.

⁹²⁵ Siehe dazu ausführlich vorne Rz 196 ff.

⁹²⁶ WATTER, AJP 1992, 57.

- 351 In der Lehre wird darauf hingewiesen, dass es für den Zweiterwerber schwierig sein dürfte, den natürlichen und adäquaten Kausalzusammenhang zwischen den Prospektangaben und dem Erwerbsentschluss nachzuweisen.⁹²⁷ Dem Tatbestandsmerkmal der *Kausalität* kommt damit in Bezug auf die *Aktivlegitimation eine haftungsbegrenzende Funktion* zu.⁹²⁸ In der Lehre wurde deshalb auch die Ansicht vertreten, dass es für die Aktivlegitimation des Erwerbers genüge, wenn dieser nur glaubhaft machen könne, dass die fehlerhaften Prospektangaben ursächlich für den Erwerbsentschluss gewesen seien.⁹²⁹
- 352 Bei der Beurteilung des Kausalzusammenhangs ist zusätzlich zu beachten, dass der Prospekt mit der *Zeit an Aussagekraft verliert*, weil laufend neue Informationen über die Finanzinstrumente und den Emittenten hinzukommen (z.B. Geschäftsberichte, Quartalsergebnisse oder Wechsel in der Führungsebene).⁹³⁰
- 353 Bei Festübernahmen durch ein Bankenkonsortium ist derjenige Erwerber anspruchsberechtigt, der die neuen Effekten vom Bankenkonsortium erwirbt.⁹³¹ Aber auch das Bankenkonsortium, das die Festübernahme orchestriert, ist aufgrund der von der Prospekthaftung ausgehenden Garantiefunktion anspruchsberechtigt,⁹³² vorbehalten bleiben anderslautende vertragliche Abreden im Übernahmevertrag.
- 354 Der *Konkurs des Emittenten* hat keinen Einfluss auf die Aktivlegitimation des Erwerbers der Effekten.⁹³³

⁹²⁷ BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 13; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 20; BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 17; LENOIR, 73.

⁹²⁸ WATTER, AJP 1992, 57; siehe auch DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 83.

⁹²⁹ FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 989; ROHR, 227; a.M. GRONER, Fn 436, wonach der Nachweis der Kausalität der Falschinformation auf den Investitionsentscheid nicht erbracht werden müsse; siehe auch WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 26, der aus den gleichen Gründen die Einredemöglichkeit des Emittenten, der Anleger habe den unrichtigen Prospekt gar nicht gelesen, verneint (siehe zu diesen Kausalitätsfragen ausführlich hinten Rz 692).

⁹³⁰ Siehe dazu die entsprechenden Ausführungen zur Kausalität Rz 705 f.

⁹³¹ BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 19; DOBLER/VON DER CRONE, SZW 2005, 213; ZOBL/KRAMER, Rz 1160; siehe zu den Aufgaben des Bankenkonsortiums bei einer Festübernahme WATTER, Festübernahme, 389 ff.; ZOBL/ARPAGAU, Prüfungspflicht, 196.

⁹³² DOBLER/VON DER CRONE, SZW 2005, 213.

⁹³³ Vgl. BGE 131 III 306, 307 f.

2. Art der erworbenen Finanzinstrumente

Die Finanzinstrumente können danach unterschieden werden, ob sie anlässlich des öffentlichen Angebots oder der Handelszulassung neu geschaffen oder ob sie bereits vorhanden und am Sekundärmarkt gehandelt werden. Unter Art. 752 aOR erfasste die Prospekthaftung nur Emissionen am Primärmarkt.⁹³⁴ Es war deshalb umstritten, ob auch derjenige Anleger anspruchsberechtigt war, der nach der Veröffentlichung des Prospekts schon früher emittierte *Titel der gleichen Kategorie erwarb*, obwohl sich der Prospekt nur auf die «neuen» Titel bezog.⁹³⁵ WATTER bejahte dies aufgrund der «kapitalmarktrechtliche[n] Natur der Haftung».⁹³⁶ BÖCKLI vertrat hingegen die Ansicht, dass nur derjenige anspruchsberechtigt sei, der seinen Kaufentschluss nachweislich auf den fehlerhaften Prospekt stützte und allein aus technischen Gründen die Titel auf dem Sekundärmarkt erwarb.⁹³⁷

Für die Prospekthaftung nach FIDLEG ist der Ansicht von WATTER aus nachfolgenden Gründen zuzustimmen (sofern die Angaben im Prospekt oder im Basisinformationsblatt mit überwiegender Wahrscheinlichkeit ursächlich für den Kaufentschluss waren):⁹³⁸ Die Prospekthaftung erfasst neu auch Sekundärplatzierungen.⁹³⁹ Für den Anleger am Sekundärmarkt ist es damit sehr schwierig zu unterscheiden, ob er einen Titel aus dem Pool des öffentlichen Angebots oder einen anderen bereits im Umlauf befindlichen Titel erwirbt.⁹⁴⁰ Die Aktivlegitimation würde damit von der «Zufälligkeit des Kaufgegenstandes» abhängen, was nicht richtig sein kann.⁹⁴¹ Ein fehlerhafter Prospekt bewirkt einen Wertverlust des Unternehmens. Von diesem *Verlust sind regelmässig alle ausgegebenen Titel der glei-*

⁹³⁴ Siehe dazu vorne Rz 196 ff.

⁹³⁵ Befürwortend AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 14; LENOIR, 74 f.; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 11; WATTER, AJP 1992, 57; ablehnend BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 20; offengelassen bei ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 173.

⁹³⁶ WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 8; AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 14, legen die «kapitalmarktrechtliche (wirtschaftsrechtlichfunktionelle) Dimension» der Prospekthaftung so aus, dass dadurch die Aktivlegitimation zu einem grundsätzlich unbestimmten Personenkreis ausgedehnt wird, weil der fehlerhafte Prospekt den Tatbestand «allgemein» erfüllt (ähnlich bereits ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 24).

⁹³⁷ BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 20.

⁹³⁸ Gl.M. SETHE/FAHRLÄNDER, 207; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 36.

⁹³⁹ Siehe dazu vorne Rz 239.

⁹⁴⁰ Vgl. AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 14; LENOIR, 74; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 11.

⁹⁴¹ WATTER, AJP 1992, 57.

chen Kategorie betroffen.⁹⁴² Es wäre deshalb störend, wenn nur die Erwerber von «neuen» Titeln den durch den fehlerhaften Prospekt ausgelösten Verlust geltend machen könnten. Nicht überzeugend ist das Argument, die Ausdehnung der Aktivlegitimation auf Erwerber von bereits ausgegebenen Titeln erhöhe das Haftungsrisiko des Emittenten und erschwere dadurch die Kapitalaufnahme.⁹⁴³ Die Prospekthaftung setzt weiterhin voraus, dass der Prospekt ursächlich für den Kaufentschluss war, weshalb nicht von einem signifikant höheren Haftungsrisiko auszugehen ist. Zudem entspricht es gerade dem Schutzzweck der Prospekthaftung, die Anleger und den Markt vor unvollständigen und unrichtigen Informationen zu schützen.⁹⁴⁴

- 357 Für die Prospekthaftung nach FIDLEG gilt nach der hier vertretenen Ansicht deshalb, dass der Erwerber auch anspruchsberechtigt ist, wenn er nach der Veröffentlichung des Prospekts *bereits ausgegebene Titel der gleichen Kategorie auf dem Markt erwirbt*, sofern der Prospekt ursächlich für den Kaufentschluss war.⁹⁴⁵
- 358 Gegenstand des Anspruchs aus Art. 69 Abs. 1 FIDLEG sind nur solche Titel, die im Inland öffentlich angeboten oder zum Handel zugelassen wurden.⁹⁴⁶

3. Eigentumsverhältnisse

- 359 Nach überwiegender Ansicht in der Lehre ist auch derjenige aktivlegitimiert, der das *Finanzinstrument bereits veräußert und dabei den Verlust realisiert* hat. Dies setzt allerdings voraus, dass dieser *Verlust auf den fehlerhaften Prospekt zurückzuführen* ist.⁹⁴⁷ Ansonsten müsste der Anleger zuwarten und einem weiteren Preis-

⁹⁴² Vgl. das Beispiel bei LENOIR, Fn 364.

⁹⁴³ ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 173.

⁹⁴⁴ Siehe dazu vorne Rz 48 ff.

⁹⁴⁵ So auch VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 69 N 6; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 36; das Gesagte entspricht auch der Rechtslage im deutschen Prospektrecht, sofern der Erwerb der Titel innerhalb von sechs Monaten nach Prospektveröffentlichung erfolgte (siehe § 9 Abs. 2 WpPG; dazu ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 101).

⁹⁴⁶ Dies ergibt sich hauptsächlich aus dem örtlichen Anwendungsbereich des FIDLEG (siehe dazu vorne Rz 336 ff.). Auch im deutschen Prospektrecht ist der Gegenstand des Prospekthaftungsanspruchs auf im Inland öffentlich angebotene Wertschriften beschränkt (dazu ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 103).

⁹⁴⁷ BÄRTSCHI, 144; BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 13; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 19; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752

zerfall des Finanzinstruments tatenlos zusehen, nur um seine Aktivlegitimation nicht zu verlieren.⁹⁴⁸ Der Verkäufer muss in diesem Fall aber nachweisen, dass der Schaden am haftungsbegründenden Dokument *während der Eigentumsdauer* eintritt.⁹⁴⁹ Diese Ansicht entspricht auch dem Verständnis der Aktivlegitimation im deutschen Prospektrecht.⁹⁵⁰

Diese Ansicht war früher nicht durchwegs anerkannt: Nach SCHRAFL war nur der rechtmässige Eigentümer und gleichzeitige Besitzer der Aktie zur Klage berechtigt. Demnach sei die Prospekthaftung nur «als eine letzte Rettung für denjenigen Eigentümer geeignet, der das langsame Sinken des Kurses seiner Aktien nicht bemerkte oder dessen Aktien plötzlich zusammenbrachen».⁹⁵¹

Entscheidend für die Aktivlegitimation ist das *Eigentum an den Titeln im Zeitpunkt des Schadenseintritts* und nicht im Zeitpunkt der Klageanhebung.⁹⁵² Dieses Prinzip vertritt das Bundesgericht auch für die Aktivlegitimation im Rahmen einer Haftung für Verwaltung, Geschäftsführung und Liquidation: Der unmittelbar betroffene Aktionär, der seinen Aktienbesitz vor der Klageanhebung verloren hat, kann, sofern er infolge seiner früheren Stellung noch geschädigt ist, nach Art. 754 OR Ersatz verlangen.⁹⁵³ Dieses Prinzip ist nach der hier vertretenen Ansicht auch für

N 44; DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 64; ERB, 153; GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 191; LENOIR, 75 f.; NOTH/GROB, AJP 2002, 1449; REUTTER, 43; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 11; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 173; SETHE/FAHRLÄNDER, 207 f.; SPILLMANN/MEYER, 40 f.; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 69 N 6; WATTER, AJP 1992, 57; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 7; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 36; ZOBL/KRAMER, Rz 1160.

⁹⁴⁸ LENOIR, 75 f.; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 173.

⁹⁴⁹ WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 7.

⁹⁵⁰ Ob der Erwerber noch Inhaber der Wertpapiere ist, hat nach der deutschen Prospektregelung lediglich einen Einfluss auf die Rechtsfolgen des Anspruchs aus Prospekthaftung (siehe § 9 Abs. 2 WpPG; ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 106). Für die Aktivlegitimation genügt der Nachweis, dass die Wertpapiere innerhalb des Zeitkorridors von sechs Monaten nach Prospektveröffentlichung erworben wurden. Früher musste der Prospektersteller im Zeitpunkt der Klageanhebung noch im Besitz der Wertpapiere sein, die aufgrund des fehlerhaften Prospekts zum Börsenhandel zugelassen wurden. Dies stiess jedoch in der Lehre auf Kritik und wurde deshalb korrigiert (siehe zum Gesagten ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 98).

⁹⁵¹ SCHRAFL, 61; siehe auch FUNK, Art. 752 N 7; SCHUCANY, Art. 752 N 7.

⁹⁵² BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 19; LENOIR, 75.

⁹⁵³ BGE 106 II 232 E. 2b, 234; siehe auch FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 31.

die Prospekthaftung nach FIDLEG gültig, weil die Prospekthaftung den Anleger vor Schaden aufgrund von fehlerhaften Prospekten schützen will. Dieser Zweck würde vereitelt, wenn nur derjenige Anleger klageberechtigt wäre, der im Augenblick der Klageanhebung noch im Besitz der Titel ist. Hinzu kommt, dass im ausservertraglichen Haftpflichtrecht eine *allgemeine Obliegenheit des Geschädigten zur Schadensminderung besteht*.⁹⁵⁴ Der Anleger, der seine Titel angesichts eines drohenden Kursverfalls aufgrund eines fehlerhaften Prospekts weiterhin hält, nimmt diese Obliegenheit zur Schadensminderung nicht wahr.

- 362 Schliesslich wird in der Lehre vertreten, dass auch der fiduziarische Erwerber und der Nutzniesser anspruchsberechtigt sind.⁹⁵⁵ Dem Pfandgläubiger kommt dagegen keine Aktivlegitimation zu.⁹⁵⁶

4. Entgeltlichkeit des Erwerbs

- 363 Die Entgeltlichkeit des Erwerbs der Finanzinstrumente spielt für die Aktivlegitimation keine Rolle. Anspruchsberechtigt ist auch derjenige, der die Titel *unentgeltlich etwa durch Schenkung, Erbschaft oder Vermächtnis erhalten* hat.⁹⁵⁷ Für die Berechnung des Schadens sollte in diesem Fall auf den Kurswert der Titel zum Zeitpunkt der Übertragung abgestellt werden.⁹⁵⁸

⁹⁵⁴ REY/WILDHABER, Rz 455 ff.; siehe auch OFTINGER/STARK, AT Bd. 1 § 5 Rz 139 ff.; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 33.01 ff.; vgl. auch ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 98.

⁹⁵⁵ DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 63; NOTH/GROB, AJP 2002, 1449, die hervorheben, dass sich in diesem Fall die Frage, wer klagen darf, nach dem Innenverhältnis zwischen Fiduziant und Fiduziar richtet; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 69 N 6; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 8a; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 36; unentschieden bezüglich des fiduziarischen Erwerbers: ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 173.

⁹⁵⁶ NOTH/GROB, AJP 2002, 1449.

⁹⁵⁷ AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 14; BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 13; DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 64; NOTH/GROB, AJP 2002, 1449; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 173; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 69 N 6; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 8a; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 36; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 24.

⁹⁵⁸ ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 173; anders dagegen die Rechtslage in Deutschland: Die Entgeltlichkeit des Erwerbsgeschäfts ist eine zwingende Voraussetzung der Anspruchsberechtigung. Gleichzeitig kann aber ein Erbe oder Vermächtnisnehmer ebenfalls eine Prospekthaftungsklage erheben, da der Anspruch vererblich ist (siehe zum Gesagten ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 105; POELZIG, Rz 272).

B. Anspruchsberechtigung anderer Personen

Andere Personen als die Erwerber von Finanzinstrumenten oder deren Rechtsnachfolger sind grundsätzlich nicht berechtigt, eine Prospekthaftungsklage anzuheben. So ist etwa der *Emittent* selbst *nicht aktivlegitimiert*.⁹⁵⁹ 364

Andere Gläubiger als die Erwerber von Finanzinstrumenten sind ebenfalls nicht aktivlegitimiert.⁹⁶⁰ Eine Ausnahme davon wird für die Gläubigergemeinschaft bei Anleiensobligationen im Sinn von Art. 1164 OR vertreten.⁹⁶¹ 365

III. Mehrheit von Anspruchsberechtigten

A. Grundsatz

Jeder Anspruchsberechtigte kann seinen *eigenen Schaden unabhängig mittels separater Prospekthaftungsklage* geltend machen, da es sich jeweils um einen unmittelbaren Schaden des einzelnen Anlegers handelt.⁹⁶² Im Rahmen der Gesetzesarbeiten zum FIDLEG wurde ein Ausbau von Instrumenten der kollektiven Rechtsdurchsetzung zwar vorgeschlagen, jedoch aufgrund von zahlreichen ablehnenden Äusserungen in der Vernehmlassung wieder verworfen.⁹⁶³ 366

Mit der zivilprozessrechtlichen Figur der einfachen Streitgenossenschaft besteht aber die Möglichkeit, dass mehrere Personen gemeinsam klagen, wenn Rechte und Pflichten beurteilt werden sollen, die auf gleichartigen Tatsachen oder Rechtsgründen beruhen (siehe Art. 71 Abs. 1 ZPO). Zwischen den einfachen Streitgenos- 367

⁹⁵⁹ AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 14; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 47; DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 65; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 990; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 37 N 81; FUNK, Art. 752 N 7; NOTH/GROB, AJP 2002, 1450; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 12; SCHRAFL, 62; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 9a; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 37.

⁹⁶⁰ FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 990; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 37 N 81; FUNK, Art. 752 N 7.

⁹⁶¹ Siehe dazu sogleich Rz 368 ff.

⁹⁶² BÄRTSCHI, 145 f.; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 46; DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 66; FUNK, Art. 752 N 7; ROHR, 227; SCHUCANY, Art. 752 N 9.

⁹⁶³ Bericht Vernehmlassung FIDLEG/FINIG 2015, 42 f.; siehe auch die Interpellation Birrer-Heimo (15.4171) vom 17.12.2015 und die dazugehörige Stellungnahme des Bundesrates vom 17.2.2016.

sen besteht aber nur eine lockere Bindung: Jeder Streitgenosse muss die Prozessvoraussetzungen für sich selbst erfüllen und er kann selbstständig prozessuale Handlungen vornehmen. Gegen die Streitgenossen können unterschiedliche Urteile ergehen. Zudem sind die Prozesskosten für jeden Streitgenossen separat zu bestimmen, wobei es jeweils auf den konkreten Streitwert der einzelnen Klagen ankommt.⁹⁶⁴

B. Gläubigergemeinschaft bei Anleiensobligationen

- 368 *Nicht aktivlegitimiert* ist gemäss Bundesgericht die Gläubigergemeinschaft bei Anleiensobligationen im Sinn von Art. 1164 OR, weil sie nicht zur Geltendmachung von direkten Schäden befugt ist.⁹⁶⁵ DAENIKER wendet dagegen ein, dass namentlich die Widerrechtlichkeit und das Verschulden sämtliche Gläubiger gemeinsam betrifft und deshalb auch von der Gläubigergemeinschaft feststellungshalber geltend gemacht werden können.⁹⁶⁶ Diese Auffassung wird von einem Teil der Lehre befürwortet.⁹⁶⁷

IV. Fazit

- 369 Nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG ist derjenige *anspruchsberechtigt*, der anlässlich eines öffentlichen Angebots oder einer Handelszulassung Effekten oder aufgrund eines Basisinformationsblatts Finanzinstrumente erwirbt. Anspruchsberechtigt ist darüber hinaus auch jeder *spätere Erwerber*, der die Finanzinstrumente am *Sekundärmarkt* erwirbt, sofern die mangelhaften Angaben im Prospekt oder im Basisinformationsblatt mit *überwiegender Wahrscheinlichkeit ursächlich für den Erwerbsentschluss* waren. Anspruchsberechtigt ist auch, wer nach der Veröffentlichung des haftungsbegründenden Dokuments bereits früher ausgegebene Finanzinstrumente der gleichen Kategorie erwirbt. Die Aktivlegitimation besteht auch

⁹⁶⁴ Zum Ganzen SUTTER-SOMM, Rz 227 ff.; siehe in Bezug auf die früher geltende Zürcher Zivilprozessordnung ROHR, 227.

⁹⁶⁵ BGE 113 II 283 E. 5b, 291; siehe auch RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 12; ROHR, 227 f.; SCHWEIZER, 64; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 69 N 7; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 9.

⁹⁶⁶ DAENIKER, Anlegerschutz, 105 f.

⁹⁶⁷ AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 15; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 84 f.; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 9; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 37.

nach einer Veräusserung der Finanzinstrumente weiter; relevant ist einzig, dass der Schaden aufgrund mangelhafter Angaben im Prospekt oder im Basisinformationsblatt während der Besitzdauer eingetreten ist. Schliesslich ist auch derjenige anspruchsberechtigt, der die Finanzinstrumente unentgeltlich durch Schenkung, Erbschaft oder Vermächtnis erhält. Der Emittent selbst und die Gläubigergemeinschaft bei Anleiensobligationen im Sinn von Art. 1164 OR sind dagegen nicht aktivlegitimiert.

§ 8 **Anspruchsverpflichtete Personen**

I. Einleitung

Im nachfolgenden Kapitel wird untersucht, *gegen wen* sich der Anspruch aus Prospekthaftung gemäss Art. 69 Abs. 1 FIDLEG richten kann.⁹⁶⁸ Der Kreis der anspruchsverpflichteten Personen hat im neuen Recht eine erhebliche Veränderung erfahren. Nachfolgend wird deshalb zunächst die bisherige Rechtslage nach Art. 752 aOR erläutert (II.). Danach erfolgt eine Untersuchung der potenziell anspruchsverpflichteten Personen nach Art. 69 FIDLEG (III.), wobei zwischen den Erstellern eines Prospekts und eines Basisinformationsblatts unterschieden wird. Schliesslich wird der Frage nachgegangen, was zu gelten hat, wenn mehrere Personen die Verantwortung für einen mangelhaften Prospekt oder für ein mangelhaftes Basisinformationsblatt tragen (IV.). 370

II. Bisherige Rechtslage: Anspruchsverpflichtete nach Art. 752 aOR

A. Überblick

Nach dem bisherigen Wortlaut von Art. 752 aOR waren alle Personen passivlegitimiert, die absichtlich oder fahrlässig bei der Erstellung oder Verbreitung von mangelhaften Angaben in Emissionsprospekten oder ähnlichen Mitteilungen mitgewirkt hatten.⁹⁶⁹ 371

In der Lehre war man sich einig, dass nicht jede untergeordnete Tätigkeit, sondern nur eine *wesentliche Mitwirkung* eine Passivlegitimation begründete. Demnach war die Mitwirkung wesentlich, wenn die verantwortliche Person den *Inhalt und die Form des Prospekts beeinflussen* konnte und fähig war, mangelhafte Angaben im Prospekt zu erkennen und zu korrigieren.⁹⁷⁰ Teilweise wurde 372

⁹⁶⁸ In der vorliegenden Arbeit wird der Anspruchsverpflichtete überwiegend als «passivlegitimierter Person» bzw. als «Passivlegitimierter» bezeichnet.

⁹⁶⁹ Ähnlich auch der Wortlaut von Art. 1156 Abs. 3 aOR.

⁹⁷⁰ Siehe zum Gesagten APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 265; BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 16; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 23; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 86; ERB, 150; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 213; HENCKEL VON DONNERSMARCK, 176; NEIDHART, 99 f.; NOTH/

statt einer wesentlichen Mitwirkung auch ein autonomer Gestaltungsspielraum für die Begründung der Passivlegitimation gefordert.⁹⁷¹ Der Einfluss auf die Erstellung oder die Verbreitung des Prospekts musste nicht gegen aussen hin sichtbar sein.⁹⁷² Nicht relevant war hingegen, wer die Titel im Publikum platzierte oder ob man von der Platzierung profitierte.⁹⁷³ Untergeordnete Tätigkeiten von Hilfspersonen, etwa «reine Schreibkräfte»⁹⁷⁴ oder «Personen, die bloss mechanische Hilfsarbeit verrichteten»⁹⁷⁵, begründeten keine Passivlegitimation.⁹⁷⁶

- 373 Da ein Prospekt regelmässig in einem *arbeitsteiligen Prozess* entsteht, mithin eine Vielzahl unterschiedlicher Personen sowohl an der Erstellung als auch an der Verbreitung beteiligt sind, war der Kreis der Passivlegitimierten nach Art. 752 aOR sehr weit gefasst.⁹⁷⁷ Die Lehre bezeichnete insbesondere folgende Personen als typische Passivlegitimierte: der Emittent, die für die Erstellung oder Verbreitung verantwortlichen Verwaltungsräte und Geschäftsleitungsmitglieder des Emittenten,⁹⁷⁸ die Revisionsstelle des Emittenten,⁹⁷⁹ die Prospektunterzeichner, die mit der Platzierung betrauten Banken (*lead manager* und übrige Konsor-

GROB, AJP 2002, 1450; REUTTER, 44; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 13; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 173; ROHR, 229; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 10; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 20; ZOBL/KRAMER, Rz 1164; siehe auch AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 16, wonach die verantwortliche Person die Kontrolle über die Erstellung oder die Verbreitung des haftungsbegründenden Dokuments innehaben musste.

⁹⁷¹ BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 494; DEDEYAN, 903. Ein inhaltlicher Unterschied ergab sich aus dieser abweichenden Terminologie m.E. nicht (vgl. LENOIR, 77).

⁹⁷² HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 213; LENOIR, 78; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 174; WATTER, AJP 1992, Fn 112; vgl. auch ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 20.

⁹⁷³ Siehe HARISBERGER, Mitwirkung, Fn 604.

⁹⁷⁴ HENCKEL VON DONNERSMARCK, 176.

⁹⁷⁵ ROHR, 229.

⁹⁷⁶ AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 16; BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 495; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 13; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 175; SCHRAFL, 63.

⁹⁷⁷ Vgl. BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 486; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 173; siehe zum arbeitsteiligen Prozess der Prospekterstellung auch KÖNDGEN, Theorie der Prospekthaftung, 45 ff.

⁹⁷⁸ Vgl. BGE 132 III 715 lit. A., 715 f.; BGE 131 III 306, 308; BGE 47 II 272 E. 1, 286 f.

⁹⁷⁹ Die Passivlegitimation der Revisionsstelle war umstritten (für eine Übersicht über den Meinungsstand LENOIR, 80).

tialbanken),⁹⁸⁰ die involvierten Transaktionsberater wie Anwälte, Steuerexperten, Umweltexperten und Wirtschaftsprüfer sowie weitere Personen, die das haftungsbegründende Dokument weiterverbreiteten.⁹⁸¹ Ratingagenturen konnten ebenfalls von Art. 752 aOR erfasst sein, sofern das Rating mit ihrem Wissen und Willen in den Prospekt integriert wurde.⁹⁸²

Die Begründung einer Passivlegitimation nach Art. 752 aOR hing zusammenfassend davon ab, ob *wesentlich an der Erstellung oder Verbreitung* eines mangelhaften Prospekts oder ähnlichen Mitteilung mitgewirkt wurde. 374

B. Verantwortliche Personen nach Art. 752 aOR im Einzelnen

1. Emittent

Nach dem Gesagten war bei Primärplatzierungen und gemischten Platzierungen regelmässig der *Emittent* passivlegitimiert, weil er den Prospekt erstellte und diesen auch verbreitete.⁹⁸³ Forderte ein Aktionär gestützt auf Art. 752 aOR vom Emittenten Schadenersatz, konnte dies unter Umständen einen Konflikt⁹⁸⁴ zum aktienrechtlichen Verbot der Einlagenrückgewähr auslösen (vgl. Art. 680 Abs. 2 OR).⁹⁸⁵ Verfügte der Emittent nicht über ungebundene Mittel in der Höhe des Schaden-

⁹⁸⁰ Siehe dazu BGE 132 III 715 lit. A.; BGE 129 III 71 E. 2.4, 75.

⁹⁸¹ So oder ähnlich AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 16; BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 492; BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 16; CAMENZIND, 115 f.; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 21; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 86 ff.; DEDEYAN, 903; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 37 Rz 72; GRONER, 84 f.; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 213; REUTTER, 44; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 13; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 174; ROHR, 229 f.; ZOBL/KRAMER, Rz 1163.

⁹⁸² AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 16; DEDEYAN, 903; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 176.

⁹⁸³ Auch wenn bei einer gemischten Platzierung nur der verkaufende Aktionär seine Aktien dem Publikum anbietet, war es doch der Emittent, der die Erstellung des Prospekts übernahm, denn er verfügte über die notwendigen Informationen (siehe vorne Rz 109).

⁹⁸⁴ Siehe zu diesem Konflikt hinten Rz 414 ff.

⁹⁸⁵ BGE 109 II 128 E. 2, 129; APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 266; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 86 f.; LENOIR, 80; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 12.

ersatzes, musste gemäss Lehre zunächst ein Kapitalherabsetzungsverfahren durchgeführt werden.⁹⁸⁶

- 376 Sofern man eine Anwendbarkeit von Art. 752 aOR auf Sekundärplatzierungen befürwortete, stellt sich die Frage, ob der Emittent oder der verkaufende Aktionär passivlegitimiert waren. Der Emittent war bei Sekundärplatzierungen auch dann passivlegitimiert, wenn er den Prospekt entweder selbst erstellte oder wenn er den Prospektersteller mit Informationen belieferte; denn die Lieferung von prospektrelevanten Informationen stellte ebenfalls eine massgebliche Mitwirkung dar.⁹⁸⁷ Ob der verkaufende Aktionär passivlegitimiert war, hing ebenfalls davon ab, ob sich dieser massgeblich an der Erstellung oder Verbreitung der haftungsbegründenden Dokumente beteiligte.⁹⁸⁸ Der verkaufende Aktionär konnte seine Passivlegitimation folglich ausschliessen, indem er bei der Ausarbeitung des Prospekts nicht mitwirkte, den Prospekt nicht kommentierte, keine Informationen lieferte und auch nicht an Besprechungen zum Prospektinhalt teilnahm.⁹⁸⁹

2. Organe und Angestellte des Emittenten

- 377 Unter Art. 752 aOR waren auch *Organe und Angestellte*⁹⁹⁰ des Emittenten passivlegitimiert, sofern sie wesentlich an der Erstellung oder Verbreitung des Prospekts mitgewirkt hatten.⁹⁹¹ Der Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung haften nicht

⁹⁸⁶ APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 266; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 86; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 174; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 12.

⁹⁸⁷ HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 214; siehe für Primärplatzierungen BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 495; LENOIR, 80.

⁹⁸⁸ Lieferte der verkaufende Aktionär Informationen zu sich selbst, haftete er für deren Richtigkeit und Vollständigkeit (APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 266; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 215; LENOIR, 78 f.).

⁹⁸⁹ HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 215; siehe auch WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 10, wonach auch Altaktionäre passivlegitimiert gewesen seien, die parallel zu einer Kapitalerhöhung oder bei einem IPO Aktien verkauften.

⁹⁹⁰ BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 495; HENCKEL VON DONNERSMARCK, 176; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 20. Dogmatisch gesehen ist eine Organstellung in der Gesellschaft keine Voraussetzung für die Passivlegitimation (DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 88).

⁹⁹¹ APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 266; BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 492; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 87 f.; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 985; LENOIR, 80; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 174; ROHR, 229; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 10.

gesamthaft als Kollektiv, vielmehr war der *individuelle Beitrag des einzelnen Mitglieds bei der Prospekterstellung zu bestimmen*.⁹⁹² Verwaltungsratsmitglieder, die nicht an der Prospekterstellung involviert waren, konnten ihr Haftungsrisiko reduzieren, indem sie die Prospekterstellung intern an andere Verwaltungsratsmitglieder oder extern an Geschäftsleitungsmitglieder⁹⁹³ unter Berücksichtigung von Art. 716a und Art. 716b OR delegierten.⁹⁹⁴

Ob eine Person den Prospekt unterzeichnete und sich damit explizit als verantwortlich für den Inhalt bezeichnete, hatte auf die Frage der Passivlegitimation keinen Einfluss. Entscheidend war einzig, ob die potenziell passivlegitimierte Person wesentlich an der Erstellung oder Verbreitung des Prospekts mitwirkte.⁹⁹⁵ 378

Falls die Voraussetzungen der Prospekthaftung nach Art. 752 aOR nicht erfüllt waren, konnten Organmitglieder des Emittenten stattdessen auch nach Art. 754 OR haftbar sein. 379

3. Lead Manager und übrige Konsortialbanken

Emittenten führen Platzierungen meist unter Zwischenschaltung einer erfahrenen Investmentbank (sog. *lead manager*) bzw. eines Bankenkonsortiums durch.⁹⁹⁶ Der *lead manager* übernimmt bei Platzierungen zentrale Aufgaben wie die Projektorganisation, die Zusammenstellung der Emissionsdokumentation sowie die *Abwick-* 380

⁹⁹² APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 266; LENOIR, 80.

⁹⁹³ Im Fokus dürfte insbesondere der CFO stehen, da eine Prospekterstellung regelmässig in seinen Zuständigkeitsbereich fällt (APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 268). Die Haftung anderer Geschäftsleitungsmitglieder dürfte auf ihren Aufgabenbereich beschränkt sein oder gänzlich wegfallen, wenn sie an der Erstellung überhaupt nicht beteiligt waren (APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 269; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 88).

⁹⁹⁴ APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 266; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 87. Es gilt dabei der Grundsatz, dass derjenige, der eine Aufgabe befugterweise überträgt, für Schäden des Delegierten nicht haftet, sofern er bei Auswahl, Instruktion und Überwachung die nach den Umständen gebotene Sorgfalt aufgewendet hatte (vgl. Art. 754 Abs. 2 OR).

⁹⁹⁵ Siehe zum Gesagten APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 266; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 87; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 12a; a.M. NEIDHART, 99; siehe auch DEDEYAN, 903, der eine vorrangige Haftung der Unterzeichner der Verantwortlichkeitserklärung befürwortet; ZOBL/KRAMER, Rz 1162.

⁹⁹⁶ Siehe vorne Rz 78 ff.

lung der Emission.⁹⁹⁷ Der *lead manager* hatte aufgrund seiner Kenntnisse des Kapitalmarkts eine umfassende Prüfungspflicht hinsichtlich der Vollständigkeit des Prospekts.⁹⁹⁸ Er konnte sich aber von seiner Haftung befreien, wenn ihm der Nachweis gelang, dass er sämtliche übernommenen und zugewiesenen Aufgaben sorgfältig erfüllte.⁹⁹⁹

- 381 Uneinig war sich die Lehre darin, ob auch die Organe und Angestellten des *lead manager* haftbar sein konnten, wenn sie an der Erstellung oder Verbreitung mitwirkten.¹⁰⁰⁰
- 382 Umstritten war die Haftung der übrigen Konsortialbanken, die den Prospekt nur verbreiteten und nicht inhaltlich prägten. BERTSCHINGER legt überzeugend dar, dass die bloss an der Verbreitung beteiligten Konsortialbanken nicht gleichermaßen haftbar waren wie der *lead manager*.¹⁰⁰¹ Die den Prospekt vertreibenden Konsortialbanken hatten jedoch eine beschränkte Prüfpflicht: Sie mussten den Prospekt in den Grundzügen kennen und offensichtliche Fehler dem Ersteller melden. Eine umfangreiche Prüfpflicht, die eigene Nachforschungen notwendig machte, wurde nicht verlangt.¹⁰⁰²
- 383 Die geschädigten Anleger konnten eine Haftung gegenüber dem *lead manager* und den übrigen Konsortialbanken alternativ auf bestehende Kauf-, Anlageberatungs- oder Vermögensverwaltungsaufträge stützen.¹⁰⁰³

⁹⁹⁷ Der *lead manager* wurde aufgrund seiner zentralen Stellung bei der Platzierung auch als Hauptadressat der Prospekthaftung bezeichnet (BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 16; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 17; CAMENZIND, 117; ERB, 149; LENOIR, 81; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 175; ROHR, 229; ZOBL/KRAMER, Rz 1163; WATTER, AJP 1992, Fn 116, wonach der *lead manager* vor allem aufgrund seiner *deep pocket* ein gefragtes Ziel von Prospekthaftungsklagen sei).

⁹⁹⁸ Siehe hierzu ausführlich hinten Rz 608.

⁹⁹⁹ APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 265; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 88; vgl. BGE 129 III 71 E. 2.4; siehe zur *due diligence defense* der Banken ausführlich hinten Rz 747.

¹⁰⁰⁰ Befürwortend BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 495; ERB, 150; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 20; ablehnend CAMENZIND, 116; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 985.

¹⁰⁰¹ BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 519 ff.; a.M. ROHR, 229, der die nicht unbedeutende Vergütung der Konsortialbanken als haftungsrelevantes Kriterium nennt; SCHWEIZER, 65.

¹⁰⁰² Zum Gesagten BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 518 ff.

¹⁰⁰³ Allenfalls konnte sich eine Haftung gegen involvierte Banken auch aus Art. 41 OR oder aus *culpa in contrahendo* ergeben (siehe HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 181; HÄRTSCH, SHK KR, Art. 27 N 95; ZOBL/ARPAGAU, Prüfungspflicht, 218).

4. Berater

Zur Erstellung des Prospekts muss der Prospektersteller häufig *spezialisierte Berater hinzuziehen*, die bestimmte Fragen abklären und einzelne Abschnitte selbstständig erstellen. Zu diesen Experten gehören etwa Anwälte, Steuerexperten, Umweltexperten und Finanzberater. Sie wirken durch die Erfüllung ihrer individuellen Aufgaben massgeblich an der Prospekterstellung mit oder liefern, etwa in Form von rechtlichen Expertisen, die für die Erstellung relevanten Informationen.¹⁰⁰⁴ 384

Die Haftung von beigezogenen Experten beschränkte sich auf denjenigen Teil des Prospekts, den sie *effektiv erstellten oder für den sie Informationen lieferten*.¹⁰⁰⁵ 385 Der Experte haftete auch, wenn er von einer falschen Tatsache aus seinem Fachgebiet positive Kenntnis hatte, aber auf eine Offenlegung im Prospekt verzichtete.¹⁰⁰⁶ Die Experten waren vom Auftraggeber angemessen zu instruieren und mit den notwendigen Unterlagen zu versorgen.¹⁰⁰⁷ War die Instruktion richtig erfolgt, konnten sich die anderen Beteiligten auf die Aussagen des Experten verlassen.¹⁰⁰⁸

Bei Rechtsanwälten im Besonderen beschränkte sich die Haftung auf die Prospektabschnitte, deren Richtigkeit sie im Expertengutachten (sog. *legal opinion*) bestätigten.¹⁰⁰⁹ Sofern Rechtsanwälte für den Emittenten gewisse Prospektabschnitte ausformulierten (sog. *hold the pen*), ohne dabei die erhaltenen Informationen überprüfen zu können, lehnte die Lehre eine Passivlegitimation mangels wesentlichen Beitrags an der Prospekterstellung ab.¹⁰¹⁰ 386

¹⁰⁰⁴ Siehe zum Gesagten statt vieler BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, 504.

¹⁰⁰⁵ APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 265, 268; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 90.

¹⁰⁰⁶ DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 90.

¹⁰⁰⁷ BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 516.

¹⁰⁰⁸ BGE 129 III 71 E. 2.6, 76; APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 265, 268; BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 507.

¹⁰⁰⁹ DAENIKER, Underwriting, 181; Rechtsanwälte bestätigen meist die Richtigkeit der Statuten, Organisationsreglemente, Kapitalerhöhungsbeschlüsse oder anderer rechtlicher Dokumente (DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 90).

¹⁰¹⁰ DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 14 Rz 141; GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 192; siehe auch APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 270.

C. Unterlassen der Prospektveröffentlichung

- 387 Bei einer *unterlassenen Prospektveröffentlichung trotz Prospektpflicht* war diejenige Person passivlegitimiert, die zur *Veröffentlichung verpflichtet* gewesen wäre.¹⁰¹¹ Die Prospektpflicht nach Art. 652a aOR verpflichtete – wie bereits gezeigt – einzig den Emittenten zur Prospektveröffentlichung.¹⁰¹²

III. Neue Rechtslage: Anspruchsverpflichtete nach Art. 69 FIDLEG

A. Die Ersteller des Prospekts und der ähnlichen Mitteilung

1. Gesetzeswortlaut

- 388 *Passivlegitimiert* ist gemäss Art. 69 Abs. 1 FIDLEG, wer in Prospekten oder in ähnlichen Mitteilungen mangelhafte «Angaben macht». Damit knüpft die Passivlegitimation nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG nur noch *beim Ersteller des haftungsbegründenden Dokuments* an. Dies stellt eine erhebliche Einschränkung der Passivlegitimation im Vergleich zur bisherigen Rechtslage dar, denn im Wortlaut fehlen nun ein Hinweis auf den Verbreiter und den Mitwirkenden.¹⁰¹³
- 389 Dem Gesetzeswortlaut lässt sich kein weiterer Hinweis entnehmen, wer genau «Angaben macht» bzw. «Ersteller» eines Prospekts sein soll. Im Gegensatz dazu ist der Ersteller des Basisinformationsblatts direkt im Gesetz geregelt: Der Ersteller des jeweiligen Finanzinstruments hat auch das Basisinformationsblatt zu erstellen (siehe Art. 58 Abs. 1 FIDLEG).¹⁰¹⁴ Wer zu den «Erstellern» des Prospekts nach

¹⁰¹¹ HG [ZH], HG210081-O, 11.4.2024, E. 5.2.3, S. 53; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 217; LENOIR, 79; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 15; NOTH/GROB, AJP 2002, 1450; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 11; ZOBL/KRAMER, Rz 1162; a.M. BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 18, der die Nichterstellung unter die Haftung für Verwaltung, Geschäftsführung und Liquidation gemäss Art. 754 OR subsumierte.

¹⁰¹² Siehe vorne Rz 109.

¹⁰¹³ Siehe zur bisherigen Rechtslage vorne Rz 371 ff.

¹⁰¹⁴ Siehe ausführlich hinten Rz 174 ff.

Art. 69 Abs. 1 FIDLEG gehört, wird nachfolgend unter besonderer Berücksichtigung des historischen Auslegungselements untersucht.¹⁰¹⁵

2. Gesetzgebungsgeschichte

Der Vorentwurf zu Art. 69 FIDLEG orientierte sich bezüglich Passivlegitimation 390 noch an der bisherigen Regelung von Art. 752 aOR, wonach sämtliche Personen haftbar waren, die bei der Erstellung oder Verbreitung mangelhafter Angaben in Prospekten, Basisinformationsblättern oder ähnlichen Mitteilungen mitwirkten (siehe Art. 69 VE-FIDLEG). In der Vernehmlassung forderten einige Teilnehmer, der Kreis der passivlegitimierte Personen sei entsprechend der europäischen Regelung zu gestalten oder auf den «Ersteller des Dokuments» zu beschränken oder Mitarbeitende von Finanzdienstleistern seien von der Haftung auszunehmen.¹⁰¹⁶

Die Anregungen aus der Vernehmlassung fanden keinen Eingang in den Entwurf 391 des FIDLEG (siehe Art. 72 Abs. 1 E-FIDLEG); die Passivlegitimation knüpfte weiterhin an die Mitwirkung bei der Erstellung und Verbreitung von mangelhaften Angaben in Prospekten, Basisinformationsblättern oder ähnlichen Mitteilungen an. Da die Anregungen aus der Vernehmlassung nicht aufgenommen wurden, enthält auch die Botschaft keine weiteren Erläuterungen zur Passivlegitimation.¹⁰¹⁷

In der parlamentarischen Beratung wurde der Kreis der verantwortlichen Personen, 392 wie er in Art. 72 Abs. 1 E-FIDLEG vorgeschlagen wurde, als *zu breit angesehen*.¹⁰¹⁸ Insbesondere wurde «die Ausdehnung der Haftung auf alle Mitwirkenden [...] als nicht sachgerecht beurteilt».¹⁰¹⁹ Die Mehrheit der vorberatenden Kom-

¹⁰¹⁵ Die Änderung des Wortlauts hinsichtlich Passivlegitimation der Prospekthaftung kam massgeblich während der parlamentarischen Beratungen zustande (siehe dazu im nachfolgenden Abschnitt).

¹⁰¹⁶ Bericht Vernehmlassung FIDLEG/FINIG 2015, 35.

¹⁰¹⁷ Vgl. Botschaft FIDLEG/FINIG, 8992 f.

¹⁰¹⁸ Vgl. Protokoll WAK-N, Sitzungen vom 26.–27.3.2018, 8, wo es als unverhältnismässig angesehen wurde, dass Kundenberater eines Finanzinstituts für Fehler im Prospekt eines anderen Finanzinstituts haften sollen, wenn sie den Prospekt ihren Kunden verteilen; Protokoll WAK-S, Sitzung vom 2.11.2017, 6.

¹⁰¹⁹ Votum WALTJ, AmtlBull NR 2017, 1324; siehe auch das Votum GERMANN, AmtlBull STR 2018, 134, wobei festgestellt wird, dass es sich um «eine uferlose Haftung [handelt], die jeden trifft, der an der Erstellung und Verbreitung eines Prospekts mitgewirkt hat».

mission des Nationalrats hielt in der Detailberatung dafür, dass nur «der eigentliche Ersteller von Prospekten oder ähnlichen Mitteilungen» haften solle.¹⁰²⁰ Diese Ansicht der vorberatenden Kommission setzte sich schliesslich auch im Nationalrat durch und es wurde der nun geltende Wortlaut in Art. 69 Abs. 1 FIDLEG eingefügt.¹⁰²¹ Begründet wurde die vorgeschlagene Einschränkung der Passivlegitimation im Nationalrat folgendermassen: «Die WAK-N hat entschieden, den regulatorischen Status quo aufzugeben» und «entgegen der heutigen Regelung im OR den Kreis der Haftpflichtigen einzuschränken, indem wir diejenigen, die bei der Ausarbeitung des Prospekts mitgewirkt haben, von der Haftung neu ausschliessen».¹⁰²² Die Entlassung der Mitwirkenden aus dem Kreis der Haftpflichtigen wurde auch damit begründet, dass diese Personen dem Prospektersteller intern nach den Regeln des Obligationenrechts und insbesondere des Auftragsrechts haftbar seien.¹⁰²³ Der vom Nationalrat eingefügte Wortlaut wurde vom Ständerat im Differenzbereinigungsverfahren zunächst noch abgelehnt.¹⁰²⁴ Der Nationalrat hielt jedoch an seiner Formulierung fest und stellte noch einmal klar, dass «die Haftung auf die echten Ersteller dieser Informationsinstrumente und nicht auch beispielsweise auf die reinen Vertreiber ausgedehnt werden [soll], weil diese ja keine Möglichkeit haben, auf die Inhalte dieser Instrumente und Dokumente Einfluss zu nehmen».¹⁰²⁵ Der Ständerat stimmte schliesslich der Formulierung des Nationalrats zu.¹⁰²⁶

¹⁰²⁰ Medienmitteilung WAK-N vom 5. April 2017; siehe auch Protokoll WAK-N, Sitzungen vom 3.–4.4.2017, 28, wobei eine Haftung der transaktionsbegleitenden Anwälte als zu streng empfunden wurde.

¹⁰²¹ Siehe zum eingefügten Wortlaut und dem Abstimmungsergebnis AmtlBull NR 2017, 1328; siehe auch Votum BIRRER-HEIMO, AmtlBull NR 2017, 1318: «[D]ie Mehrheit der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrates [hat] die Haftungsbedingungen abgeschwächt. Nur der eigentliche Ersteller von Prospekten oder ähnlichen Mitteilungen soll für durch falsche Angaben entstandenen Schaden haften.»

¹⁰²² Votum MAURER, AmtlBull NR 2017, 1321.

¹⁰²³ Siehe Votum BARAZZONE, AmtlBull NR 2017, 1323, wonach Anwälte und andere Auftragnehmer nicht passivlegitimiert sein sollen.

¹⁰²⁴ Siehe AmtlBull StR 2018, 135.

¹⁰²⁵ Votum WALTI, AmtlBull NR 2018, 613.

¹⁰²⁶ Siehe AmtlBull StR 2018, 366.

3. Auslegungsergebnis und Konkretisierung der Passivlegitimation nach Art. 69 FIDLEG

Die grammatikalische und historische Auslegung mündet für die Passivlegitimation nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG in zwei Konsequenzen: Im Vergleich zum bisherigen Recht ist nicht mehr passivlegitimiert, wer den Prospekt verbreitet oder in einer untergeordneten Rolle an der Ausarbeitung mitwirkt.¹⁰²⁷ Passivlegitimiert sind nur noch die *eigentlichen Ersteller des haftungsbegründenden Dokuments*. Das sind Personen, die *Einfluss auf den Inhalt des haftungsbegründenden Dokuments* nehmen können und für die darin enthaltenen *Informationen und deren Lieferung verantwortlich* sind.¹⁰²⁸ Dabei sind auch Personen passivlegitimiert, die zwar von sich aus keinen Einfluss auf die inhaltliche Gestaltung des Prospekts nehmen, jedoch aufgrund ihrer *Stellung beim Emittenten Einfluss nehmen müssten*.¹⁰²⁹ Dass auch die «Informationslieferanten» haftbar sein sollen, ergibt sich einerseits aus der Gesetzgebungsgeschichte,¹⁰³⁰ andererseits ist die Prospekthaftung funktional betrachtet eine *Haftung für die Verletzung von Informationspflichten*.¹⁰³¹ Passivlegitimiert sind deshalb auch Personen, die falsche Finanzinformationen liefern oder Prognosen erstellen, die weder auf Fakten basieren noch vertretbar sind. Keinen Einfluss auf den Inhalt haben dagegen Personen, die *rein technische Tätigkeiten* ausführen wie etwa das Drucken des Prospekts oder die Veröffentlichung des

¹⁰²⁷ A.M. VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 69 N 8, wonach die Vertreter des Prospekts auch unter Art. 69 Abs. 1 FIDLEG passivlegitimiert seien. Dabei dürfte es sich angesichts des klaren Gesetzeswortlauts und der Gesetzgebungsgeschichte aber um ein Versehen handeln.

¹⁰²⁸ Siehe DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 14 Rz 141; GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 192, wonach es auf die «inhaltliche Prägung» ankomme; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 232; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1961, wonach passivlegitimiert sei, wer die Darstellung der Gesellschaft im Prospekt unmittelbar beeinflusst hat oder hätte beeinflussen können; ROUILLER *et al.*, Rz 550; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 16; im Ergebnis gleich THÉVENOZ/LIÉGEAIS, SZW 2021, 131; a.M. WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 40, wonach nur noch die Person passivlegitimiert sei, die explizit die Verantwortung für den Prospekt oder die ähnliche Mitteilung übernimmt (sog. Prospektverantwortliche); siehe auch NOBEL, Finanzmarktrecht, § 10 Rz 252, wonach nur der Emittent passivlegitimiert sei.

¹⁰²⁹ WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 16; ähnlich GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 192.

¹⁰³⁰ Siehe hierzu Votum WALTl, AmtlBull NR 2018, 613: «Die bundesrätliche Variante hätte [...] diese Haftung auf sämtliche am Prospekt Mitwirkenden ausgedehnt und nicht explizit nur auf die Informationslieferanten beschränkt.»

¹⁰³¹ Siehe zum Letzteren vorne Rz 46 ff.

Prospekts auf einer Webseite.¹⁰³² Die Passivlegitimation setzt auch nach Art. 69 FIDLEG nicht voraus, dass die Funktion als Ersteller des Prospekts nach aussen hin sichtbar ist bzw. kundgetan wird.¹⁰³³

- 394 Zu den Erstellern des Prospekts können wie nach bisheriger Rechtslage der Emittent, seine Organe und Angestellten, die Revisionsstelle des Emittenten, der *lead manager* und beigezogene Berater gehören.¹⁰³⁴ Entscheidend ist, wie oben ausgeführt, ob diese Personen Einfluss auf den Inhalt des haftungsbegründenden Dokuments nehmen können und für die darin enthaltenen Informationen und deren Lieferung verantwortlich sind.¹⁰³⁵ Bei *Primärplatzierungen und gemischten Platzierungen* dürfte weiterhin regelmässig der Emittent passivlegitimiert sein, denn er ist es, der *Informationen im haftungsbegründenden Dokument liefert und dadurch Einfluss auf den Inhalt* nimmt.¹⁰³⁶
- 395 Bei *Sekundärplatzierungen* kann neben dem Emittenten auch der *verkaufende Aktionär* passivlegitimiert sein, sofern er selbst Informationen für den Prospekt oder die ähnliche Mitteilung liefert oder auf andere Weise massgeblichen Einfluss auf den Inhalt ausübt.¹⁰³⁷ Sofern die Rolle eines Altaktionärs lediglich darauf beschränkt ist, dass er parallel zu einer Kapitalerhöhung oder einem IPO Aktien verkauft, dürfte er nicht passivlegitimiert sein.¹⁰³⁸

¹⁰³² So auch GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 192.

¹⁰³³ A.M. WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 41; siehe dazu sogleich Rz 407 ff.

¹⁰³⁴ Gl.M. GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 192; ROUILLER *et al.*, Rz 550; VRACA, Rz 406; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 17; a.M. WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 42.

¹⁰³⁵ Siehe GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 192 f.; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 17.

¹⁰³⁶ HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 233; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 45.

¹⁰³⁷ WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 45; ausführlich dazu HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 233, wonach der verkaufende Aktionär auch passivlegitimiert sei, wenn er zwar den Prospekt nicht selbst erstellt, jedoch indirekt auf den Inhalt Einfluss nimmt, indem er die Platzierung veranlasst und gleichzeitig den Verwaltungsrat des Emittenten beherrscht. Der verkaufende Aktionär bei einer Sekundärplatzierung haftet im deutschen Recht nur dann, wenn eine tatsächliche Einflussnahme bei der Prospekterstellung stattgefunden hat. Dabei reicht ein blosses Kommentieren der Passagen in den Prospektentwürfen, die Informationen über den verkaufenden Aktionär betreffen, nicht (SCHLITT/LANDSCHEIN, ZBB 2019, 103 ff.; siehe zur Passivlegitimation im deutschen Recht ausführlich hinten Rz 427 ff).

¹⁰³⁸ Siehe WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 13. Ein verkaufender Altaktionär, der eine Passivlegitimation vermeiden will, sollte sich nicht an der Erstellung des Prospekts

Bei einer Sekundärplatzierung kann auch nur der verkaufende Aktionär passivlegitimiert sein, sofern er die haftungsbegründenden Dokumente erstellt.¹⁰³⁹ Der Emittent ist dagegen nicht passivlegitimiert, sofern er nicht an der Prospekterstellung beteiligt ist, keine Informationen liefert und den Prospekt nicht kommentiert. In der Praxis dürfte dies jedoch selten der Fall sein, da der Emittent regelmässig – trotz fehlender Mitwirkungspflicht (siehe Art. 35 Abs. 2 FIDLEG) – an der Prospekterstellung beteiligt sein wird, indem er zumindest Informationen dazu liefert.¹⁰⁴⁰ Zusätzlich ist davon auszugehen, dass der Emittent von sich aus an der Transaktion mitwirken will, weil er die Zusammensetzung des zukünftigen Aktionariats mitbestimmen will.

Wie nach bisherigem Recht dürfte für beigezogene *Berater* gelten, dass sich ihre Haftung auf denjenigen Teil des Prospekts beschränkt, den sie effektiv erstellt oder für den sie Informationen geliefert haben.¹⁰⁴¹

Im Unterschied zur bisherigen Rechtslage nach Art. 752 aOR sind die *Konsortialbanken*, die den Prospekt lediglich an potenzielle Investoren weitergeben, nicht mehr von der Prospekthaftung erfasst.¹⁰⁴² Dasselbe gilt auch für Privatkundenberater, die interessierten Kunden lediglich den Prospekt abgeben, ohne an der eigentlichen Erstellung der Dokumente beteiligt gewesen zu sein.¹⁰⁴³

beteiligen, keine Informationen liefern und auch nicht an Besprechungen teilnehmen oder den Prospekt kommentieren (siehe die Ausführungen im nächsten Abschnitt).

¹⁰³⁹ Vgl. dazu das Urteil des BGH i.S. «Deutsche Telekom AG»: Der BGH hat dem verkaufenden Aktionär, der im Rahmen eines öffentlichen Angebots Aktien im Publikum platzierte, das Haftungsrisiko aus Prospekthaftung zugeordnet. Begründet wurde dies damit, dass der Altaktionär wirtschaftlich betrachtet das Prospekthaftungsrisiko bei einer Sekundärplatzierung trage. Zudem profitiere wirtschaftlich auch nur der Altaktionär von der Transaktion, weil er den Erlös erhalte. Das Haftungsrisiko für Fehlinformationen sei deshalb dem verkaufenden Aktionär als demjenigen zuzuordnen, der den – bei fehlender oder unzutreffender Information ungerechtfertigten – Erlös erziele (BGH, 31. 5. 2011, II ZR 141/09, Rz 17–19).

¹⁰⁴⁰ Vgl. HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 649; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 45.

¹⁰⁴¹ Siehe die Nachweise vorne Rz 385.

¹⁰⁴² GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 192; SETHE/FAHRLÄNDER, 209; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 39; a.M. VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 69 N 8, die auch eine Haftung von Konsortialbanken, Finanzinstituten und anderen Personen, die am Vertrieb der Wertpapiere beteiligt sind, befürworten.

¹⁰⁴³ VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1952. Unter Art. 752 aOR konnten auch Effekthändler passivlegitimiert sein, die von der Fehlerhaftigkeit des Prospekts wussten und

4. Passivlegitimation der Prüfstelle im Besonderen

- 399 Die *Prüfstelle* prüft gemäss Art. 51 Abs. 1 FIDLEG den Prospekt vor seiner Veröffentlichung auf Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit hin. Es ist durch eine Auslegung zu ermitteln, ob die Prüfstelle ebenfalls haftbar ist, wenn ihr bei der Prüfung des Prospekts Fehler unterlaufen und dies in einem mangelhaften Prospekt mündet.
- 400 Die Einführung einer vorgängigen, vereinheitlichten Prüfung sämtlicher Prospekte stellt einen *Paradigmenwechsel* dar: Dem bisherigen Prospektrecht war eine Prüfung durch eine gesonderte Instanz fremd.¹⁰⁴⁴ Einzig Kotierungsprospekte mussten aufgrund des Börsenreglements vorgängig durch eine Prüfstelle der Börsen geprüft werden.¹⁰⁴⁵ Die Passivlegitimation dieser Prüfstellen nach Art. 752 aOR war umstritten.¹⁰⁴⁶ Nach richtiger Ansicht hatten die Börsen nur eine formelle Prüfungsbefugnis auf Vollständigkeit, Klarheit und Übersichtlichkeit und waren deshalb mangels materieller Prüfungsbefugnis – und damit mangels Einflusses auf den Inhalt des Kotierungsprospekts – nicht passivlegitimiert.¹⁰⁴⁷
- 401 Der Prüfstelle nach Art. 52 FIDLEG kommt nur eine *formelle Prüfungsbefugnis* zu. Sie hat die eingereichten Prospekte nicht auf materielle (inhaltliche) Richtigkeit zu kontrollieren. Die Prüfstelle kontrolliert nur, ob der Prospekt vollständig, kohärent und verständlich ist, *nicht aber, ob er richtig* ist.¹⁰⁴⁸ Sie prüft auch nicht die finanzielle Stabilität des Emittenten oder ob die im Prospekt enthaltenen Finanzzahlen korrekt sind.¹⁰⁴⁹

diesen trotzdem ihren Kunden weitergaben (DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 89).

¹⁰⁴⁴ Siehe vorne Rz 113.

¹⁰⁴⁵ Siehe Art. 46 aKR-SIX; Ziff. 13.1 aKR-BX; siehe auch GRUNDER, SZW 2019, 582.

¹⁰⁴⁶ Eine Haftung der Börsenzulassungsstelle befürwortend: AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 17; BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 496; dagegen ablehnend: CAMENZIND, 117; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 91; ERB, 150; HENCKEL VON DONNERSMARCK, 180, 182; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 19; KONDOROSY, Fn 613; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 176; ROHR, 230; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 10; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 21; ZOBL/KRAMER, Rz 1163.

¹⁰⁴⁷ HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 19 und Art. 58 KR N 3; siehe auch HENCKEL VON DONNERSMARCK, 150 ff.

¹⁰⁴⁸ Siehe hierzu ausführlich vorne Rz 603.

¹⁰⁴⁹ DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 91; HENCKEL VON DONNERSMARCK, 382 ff.

Die Prüfstelle ist nicht an der Prospekterstellung beteiligt. Zwar kann sie einen Prospekt, der die gesetzlichen Anforderungen nicht erfüllt, mit der Aufforderung zur Nachbesserung dem Ersteller zurückschicken (Art. 53 Abs. 3 FIDLEG). Damit übt sie jedoch keinen direkten Einfluss auf den Inhalt aus. Die gesetzlich geforderten Informationen müssen vom Anbieter selbst beschafft und in den Prospekt integriert werden, die Prüfstelle kann und darf dies nicht selbstständig tun. 402

Zur Gesetzgebungsgeschichte: Es wurde in den vorberatenden Parlamentskommissionen hervorgehoben, dass die Prüfstelle nicht nach Art. 69 FIDLEG hafte, da die Prüfung auf Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit keine materielle Prüfung beinhalte. Die Prüfstelle hafte vielmehr wie eine normale Verwaltung.¹⁰⁵⁰ 403

Das europäische Prospektrecht schreibt ebenfalls vor, dass ein Prospekt erst veröffentlicht werden darf, wenn er durch die zuständige Behörde geprüft und gebilligt worden ist (Art. 20 Abs. 1 EU-ProspektVO). Für Haftung dieser Prüfbehörde verweist die Prospektverordnung auf die nationalen Ausführungsnormen (siehe Art. 20 Abs. 8 EU-ProspektVO). In Deutschland ist das BaFin für die Prüfung und Billigung der Prospekte zuständig (siehe § 17 WpPG).¹⁰⁵¹ Die deutsche Marktaufsicht BaFin gehört nicht zu den Prospektverantwortlichen im Sinn von § 8 WpPG.¹⁰⁵² Es kommen deshalb die allgemeinen Amtshaftungsgrundsätze zur Anwendung, die jedoch einen Staatshaftungsanspruch des Anlegers ausschließen.¹⁰⁵³ 404

Die Auslegung führt zum Ergebnis, dass sich ein Anspruch aus Prospekthaftung *nicht gegen die Prüfstelle* im Sinn von Art. 51 Abs. 1 FIDLEG richten kann.¹⁰⁵⁴ Allenfalls kann die Prüfstelle nach Verwaltungsrecht haftbar werden. Dies gilt es nachfolgend summarisch zu prüfen. 405

¹⁰⁵⁰ Protokoll WAK-S, Sitzungen vom 27.–28.6.2016, 67.

¹⁰⁵¹ VON KOPP-COLOMB, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Art. 20 EU-ProspektVO Rz 8.

¹⁰⁵² Vgl. ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 74 ff.; GROSS, Kapitalmarktrecht, § 9 WpPG Rz 50; POELZIG, Rz 271.

¹⁰⁵³ Zum Ganzen VON KOPP-COLOMB, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Art. 20 EU-ProspektVO Rz 38 ff.; ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 65.

¹⁰⁵⁴ GL.M. GRUNDER, SZW 2019, 587; HUNKELER/WOHL, GesKR 2014, 498; SPILLMANN/MEYER, 47; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1964; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 15; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 31; WEBER/WILDBERGER, GesKR 2023, 23; a.M. BÄRTSCHI, SZW 2014, 484, allerdings in Bezug Art. 69 VE-FIDLEG, der die Passivlegitimation noch weiter umschrieb und auch die «Mitwirkenden» von der Haftung erfasste.

406 Die Prüfstelle benötigt für die Aufnahme ihrer Tätigkeit eine Zulassung der FINMA, die an verschiedene Anforderungen geknüpft ist (Art. 52 Abs. 1 FIDLEG i.V.m. Art. 71 ff. FIDLEV).¹⁰⁵⁵ Die Tätigkeit der Prüfstelle ist *hoheitlicher Natur*, da sie einen gesetzlichen Auftrag erfüllt (Art. 51 Abs. 1 FIDLEG) und dazu mit Verfügungsbefugnis ausgestattet ist (vgl. Art. 53 Abs. 4 FIDLEG).¹⁰⁵⁶ Das Verfahren der Prüfstelle richtet sich denn auch nach dem VwVG (Art. 53 Abs. 1 FIDLEG).¹⁰⁵⁷ Für Schäden, die durch ein widerrechtliches Verhalten der Prüfstelle ausgelöst werden, kann eine Haftung aus dem Verantwortlichkeitsrecht des Bundes resultieren (Art. 19 Abs. 1 lit. a i.V.m. Art. 3 ff. VG).¹⁰⁵⁸ Ein widerrechtlicher Schaden könnte etwa entstehen, wenn die Prüfstelle eine Ausnahme von den Prospektangaben im Sinn von Art. 41 FIDLEG bewilligt und sich danach herausstellt, dass gerade das Fehlen dieser Angabe bei den Anlegern eine Irreführung bewirkt hat.¹⁰⁵⁹ Die Prüfstelle sollte deshalb äusserste Vorsicht bei der Bewilligung von Ausnahmen walten lassen. Weiter wäre etwa denkbar, dass ein Prospekt gar nicht geprüft wird und deshalb dessen Unvollständigkeit nicht festgestellt wird¹⁰⁶⁰ oder die Zusammenfassung des Prospekts für den Anleger unverständlich ist, weil sie innere Widersprüche aufweist, die von der Prüfstelle nicht entdeckt wurden.¹⁰⁶¹ Kann die Prüfstelle den Schaden nicht decken, haftet subsidiär der Bund für den vollen Betrag (Art. 19 Abs. 1 lit. a VG).¹⁰⁶² Dritten steht es nicht offen, direkt gegen Organe und Angestellte der Prüfstelle vorzugehen (Art. 19 Abs. 1 lit. a i.V.m. Art. 3 Abs. 3 VG).

¹⁰⁵⁵ GRUNDER/TSCHOPP, SK FIDLEG, Art. 52 N 13; WEBER/WILDBERGER, GesKR 2023, 22.

¹⁰⁵⁶ Vgl. GRUNDER, SZW 2019, 585 f.; GRUNDER/TSCHOPP, SK FIDLEG, Art. 52 N 11; SPILLMANN/MEYER, 46 f.; WEBER/WILDBERGER, GesKR 2023, 22 f.

¹⁰⁵⁷ Ausführlich hierzu GRUNDER, SZW 2019, 586; WEBER/WILDBERGER, GesKR 2023, 23.

¹⁰⁵⁸ GRUNDER, SZW 2019, 587; SPILLMANN/MEYER, 47; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1964.

¹⁰⁵⁹ Der Prospektersteller unterliegt jedenfalls nicht der Prospekthaftung, wenn er aufgrund einer durch die Prüfstelle bewilligten Ausnahme die betreffende Angabe im Prospekt weglässt (siehe hinten Rz 475f).

¹⁰⁶⁰ GRUNDER, SZW 2019, 587.

¹⁰⁶¹ BÄRTSCHI, SZW 2014, 484; SPILLMANN/MEYER, 47.

¹⁰⁶² BÄRTSCHI, SZW 2014, 484; GRUNDER, SZW 2019, 587.

5. Bedeutung der Übernahme der Verantwortung im Prospekt

Das Schema für Beteiligungspapiere verlangt in Ziff. 4.1 (FIDLEV, Anhang 1), dass der Prospekt die «Gesellschaften oder Personen [nennt], die für den Inhalt des Prospektes oder gegebenenfalls für bestimmte bezeichnete Abschnitte die Verantwortung übernehmen». Die bezeichneten Personen müssen im Prospekt zudem erklären, «dass ihres Wissens die Angaben richtig sind und keine wesentlichen Umstände ausgelassen wurden» (FIDLEV, Anhang 1, Ziff. 4.1 lit. b). Dasselbe gilt für die Prospekte über Forderungspapiere, Derivate, Immobiliengesellschaften und Investmentgesellschaften (FIDLEV, Anhänge 1–5). Im Prospekt für kollektive Kapitalanlagen müssen die verantwortlichen Personen nicht genannt werden (vgl. FIDLEV, Anhang 6). Bei diesen Prospekten sind die Ersteller bereits ausdrücklich im Gesetz erwähnt. Bei offenen kollektiven Kapitalanlagen sind dies die Fondsleitung und die Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV) (Art. 48 Abs. 1 FIDLEG). Bei geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen erstellt die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen den Prospekt (Art. 49 Abs. 1 FIDLEG).

Die explizite Nennung der verantwortlichen Personen war im aOR nicht vorgeschrieben, jedoch hatte der Kotierungsprospekt aufgrund des Börsenreglements die verantwortlichen Personen zu nennen.¹⁰⁶³ Wie es sich mit der Passivlegitimation der Personen verhält, die neu explizit die Verantwortung übernehmen, ist näher zu untersuchen. Die Passivlegitimation ist zunächst unproblematisch, wenn die Person des Prospekterstellers mit derjenigen übereinstimmt, die die Verantwortung dafür übernimmt. Problematisch ist es jedoch, wenn jemand formell die Verantwortung übernimmt, jedoch tatsächlich nicht an der Prospekterstellung beteiligt war, denn die Passivlegitimation knüpft gemäss Art. 69 Abs. 1 FIDLEG einzig an die *materielle Rechtslage an*, indem derjenige als haftbar bezeichnet wird, der die mangelhaften «Angaben macht».¹⁰⁶⁴

Nach der bisherigen Rechtslage konnten auch Personen für einen mangelhaften Prospekt verantwortlich sein, die in einem weiten Sinn an der Erstellung oder Verbreitung des Prospekts mitwirkten, indem sie durch Schaffung eines *Vertrauenstatbestands den Eindruck erweckten, sie seien Garant für die Richtigkeit des Prospekts* oder einzelner Aussagen.¹⁰⁶⁵ Dabei genügte die nach aussen klar kom-

¹⁰⁶³ Siehe vorne Rz 116.

¹⁰⁶⁴ Vgl. SETHE/FAHRLÄNDER, 210 f.; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 41.

¹⁰⁶⁵ LENOIR, 78, in Anlehnung an die (ältere) deutsche Rechtsprechung und Lehre. Diese Ansicht wurde in Deutschland nunmehr kodifiziert: Haftbar ist nach §§ 8–10 WpPG

munizierte Übernahme der Verantwortung für den Prospekt, selbst wenn tatsächlich keine wesentliche Mitwirkung bei der Prospekterstellung stattfand.¹⁰⁶⁶

- 410 Die genannten Überlegungen zum Vertrauenstatbestand gelten nach hier vertretener Ansicht auch für die Passivlegitimation nach FIDLEG. Die in der Verantwortlichkeitserklärung genannten natürlichen oder juristischen Personen erwecken den *Anschein einer Garantstellung für die Richtigkeit des Prospekts und sind deshalb als Passivlegitimierte einklagbar*, selbst wenn sie nicht an der Prospekterstellung beteiligt waren.¹⁰⁶⁷ Für die Anspruchsberechtigten entsteht dadurch Klarheit bezüglich der Passivlegitimation, da sie als Aussenstehende nur schwierig eruieren können, wer tatsächlich an der Prospekterstellung beteiligt war.¹⁰⁶⁸
- 411 Umgekehrt bedeutet das Gesagte jedoch nicht, dass ausschliesslich diese Personen passivlegitimiert sind.¹⁰⁶⁹ Vielmehr können auch Personen, die nicht in der Verantwortlichkeitserklärung erwähnt werden, aber im vorne beschriebenen Sinn «Angaben machen», der Prospekthaftung unterliegen.¹⁰⁷⁰ Dem Wortlaut des Gesetzes sind keine Anhaltspunkte zu entnehmen, dass nur die in der Verantwortlichkeitserklärung genannten Personen als Prospektersteller zu betrachten sind,¹⁰⁷¹ das Gesetz knüpft für die Passivlegitimation eben nur an die materielle Rechtslage an.
- 412 Schliesslich ist hervorzuheben, dass an der Möglichkeit der *Teilverantwortung* festgehalten wird, indem Personen auch nur für «bestimmte bezeichnete Abschnitte» die Verantwortung übernehmen können.¹⁰⁷² Es war bereits nach bishe-

nur noch, wer die Verantwortung für den Prospekt übernimmt, oder derjenige, der den Prospekt veranlasst (siehe ausführlich Rz 427 ff).

¹⁰⁶⁶ LENOIR, 78.

¹⁰⁶⁷ Im Ergebnis gleich WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 41.

¹⁰⁶⁸ WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 41.

¹⁰⁶⁹ Vgl. zur bisherigen Rechtslage DAENIKER, Securities Regulation, 74; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 92; ZOBL/KRAMER, Rz 1162, wonach das entscheidende Kriterium für die Haftung «nicht die Unterzeichnung des Prospekts oder die Nennung der verantwortlichen Personen im Prospekt [ist], sondern vor allem die massgebliche Mitwirkung bei der Prospekterstellung und -verbreitung».

¹⁰⁷⁰ GI.M. APPENZELER/WALLER, GesKR 2007, 262; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 21; a.M. WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 41.

¹⁰⁷¹ A.M. SETHE/FAHRLÄNDER, 211 f. und WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 41, die in Anlehnung an die deutsche Lehre eine ausschliessliche Aussenhaftung der Prospektverantwortlichen befürworten. Nach dieser Ansicht sind nur Personen passivlegitimiert, die gegen aussen erkennbar (etwa durch Unterzeichnung der Verantwortlichkeitserklärung im Prospekt) die Verantwortung für den Prospekt übernehmen.

¹⁰⁷² Vgl. GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 192.

riger Rechtslage möglich, dass nur bestimmte Personen für einen Abschnitt im Prospekt verantwortlich gemacht wurden.¹⁰⁷³ Dies wird im neuen Recht beibehalten, das heißt, dass einzelne Personen ihre Haftung in formeller Hinsicht auf genau bezeichnete Abschnitte im Prospekt beschränken können. Enthält dieser Abschnitt nun mangelhafte Angaben, kann die Person, die sich für diesen Abschnitt als verantwortlich bezeichnet hat, haftbar gemacht werden. An der materiellen Verantwortlichkeit ändert dies hingegen nichts. Sofern jemand mangelhafte Angaben erstellt oder falsche Informationen für den Prospekt liefert, ist er nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG passivlegitimiert, unabhängig davon, ob er für diesen Teil des Prospekts formell die Verantwortung übernommen hat.

6. Anspruchsverpflichtete bei unterlassener Prospektveröffentlichung trotz Prospektspflicht

Nach der herrschenden Lehre zu Art. 752 aOR war auch derjenige von der Prospekthaftung erfasst, der keinen Prospekt veröffentlichte, obwohl er aufgrund einer Prospektspflicht dazu verpflichtet gewesen wäre.¹⁰⁷⁴ Nach der hier vertretenen Ansicht stellt die unterlassene Prospektveröffentlichung trotz Prospektspflicht auch unter Art. 69 FIDLEG ein widerrechtliches Verhalten dar.¹⁰⁷⁵ Passivlegitimiert ist dabei diejenige Person, die zur *Veröffentlichung des Prospekts oder des Basisinformationsblatts verpflichtet* gewesen wäre.¹⁰⁷⁶ Nach den bisherigen Ausführungen zu Art. 35 Abs. 1 FIDLEG sind bei gemischten Platzierungen der *Emittent* und der *verkaufende Aktionär gemeinsam* zur Veröffentlichung verpflichtet. Bei *Sekundärplatzierungen* ist hingegen nur der *verkaufende Aktionär* von der Prospektspflicht erfasst.¹⁰⁷⁷ 413

7. Prospekthaftung und Verbot der Kapitalrückgewähr

Wie bereits ausgeführt, ergeben sich besondere Probleme, wenn ein Aktionär gegen einen Emittenten, der als Aktiengesellschaft konstituiert ist, einen An- 414

¹⁰⁷³ Siehe vorne Rz 385.

¹⁰⁷⁴ Siehe vorne Rz 387.

¹⁰⁷⁵ Siehe ausführlich zur Begründung hinten Rz 610 ff.

¹⁰⁷⁶ Siehe HARISBERGER, *Mitwirkung*, Rz 234; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 15, 19, wonach jedoch primär die Mitglieder des Verwaltungsrats bzw. der Geschäftsleitung des Emittenten passivlegitimiert seien; a.M. VON DER CRONE, *Aktienrecht*, Rz 1963, der eine Prospekthaftung bei Unterlassung der Prospektveröffentlichung ablehnt.

¹⁰⁷⁷ Siehe zum Gesagten vorne Rz 146 ff.

spruch auf Schadenersatz aus Prospekthaftung geltend macht.¹⁰⁷⁸ Ist der Emittent nämlich eine Aktiengesellschaft, kann die Schadenersatzforderung eines Aktionärs mit dem Verbot der Einlagenrückgewähr nach Art. 680 Abs. 2 OR kollidieren. Nach Art. 680 Abs. 2 OR kann der Aktionär nicht unter Rückzug seiner Einlage aus der Gesellschaft austreten.¹⁰⁷⁹ Die Bestimmung statuiert über ihren Wortlaut hinaus ein *Verbot der Kapitalrückgewähr*, das heisst, der Emittent darf keine Leistungen aus dem durch die Bestimmung geschützten Gesellschaftsvermögen an den Aktionär vornehmen.¹⁰⁸⁰ Beide Aspekte von Art. 680 Abs. 2 OR dienen dem Kapitalschutz, dies im Interesse der Gesellschaft, der Gläubiger, der Aktionäre und der Allgemeinheit, die vor ungerechtfertigten Eingriffen in das Gesellschaftsvermögen im Umfang des Aktienkapitals geschützt werden.¹⁰⁸¹ Eine Verletzung dieser Fundamentalnorm des Aktienrechts hat die Nichtigkeit der entsprechenden Transaktion zur Folge und löst eine Rückleistungspflicht des Empfängers aus.¹⁰⁸²

- 415 Da sowohl die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG wie auch das Verbot der Kapitalrückgewähr nach Art. 680 Abs. 2 OR jeweils *zwingender Natur* sind,¹⁰⁸³ besteht ein Konflikt zwischen zwei Rechtsnormen. Die Lehre hat sich bisher nur am Rand mit diesem Konflikt beschäftigt, wobei häufig die Ansicht vertreten

¹⁰⁷⁸ Siehe vorne Rz 375.

¹⁰⁷⁹ Statt vieler VOGT, BSK OR II, Art. 680 N 67 m.w.N.; ausführlich auch KÄGI, 169 ff.

¹⁰⁸⁰ BGE 140 III 533 E. 4.1, 541; BGE 123 III 473 E. 5b, 482; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 50 Rz 107 ff.; GERHARD, GesKR 2006, 304 f.; KÄGI, 169; VOGT, BSK OR II, Art. 680 N 69; WALLER, Underwriting Agreement, 251. Die Bestimmung von Art. 680 OR wurde anlässlich der Aktienrechtsrevision im Jahr 2020 in formeller Hinsicht nicht verändert. Mit der neuen Konzeption der Ausschüttungssperre (vgl. Art. 671 OR) und des Rückerstattungsanspruchs (vgl. Art. 678 OR) wird die extensive Auslegung von Art. 680 Abs. 2 OR allerdings infrage gestellt (siehe BÖCKLI, Aktienrecht 2022, § 14 Rz 122; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 552). Es ist damit nicht ausgeschlossen, dass die vorliegende Problematik neu nur noch nach Art. 678 OR beurteilt wird.

¹⁰⁸¹ BGer 4A_248/2012, 7.1.2013, E. 3.2; BGer 4A_188/2007, 13.9.2007, E. 4.3.2; BGer 4A_174/2007, 13.9.2007, E. 4.3.1; BGE 117 IV 259 E. 5a; 267; BGE 65 I 147; ausführlich VOGT, BSK OR II, Art. 680 N 65 ff.; siehe auch BÖCKLI, Aktienrecht 2022, § 1 Rz 112 ff.; CHENAUX/GACHET, CR CO II, Art. 680 N 30; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 1 Rz 44; KÄGI, 149 ff.; VON DER CRONE, Aktienrecht, § 9 Rz 506, 550.

¹⁰⁸² Statt vieler VOGT, BSK OR II, Art. 680 N 69 und 117 ff.

¹⁰⁸³ Siehe zur zwingenden Natur der Prospekthaftung hinten Rz 733.

wurde, dass ein Schadenersatz aus Prospekthaftung nicht zulasten des durch Art. 680 Abs. 2 OR geschützten Gesellschaftsvermögen bezahlt werden dürfe.¹⁰⁸⁴

Im deutschen Recht stellt sich dieser Konflikt in ähnlicher Konstellation zwischen dem Anspruch aus Prospekthaftung nach § 9 ff. WpPG und dem Verbot der Kapitalrückgewähr gemäss § 57 Abs. 1 AktG. In der deutschen Lehre werden für die Auflösung dieses Konflikts verschiedene Lösungen vertreten.¹⁰⁸⁵ Die nun h.L. geht allerdings von einem *Vorrang der Prospekthaftung* gegenüber dem aktienrechtlichen Verbot der Einlagenrückgewähr aus.¹⁰⁸⁶ Begründet wird diese Ansicht in zweierlei Hinsicht: Einerseits habe die Prospekthaftung nach § 9 ff. WpPG Vorrang vor § 57 AktG, weil sie sowohl *lex posterior* als auch *lex specialis* sei.¹⁰⁸⁷ Andererseits überwiege bei diesem Konflikt der Gesetzesnormen das Schutzbedürfnis der Anleger.¹⁰⁸⁸ 416

Nach der hier vertretenen Ansicht geniesst die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG *keinen generellen Vorrang vor den aktienrechtlichen Kapitalschutzbestimmungen bzw. dem Verbot der Kapitalrückgewähr*. Die Ansichten in der deutschen Lehre sind nämlich nicht ohne Weiteres auf das schweizerische Recht übertragbar. Art. 69 FIDLEG ist zwar im Verhältnis zu Art. 680 Abs. 2 OR wohl die *jüngere* und *speziellere* Norm.¹⁰⁸⁹ Dem Kapitalschutz als Fundamentalprinzip des Aktienrechts ist jedoch aus nachfolgenden Überlegungen der Vorrang einzuräumen: 417

¹⁰⁸⁴ DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 86 f.; DEDEYAN, 909 f.; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 174; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 20; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 44.

¹⁰⁸⁵ Siehe für eine Übersicht GROSS, Kapitalmarktrecht, § 9 WpPG Rz 17 ff.; POELZIG, Rz 299. Nach einer alten Ansicht, die heute kaum noch vertreten wird, ging das aktienrechtliche Verbot der Kapitalrückgewähr dem Anspruch aus Prospekthaftung vor (siehe dazu GROSS, Kapitalmarktrecht, § 9 WpPG Rz 17 ff. und POELZIG, Rz 299 je m.w.N.).

¹⁰⁸⁶ MÜLBERT/STEUP, in: Habersack/Mülbirt/Schlitt, § 41 Rz 41.7; POELZIG, Rz 299.

¹⁰⁸⁷ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 14 WpPG Rz 30; GROSS, Kapitalmarktrecht, § 9 WpPG Rz 20 ff.; MÜLBERT/STEUP, in: Habersack/Mülbirt/Schlitt, § 41 Rz 41.8; OULDS, in: Kümpel *et al.*, Rz 15.838; POELZIG, Rz 299.

¹⁰⁸⁸ MÜLBERT/STEUP, in: Habersack/Mülbirt/Schlitt, § 41 Rz 41.7; POELZIG, Rz 299.

¹⁰⁸⁹ Art. 69 FIDLEG ist zweifelsfrei die speziellere Norm im Verhältnis zu Art. 680 Abs. 2 OR. Jedoch kann bezweifelt werden, ob sie auch die jüngere Norm ist, denn bereits das erste gesamtschweizerische OR aus dem Jahr 1881 verwehrte es dem Aktionär, den einbezahlten Betrag zurückzufordern (siehe Art. 629 aOR 1881; BBl 1881 III 109, 244). Damit enthielt bereits das OR aus dem Jahr 1881 den hier angesprochenen Konflikt zwischen Kapitalschutz und Prospekthaftung (siehe zur altrechtlichen Prospekthaftungsnorm vorne Rz 10).

- 418 – Die angemessene Kapitalisierung der Gesellschaft schafft im Geschäftsverkehr eine *Vertrauensbasis*, welche die Funktionsfähigkeit der Wirtschaft unterstützt.¹⁰⁹⁰ Ein unbedingter Vorrang des Prospekthaftungsanspruchs hätte zur Folge, dass dieses Vertrauen untergraben wird, weil sich potenzielle Gläubiger oder Aktionäre nicht mehr darauf verlassen könnten, dass das Grundkapital (als Risikokapital) zur Verfügung steht. Dieses Vertrauen reicht jedoch nur bis zum Erhalt des geschützten Gesellschaftskapitals; ausserhalb dieses Schutzbereichs, namentlich wenn frei verfügbare Kapitalreserven vorhanden sind,¹⁰⁹¹ können die Gläubiger und Aktionäre nicht darauf vertrauen, dass eine allfällige Schadenersatzforderung aus Prospekthaftung das Gesellschaftsvermögen schmälert.¹⁰⁹² Eine solche Kapitalreserve in Form eines Agio kann allenfalls gerade aus einer öffentlichen Kapitalerhöhung stammen, aus der sich die Haftung der Gesellschaft ableitet.¹⁰⁹³ Zudem kann die Gesellschaft, wenn sie über keine verwendbaren Mittel verfügt, durch Kapitalherabsetzung Mittel entsperren, um ihrer Schadenersatzpflicht aus Prospekthaftung nachzukommen.¹⁰⁹⁴
- 419 – Ein Vorrang der Prospekthaftung bewirkt zudem eine *Ungleichbehandlung*, denn eine erfolgreiche Prospekthaftungsklage führt nur zu einem Anspruch auf Schadenersatz zugunsten des klagenden Aktionärs.¹⁰⁹⁵ Muss der Emittent für die Leistung des Schadenersatzes auf das geschützte Gesellschaftskapital zugreifen, schadet dies jedoch den Gesellschaftsgläubigern, der Gesellschaft selbst und den anderen (Minderheits-)Aktionären.¹⁰⁹⁶ Eine derartige Ungleichbehandlung verringert zudem das Gesellschaftsvermögen auch für diejenigen Anleger, die ihren Schaden nicht mittels Prospekthaftungsklage durchgesetzt haben.
- 420 Die obigen Ausführungen bedeuten zusammengefasst, dass eine Schadenersatzzahlung an einen Aktionär infolge Prospekthaftung nicht in das durch Art. 680 Abs. 2 OR geschützte Vermögen eingreifen darf. Ein unbedingter Vorrang der Pro-

¹⁰⁹⁰ Siehe zum Gesagten VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 506.

¹⁰⁹¹ Siehe dazu hinten Rz 750 ff.

¹⁰⁹² Siehe DEDEYAN, 910.

¹⁰⁹³ Siehe VOGT, BSK OR II, Art. 680 N 95.

¹⁰⁹⁴ Siehe VOGT, BSK OR II, Art. 680 N 95; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 20.

¹⁰⁹⁵ Siehe dazu hinten Rz 629.

¹⁰⁹⁶ Diese Personen sind vom Schutzzweck von Art. 680 Abs. 2 OR direkt erfasst (siehe CHENAUX/GACHET, CR CO II, Art. 680 N 4; VOGT, BSK OR II, Art. 680 N 65f; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 506).

spekthaftung – wie von der h.L. in Deutschland vertreten – ist für das Schweizer Recht abzulehnen. Eine Schadenersatzzahlung an einen Aktionär infolge Prospekthaftung kann deshalb nur ausserhalb des geschützten Kapitals, namentlich aus den frei verfügbaren Kapitalreserven, geleistet werden.¹⁰⁹⁷ Dieses Ergebnis entspricht damit den bisherigen Ansichten in der Lehre zu Art. 752 aOR.¹⁰⁹⁸

B. Die Ersteller des Basisinformationsblatts

In Bezug auf das Basisinformationsblatt knüpft die Passivlegitimation nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG ebenfalls beim *eigentlichen Ersteller* an. 421

Dies ergibt sich direkt aus den parlamentarischen Beratungen, wobei dort festgehalten wurde, dass eine Haftung für die blosse Mitwirkung an der Verbreitung des Basisinformationsblatts zu streng und deshalb – analog zum Prospekt – auf den eigentlichen Ersteller zu beschränken sei.¹⁰⁹⁹ 422

Die Pflicht, das Basisinformationsblatt zu erstellen, kommt gemäss Art. 58 Abs. 1 FIDLEG dem *Ersteller des Finanzinstruments* zu.¹¹⁰⁰ Als Ersteller eines Finanzinstruments gilt gemäss der Legaldefinition von Art. 3 lit. i FIDLEG diejenige Person, die die *wesentlichen Bedingungen* (Risiko- und Renditeprofil sowie Kosten) festlegen und anpassen kann.¹¹⁰¹ In der Regel trifft dies auf den Emittenten des Finanzinstruments zu. Stellt ein Garant Sicherheiten für ein Finanzinstrument zur Verfügung, kann er zugleich auch Ersteller des Basisinformationsblatts sein.¹¹⁰² In diesem Fall kann sich die Prospekthaftungsklage sowohl gegen den Emittenten als 423

¹⁰⁹⁷ Der Umfang der frei verfügbaren Kapitalreserven wird später untersucht (siehe Rz 749 ff).

¹⁰⁹⁸ Siehe die Nachweise in Fn 1084.

¹⁰⁹⁹ Da das Basisinformationsblatt ein Massenprodukt sei, würden sich zahlreiche Kundenberater einer Prospekthaftung aussetzen, wenn sie das Basisinformationsblatt ihren Kunden verteilen (siehe Protokoll WAK-N, Sitzungen vom 23.–24. 1. 2017, 17); siehe Votum GERMANN, AmtlBull StR 2018, 134: «Für einen Prospekt, ein Basisinformationsblatt muss einzig und allein der Ersteller haften. Eine pauschale Ausdehnung darüber hinaus ist wiederum ein Swiss Finish, der regelmässig den Falschen bestrafen würde. Im schlimmsten Fall [...] droht gar der Exodus des ganzen Emissionsgeschäfts ins Ausland [...]»; siehe auch AmtlBull NR 2018, 612 f.; AmtlBull StR 2018, 366.

¹¹⁰⁰ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8985; FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 58 N 161; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 46.

¹¹⁰¹ Bericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 59.

¹¹⁰² Bericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 59.

auch gegen den Garanten richten.¹¹⁰³ Denkbar ist auch, dass mehrere Ersteller (z.B. mehrere Banken) oder der Emittent und der Garant das Finanzinstrument gemeinsam kreieren und am Markt platzieren. In diesem Fall dürfte jeder Beteiligte als Ersteller und damit als Passivlegitimierter gelten. Die Prospekthaftung kann sich dabei gegen jeden einzelnen Ersteller separat richten.¹¹⁰⁴

- 424 Der Ersteller des Finanzinstruments kann die Erstellung des Basisinformationsblatts an *qualifizierte Dritte delegieren* (Art. 58 Abs. 3 FIDLEG). Bei einer derartigen Delegation bleibt der Ersteller des Finanzinstruments für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Angaben verantwortlich, das heisst, er haftet für den Inhalt des Basisinformationsblatts gegenüber Investoren.¹¹⁰⁵ Intern dürfte ihm jedoch ein Regressanspruch gegen den Dritten zukommen, der das Basisinformationsblatt delegationsweise vorbereitet hat.¹¹⁰⁶
- 425 Der Name des Erstellers muss sich eindeutig aus dem Basisinformationsblatt ergeben (FIDLEV, Anhang 9, Ziff. 2). Falls der Emittent des Finanzinstruments nicht gleichzeitig das Basisinformationsblatt erstellt, weil er die Erstellung berechtigterweise an einen qualifizierten Dritten delegiert hat, muss auch der Emittent erwähnt werden (FIDLEV, Anhang 9, Ziff. 2).
- 426 Da die Prospekthaftung nur denjenigen trifft, der «Angaben macht», ist der Vertreiber des Finanzinstruments bzw. der Finanzdienstleister, der das Basisinformationsblatt einem Privatkunden aushändigt, nicht passivlegitimiert.¹¹⁰⁷ Der Finanzdienstleister, der seine Pflicht zur Aushändigung des Basisinformationsblatts verletzt (siehe Art. 8 Abs. 3 und Art. 9 Abs. 2 FIDLEG), kann strafrechtlich sanktioniert werden (siehe Art. 90 Abs. 2 FIDLEG).

¹¹⁰³ Siehe FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 58 N 159.

¹¹⁰⁴ A.M. FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 58 N 160, die offenbar davon ausgehen, dass mehrere Ersteller als Einheit zu betrachten sind.

¹¹⁰⁵ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8985; FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 58 N 168; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 46.

¹¹⁰⁶ FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 58 N 168.

¹¹⁰⁷ Siehe Rz 398.

C. Exkurs: Anspruchsverpflichtete der spezialgesetzlichen Prospekthaftung in Deutschland

Das europäische Prospektrecht überlässt die Regelung der Prospekthaftungsansprüche den einzelnen Mitgliederstaaten (vgl. Art. 11 Abs. 1 EU-ProspektVO). Die Prospektverordnung macht jedoch einige Mindestvorgaben an die nationalen Prospekthaftungsregelungen: Haftbar muss zumindest der Emittent am Primärmarkt (oder dessen Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgane), der Anbieter am Sekundärmarkt oder die um Zulassung zum Handel ersuchende Person sein. Die verantwortlichen Personen sind im Prospekt mitsamt ihrer Funktion zu benennen. Die verantwortlichen Personen müssen überdies erklären, dass die Angaben im Prospekt ihres Wissens richtig sind (Art. 11 Abs. 1 EU-ProspektVO). 427

Das deutsche Recht hat die Vorgaben des Gemeinschaftsrechts für die spezialgesetzlichen Prospekthaftungen nach §§ 8–10 WpPG folgendermassen umgesetzt: Passivlegitimiert sind diejenigen Personen, die für den Prospekt die Verantwortung übernommen haben, und diejenigen, von denen der Erlass des Prospekts ausgeht (§ 9 Abs. 1 WpPG). 428

Prospektverantwortliche sind diejenigen Personen, die gegen aussen erkennbar die Verantwortung für den Prospekt übernommen haben.¹¹⁰⁸ Der Prospektverantwortliche ist beim Börsenzulassungsprospekt der Emittent.¹¹⁰⁹ Darüber hinaus ist bei einem Börsenzulassungsprospekt auch der Zulassungsantragssteller für den Prospekt verantwortlich. Dazu gehören etwa die emissionsbegleitenden Banken.¹¹¹⁰ Die Haftung kann dabei nur für den gesamten Prospektinhalt bestehen (sog. *Gesamtverantwortlichkeit*), jedoch nicht für einzelne Prospektteile.¹¹¹¹ Die Verantwortung für den Prospekt kann auch freiwillig übernommen werden.¹¹¹² Ist der Emittent etwa bei Sekundärplatzierungen nicht gleichzeitig auch Anbieter der Wertschriften, haftet er nicht für einen fehlerhaften Prospekt, 429

¹¹⁰⁸ GROSS, Kapitalmarktrecht, § 9 WpPG Rz 42; POELZIG, Rz 268; WACKERBARTH, in: Holzborn, §§ 21–23 Rz 34.

¹¹⁰⁹ GROSS, Kapitalmarktrecht, § 9 WpPG Rz 43; POELZIG, Rz 268; WACKERBARTH, in: Holzborn, §§ 21–23 Rz 34.

¹¹¹⁰ Siehe zum Gesagten GROSS, Kapitalmarktrecht, § 9 WpPG Rz 44 f.; WACKERBARTH, in: Holzborn, §§ 21–23 Rz 38; vgl. auch POELZIG, Rz 268.

¹¹¹¹ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 74 ff.

¹¹¹² ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 79; GROSS, Kapitalmarktrecht, § 9 WpPG Rz 46.

ausser er unterzeichnet den Prospekt freiwillig, wodurch er Mitverantwortung übernimmt.¹¹¹³

- 430 Passivlegitimiert sind auch diejenigen Personen, von denen der Erlass des Prospekts ausgeht. Das sind Personen, die gegen aussen zwar nicht als Prospektverantwortliche in Erscheinung treten (indem sie den Prospekt nicht unterzeichnen), aber als dessen tatsächliche Urheber (auch Hintermänner oder Mitglieder der Leitungsgruppe genannt) zu betrachten sind. Dies können etwa Konzernmuttergesellschaften oder Grossaktionäre sein, die die Emission von Wertpapieren veranlassen.¹¹¹⁴
- 431 Nicht zu den haftbaren Personen zählen Experten, Sachkundige, Rechtsanwälte oder Wirtschaftsprüfer, die lediglich an der Prospekterstellung mitgewirkt haben und nur in Teilbereichen Einfluss ausgeübt haben.¹¹¹⁵ Die Mitwirkenden können aber ausnahmsweise haftbar sein, wenn sie ein eigenes geschäftliches Interesse an der Emission haben und darauf hinwirkten, dass ein mangelhafter Prospekt erstellt oder veröffentlicht wurde. Das blosses Provisionsinteresse Beteiligter oder Gebühreninteresse eines Experten reicht dazu jedoch nicht aus.¹¹¹⁶
- 432 Die Aufzählung der verantwortlichen Personen in §§ 8–10 WpPG ist abschliessend. Experten, die mit eigenen Erklärungen (Testat, *Comfort Letter*) im Prospekt in Erscheinung treten, haben nicht für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Prospekts aus Prospekthaftung einzustehen. Eine Haftung aus anderen Grundlagen ist aber weiterhin möglich.¹¹¹⁷
- 433 Die gesetzliche Regelung der Passivlegitimation in Deutschland unterscheidet sich nach dem Gesagten erheblich vom schweizerischen Prospektrecht: Die Passivlegitimation knüpft nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG nicht an die formale Übernahme der Verantwortung für den Prospektinhalt an; vielmehr ist für die Passivlegitimation

¹¹¹³ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 82.

¹¹¹⁴ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 89; GROSS, Kapitalmarktrecht, § 9 WpPG Rz 47; POELZIG, Rz 269; WACKERBARTH, in: Holzborn, §§ 21–23 Rz 42 ff.

¹¹¹⁵ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 90; MÜLBERT/STEUP, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 41 Rz 41.66; POELZIG, Rz 270; WACKERBARTH, in: Holzborn, §§ 21–23 Rz 49; a.M. OULDS, in: Kümpel *et al.*, Rz 15.819.

¹¹¹⁶ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 90; WACKERBARTH, in: Holzborn, §§ 21–23 N 11, 49.

¹¹¹⁷ Zum Gesagten ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 92; POELZIG, Rz 270.

entscheidend, ob der potenziell Verantwortliche auf den Prospektinhalt Einfluss nehmen konnte.¹¹¹⁸

IV. Mehrere Ersatzpflichtige

An der Erstellung eines Prospekts oder eines Basisinformationsblatts sind aufgrund des arbeitsteiligen Prozesses in der Regel *mehrere Personen* beteiligt. Es stellt sich daher die Frage nach der Aufteilung des Schadenersatzes, wenn mehrere Personen den Schaden gemeinsam verursacht und zu verantworten haben. 434

A. Bisherige Rechtslage

Bis zum Inkrafttreten des FIDLEG war die Prospekthaftung nach Art. 752 aOR formeller Teil des aktienrechtlichen Verantwortlichkeitsrechts. Dieses regelt die rechtliche Frage, wie mit einer Mehrzahl von Ersatzpflichtigen umzugehen ist, in Art. 759 OR. Gemäss Art. 759 Abs. 1 OR ist von mehreren verantwortlichen Personen jede mit den anderen «solidarisch haftbar, als ihr der Schaden aufgrund ihres eigenen Verschuldens und der Umstände persönlich zurechenbar ist». Diese haftungsrechtliche Ordnung, wonach jeder nur für sein eigenes Verschulden haftbar ist, wird auch als *differenzierte Solidarität* bezeichnet.¹¹¹⁹ Die differenzierte Solidarität wurde erst mit der Revision des Aktienrechts von 1991 eingeführt.¹¹²⁰ Zuvor vertrat das Bundesgericht gestützt auf Art. 143 ff. OR eine Ordnung, die als *absolute Solidarität* bezeichnet wurde, wobei jede verantwortliche Person im Aussenverhältnis für den gesamten Schaden belangt werden konnte.¹¹²¹ Die differenzierte Solidarität bedeutet im Wesentlichen, dass ein Solidarschuldner nur dann haftet, wenn bei ihm sämtliche Haftungsvoraussetzungen erfüllt sind, und auch dann nur insoweit, als sein individueller Beitrag zum Schaden oder andere Umstände nicht eine Reduktion zulassen.¹¹²² Im Gegensatz zur früheren Rechtsprechung des Bun- 435

¹¹¹⁸ Siehe vorne Rz 393.

¹¹¹⁹ Statt vieler VOGT, Solidarität, 25.

¹¹²⁰ Siehe Botschaft Aktienrechtsrevision 1983, 852.

¹¹²¹ Dementsprechend wird die differenzierte Solidarität auch als abgeschwächte Solidarität im Aussenverhältnis bezeichnet (siehe Botschaft KAG, 6487). Siehe zum Ganzen BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 480 ff.; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 382 ff.; KOWALEWSKI, 1051 f.; ROBERTO, GesKR 2006, 31; VOGT, Solidarität, 22 ff.

¹¹²² VOGT, Solidarität, 25.

desgerichts bedeutet die Ordnung der differenzierten Solidarität, dass ein potenzieller Solidarschuldner bereits im Aussenverhältnis nur für den Teil des Schadens haftet, der ihm aufgrund seiner individuell verschuldeten Pflichtverletzung zu-rechenbar ist.¹¹²³

- 436 Der Gesetzgeber exportierte das haftungsrechtliche Konzept von Art. 759 in andere Rechtsgebiete wie namentlich in das Anlagengesetz bzw. in das darauffolgende Kollektivanlagegesetz (siehe Art. 146 KAG).¹¹²⁴ Die Einführung der differenzierten Solidarität im Recht der kollektiven Kapitalanlagen beruhte auf der Erkenntnis, dass nach der damaligen Gerichtspraxis «bei der Solidarhaftung geringes Verschulden eines Solidarschuldners unberücksichtigt» blieb.¹¹²⁵

B. Solidarität und Rückgriff unter Art. 69 FIDLEG

- 437 Bei der Überführung der Prospekthaftung aus dem Aktienrecht wurde nicht beachtet, dass das FIDLEG – im Gegensatz etwa zum KAG – keine Bestimmungen zu Solidarität und Rückgriff unter mehreren Verantwortlichen enthält. Die Botschaft und die Protokolle der parlamentarischen Beratungen enthalten keine Hinweise darauf, wie die Solidarität und der Rückgriff im FIDLEG geregelt werden sollen. Die Herauslösung der Prospekthaftung aus dem Aktienrecht hat aus gesetzessystematischer Sicht zur Folge, dass die Solidarität und der Rückgriff nicht mehr durch Art. 759 OR bestimmt werden. Art. 69 FIDLEG enthält denn auch keinen Hinweis auf die Bestimmungen des Aktienrechts, die eine entsprechende Anwendung ermöglichen würden. Für die Solidarität und den Rückgriff gelangt aufgrund der *deliktsrechtlichen Natur der Prospekthaftung Art. 50 OR zur Anwendung*.¹¹²⁶

¹¹²³ DAENIKER, Securities Regulation, 75; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 176; siehe auch BÄRTSCHI/VON PLANTA, BSK KAG, Art. 146 N 4 f.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 36 N 107 ff.; GERICKE/WALLER, BSK OR II, Art. 759 N 3 f.

¹¹²⁴ Die entsprechende Bestimmung aus dem aAFG, die die Regelung des Aktienrechts übernahm, fand redaktionell leicht angepasst Eingang in Art. 146 Abs. 1 KAG (Botschaft KAG, 6487; BÄRTSCHI/VON PLANTA, BSK KAG, N 1 ff.).

¹¹²⁵ Botschaft AFG, 283.

¹¹²⁶ G.L.M. SETHE/FAHRLÄNDER, 220; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1983 f.; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 100 f.; a.M. BÄRTSCHI, SZW 2014, 484; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 51. In Deutschland ist der Anspruch aus Prospekthaftung als Gesamtschuld ausgestaltet (ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 94). Dies entspricht im schweizerischen Recht der Solidarschuld nach Art. 143 ff. OR (HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 2297).

Nach Art. 50 Abs. 1 OR haften mehrere Schädiger *solidarisch* für einen Schaden, wenn sie diesen «gemeinsam verschuldet» haben.¹¹²⁷ Art. 50 Abs. 1 OR statuiert bei gemeinsamer Verursachung durch gemeinsames Verschulden eine «echte» Solidarität unter den Beteiligten im Sinn von Art. 143 ff. OR.¹¹²⁸ Dabei liegt eine gemeinsame Verursachung vor, wenn das Verhalten mehrerer potenziell Verantwortlicher als adäquate Teil- oder Gesamtursache des Schadens erscheint. Ein gemeinsames Verschulden liegt vor, wenn die potenziell Verantwortlichen bei der Verursachung des Schadens *bewusst zusammenwirken*. Ein bewusstes Zusammenwirken liegt dabei vor, wenn jeder Verantwortliche um das pflichtwidrige Verhalten des anderen weiss oder mindestens darum wissen könnte.¹¹²⁹ Ein derartiges Zusammenwirken dürfte im Kontext der Prospekterstellung aufgrund der engen Zusammenarbeit zwischen dem Emittenten, seinen Organen und Beratern und dem *lead manager* vorliegen.¹¹³⁰ 438

Sind die Voraussetzungen der echten Solidarität gemäss Art. 50 Abs. 1 OR erfüllt, kann der Geschädigte im Aussenverhältnis von jedem einzelnen Mitverantwortlichen den *Ersatz des gesamten Schadens* verlangen. In der Lehre ist umstritten, ob persönliche Herabsetzungsgründe auch bei Art. 50 Abs. 1 OR bereits im Aussenverhältnis geltend gemacht werden können.¹¹³¹ Das Bundesgericht scheint mehrheitlich davon auszugehen, dass persönliche Herabsetzungsgründe im Aussenverhältnis nicht zu berücksichtigen seien.¹¹³² Damit liegt ein inhaltlicher Unterschied zur bisherigen Regelung der differenzierten Solidarität gemäss Art. 759 OR vor. Im vorliegenden Kontext bedeutet dies, dass ein Mitverantwortlicher bei der Prospekterstellung für den gesamten Schaden einzustehen hat, sofern ihm ein 439

¹¹²⁷ Das Verschulden der Verantwortlichen muss überdies für den Schaden adäquat kausal sein (BREHM, BK OR, Art. 50 N 16).

¹¹²⁸ BREHM, BK OR, Art. 50 N 30; HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 2005; «echte» Solidarität bedeutet, dass die gleiche Leistung von mehreren Schuldnern gemeinsam geschuldet wird (siehe für die Differenzierung zur «unechten» Solidarität BGE 130 III 591 E. 5.5.1, 603; GRABER, BSK ORI, Art. 50 N 2; HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 2001).

¹¹²⁹ BGE 115 II 42 E. 1b, 45; bestätigt in BGE 127 III 257 E. 6a, 264; daran wird kritisiert, dass bereits fahrlässige Unkenntnis über den Tatbeitrag des Mitverantwortlichen eine echte Solidarität begründet (HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 2007 m.w.N.).

¹¹³⁰ VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1983.

¹¹³¹ Siehe für einen Überblick über den Meinungsstand BREHM, BK OR, Art. 50 N 40 ff.; HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 2022 ff.

¹¹³² BGE 133 III 6 E. 5.3.2, 22; BGE 127 III 257 E. 6b, 265; BGE 112 II 138 E. 4a, 143; siehe für die Ausnahmen von diesem Grundsatz HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 2026; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 101).

widerrechtliches Verhalten im Sinn von Art. 69 FIDLEG vorwerfbar ist, ohne dass es auf den individuellen Verschuldensgrad ankommen würde.

- 440 Unter Art. 69 FIDLEG wird dieser inhaltliche Unterschied jedoch aus zwei Gründen abgeschwächt: Erstens führt die Einschränkung der Passivlegitimation gemäss Art. 69 Abs. 1 FIDLEG dazu, dass nur noch die eigentlichen Ersteller des Prospekts oder der ähnlichen Mitteilung passivlegitimiert sind. Dagegen sind Personen, die nur am Rande an der Prospekterstellung mitwirkten oder den Prospekt nur verbreiteten, nicht mehr passivlegitimiert.¹¹³³ Zweitens setzt die Solidarität gemäss Art. 50 OR voraus, dass für jeden Mitverantwortlichen ein eigenständiger Haftungsgrund im Aussenverhältnis besteht, das heisst, *jeder Solidarschuldner muss ein adäquate Schadenursache* im Sinn von Art. 69 FIDLEG gesetzt haben.¹¹³⁴
- 441 Die Mitverantwortlichen können gemäss Art. 50 Abs. 2 OR untereinander im Innenverhältnis Regress nehmen. Die Regresshöhe wird im internen Verhältnis nach richterlichem Ermessen festgelegt, wobei der Richter insbesondere das *individuelle Verschulden* berücksichtigt.¹¹³⁵ Das Innenverhältnis kann – im Gegensatz zur Haftung im Aussenverhältnis¹¹³⁶ – durch vertraglich vereinbarte Haftungsausschlüsse abgeändert werden.¹¹³⁷ Eine Haftung im Innenverhältnis kann sich bei mehreren Mitwirkenden auch aus anderen Rechtsgrundlagen ergeben. Insbesondere der Einbezug von Experten erfolgt in der Regel nach Auftragsrecht (Art. 394 OR ff.), das heisst, der Beauftragte haftet dem Auftraggeber für eine getreue und sorgfältige Ausführung des übertragenen Geschäfts (Art. 398 Abs. 2 OR).¹¹³⁸ Handelt es sich bei den Mitwirkenden um Organe einer Aktiengesellschaft, kommt auch eine Haftung aus aktienrechtlicher Verantwortlichkeit infrage (Art. 754 f. OR).

¹¹³³ Siehe WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 101.

¹¹³⁴ BGE 133 III 6, E. 5.2.1, 16; BGE 130 III 363 E. 5.2, 370; siehe auch BREHM, BK OR, Art. 50 N 33; HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 2000 ff., 2303.

¹¹³⁵ Siehe BREHM, BK OR, Art. 50 N 57 f.; REY/WILDHABER, Rz 1747; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1984;

¹¹³⁶ Siehe dazu hinten Rz 733.

¹¹³⁷ Siehe ausführlich zur Möglichkeit der Schadloshaltung im Innenverhältnis hinten Rz 738 ff.

¹¹³⁸ Vgl. WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 47.

V. Fazit

Die *Passivlegitimation* der Prospekthaftung ist neu geregelt. Passivlegitimiert ist nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG nur noch der eigentliche Ersteller des Prospekts oder der ähnlichen Mitteilung. Das sind Personen, die *Einfluss auf den Inhalt nehmen können und für die darin enthaltenen Informationen und deren Lieferung verantwortlich* sind. Nicht mehr passivlegitimiert sind im Unterschied zu Art. 752 aOR Personen, die bloss an der Ausarbeitung und der Verbreitung des Prospekts oder der ähnlichen Mitteilung beteiligt sind. 442

Passivlegitimiert ist auch der *Ersteller des Basisinformationsblatts*. Das ist gemäss Art. 58 Abs. 1 FIDLEG die Person, die auch das Finanzinstrument erstellt. 443

Bei *unterlassener Prospektveröffentlichung* trotz Prospektspflicht ist diejenige Person passivlegitimiert, die zur Veröffentlichung gemäss Art. 35 Abs. 1 FIDLEG verpflichtet gewesen wäre. 444

Die Haftung mehrerer verantwortlicher Personen ist unter Art. 69 FIDLEG neu geregelt. Aufgrund der deliktsrechtlichen Natur der Prospekthaftung wird die *Solidarität durch Art. 50 OR bestimmt*. Demnach kann der Geschädigte von jedem Mitverantwortlichen, der eine adäquate Schadensursache gesetzt hat, den *Ersatz des gesamten Schadens verlangen*, ohne dass persönliche Herabsetzungsgründe berücksichtigt würden. Ein Regress unter den Mitverantwortlichen im Innenverhältnis wird durch Art. 50 Abs. 2 OR bestimmt. 445

§ 9 Widerrechtlichkeit

I. Einleitung

Die Prospekthaftung nach Art. 69 Abs. 1 FDILEG unterliegt als deliktsrechtliche 446 Haftung dem Grundgedanken von Art. 41 OR.¹¹³⁹ Eine zentrale Haftungsvoraussetzung ist damit die *Widerrechtlichkeit*¹¹⁴⁰ *der Schadenszufügung*. Widerrechtlich ist ein schädigendes Verhalten, das «gegen geschriebene oder ungeschriebene Gebote oder Verbote der Rechtsordnung verstösst, die dem Schutz des verletzten Rechtsgutes dienen».¹¹⁴¹ Widerrechtlich ist damit nicht jede Verletzung einer Rechtsnorm, sondern nur die Verletzung einer auf die betreffende Konstellation zugeschnittenen Schutznorm.¹¹⁴² Art. 69 FIDLEG ist eine Schutznorm in diesem Sinn, da der Anleger aufgrund eines mangelhaften Prospekts regelmässig in seinem Vermögen geschädigt wird. Diese Vermögensschäden kann der geschädigte Anleger mittels Prospekthaftungsklage liquidieren.¹¹⁴³

¹¹³⁹ Siehe zur deliktsrechtlichen Natur der Prospekthaftung vorne Rz 72. Mit der Herauslösung der Prospekthaftung aus der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit wurde sie neu als besonderer Tatbestand des ausservertraglichen Haftpflichtrechts geregelt (VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1958).

¹¹⁴⁰ Da die Prospekthaftung nach Art. 752 aOR systematisch zur aktienrechtlichen Verantwortlichkeit gehörte, verwendeten einige Autoren den Begriff der Pflichtverletzung bzw. der Pflichtwidrigkeit (siehe FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 250; LENOIR, 88; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 164). Vorliegend wird der Begriff der Widerrechtlichkeit für das haftungsbegründende Verhalten verwendet, weil die Prospekthaftung in den meisten Anwendungsfällen eine deliktsrechtliche Natur aufweist und der Begriff der Pflichtwidrigkeit mit der Herauslösung aus dem Aktienrecht nicht mehr passend erscheint (ähnlich bereits NEIDHART, 92; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 58).

¹¹⁴¹ BGE 113 Ib 420 E. 2, 423; BGE 109 II 123 E. 2a, 124; BGE 91 II 401 E. 3a, 405; das Bundesgericht folgt damit der objektiven Widerrechtlichkeitstheorie (dazu ausführlich BREHM, BK OR, Art. 41 N 33c ff.; FELLMANN/KOTTMANN, Rz 276 ff.; HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 1941 ff.; OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 4 Rz 9 ff.; REY/WILDHABER, Rz 794 ff.).

¹¹⁴² Die Lehre bezeichnet dies auch als Schutzzwecklehre (FELLMANN/KOTTMANN, Rz 302; HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 1951; REY/WILDHABER, Rz 848; siehe auch BREHM, BK OR, Art. 41 N 38b; HONSELL/ISENRING/KESSLER, 65; OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 4 Rz 41).

¹¹⁴³ Siehe zum Gesagten MABILLARD, FS Werro, 447; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1969; siehe zum Zweck der Prospekthaftung vorne Rz 48 ff.

- 447 Nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG ist es widerrechtlich, «in Prospekten, im Basisinformationsblatt oder in ähnlichen Mitteilungen unrichtige, irreführende oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben» zu machen.¹¹⁴⁴ Art. 69 Abs. 1 FIDLEG ist insofern besonders, weil die Haftungsnorm gerade selbst das widerrechtliche Verhalten umschreibt und dazu grundsätzlich nicht auf andere Normen verweist.¹¹⁴⁵ Allerdings wird mit «den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende[n] Angaben» auf den gesetzlichen Mindestinhalt des Prospekts gemäss Art. 40 ff. FIDLEG verwiesen.
- 448 Im Vergleich zur bisherigen Regelung nach Art. 752 aOR hat die Regelung der Widerrechtlichkeit einige Veränderungen erfahren: Einerseits kam es mit der Aufnahme des *Basisinformationsblatts* zu einer Erweiterung der haftungsbegründenden Dokumente.¹¹⁴⁶ Andererseits kam es zu einer Einschränkung, da nunmehr *nur die Erstellung mangelhafter Angaben* und nicht auch deren Verbreitung widerrechtlich ist.¹¹⁴⁷ Neu ist auch die Einführung von *Haftungserleichterungen* für Angaben in der Zusammenfassung des Prospekts (Art. 69 Abs. 2 FIDLEG) und für Angaben über wesentliche Perspektiven (siehe Art. 69 Abs. 3 FIDLEG). Diese beschreiben Erleichterungen bei der Beurteilung des widerrechtlichen Verhaltens, weshalb sie in diesem Kapitel behandelt werden.
- 449 An der Verteilung der Beweislast ändert sich im Vergleich zum bisherigen Recht nichts: Der Beweis des widerrechtlichen Verhaltens obliegt dem *Kläger*.¹¹⁴⁸

¹¹⁴⁴ Vgl. AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 29; CAMENZIND, 93; MABILLARD, FS Werro, 447 f.; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1969; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 22; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 58; ZOBL/KRAMER, Rz 1152.

¹¹⁴⁵ Siehe MABILLARD, FS Werro, 447; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1969. Besonders ist dies, weil sonstige Haftungsnormen das widerrechtliche Verhalten durch Verweisung auf andere Normen umschreiben. So statuiert Art. 754 OR namentlich eine Haftung der Organe einer Aktiengesellschaft für Schäden, den diese durch «Verletzung ihrer Pflichten» verursachen.

¹¹⁴⁶ Siehe dazu vorne Rz 273 ff.

¹¹⁴⁷ Der Wortlaut von Art. 752 aOR hielt dazu fest, dass derjenige haftet, der «unrichtige, irreführende oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben gemacht oder verbreitet» hat.

¹¹⁴⁸ Die Beweislastverteilung richtet sich nämlich nach Art. 8 ZGB; BGE 129 III 71 E. 2.5; 75; HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.2, S. 32; BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 7; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 72; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 252; HÜRLIMANN-KAUP/SCHMID, Rz 466 ff.; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 49; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 61.

II. Mangelhafte Angaben

A. Allgemeines

1. Einleitende Bemerkungen

Nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG haftet, wer in einem haftungsbegründenden Dokument «unrichtige, irreführende oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben macht». Der Wortlaut entspricht demjenigen der Vorgängernorm Art. 752 aOR. Für die Auslegung der «mangelhaften» Angaben kann deshalb auf die bisherige Rechtsprechung und Lehre zu Art. 752 aOR zurückgegriffen werden, sofern sich keine Abweichungen aufgrund des neuen Kontexts im FIDLEG ergeben.¹¹⁴⁹

Häufig kann eine gewisse Angabe im Prospekt auch mehrere Tatbestandsmerkmale *gleichzeitig* erfüllen.¹¹⁵⁰ Eine trennscharfe Einteilung ist jedoch nicht notwendig, da an die Einteilung keine unterschiedlichen Rechtsfolgen geknüpft sind.¹¹⁵¹

2. Begriff der Angaben

Widerrechtlich ist nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG die Erstellung von mangelhaften «Angaben». Angaben sind zunächst alle im haftungsbegründenden Dokument enthaltenen oder fehlenden *Informationen über Tatsachen*. Tatsachen sind dem Beweis zugängliche Sachverhalte der Aussenwelt (äussere Tatsachen) oder des menschlichen Innenlebens (innere Tatsachen).¹¹⁵² Ein wesentliches Kriterium für das Vorliegen einer Tatsache ist damit deren Beweisbarkeit.¹¹⁵³ Keine Tatsachen in diesem Sinn sind blosser Gerüchte, Gewinnsschätzungen Dritter, Ideen, Planungsvarianten, Absichten oder Prognosen, die lediglich auf Erwartungen oder

¹¹⁴⁹ Vgl. Botschaft FIDLEG/FINIG, 8992.

¹¹⁵⁰ So sind nach SCHUCANY die den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechenden Angaben «im allgemeinen auch unrichtig» (SCHUCANY, Art. 752 N 3).

¹¹⁵¹ Eine Unterscheidung ist jedoch bei der Beurteilung der Strafbestimmung von Art. 90 FIDLEG relevant: Der objektive Tatbestand dieser Bestimmung verlangt, dass falsche Angaben gemacht oder wesentliche Tatsachen verschwiegen wurden (siehe Art. 90 Abs. 1 lit. a FIDLEG; siehe dazu MRÁZ, SK FIDLEG, Art. 90 N 8 ff.).

¹¹⁵² ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 44; siehe in Bezug auf den Begriff der Information im FinfraG SETHE/FAHRLÄNDER, SK FinfraG, Art. 2 lit. j N 16; FAHRLÄNDER, Insiderstrafatbestand, Rz 309; siehe in Bezug auf die *Ad hoc*-Publizität HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 72 KR N 18; PETER, Rz 206 f.

¹¹⁵³ PETER, Rz 207; siehe auch HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 72 KR N 18.

Hoffnungen beruhen.¹¹⁵⁴ Angaben können aber auch Meinungen, Werturteile und zukunftsbezogene Informationen wie Prognosen sein (sog. *forward looking statements*).¹¹⁵⁵ Prognosen und Werturteile sind keine handfesten Tatsachen, die dem Beweis zugänglich wären.¹¹⁵⁶ Sie können aber trotzdem hinsichtlich ihrer Angemessenheit und Vertretbarkeit unrichtig oder irreführend sein.¹¹⁵⁷ Schliesslich verlangt das Gesetz Angaben zu den «Risiken» eines Emittenten.¹¹⁵⁸ Risiken liegen in der Schnittmenge von Tatsachen und Prognosen, da sie sich einerseits an realen Faktoren (wie etwa dem konkreten Schaden eines bestimmten Risikos) orientieren und andererseits Aussagen zu zukünftigen Entwicklungen (etwa der Eintretenswahrscheinlichkeit) enthalten. Eine Beurteilung von Risiken erfolgt grundsätzlich anhand der Wahrscheinlichkeit des Eintretens und des Schadensausmasses.¹¹⁵⁹

3. Bedeutung der Prospektpflicht

- 453 Die mangelhaften Angaben müssen *in einem haftungsbegründenden Dokument* gemacht werden. Wie bereits gezeigt wurde, ist dabei unerheblich, ob das haftungsbegründende Dokument aufgrund einer gesetzlichen Pflicht erstellt wurde.¹¹⁶⁰ Die Prospekthaftung kommt mit anderen Worten unabhängig von einer

¹¹⁵⁴ Erläuternder Bericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 52; siehe auch HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 72 KR N 19.

¹¹⁵⁵ RIECKHOFF, 61 f.; SCIERANSKI, 191. *Forward looking statements* bzw. «wesentliche Perspektiven» sind neu Teil des Mindesthalts eines Prospekts nach Schweizer Recht (siehe Art. 40 Abs. 1 lit. a Ziff. 4 FIDLEG).

¹¹⁵⁶ *Forward looking statements* werden deshalb im US-amerikanischen Prospektrecht als *soft information* bezeichnet. Objektiv verifizierbare Fakten sind dagegen *hard information* (siehe RIECKHOFF, 61). Nach HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 72 KR N 21, könnten Prognosen als Tatsachen qualifizieren, sofern sie weitgehend auf Fakten beruhen. Dies sei der Fall, wenn sich die Prognose auf bereits bekannte Unternehmensdaten und somit auf eine breite Faktenbasis stützen.

¹¹⁵⁷ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 44; vgl. SETHE/FAHRLÄNDER, SK FinfraG, Art. 2 lit. j N 18 f.; FAHRLÄNDER, Insiderstrafatbestand, Rz 358 ff.

¹¹⁵⁸ Siehe Art. 40 Abs. 1 lit. a Ziff. 4 FIDLEG. Der Prospekt für Beteiligungspapiere muss etwa eine «Darstellung der wesentlichen Risiken in Bezug auf den Emittenten und seine Branche» enthalten (FIDLEV, Anhang 1, Ziff. 2.1).

¹¹⁵⁹ Vgl. Art. 16 Abs. 1 EU-ProspektVO; ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 44.

¹¹⁶⁰ Siehe dazu ausführlich vorne Rz 252 ff.

bestehenden Prospektpflicht zur Anwendung. Der Emittent hat auch bei freiwillig erstellten Prospekten und Basisinformationsblättern für die Richtigkeit und Klarheit der abgegebenen Informationen einzustehen. Gleiches gilt, wenn der Emittent in einem Prospekt oder in einem Basisinformationsblatt Informationen veröffentlicht, die über den gesetzlich geforderten Mindestinhalt hinausgehen.¹¹⁶¹

4. **Massstab zur Beurteilung mangelhafter Angaben**

Es stellt sich die Frage, aus welcher Perspektive bzw. nach welchem Massstab zu beurteilen ist, ob eine bestimmte Angabe in einem haftungsbegründenden Dokument mangelhaft ist. Die Frage stellt sich insbesondere im Hinblick auf die Anforderungen an die Verständlichkeit.¹¹⁶² Im Folgenden ist daher das Zielpublikum bzw. das für die Beurteilung relevante *Anlegerbild* separat für den Prospekt und das Basisinformationsblatts zu untersuchen.

a) *Anlegerleitbild beim Prospekt und bei ähnlichen Mitteilungen*

Das Zielpublikum des Prospekts ergibt sich zunächst aus Art. 40 Abs. 1 Ingress FIDLEG: Der Prospekt enthält die für den *Anlageentscheid des Anlegers* wesentlichen Angaben.¹¹⁶³ Der Begriff des Anlegers ist jedoch sehr weit und umfasst eine Vielzahl verschiedener Marktteilnehmer. Zur Konkretisierung des Anlegerleitbilds müssen daher weitere Normen hinzugezogen werden.

Unter Art. 752 aOR gab es in der Lehre mehrere Ansichten, nach welchem Anlegerleitbild die Anforderungen an die Verständlichkeit des Prospekts zu beurteilen waren: Es wurde vertreten, der Prospekt habe sich am unkundigen Anleger, am Anleger mit gewissen Sachkenntnissen, am Durchschnittsinvestor oder am berufsmässigen Investor zu orientieren.¹¹⁶⁴ Schliesslich wurde auch eine differenzierte Lösung vertreten, nach der die Anforderungen von der Transaktion abhängen bzw. am potenziellen Zielpublikum auszurichten sind.¹¹⁶⁵

¹¹⁶¹ VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1972; ZOBL/ARPAGAUS, Prüfungspflicht, 206 f.

¹¹⁶² Die Verständlichkeit wird der Tatbestandsvariante der Irreführung zugeordnet, weil ein unverständlicher Prospekt irreführend ist (siehe hinten Rz 577 ff).

¹¹⁶³ Zum Begriff der wesentlichen Angaben siehe hinten Rz 571 ff.

¹¹⁶⁴ NOTH/GROB, AJP 2002, 1441; siehe für die deutsche Rechtslage etwa POELZIG, Rz 277, wonach auf die Kenntnisse und Erfahrungen eines durchschnittlichen Anlegers abzustellen sei.

¹¹⁶⁵ NOTH/GROB, AJP 2002, 1441; ROHR, 216; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 17.

- 457 Letzterer Ansicht wird hier gefolgt. Dies ergibt sich aus vergleichbaren kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen. Gemäss Art. 56 Abs. 1 FIDLEG ist ein Nachtrag zu einem Prospekt zu veröffentlichen, wenn «neue Tatsachen eintreten oder festgestellt werden und diese die Bewertung der Effekten wesentlich beeinflussen könnten». Die Verordnung ergänzt dazu, dass die Tatsachen geeignet sein müssen, «den durchschnittlichen Marktteilnehmer in seinem Anlageentscheid oder die durchschnittliche Marktteilnehmerin in ihrem Anlageentscheid wesentlich zu beeinflussen». Die Anforderungen an die Verständlichkeit der Angaben haben sich folglich an den Kenntnissen und Erfahrungen eines *durchschnittlichen Marktteilnehmers zu orientieren*.¹¹⁶⁶ Bei einem Prospekt ist damit nicht auf einen breiten Anlegerkreis, sondern auf einen durchschnittlich vom Angebot erfassten Anleger (bei einem öffentlichen Angebot) oder auf einen durchschnittlichen Marktteilnehmer am betreffenden Handelsplatz (bei einem Gesuch um Zulassung von Effekten an einem Handelsplatz) abzustellen.¹¹⁶⁷ Diese Lösung berücksichtigt die Tatsache, dass sich öffentliche Angebote von Effekten an unterschiedliche Adressaten (z.B. nur an professionelle Marktteilnehmer oder an gemischte Gruppen) richten können.
- 458 Richtet sich das öffentliche Angebot oder die Handelszulassung an einen breiten Adressatenkreis, ist die Bestimmung eines durchschnittlichen Anlegers unter Umständen schwierig. Namentlich bei einem IPO richtet sich das Zeichnungsangebot häufig an institutionelle Kunden, aber auch an Privatanleger. Die sehr umfangreichen Prospekte bei einem IPO werden aber in der Regel nicht von Privatkunden, sondern nur von professionellen Marktteilnehmern gelesen.¹¹⁶⁸ In diesem Fall konnte sich der Emittent gemäss der bisherigen Regelung von Art. 32 Abs. 1 KR-SIX an einem «sachkundigen Anleger» orientieren.¹¹⁶⁹ Der *sachkundige Anleger* hat ein grundlegendes Verständnis ökonomischer Zusammenhänge

¹¹⁶⁶ Siehe zum Anlegerleitbild vorne Rz 455 ff.

¹¹⁶⁷ Vgl. HARISBERGER, SZW 2021, 180. Ähnlich ist auch die Rechtslage in Deutschland, wo bei Prospekten für öffentlich angebotene Wertpapiere eine adressatenbezogene Differenzierung vorzunehmen ist (ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 34). Siehe auch MABILLARD, FS Werro, 450, der eine gewisse Professionalität vom durchschnittlichen Investor verlangt.

¹¹⁶⁸ DAENIKER, Anlegerschutz, 163 ff.; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 12; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 78.

¹¹⁶⁹ BÄRTSCHI, 280; CAMENZIND, 95; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 74 f.; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 8; LENOIR, 95; MABILLARD, FS Werro, 450; ROHR, 216; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 78.

und kennt die gebräuchlichsten Fachbegriffe.¹¹⁷⁰ Das Anlegerleitbild des sachkundigen Anlegers gilt nach der hier vertretenen Ansicht auch für die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG für kombinierte Emissions- und Kotierungsprospekte.¹¹⁷¹

b) *Anlegerleitbild beim Basisinformationsblatt*

Das Basisinformationsblatt richtet sich an *Privatkunden* (Art. 58 Abs. 1 FIDLEG).⁴⁵⁹ Es soll dem Anleger ermöglichen, einen fundierten Anlageentscheid zu treffen und unterschiedliche Finanzinstrumente zu vergleichen (Art. 60 Abs. 1 FIDLEG).¹¹⁷² Zu diesem Zweck soll es kurz und leicht verständlich sein (vgl. Art. 61 Abs. 1 FIDLEG), sodass Privatkunden es verstehen, ohne dass sie andere Informationen zu Hilfe ziehen müssen.¹¹⁷³ Hinsichtlich der Verständlichkeit ist insbesondere auf das verwendete (Fach-)Vokabular und den Schreibstil zu achten.¹¹⁷⁴ Bei der Beurteilung der Verständlichkeit ist deshalb von einem *unkundigen Anleger* auszugehen, der wenig finanzielles Fachwissen mitbringt.¹¹⁷⁵

5. Wesentlichkeit der mangelhaften Angaben

Nach der Lehre zu Art. 752 aOR begründeten nur mangelhafte Angaben eine Haftung, die *genügend erheblich* waren, um den Anlageentscheid des Investors zu beeinflussen.¹¹⁷⁶ Dieses «Wesentlichkeitsprinzip» wird auch für die Prospekthaf-

¹¹⁷⁰ HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 12.

¹¹⁷¹ So auch WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 78; a.M. JUTZI, Unternehmenspublizität, Rz 607, nach dem das Abstellen auf einen sachkundigen Anleger dem Anlegerschutz nicht gerecht wird.

¹¹⁷² Siehe dazu FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 60 N 12.

¹¹⁷³ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8988.

¹¹⁷⁴ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8988.

¹¹⁷⁵ WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 78; siehe auch ausführlich zum Anlegerleitbild beim Prospekt ASSMANN, Prospekthaftung, 317 f.; NOTH/GROB, AJP 2002, 1441.

¹¹⁷⁶ BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 31; ERB, 128; CAMENZIND, 96; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 73; DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 22; GRONER, 81 f.; NOTH/GROB, AJP 2002, 1450; ROHR, 217; SPILLMANN/MEYER, 42; ZOBL/ARPAGAUS, Prüfungspflicht, 207. Im deutschen Recht ist die Wesentlichkeit der Angabe ein gesetzliches Tatbestandsmerkmal (siehe § 9 Abs. 1 WpPG; siehe dazu ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 43 ff.).

tung nach Art. 69 FIDLEG vertreten.¹¹⁷⁷ Ob eine mangelhafte Angabe den Anlageentscheid beeinflusste, ist jedoch nach der hier vertretenen Ansicht keine Frage der Widerrechtlichkeit, sondern des adäquaten Kausalzusammenhangs.¹¹⁷⁸ Eine klare Falschaussage im Prospekt, die aber für den Anleger nur eine Nebensächlichkeit darstellt, begründet keine adäquate Kausalität zwischen Falschaussage und Anlageentscheid.¹¹⁷⁹

B. Den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben

1. Überblick

461 Widerrechtliches Verhalten liegt nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG vor, wenn im Prospekt oder im Basisinformationsblatt «den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben» (*non conformes aux exigences légales* bzw. *non conformi ai requisiti legali*) gemacht werden. Es stellt sich daher die Frage, was die gesetzlichen Anforderungen sind und was es bedeutet, diesen nicht zu entsprechen. Das neue Prospektrecht verlangt zudem, dass der Prospekt Angaben zu wesentlichen Perspektiven und zu Risiken sowie eine Zusammenfassung enthält (siehe Art. 40 Abs. 1 lit. a Ziff. 4 und Abs. 2 FIDLEG). Auf diese Anforderungen wird in separaten Abschnitten eingegangen.¹¹⁸⁰

2. Gesetzliche Anforderungen

462 Mit den «gesetzlichen Anforderungen» verweist das Gesetz auf diejenigen Bestimmungen des FIDLEG, die *Anforderungen an den Inhalt oder die Form* des Prospekts oder des Basisinformationsblatts aufstellen. Für den Prospekt sind das Art. 40 ff. und für das Basisinformationsblatt Art. 58 ff. FIDLEG. Für Prospekte von kollektiven Kapitalanlagen können zudem die Bestimmungen des KAG relevant sein (siehe Art. 48 ff. FIDLEG).¹¹⁸¹ Dem Bundesrat wurde in Art. 46 FIDLEG

¹¹⁷⁷ VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1969; siehe auch WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 26, wonach die Wesentlichkeit nur beim Tatbestandsэлеment der Irreführung zur Anwendung gelange; a.M. WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 75.

¹¹⁷⁸ So auch LENOIR, 93; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 165; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 75; siehe auch ERB, 128; siehe dazu deshalb hinten Rz 698.

¹¹⁷⁹ Siehe dazu hinten Rz 698.

¹¹⁸⁰ Siehe Rz 506 ff.

¹¹⁸¹ MABILLARD, FS Werro, 452.

die Kompetenz eingeräumt, Inhalt und Form des Prospekts und des Basisinformationsblatts in der Verordnung zu konkretisieren.¹¹⁸² Mit «gesetzlichen» Anforderungen sind deshalb auch die Bestimmungen der FIDLEV oder weiterer Verordnungen angesprochen, sofern sie sich zu Form oder Inhalt eines Prospekts oder Basisinformationsblatts äussern.¹¹⁸³

Unter Art. 752 aOR und Art. 1156 Abs. 3 aOR ergaben sich die «gesetzlichen Anforderungen» an den Inhalt eines Emissionsprospekts aus Art. 652a aOR. Diese Bestimmung stellte nur wenige Anforderungen an den Mindestinhalt eines Prospekts auf. Insbesondere verlangte das Gesetz – im Unterschied zum Kotierungsreglement der Börse – nicht, dass der Emittent über seine Geschäftsbereiche, die Strategie, die obersten Führungsorgane oder über die Verwendung des Emissionserlöses informierte.¹¹⁸⁴ Für eine Kotierung an der Schweizer Börse SIX mussten diese (und weitere) Angaben im Kotierungsprospekt offengelegt werden. In der Lehre war umstritten, ob der Anwendungsbereich von Art. 752 aOR bzw. Art. 1156 Abs. 3 aOR auch den Inhalt des Kotierungsreglements erfasste.¹¹⁸⁵ Die Frage hat mit der Neuregelung des Prospektinhalts im FIDLEG an Bedeutung verloren, denn die Anforderungen des FIDLEG entsprechen nun (mehrheitlich) den bisherigen inhaltlichen Anforderungen des Kotierungsprospekts.¹¹⁸⁶ 463

Zu den zu beachtenden Verordnungen ausserhalb der FIDLEV gehören etwa die Bestimmungen des öffentlichen Übernahmerechts. Verwendet der Emittent bei einem öffentlichen Tauschangebot den Prospekt nach FIDLEG, muss dieser auch den Anforderungen des FinfraG (siehe Art. 127 FinfraG) und der UEV (siehe Art. 17 ff. UEV) genügen. 464

¹¹⁸² Vgl. Botschaft FIDLEG/FINIG, 8974; Erläuternder Bericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 42.

¹¹⁸³ Der Vorentwurf des FIDLEG von 2014 verwendete zunächst noch den breiteren Terminus «rechtliche Anforderungen» (siehe Art. 69 VE-FIDLEG). Mit dem Entwurf des FIDLEG von 2015 wechselte man wieder zurück zu «gesetzlichen Anforderungen» wie bereits unter Art. 752 aOR (siehe Art. 72 Abs. 1 E-FIDLEG).

¹¹⁸⁴ APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 263.

¹¹⁸⁵ Befürwortend: APPENZELLER/WALLER, GesKR2007, 262 f.; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 75 f.; NOTH/GROB, AJP 2002, 1452; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 18; ablehnend: ERB, 127, der für fehlende Angaben, die von (damals geltenden) kantonalen Kotierungsreglementen gefordert wurden, eine Haftung nach Art. 41 OR vorschlug, weil das Gesetz keine Haftung für den Kotierungsprospekt gekannt habe; LENOIR, 91; unentschieden: REUTTER, 47.

¹¹⁸⁶ Siehe dazu sogleich Rz 470 ff.

- 465 Die «den gesetzlichen Anforderungen» entsprechenden Angaben können sich auch aus dem Strafrecht ergeben: Verletzt ein Emittent etwa die Angaben nach Art. 152 StGB, entspricht er gerade nicht den gesetzlichen Anforderungen.¹¹⁸⁷
- 466 Da der Wortlaut von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG von «gesetzlichen Anforderungen» spricht, kann die Missachtung sozialer Normen wie etwa Usancen, Bräuche, Observanzen oder Privatnormen keine Widerrechtlichkeit begründen.¹¹⁸⁸ Dafür spricht auch, dass die Widerrechtlichkeit im ausservertraglichen Haftpflichtrecht grundsätzlich nicht durch private Regelwerke begründet werden kann.¹¹⁸⁹ Ausnahmsweise werden private Regelwerke zur Begründung der Widerrechtlichkeit herangezogen, wenn diese auf einer spezifischen hoheitlichen Regelungsermächtigung beruhen oder unter einem hoheitlichen Genehmigungsvorbehalt stehen.¹¹⁹⁰ Diese Voraussetzungen treffen etwa auf das *Kotierungsreglement* der SIX zu: Mit dem Kotierungsreglement vollzieht die SIX den Regelungsauftrag von Art. 35 FinfraG und das Reglement unterliegt zudem der Genehmigung durch die FINMA (Art. 27 Abs. 4 FinfraG). Die Lehre zu Art. 752 aOR war deshalb auch überwiegend der Ansicht, dass die Bestimmungen des Kotierungsreglements der SIX zu den gesetzlichen Anforderungen gehörten und deren Verletzung eine Prospekthaftung auslösen konnten.¹¹⁹¹ Mit dem Inkrafttreten des FIDLEG hat sich jedoch der Regelungsauftrag der Handelsplätze grundlegend verändert: Den Handelsplätzen wurde die Kompetenz zum Erlass von Bestimmungen bezüglich des Kotierungsprospekts entzogen (Art. 35 Abs. 2^{bis} FinfraG). Das bedeutet, dass die Kotierungsreglemente der Börsen keine eigenen

¹¹⁸⁷ BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 29; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1972, der darauf hinweist, dass die strafrechtliche Bestimmung von Art. 152 StGB einige Abweichungen wie etwa einen unterschiedlichen Adressatenkreis aufweist; vgl. auch ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 4.47.

¹¹⁸⁸ A.M. zu Art. 752 aOR AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 29; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, CR CO, Art. 752 N 27.

¹¹⁸⁹ BGer 4A_594/2009, 27.7.2010, E. 3.4; siehe auch OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 4 Rz 42 f.; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 4.42. Private Regelwerke werden von den Gerichten aber zur Konkretisierung der zu beachtenden Sorgfaltspflichten herangezogen (REY/WILDHABER, Rz 873).

¹¹⁹⁰ ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 4.43.

¹¹⁹¹ APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 262; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 29; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten 75 f.; NOTH/GROB, AJP 2002, 1440; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 18; ZÜRCHER, SZW 2006, 128, führte zur Begründung aus, dass die Mindestangaben von Art. 652a aOR als ungenügend betrachtet wurden; a.M. LENOIR, 91.

Bestimmungen mehr zu Inhalt und Form des Kotierungsprospekts aufstellen dürfen.¹¹⁹²

Nimmt der Emittent Angaben in den Prospekt oder in das Basisinformationsblatt auf, die *über den gesetzlichen Mindestinhalt hinausgehen*, haftet er dennoch für deren Richtigkeit und Klarheit.¹¹⁹³ 467

3. Unvollständigkeiten im haftungsbegründenden Dokument

a) Allgemeines

Unter Art. 69 Abs. 1 FIDLEG wird den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprochen, wenn die Angaben, die das Gesetz vorschreibt, fehlen. Es ist mit anderen Worten widerrechtlich, einen *unvollständigen Prospekt* (bzw. ein unvollständiges Basisinformationsblatt) zu veröffentlichen.¹¹⁹⁴ Eine Unvollständigkeit liegt zunächst vor, wenn der *gesetzlich vorgeschriebene Mindestinhalt fehlt*, das heisst, zu einem gesetzlich vorgeschriebenen Thema findet sich im haftungsbegründenden Dokument überhaupt keine Aussage.¹¹⁹⁵ Eine Unvollständigkeit liegt aber auch vor, wenn der Mindestinhalt zwar vorhanden ist, jedoch weitere für den *Anlageentscheid des Anlegers wesentliche Tatsachen verschwiegen oder unter-* 468

¹¹⁹² Die entsprechenden Bestimmungen des Kotierungsreglements (vgl. Art. 27 KR-SIX ff.) wurden denn auch aufgehoben.

¹¹⁹³ BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 29; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 60; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1972; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 5; ZOBL/ARPAGAUS, Prüfungspflicht, 206 f.

¹¹⁹⁴ FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 992; MABILLARD, FS Werro, 453; NOTH/GROB, AJP 2002, 1452; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 18; ZOBL/ARPAGAUS, Prüfungspflicht, 206; dieses Kriterium der Widerrechtlichkeit wird von der Lehre teilweise auch bei der Irreführung eingeordnet (siehe LENOIR, 90; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 166).

¹¹⁹⁵ AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 29; BÄRTSCHI, 281; CAMENZIND, 98; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 18; ERB, 127; GIGER, BMK Finanzmarktarchitektur, Rz 549; LENOIR, 90 f.; NOTH/GROB, AJP 2002, 1452; REUTER, 47; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 165; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK OR, Art. 69 N 11; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1971; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 18; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 82; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 22; ZOBL/ARPAGAUS, Prüfungspflicht, 206; ZOBL/KRAMER, Rz 1152; siehe auch de GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 24, wonach es aufgrund der neu eingeführten Prospektprüfung nur selten vorkommen dürfte, dass der Prospekt nicht alle gesetzlich geforderten Angaben enthalte.

drückt werden.¹¹⁹⁶ Dies entspricht auch dem Verständnis der deutschen Prospektregelung: Demnach ist ein Prospekt unvollständig, wenn wesentliche Angaben fehlen. Sofern ein Prospekt nicht alle vorgeschriebenen Mindestvorgaben enthält, ist davon auszugehen, dass wesentliche Angaben fehlen.¹¹⁹⁷

- 469 Ein Verschweigen oder Unterdrücken von wesentlichen Angaben führt auch zu einer Irreführung des Anlegers; diese Tatbestandsvariante wird deshalb unter dem Titel der Irreführung behandelt.¹¹⁹⁸

b) Unvollständigkeiten im Prospekt

aa) Ausgangslage

- 470 Unvollständig ist ein Prospekt, wenn er nicht den inhaltlichen Anforderungen gemäss Art. 40 FIDLEG entspricht. Nach Abs. 1 dieser Bestimmung enthält der Prospekt «die für einen Entscheid der Anlegerin oder des Anlegers wesentlichen Angaben zum Emittenten und zum Garantie- und Sicherheitengeber [...]; zu den öffentlich angebotenen oder zum Handel auf einem Handelsplatz bestimmten Effekten [...]; [und] zum Angebot». Das Gesetz enthält damit einerseits einen *Katalog von konkreten inhaltlichen Angaben* – namentlich zum Emittenten, zu den Effekten und zum Angebot –, die im Prospekt im Sinn eines «Mindestinhalts» enthalten sein müssen.¹¹⁹⁹ Andererseits muss der Prospekt aber auch sämtliche für den Anlageentscheid «wesentlichen Angaben» enthalten.
- 471 Die inhaltliche Vorgabe, wonach der Prospekt sämtliche für den Anlageentscheid wesentlichen Angaben enthalten muss, stellt eine wesentliche Neuerung im schweizerischen Prospektrecht dar.¹²⁰⁰ Der Gesetzgeber hat damit die bisherige Rechtsprechung zu Art. 752 aOR kodifiziert: Bereits in BGE 47 II 272 hielt das Bundesgericht fest, dass es widerrechtlich ist, wenn der Prospekt Tatsachen ver-

¹¹⁹⁶ Die Lehre zu Art. 752 aOR ordnete diese Variante hauptsächlich dem Tatbestandsmerkmal der Irreführung zu (WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 17).

¹¹⁹⁷ POELZIG, Rz 274; siehe auch ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 53; MÜLBERT/STEUPE, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 33 Rz 34.

¹¹⁹⁸ Diese Ansicht wird auch von einem Teil der Lehre vertreten: DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 74; NOTH/GROB, AJP 2002, 1451; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 17.

¹¹⁹⁹ Ähnlich REHM, SK FIDLEG, Art. 40 N 4.

¹²⁰⁰ BOHRER *et al.*, 2016, 35 f., und REHM, SK FIDLEG, Art. 40 N 1, bezeichnen dies auch als «goldene Prospektregel». Aus dieser Bezeichnung lassen sich jedoch keine verwertbaren Ergebnisse ableiten.

schweigt, die für den *Anlageentscheid wesentlich sind*.¹²⁰¹ In einem späteren Entscheid zu Art. 1156 Abs. 3 aOR führte das Bundesgericht aus, dass ein Prospekt unrichtig ist, wenn er zwar den gesetzlichen Mindestinhalt aufweist, aber andere für den Anleger wichtige Informationen zurückbehält.¹²⁰² Die Kodifikation steht zudem im Einklang mit dem Zweck des neuen Prospektrechts: Der Inhalt des Prospekts soll dem Anleger einen Anlageentscheid «in voller Kenntnis der Sachlage und der Anlagerisiken» ermöglichen.¹²⁰³

bb) Angaben zum Emittenten, zu den Effekten und zum Angebot

Der *Mindestinhalt* des Prospekts wird in Art. 40 Abs. 1 FIDLEG umschrieben: 472
Erforderlich sind ausführliche Angaben zum Emittenten und zum Garantie- und Sicherheitengeber (lit. a), zu den öffentlich angebotenen oder zum Handel auf einem Handelsplatz bestimmten Effekten (lit. b) und zum Angebot (lit. c). Die Angaben müssen leicht verständlich und so objektiv und aktuell wie möglich sein.¹²⁰⁴

¹²⁰¹ BGE 47 II 272 E. 3, 290: «Le renseignement inexact, incomplet et ambigu fourni par les administrateurs qui connaissaient la véritable situation, était donc bien de nature à exercer une influence sur l'opinion que les tiers pouvaient se faire de la société ainsi que sur leur décision de souscrire à l'emprunt.»

¹²⁰² BGE 129 III 71 E. 2.4, 74: «Le prospectus est inexact au sens de cette disposition [Art. 1156 Abs. 3 aOR] lorsqu'il omet des informations importantes pour les souscripteurs ou acquéreurs des obligations.» In diesem Entscheid behielt ein Emittent von Anleiheobligationen Informationen zu seiner schlechten finanziellen Lage zurück.

¹²⁰³ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8974; siehe auch Erläuternder Bericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 42; REHM, SK FIDLEG, Art. 40 N 4. Eine vergleichbare Regelung kennt auch das europäische Prospektrecht. Gemäss Art. 6 EU-Prospekt-VO «enthält ein Prospekt die erforderlichen Informationen, die für den Anleger wesentlich sind, um sich ein fundiertes Urteil [...] bilden zu können». Die Ausführungsbestimmungen zur Prospekthaftung im deutschen Recht setzen dies folgendermassen um: Für einen Börsenzulassungsprospekt haftet der Ersteller, wenn wesentliche Angaben unrichtig oder unvollständig sind (siehe § 9 Abs. 1 WpPG). Unvollständig ist ein Prospekt dabei, wenn Angaben fehlen, die für eine Anlageentscheidung von wesentlicher Bedeutung sind. Wesentlich in diesem Sinn sind objektiv wertbildende Faktoren, die ein durchschnittlicher Anleger «eher als nicht» bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde (POELZIG, Rz 273, 277; SCHLITT/RIES, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Art. 6 EU-ProspektVO Rz 7).

¹²⁰⁴ Siehe Botschaft FIDLEG/FINIG, 8974. Im europäischen Prospektrecht schreibt Art. 6 Abs. 2 EU-ProspektVO ausdrücklich vor, dass der Prospektinhalt in «leicht zu analysierender, knapper und verständlicher Form» geschrieben sein muss. Im US-amerikanischen Prospektrecht stellt die SEC mit der *plain english rule* vergleichbare

- 473 Bei den in Art. 40 Abs. 1 FIDLEG aufgeführten Angaben handelt es sich nur um den Mindestinhalt des Prospekts.¹²⁰⁵ Der Bundesrat kann aufgrund der Delegationsnorm von Art. 46 FIDLEG ergänzende Bestimmungen zum Inhalt und zur Form des Prospekts erlassen. Der Bundesrat hat diese Kompetenz ausgeschöpft und weitere inhaltliche Anforderungen an den Prospekt in Art. 50 FIDLEV aufgestellt: Die konkreten Detailangaben, die in den Prospekt aufzunehmen sind, variieren nach Art der angebotenen Effekten und richten sich nach den Anhängen 1–5 der FIDLEV.¹²⁰⁶ Inhaltlich entsprechen diese Angaben jedoch den bisherigen Anforderungen für Kotierungsprospekte.¹²⁰⁷
- 474 Gemäss Art. 40 Abs. 4 FIDLEG kann der Emittent vorläufig darauf verzichten, den endgültigen Emissionskurs und das Emissionsvolumen im Prospekt zu nennen, wenn diese Angaben im Zeitpunkt der Prospektveröffentlichung noch nicht feststehen. Diesfalls liegt keine widerrechtliche Unvollständigkeit vor.

cc) Ausnahmen gemäss Art. 41 FIDLEG

- 475 Der Prüfstelle wird in Art. 41 Abs. 1 Ingress FIDLEG die Kompetenz eingeräumt, gewisse Angaben von der Bekanntmachung im Prospekt auszunehmen.¹²⁰⁸ Bewilligt die Prüfstelle eine solche Ausnahme, ist fraglich, ob die Nichtaufnahme der Angabe nicht gleichwohl eine widerrechtliche Unvollständigkeit begründen kann. Die Frage stellt sich insbesondere im Hinblick auf den möglichen Ausnahmetatbestand von Art. 41 Abs. 1 lit. a FIDLEG. Dieser setzt voraus, dass die Bekanntmachung dem Emittenten ernsthaft schaden würde und die Anleger durch die Nichtaufnahme nicht über wesentliche Tatsachen oder Umstände irreführt werden. Die Bestimmung ist aber nicht im Sinn einer Interessenabwägung so zu verstehen, dass eine gewichtige Schädigung des Emittenten eine Täuschung der Anle-

Anforderungen auf. Eine Darstellung in *plain english* bedeutet insbesondere eine Verwendung kurzer Sätze, konkreter Alltagssprache und Vermeidung von Fachsprache (siehe SEC, A Plain English Handbook, abrufbar unter <https://www.sec.gov/pdf/handbook.pdf> [zuletzt besucht am 17.3.2023]).

¹²⁰⁵ KÜHNE, FHB Kapitalmarktrecht, Rz 2.40 f.; REHM, SK FIDLEG, Art. 40 N 4; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 40 N 3.

¹²⁰⁶ Der Gesetzgeber hat sich bei der Detailregulierung an den bisherigen Regularien der Schweizer Börse SIX orientiert. Diese wiederum stützten sich auf die Vorgaben der *international organization of securities commissions* (IOSCO) (siehe zum Gesagten Erläuternder Bericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 42).

¹²⁰⁷ Vgl. Art. 27 aKR-SIX und insbesondere die dort erwähnten Schemata.

¹²⁰⁸ Ausführlich zu den einzelnen Ausnahmen COURVOISIER, SK FIDLEG, Art. 41 N 6 ff.; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK OR, Art. 41 N 3 ff.

ger durch Nichterwähnung einer wesentlichen Angabe rechtfertigen würde.¹²⁰⁹ Unter diesen Voraussetzungen darf die Prüfstelle keine Ausnahme genehmigen, wenn es sich um eine für den Anlageentscheid wesentliche Angabe handelt, denn das Weglassen einer wesentlichen Angabe bewirkt regelmässig eine Irreführung.¹²¹⁰

Für die Prospekthaftung bedeutet dies Folgendes: Liegt eine bewilligte Ausnahme vor, kann die Nichtaufnahme einer Angabe keine Widerrechtlichkeit im Sinn einer Verletzung gesetzlicher Anforderungen begründen.¹²¹¹ Die Nichtaufnahme kann auch keine Unrichtigkeit im Sinn einer Falschaussage begründen. Möglich ist jedoch, dass das Weglassen der Angabe eine *Irreführung bewirkt, indem etwa ein fehlerhaftes Gesamtbild* erzeugt wird.¹²¹² Resultiert aus der genehmigten Nichterwähnung einer Angabe ein mangelhafter Prospekt, dürfte beim Emittenten kein Verschulden und folglich auch kein Haftungsanspruch vorliegen.¹²¹³ Fraglich ist allerdings, ob dem Anleger im Fall einer mangelhaften Ausnahmegenehmigung ein Anspruch gegen die Prüfstelle zusteht. Wie vorne ausgeführt wurde, ist die Prüfstelle jedoch unter Art. 69 FIDLEG nicht passivlegitimiert. Der Anspruch eines Geschädigten muss sich deshalb auf eine andere Haftungsgrundlage stützen.¹²¹⁴

dd) Erleichterungen gemäss Art. 47 FIDLEG

Art. 47 FIDLEG räumt dem Bundesrat die Kompetenz ein, *Erleichterungen von der Prospektpflicht für gewisse Emittenten* festzulegen. Der Zweck dieser Regelung besteht darin, die Kapitalaufnahme von nicht börsenkotierten Unternehmen nicht übermässig zu erschweren.¹²¹⁵ Die Erleichterungen gemäss Art. 47 Abs. 1

¹²⁰⁹ COURVOISIER, SK FIDLEG, Art. 41 N 6.

¹²¹⁰ COURVOISIER, SK FIDLEG, Art. 41 N 6, der daraus folgert, dass sich die Ausnahme von Art. 41 lit. a FIDLEG auf die Liste der Angaben nach der FIDLEV bezieht.

¹²¹¹ Siehe COURVOISIER, SK FIDLEG, Art. 41 N 19; WEBER/WILDBERGER, GesKR 2023, 25.

¹²¹² Zur Irreführung durch einen täuschenden Gesamteindruck siehe hinten Rz 579. In Deutschland schliesst die Genehmigung des Antrags zur Nichtaufnahme gewisser Informationen nach Art. 18 EU-ProspektVO Prospekthaftungsansprüche nicht aus. Die Nichtaufnahme gewisser Angaben kann weiterhin die beiden Tatbestandsmerkmale der Unrichtigkeit oder Vollständigkeit (siehe § 9 Abs. 1 WpPG) erfüllen (ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 65).

¹²¹³ A.M. COURVOISIER, SK FIDLEG, Art. 41 N 19.

¹²¹⁴ Siehe zu den denkbaren Rechtsgrundlagen einer Staatshaftung vorne Rz 406.

¹²¹⁵ Die hohen Erstellungskosten können kleinere Emittenten finanziell stärker belasten (vgl. JUTZI, Unternehmenspublizität, Rz 608).

FIDLEG können Unternehmen beanspruchen, die nicht eine ordentliche Revision nach Art. 727 OR, sondern eine eingeschränkte Revision nach Art. 727a OR durchführen müssen.¹²¹⁶ Damit sind insbesondere KMU angesprochen, welche die gesetzlich definierten Grössen nicht erreichen.¹²¹⁷ Die Erleichterungen können aber auch Emittenten beanspruchen, die eine geringe Kapitalisierung an einem Handelsplatz aufweisen (Abs. 2 lit. a) sowie Emittenten, die oft am Kapitalmarkt auftreten oder deren Effekten bereits an einem ausländischen Handelsplatz zum Handel zugelassen sind (Abs. 2 lit. c).

- 478 Der Bundesrat hat seine Kompetenz genutzt und verschiedene Kürzungsmöglichkeiten in Bezug auf Angaben im Prospekt festgelegt (siehe Art. 57 FIDLEV).¹²¹⁸ Wird eine Erleichterung gewährt, so kann auf die betreffende Angabe verzichtet werden (Art. 57 Abs. 1 Satz 2 FIDLEV). Die Erleichterungen dürfen jedoch nicht so weit gehen, dass daraus eine Ausnahme von der Prospektpflicht resultiert.¹²¹⁹
- 479 Für die Prospekthaftung nach Art 69 FIDLEG bedeutet dies Folgendes: Muss der Emittent eine gewisse Angabe aufgrund einer Erleichterung nicht machen, kann keine Widerrechtlichkeit im Sinn einer Verletzung gesetzlicher Anforderungen vorliegen. Trotz der Möglichkeit einer Erleichterung kann es aber angezeigt sein, die entsprechende Angabe zu machen, um eine Irreführung bei den Anlegern zu vermeiden.¹²²⁰

¹²¹⁶ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8979.

¹²¹⁷ Bei genauer Betrachtung ist die für KMU gewollte Erleichterung sehr dürftig ausgefallen (vgl. JENTSCH, CapLaw 2020, 7). Beim Prospekt für Beteiligungspapiere (FIDLEV, Anhang 1) sind gerade einmal zwei Erleichterungen für Emittenten nach Art. 47 Abs. 1 FIDLEG vorgesehen: Sie können auf Angaben zur Kapitalisierung und Verschuldung (Ziff. 2.6.6) und auf einen Zwischenabschluss (Ziff. 2.8.5) verzichten. Der Verordnungsgeber begründet dies damit, dass KMU einerseits bereits von der Sache her im Prospekt oft gar keine Angaben zu machen haben (und damit die entsprechenden Stellen im Prospekt leer lassen können) und andererseits der Anleger auch bei KMU einen berechtigten Anspruch auf Transparenz hat (Erläuternder Bericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 9).

¹²¹⁸ Die Erleichterungen und Kürzungsmöglichkeiten sind direkt in den Anhängen 1–5 der FIDLEV gekennzeichnet.

¹²¹⁹ Erläuternder Bericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 47; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 47 N 2.

¹²²⁰ LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 47 N 5; vgl. auch Botschaft FIDLEG/FINIG, 8980, wo ausgeführt wird, dass der Prospekt auch unter erleichterten Vorgaben noch ein breites Gesamtbild über den jeweiligen Emittenten und die Effekte abgeben muss.

ee) Geheimhaltungspflichten

Es stellt sich die Frage, ob der Emittent auf die Erwähnung einer Angabe im Prospekt verzichten darf, wenn er aufgrund einer Vereinbarung oder einer gesetzlichen Pflicht zur *Geheimhaltung dieser Information verpflichtet ist*. Das FIDLEG enthält hierzu keine besondere Bestimmung. 480

Unter der bisherigen Prospekthaftung vertrat LENOIR die Ansicht, dass eine Geheimhaltungspflicht des Emittenten keinen Vorrang vor der Pflicht hat, einen vollständigen und richtigen Prospekt zu erstellen.¹²²¹ Dies gilt nach der hier vertretenen Ansicht auch für die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG.¹²²² Nach der gesetzlichen Konzeption hat der *Emittent die für den Anlageentscheid wesentlichen Informationen offenzulegen* (Art. 35 Abs. 1 i.V.m. Art. 40 Abs. 1 FIDLEG). Der Ausgleich der Informationsasymmetrie wurde vom Gesetzgeber bewusst dem Emittenten auferlegt, um den Schutz des Anlegers zu gewährleisten. Es wäre deshalb nicht richtig, dem vertraglich begründeten Interesse des Emittenten an einer Geheimhaltungsvereinbarung Vorrang gegenüber dem gesetzlichen Anspruch des Anlegers auf Vollständigkeit und Richtigkeit des Prospekts einzuräumen.¹²²³ Die Durchführung einer Emission liegt zudem in der Verfügungsfreiheit des Emittenten: Der Emittent sollte von der Emission Abstand nehmen, wenn die Konsequenzen aus der Nichteinhaltung der Geheimhaltungspflicht die Vorteile der Emission (Beschaffung von zusätzlichem Kapital) überwiegen.¹²²⁴ 481

Ein mögliches Geheimhaltungsinteresse des Emittenten könnte im Rahmen von Art. 41 Abs. 1 lit. a FIDLEG berücksichtigt werden, das heisst, der Emittent kann bei der Prüfstelle beantragen, dass er eine gewisse Angabe im Prospekt unterlassen darf. Wie bereits ausgeführt, ist diese Bestimmung aber gerade nicht im Sinn einer Interessenabwägung zu verstehen, das heisst, ein besonders wichtiges Geheimhaltungsinteresse des Emittenten kann das Verschweigen einer für den Anlageentscheid wesentlichen Tatsache nicht rechtfertigen.¹²²⁵ Dies kann an folgendem Bei- 482

¹²²¹ LENOIR, 136 f. m.w.H.

¹²²² Ebenso für die Rechtslage in Deutschland ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 64.

¹²²³ Für das bisherige Recht LENOIR, 137; so auch die Rechtslage im europäischen Prospektrecht SCHLITT/RIES, in: Assmann/Schlitt/von Kopp/Colomb, Art. 6 EU-ProspektVO Rz 20; für das deutsche Recht ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 65.

¹²²⁴ LENOIR, 137.

¹²²⁵ Siehe dazu im vorangehenden Abschnitt.

spiel illustriert werden:¹²²⁶ Ein Emittent hat vor einigen Jahren ein bedeutendes Forschungsprojekt für einen ausländischen Staat durchgeführt, wobei das ausländische Recht den Emittenten zur Geheimhaltung verpflichtet. Das Projekt ist zum Zeitpunkt der Emission abgeschlossen und für das Unternehmen nicht mehr relevant, gleichwohl müsste diese Information gemäss FIDLEV, Anhang 1, Ziff. 2.4.5 offengelegt werden. Die Verletzung der Geheimhaltungsvereinbarung würde dem Emittenten zweifellos schaden und ein Weglassen kann die Anleger nicht mehr irreführen.

ff) Verweisungen auf andere Dokumente

- 483 Der Prospekt kann auf zuvor oder gleichzeitig veröffentlichte Referenzdokumente verweisen (siehe Art. 42 FIDLEG i.V.m. Art. 53 FIDLEV).¹²²⁷ Diese Referenzdokumente werden zu einem *integrativen Bestandteil des Prospekts* (sog. *incorporation by reference*)¹²²⁸ und müssen gleichzeitig mit der Veröffentlichung des Prospekts zugänglich sein. Die möglichen Referenzdokumente sind in Art. 53 FIDLEV abschliessend aufgezählt und umfassen Finanzinformationen, Transaktionsunterlagen, ausländische Registrierungsdokumente oder bereits genehmigte und veröffentlichte Prospekte.¹²²⁹
- 484 Der Prospekt kann zudem aus *mehreren Einzeldokumenten* bestehen, wobei die Aufteilung gesetzlich vorgeschrieben ist (siehe Art. 44 FIDLEG).¹²³⁰ Ob der Prospekt unvollständig ist, muss deshalb anhand aller einbezogener Dokumente beurteilt werden.¹²³¹ Die Prospekthaftung besteht denn auch nicht nur für den Prospekt als solchen, sondern auch für die Dokumente, auf welche dieser allenfalls verweist.¹²³²

¹²²⁶ Beispiel in Anlehnung an COURVOISIER, SK FIDLEG, Art. 41 N 8.

¹²²⁷ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8976.

¹²²⁸ Erläuternder Bericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 44.

¹²²⁹ MÜLLER/NIETLISPACH, CHK OR, Art. 652a N 15; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 197.

¹²³⁰ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8977; siehe SCHLEIFFER/SCHÄRLI, SK FIDLEG, Art. 44 N 69, wonach Art. 69 FIDLEG bei einem mehrteiligen Prospekt erst greife, wenn die einzelnen Teile zusammengeführt werden.

¹²³¹ WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 82; die Aufnahme von Informationen mittels Verweisung ist auch im europäischen Prospektrecht erlaubt (Art. 19 EU-ProspektVO; siehe zur *incorporation by reference* im deutschen Prospektrecht ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 53 a.E.).

¹²³² Botschaft FIDLEG/FINIG, 8993.

gg) Allgemein bekannte Tatsachen

Hinsichtlich bereits bekannter Tatsachen ist wie folgt zu unterscheiden: Allgemein bekannte Tatsachen sowie Selbstverständlichkeiten müssen im Prospekt nicht erwähnt werden, da sie regelmässig keinen Einfluss auf den Anlageentscheid haben dürften. Dies setzt voraus, dass diese Tatsachen dem durchschnittlichen Anleger oder Marktteilnehmer und nicht nur einer spezifischen Gruppe von Anlegern bekannt sind.¹²³³ *Emittentenspezifische Tatsachen* können, auch wenn sie allgemein bekannt sind, bei Nichterwähnung den Anleger irreführen.¹²³⁴ 485

c) *Unvollständigkeiten im Basisinformationsblatt*

Ein Basisinformationsblatt ist unvollständig, wenn die Angaben gemäss Art. 60 FIDLEG fehlen. Inhalt und Struktur des Basisinformationsblatts müssen zudem den Anforderungen von Anhang 9 der Verordnung entsprechen (Art. 88 Abs. 1 FIDLEV). 486

d) *Unvollständige prospektähnliche Mitteilungen*

Unter Art. 752 aOR war umstritten, ob der Ersteller eines freiwilligen Prospekts auch für eine Unvollständigkeit im oben beschriebenen Sinn haften konnte.¹²³⁵ Nach richtiger Ansicht ist dabei zu differenzieren: Ohne Prospektzwang kann die Widerrechtlichkeit nicht dadurch begründet werden, dass eine bestimmte, gesetzlich vorgeschriebene Angabe fehlt. Allerdings muss auch der *freiwillige Prospekt richtig und verständlich* sein. Eine Irreführung kann etwa vorliegen, wenn ein freiwilliger Prospekt für den Anlageentscheid wesentliche Informationen verschweigt. Aus Sicht der Anleger besteht nämlich die Erwartung, dass *die zur Verfügung gestellten Informationen hinreichend vollständig sind, um einen Anlageentscheid treffen* zu können.¹²³⁶ Dies ergibt sich auch indirekt aus Art. 39 FIDLEG: Besteht keine Prospektspflicht, muss der Emittent die Anleger in Bezug auf wesentliche 487

¹²³³ Siehe zum Gesagten AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 30; HARISBERGER, SZW 2021, 181.

¹²³⁴ ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 167.

¹²³⁵ CAMENZIND, 101; NOTH/GROB, AJP 2002, 1452; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 161; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 5; unentschieden: BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 17; ablehnend: AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 33.

¹²³⁶ Siehe AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 33 m.w.N.; siehe auch WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 5.

Informationen zu einem öffentlichen Angebot gleichbehandeln.¹²³⁷ Eine prospekt-ähnliche Mitteilung ist zudem unvollständig, wenn sie keinen Hinweis enthält, wo der vollständige Prospekt bezogen werden kann.¹²³⁸

4. Prognosen und Werturteile

a) *Einleitende Bemerkungen*

488 Prognosen und Werturteile können – wie andere Angaben auch – mangelhaft, das heisst, unrichtig oder irreführend sein oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechen.

489 Prognosen und Werturteile beinhalten Aussagen zu zukünftigen, mit *Unsicherheit behafteten Tatsachen*. Es kann ihnen deshalb kein Garantiecharakter zukommen und sie können grundsätzlich auch nicht wahrheitswidrig sein.¹²³⁹ Sie können dennoch mangelhaft sein, indem die ihnen zugrunde liegenden Tatsachen, Einschätzungen oder Wertungen nicht vertretbar sind und so den Anleger über die Chancen und Risiken der Kapitalanlage irreführen.¹²⁴⁰

b) *Anforderungen nach FIDLEG und FIDLEV*

490 Neu gehören Angaben über «wesentliche Perspektiven» des Emittenten und des Garantie- und Sicherheitengebers zum Mindestinhalt (siehe Art. 40 Abs. 1 lit. a Ziff. 4 FIDLEG).¹²⁴¹ Dies stellt eine wesentliche Neuerung dar, denn die bisherige Bestimmung von Art. 652a aOR verlangte hierzu keine Angaben.¹²⁴² Mit wesentlichen Perspektiven sind sämtliche *zukunftsgerichteten Aussagen* (sog. *forward*

¹²³⁷ Siehe HARISBERGER, SZW 2021, 180, der in diesem Kontext darlegt, was unter wesentlichen Informationen zu verstehen ist.

¹²³⁸ WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 15 und 18; zustimmend LENOIR, 101.

¹²³⁹ Vgl. HG (ZH), HG170097-O, 24. 11. 2020, E. 3.3.2.5, S. 79.

¹²⁴⁰ Siehe zum Gesagten ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 166.

¹²⁴¹ Auch im europäischen Prospektrecht muss ein Prospekt Angaben über die «Aussichten» des Emittenten bzw. des Garantiegebers enthalten (siehe Art. 6 Abs. 1 lit. a EU-ProspektVO).

¹²⁴² Hingegen sahen die Bestimmungen der Börse SIX schon früher vor, dass der Kotierungsprospekt auch Angaben zu den «Entwicklungsaussichten des Emittenten» enthalten musste (siehe Art. 27 Abs. 1 aKR-SIX). Diese Angaben entsprechen auch dem internationalen Standard, da erst sie einen fundierten Anlageentscheid ermöglichen (SPILLMANN/MEYER, 22).

looking statements)¹²⁴³ gemeint, die den Emittenten oder den Garantie- und Sicher-
 heitengeber betreffen. Darunter fallen etwa Angaben zum Forschungs- und Ent-
 wicklungsstand sowie Prognosen zu den Marktaussichten in den massgeblichen
 Geschäftsbereichen.¹²⁴⁴ Zur Einschätzung der Chancen und Risiken einer Kapital-
 anlage stellen Anleger insbesondere auf Prognosen zur finanziellen Entwicklung
 des Emittenten wie Umsatz- und Gewinnprognosen ab.¹²⁴⁵ Da der Begriff «zu-
 kunftsgerichtete Aussagen» wenig gebräuchlich ist, wird nachfolgend synonym
 von «Prognosen» gesprochen. Das FIDLEG beschränkt sich auf eine grundsätz-
 liche Regelung von Prognosen. Die konkrete Ausgestaltung und die Auswahl ein-
 zelner Prognosen stellt das Gesetz richtigerweise ins Ermessen des Emittenten.¹²⁴⁶

Im Basisinformationsblatt muss der Ersteller Angaben zu «Performanceszenarien» 491
 des Finanzinstruments machen (siehe FIDLEV, Anhang 9, Ziff. 4.3). Bei diesen
 Szenarien handelt es sich um Prognosen über die zukünftige Wertentwicklung des
 Finanzinstruments. Für diese Angaben gelten die nachfolgenden Ausführungen
 gleichermassen.

Werturteile sind normative Aussagen, die auf Einschätzungen oder Wertungen des 492
 Urhebers beruhen. Sie sind zwar nicht Teil des formellen Mindestinhalts, kommen
 jedoch sowohl im Prospekt als auch im Basisinformationsblatt häufig vor (etwa bei
 Einschätzungen zur Geschäftstätigkeit, zum Personal oder zur Qualität der Pro-
 dukte des Emittenten).¹²⁴⁷ Da auch Werturteile mit Unsicherheit behaftete Tat-
 sachen betreffen, sind sie wie Prognosen geeignet, mangelhaft im Sinn von Art. 69
 Abs. 1 FIDLEG zu sein.

Prognosen und Werturteile sind zunächst *klar als solche zu kennzeichnen*, damit der 493
 Anleger sie von Tatsachen unterscheiden kann (vgl. Art. 69 Abs. 3 FIDLEG).¹²⁴⁸
 Ein Hinweis auf die Unsicherheit wird neu explizit vorgeschrieben: Der Prospekt
 für Beteiligungsrechte muss Angaben über die Geschäftsaussichten enthalten,
 wobei darauf hinzuweisen ist, dass diese mit Unsicherheit behaftet sind (siehe
 FIDLEV, Anhang 1, Ziff. 2.4.9). Eine spezifische Form für diesen Hinweis sieht

¹²⁴³ Siehe RIECKHOFF, 61 ff.; SCIERANSKI, 191.

¹²⁴⁴ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8974; GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 196.

¹²⁴⁵ Siehe RIECKHOFF, 88.

¹²⁴⁶ Auch das europäische Prospektrecht beschränkt sich auf eine grundsätzliche Regelung
 der «Aussichten» des Emittenten (siehe Art. 6 Abs. 1 lit. a EU-ProspektVO).

¹²⁴⁷ Vgl. HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.2.10, S. 96 ff.

¹²⁴⁸ LENOIR, 103, 125; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 166; WATTER, BSK OR II
 (S. A.), Art. 752 N 19; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 79.

das Gesetz allerdings nicht vor.¹²⁴⁹ Der Hinweis für die Unsicherheit von Prognosen kann nach US-amerikanischem Vorbild etwa in Form eines generellen *disclaimer* am Anfang des Prospekts erfolgen.¹²⁵⁰ Es dürfte auch genügen, wenn der Hinweis auf die Unsicherheit jeweils einleitend zu Beginn eines einschlägigen Absatzes gemacht wird.¹²⁵¹ Allerdings sind nach der hier vertretenen Ansicht keine allzu hohen Anforderungen an die Form des Hinweises zu stellen: Es kann sich bereits aus dem Zusammenhang oder der Bezeichnung der Angabe ergeben, dass es sich um eine Prognose handelt. Werden Umsatzzahlen etwa als *unit forecast* bezeichnet, ist klar, dass es sich um Prognosen handelt, auch wenn ein genereller *disclaimer* bzw. ein einleitender Abschnitt zur Unsicherheit fehlt.¹²⁵² Bei Werturteilen dürfte ein knapper Hinweis auf den Urheber den Anforderungen genügen.¹²⁵³

c) *Unrichtige und irreführende Prognosen und Werturteile*

- 494 Trotz der klaren Bezeichnung können Prognosen und Werturteile unrichtig sein, wenn die *zugrunde liegenden Tatsachen*, namentlich die Basis der Einschätzung oder der Wertung, falsch sind oder man sich erst gar nicht auf Tatsachen abgestützt, sondern nur Mutmassungen getroffen hat.¹²⁵⁴
- 495 Prognosen und Werturteile können auch irreführend sein, wenn *leichtfertig übertriebene Erwartungen geweckt* werden, die auf unsorgfältig recherchierten Tatsachen oder nicht vertretbaren Wahrscheinlichkeiten basieren.¹²⁵⁵ Auch dürfen unsichere Geschäftsverläufe oder unsichere wirtschaftliche Perspektiven nicht als gesichert dargestellt werden.¹²⁵⁶ Prognosen und Werturteile bzw. die ihnen

¹²⁴⁹ Siehe REHM, SK FIDLEG, Art. 40 N 24.

¹²⁵⁰ REHM, SK FIDLEG, Art. 40 N 24.

¹²⁵¹ REHM, SK FIDLEG, Art. 40 N 24.

¹²⁵² Vgl. HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.2.5, S. 79.

¹²⁵³ Eine Diskussion der aktuellen Finanzzahlen und der Geschäftsaussichten durch die Geschäftsleitung wird in der Praxis etwa als *management's discussion and analysis of financial condition and results of operations* bezeichnet.

¹²⁵⁴ AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 31; LENOIR, 121 f.; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 166; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 19.

¹²⁵⁵ Siehe bereits BGE 47 II 272 E. 1, 287; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 74; DEDEYAN, 899; GRONER, 82; LENOIR, 103; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 166; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 19; ZOBL/ARPAGAU, Prüfungspflicht, 208.

¹²⁵⁶ ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 166; ROHR, 219; siehe auch SCHRAFL, 59, der auf das Interesse des Emittenten hinweist, seine wirtschaftliche Lage «zu beschönigen», weil der Erfolg der Emission von der Darstellung im Prospekt abhängt.

zugrunde liegenden Einschätzungen und Wertungen müssen deshalb ausreichend auf Tatsachen gestützt und kaufmännisch vertretbar sein.¹²⁵⁷ So sind etwa Angaben zur erwarteten Rentabilität einer Kapitalanlage auf eine solide und seriöse Basis zu stützen.¹²⁵⁸ Eine solide Basis für (sehr) optimistische Umsatzprognosen, können etwa konkrete Abnahmeverpflichtungen sein.¹²⁵⁹

Der Emittent muss jedoch auch nicht zu pessimistisch bezüglich des erwarteten Geschäftsverlaufs sein: «Optimismus ist erlaubt, Zurückhaltung nicht notwendig, aber die Prognose muss auf einem vertretbaren Verfahren beruhen.»¹²⁶⁰ 496

Die Beurteilung, ob eine Prognose angemessen oder vertretbar ist, erfolgt zum Zeitpunkt der Prospekterstellung.¹²⁶¹ Dass sich ein zukünftiger Sachverhalt nicht wie prognostiziert verwirklicht, macht die dazugehörige Prognose noch nicht unrichtig. Die menschliche Fehleinschätzung beim Rückblick auf ein bestimmtes Ereignis wird in der Verhaltensökonomik¹²⁶² auch als Rückschaufehler (sog. *hindsight bias*) bezeichnet: Aus einer *ex post*-Perspektive wird der Ausgang einer mit Unsicherheit behafteten Entscheidung viel kritischer beurteilt, als man dies aus einer *ex ante*-Perspektive getan hätte.¹²⁶³ Die Vermeidung des Rückschaufehlers wird auch im allgemeinen Haftpflichtrecht und in der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit gefordert.¹²⁶⁴ 497

¹²⁵⁷ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 48; siehe auch GRONER, 82; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 20; SCHUCANY, Art. 752 N 3.

¹²⁵⁸ Siehe BGE 47 II 272 E. 1, 278.

¹²⁵⁹ Siehe HG (ZH), HG170097-O, 24. 11. 2020, E. 3.3.2.5, S. 76 ff.

¹²⁶⁰ WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 19; siehe auch MABILLARD, FS Werro, 452, wonach der Ermessensspielraum in Anlehnung an die *business judgment rule* eingehalten sei, solange die Aussagen erkennbar «auf einer vernünftigen, für den sachverständigen Dritten nachvollziehbaren Basis beruhen».

¹²⁶¹ DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 74; LENOIR, 103 f.; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 83.

¹²⁶² Auch als *behavioral economics* bezeichnet (SCHÄFER/OTT, 107 ff.).

¹²⁶³ Siehe zum Gesagten SCHÄFER/OTT, 123 f.

¹²⁶⁴ Siehe für die aktienrechtliche Verantwortung GERICKE/WALLER, BSK OR II, Art. 754 N 31c.

d) Haftungsprivileg nach Art. 69 Abs. 3 FIDLEG

aa) Überblick

498 Weil zukunftsgerichtete Aussagen mit einer inhärenten Unsicherheit verbunden sind, wäre eine Haftung allein dafür, dass die prognostizierten Umstände nicht eingetreten sind, nicht sachgerecht.¹²⁶⁵ Aus diesem Grund sieht Art. 69 Abs. 3 FIDLEG ein *gesetzliches Haftungsprivileg für zukunftsgerichtete Aussagen* vor. Falsche oder irreführende Angaben über wesentliche Perspektiven begründen danach nur dann eine Haftung, wenn die Angaben «wider besseres Wissen oder ohne Hinweis auf die Ungewissheit zukünftiger Entwicklungen gemacht oder verbreitet wurden».

bb) Gesetzgebungsgeschichte

499 Das Konzept eines gesetzlichen Haftungsprivilegs war dem bisherigen Prospektrecht fremd. Die Vernehmlassungsvorlage enthielt denn auch noch kein Haftungsprivileg für wesentliche Perspektiven (vgl. Art. 69 VE-FIDLEG). In der Vernehmlassung merkten aber verschiedene Teilnehmer an, ein Haftungsprivileg für zukunftsgerichtete Aussagen entspreche internationalen Standards und sei deshalb auch im schweizerischen Prospektrecht zu integrieren.¹²⁶⁶ Es wurde insbesondere eine Anlehnung an die aus dem US-amerikanischen Prospektrecht bekannte *bespeaks caution doctrine* vorgeschlagen.¹²⁶⁷ Das Anliegen wurde im Entwurf zum FIDLEG umgesetzt (siehe Art. 72 Abs. 3 E-FIDLEG) und anschliessend ohne Änderungen zum finalen Gesetzestext erhoben.

500 Gemäss dem Wortlaut von Art. 69 Abs. 3 FIDLEG ist auch das «Verbreiten» falscher oder irreführender Angaben über wesentliche Perspektiven widerrechtlich.

¹²⁶⁵ REHM, SK FIDLEG, Art. 40 N 23; REHM/WERLEN, 76.

¹²⁶⁶ Bericht Vernehmlassung FIDLEG/FINIG 2015, 35.

¹²⁶⁷ Bericht Vernehmlassung FIDLEG/FINIG 2015, 35. Die aus dem US-amerikanischen Recht stammende *bespeaks caution doctrine* sagt im Wesentlichen aus, dass zukunftsgerichtete Aussagen keine Haftung begründen, wenn sie von *meaningful warnings* und *cautionary language* begleitet werden (RIECKHOFF, 92; SCIERANSKI, 194). Die *bespeaks caution doctrine* stellt eine gerichtliche Weiterentwicklung des als *safe harbor* bezeichneten gesetzlichen Haftungsprivilegs für zukunftsgerichtete Aussagen dar. Nach dieser Regelung führen mangelhafte Prognosen nicht zu einer Haftung unter dem Securities Exchange Act, ausser eine solche Aussage «was made or reaffirmed without a reasonable basis or was disclosed other than in good faith» (SEC Rule 175 [a]; SEC Rule 3b–6 [a]; siehe zum Gesagten REHM/WERLEN, Fn 71; RIECKHOFF, 89 ff.; SCIERANSKI, 192).

Hierbei dürfte es sich jedoch um ein redaktionelles Versehen handeln, denn der Gesetzgeber hat die Passivlegitimation im Grundtatbestand nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG bewusst auf den *Ersteller* des Prospekts reduziert.¹²⁶⁸

cc) Sinn und Zweck eines Haftungsprivilegs

Ein Haftungsprivileg bezweckt aus Sicht des Gesetzgebers Folgendes: Zum einen 501 erhöht die Schaffung eines Haftungsfreiraums für ordnungsgemäss erstellte Prognosen die *Rechtssicherheit*, da Emittenten das eigene Haftungsrisiko besser abschätzen können.¹²⁶⁹ Ohne diesen Haftungsfreiraum würde ein Emittent aufgrund des Haftungsrisikos eher zurückhaltend Prognosen machen.¹²⁷⁰ Das Haftungsprivileg fördert deshalb auch die vom Gesetzgeber angepeilte *Transparenz* am Kapitalmarkt und ermöglicht dem Anleger einen fundierten Anlageentscheid. Zum anderen stellt es einen *Ausgleich für die gesetzliche Pflicht dar*, im Prospekt Angaben zu wesentlichen Perspektiven machen zu müssen (bspw. FIDLEV, Anhang 1, Ziff. 2.4.9).¹²⁷¹ Da der Emittent den Eintritt der Prognosen nicht kontrollieren kann, soll er auch nicht für die Richtigkeit einer in guten Treuen gemachten Angabe haften.¹²⁷²

dd) Voraussetzungen des Haftungsprivilegs gemäss Art. 69 Abs. 3 FIDLEG

Nach Art. 69 Abs. 3 FIDLEG haftet der Emittent nur dann für falsche oder irrefüh- 502 rende Angaben über wesentliche Perspektiven, wenn diese «wider besseres Wissen oder ohne Hinweis auf die Ungewissheit zukünftiger Entwicklungen gemacht oder verbreitet wurden».

Wie bereits gezeigt, müssen Prognosen bzw. die ihnen zugrunde liegenden Ein- 503 schätzungen und Wertungen *ausreichend auf Tatsachen gestützt und kaufmännisch vertretbar* sein. Prognosen, die diese Anforderungen erfüllen, sind «in guten Treuen» gemacht worden.¹²⁷³ Eine Haftung des Emittenten entfällt auch, wenn die

¹²⁶⁸ G.L.M. GIGER, BMK Finanzmarktarchitektur, Rz 551; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 30; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 108.

¹²⁶⁹ Diese Regelungstechnik wird im US-amerikanischen Recht als *safe harbor* bezeichnet. Dabei werden vom Gesetzgeber, vom Gericht oder von einer Behörde Tatbestandsvoraussetzungen definiert, bei deren Erfüllung für den Normadressaten keine Rechtsnachteile entstehen (RIECKHOFF, 86 m.w.N.).

¹²⁷⁰ Siehe in Bezug auf die SEC *safe harbor rule* RIECKHOFF, 88 und SCIERANSKI, 190 ff.

¹²⁷¹ Siehe GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 196.

¹²⁷² Botschaft FIDLEG/FINIG, 8993.

¹²⁷³ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8993.

Umstände nicht wie prognostiziert eintreten.¹²⁷⁴ Fehlt bei einer angemessenen und vertretbaren Prognose der Warnhinweis, kann allein das Fehlen eines Warnhinweises nicht zu einer Haftung führen, weil in diesem Fall keine mangelhafte Angabe vorliegt.¹²⁷⁵ Allerdings ist separat zu prüfen, ob durch den fehlenden Warnhinweis nicht eine Irreführung beim Anleger bewirkt wird, indem der Anleger bei der Angabe nicht unterscheiden kann, ob es sich um eine feststehende Tatsache oder bloss ein zukünftiges, unsicheres Ereignis handelt. Letztere Variante dürfte allerdings selten zur Anwendung gelangen, weil m.E. keine hohen Anforderungen an die Form des Warnhinweises zu stellen sind.¹²⁷⁶

- 504 Werden die Anforderungen nicht erfüllt, wenn also falsche oder irreführende Prognosen vorliegen und damit etwa übertriebene Erwartungen bei den Anlegern geweckt werden, dann haftet man gemäss dem Wortlaut nur, wenn diese «wider besseres Wissen» gemacht wurden. Die falschen oder irreführenden Prognosen müssen demnach *vorsätzlich*, also mit Wissen und Willen, gemacht worden sein.¹²⁷⁷ Der Vorsatz einer Schädigung kann weiter unterteilt werden in Absicht, einfacher Vorsatz und Eventualvorsatz.¹²⁷⁸ Der Wortlaut von Art. 69 Abs. 3 FIDLEG («wider besseres Wissen») lässt auf direkten Vorsatz schliessen,¹²⁷⁹ das heisst, der Schaden ist nicht als Selbstzweck gewollt, sondern es soll damit ein anderes Ziel erreicht werden.¹²⁸⁰ Nach der hier vertretenen Ansicht haftet der Emittent auch für *Eventualvorsatz*,¹²⁸¹ das heisst, er will den Erfolg zwar nicht, sieht die

¹²⁷⁴ DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 50; GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 196.

¹²⁷⁵ Im Resultat gl.M. GERICKE/SCHIFFERLE, 196; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 108.

¹²⁷⁶ So genügt für den Warnhinweis bereits die Bezeichnung einer Umsatzprognose als *unit forecast* (siehe vorne Rz 493).

¹²⁷⁷ BREHM, BK OR, Art. 41 N 192; FELLMANN/KOTTMANN, Rz 559; HONSELL/ISENRING/KESSLER, § 6 Rz 30; REY/WILDHABER, Rz 993.

¹²⁷⁸ BREHM, BK OR, Art. 41 N 191; FELLMANN/KOTTMANN, Rz 559 ff.; OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 5 Rz 46; REY/WILDHABER, Rz 994 ff.

¹²⁷⁹ DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 50 (*dol direct*); WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 108.

¹²⁸⁰ BREHM, BK OR, Art. 41 N 194; FELLMANN/KOTTMANN, Rz 561; REY/WILDHABER, Rz 998.

¹²⁸¹ A.M. WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 108. Akzeptiert man nur den direkten Vorsatz, haftet ein Emittent einzig, wenn er die Schädigung durch falsche oder irreführende Prognosen bewusst will, um damit ein anderes Ziel, etwa einen höheren Emissionserlös, zu erreichen. Dies geht jedoch m.E. zu wenig weit, weil auch derjenige Emittent haften soll, der die Schädigung des Anlegers durch die fal-

Schädigung aber für die Verfolgung eines anderen Ziels voraus und nimmt diese für den Fall des Eintretens in Kauf.¹²⁸² Der Emittent haftet demnach eventualvorsätzlich, wenn er die falschen oder irreführenden Prognosen nur deshalb macht, um etwa die Attraktivität der Emission und damit den Emissionserlös zu steigern. Der Hinweis auf die Ungewissheit der Prognose mag die Haftung in diesem Fall nicht auszuschliessen.

Ändern sich die einer Prognose zugrunde liegenden Einschätzungen und Wertungen nachträglich, ist die ursprünglich gemachte Prognose damit nicht unrichtig oder irreführend gemäss Art. 69 Abs. 1 FIDLEG.¹²⁸³ Die Änderung in der Einschätzung kann jedoch eine *Nachtragspflicht zum Prospekt auslösen* (siehe Art. 56 FIDLEG). Dazu muss die Änderung der Prognose geeignet sein, den Anlageentscheid eines durchschnittlichen Marktteilnehmers wesentlich zu beeinflussen (siehe Art. 63 Abs. 1 FIDLEG).¹²⁸⁴

5. Angaben zu Risiken

a) Einleitende Bemerkungen

Angaben zu Risiken, die mit einem öffentlichen Angebot oder einer Handelszulassung verbunden sind, gehören zu den für den Anlageentscheid des Anlegers «wesentlichen Angaben» (siehe Art. 40 Abs. 1 lit. a Ziff. 4 FIDLEG). Der Prospekt muss deshalb bereits von Gesetzes wegen *Angaben zu wesentlichen Risiken* enthalten. Auch das Basisinformationsblatt muss gemäss der gesetzlichen Regelung Angaben zum Risiko- und Renditeprofil des Finanzinstruments enthalten (siehe Art. 60 Abs. 2 lit. c FIDLEG).

Ein Risiko ist ein zukünftiges Ereignis, dessen Eintritt unsicher und mit negativen Auswirkungen verbunden ist. Risiken sind aufgrund ihrer Ungewissheit zwischen Tatsachen und zukunftsbezogenen Aussagen einzuordnen.¹²⁸⁵

schen oder irreführenden Prognosen zwar nicht will, diese aber trotzdem in Kauf nimmt, wenn es durch die Prognosen zu einem höheren Emissionserlös kommt.

¹²⁸² BREHM, BK OR, Art. 41 N 195; FELLMANN/KOTTMANN, Rz 562; REY/WILDHABER, Rz 1000.

¹²⁸³ WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 108.

¹²⁸⁴ Denkbar wäre, dass sich die Umsatzprognose nach Prospektveröffentlichung um 10% reduziert, weil aufgrund einer weltweiten Pandemie der Schiffsverkehr zusammenbricht.

¹²⁸⁵ Es ist etwa eindeutig feststellbar, ob der Emittent mit einer Schadenersatzforderung vor Gericht konfrontiert wird. Unsicher ist dagegen der Ausgang der Rechtsstreitig-

508 Aufgrund der Bedeutung für den Entscheid des Anlegers gehört eine *klare und substantiierte Risikoauflärung* zu den zentralen Elementen eines Prospekts und eines Basisinformationsblatts.¹²⁸⁶ Angaben zu Risiken können – wie andere Angaben auch – mangelhaft, das heisst unrichtig oder irreführend sein oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechen.¹²⁸⁷

b) Anforderungen nach FIDLEG und FIDLEV

509 Eine Darstellung der wesentlichen Risiken gehört im neuen Prospektrecht zum Mindestinhalt eines Prospekts (siehe Art. 40 Abs. 1 lit. a und b FIDLEG). Dies stellt im Unterschied zum bisherigen Recht eine wesentliche Neuerung dar, denn Art. 652a aOR verlangte keine Angaben zu Risiken.¹²⁸⁸ Dagegen musste der Kotierungsprospekt schon früher einen Hinweis auf «besondere Risiken» enthalten (siehe Art. 27 Abs. 2 aKR-SIX).¹²⁸⁹ In Anlehnung an internationale Standards verlangt das FIDLEG im Prospekt Angaben über Risiken zum Emittenten bzw. zum Garantie- und Sicherheitengeber (siehe Art. 40 Abs. 1 lit. a FIDLEG) sowie über Risiken der öffentlich angebotenen oder zum Handel bestimmten Effekten (Art. 40 Abs. 1 lit. b FIDLEG).¹²⁹⁰ Die Anforderungen an diese Angaben werden in der FIDLEV weiter ausgeführt. Der Prospekt für Beteiligungsrechte muss etwa eine «Darstellung der wesentlichen Risiken in Bezug auf den Emittenten und seine Branche» (FIDLEV, Anhang 1, Ziff. 2.1) sowie eine «Darstellung der wesentlichen Risiken in Bezug auf die Effekten» (FIDLEV, Anhang 1, Ziff. 3.2) enthalten.

keit, namentlich ob die Schadenersatzforderung begründet ist, und wenn ja, in welcher Höhe Schadenersatz zu leisten ist (die Gerichtskosten können dagegen anhand des Streitwerts relativ genau abgeschätzt werden).

¹²⁸⁶ NOTH/GROB, AJP 2002, 1451 f.; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 167; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 17; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 80.

¹²⁸⁷ Dazu sogleich Rz 516 ff.

¹²⁸⁸ ZINDEL/ISLER, BSK OR II (5. A.), Art. 652a N 6.

¹²⁸⁹ Auf welche Arten von Risiken hinzuweisen war, ergab sich nicht aus dem aKR-SIX. Die Lehre subsumierte darunter Risiken im Zusammenhang mit ungewöhnlichen Wettbewerbsbedingungen und insbesondere verschiedene Abhängigkeiten, namentlich von Patenten oder Lizenzen, von bestimmten Märkten, von bestimmten Grossaktionären, von der Preisentwicklung von Rohstoffen, von Wechselkurschwankungen, von staatlichen Eingriffen, von Branchenzyklen oder vom besonderen Fachwissen einzelner Personen in der Geschäftsleitung des Emittenten (HUBER/HODEL/STAUB Gierow, Art. 32 KR N 33).

¹²⁹⁰ Gemäss Art. 16 Abs. 1 EU-ProspektVO muss der Prospekt diejenigen Risiken aufzählen, die für den Emittenten und die Wertpapiere spezifisch und im Hinblick auf eine fundierte Anlageentscheidung von wesentlicher Bedeutung sind.

Zu den Risiken des Emittenten gehören gemäss der bundesrätlichen Botschaft etwa Abhängigkeiten von Patenten und Lizenzen oder bevorstehende Änderungen im regulatorischen Umfeld.¹²⁹¹ In Anlehnung an die bisherige Regelung des Kotierungsprospekts dürften insbesondere Abhängigkeiten des Emittenten etwa von bestimmten Lieferanten, von der Preisentwicklung bestimmter Rohstoffe, von staatlichen Eingriffen oder vom besonderen Fachwissen einzelner Angestellter in den Prospekt aufzunehmen sein.¹²⁹² 510

Zu den Risiken der Effekten gehören insbesondere das *Emittentenrisiko* (auch Gegenparteierrisiko, Bonitätsrisiko, Ausfallrisiko), namentlich die Gefahr eines Ausfalls des Emittenten.¹²⁹³ Es ist aber auch auf weitere Verlustrisiken im Zusammenhang mit dem Erwerb einer Effekte hinzuweisen. Die Verlustrisiken sind eng verknüpft mit den rechtlichen Risiken, die ebenfalls in den Prospekt aufzunehmen sind.¹²⁹⁴ 511

Das FIDLEG beschränkt sich auf eine grundsätzliche Regelung der Risiken und stellt die *konkrete Auswahl ins Ermessen des Emittenten*.¹²⁹⁵ 512

Die Anforderungen an die Risikoauflklärung im Basisinformationsblatt sind gesetzlich genau geregelt: Das Basisinformationsblatt muss Angaben zum Risiko- und Renditeprofil des Finanzinstruments unter Angabe des höchsten Verlusts, der den Anlegern auf dem angelegten Kapital droht, enthalten (siehe Art. 60 Abs. 2 lit. c FIDLEG). In der Verordnung werden die Anforderungen an das Risikoprofil weiter ausgeführt: Es handelt sich um eine generische Umschreibung der für den Investor mit dem Erwerb des Finanzinstruments einhergehenden Risiken wie namentlich das Emittenten-, Markt-, Liquiditäts-, Fremdwährungs- sowie das Kündigungs- und Wiederanlagerisiko (siehe FIDLEV, Anhang 9, Ziff. 4.1).¹²⁹⁶ 513

Es entspricht zunächst nicht den gesetzlichen Anforderungen, wenn das Basisinformationsblatt überhaupt keine Angaben zu den wesentlichen Risiken enthält. 514

¹²⁹¹ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8974.

¹²⁹² Siehe vorne in Fn 1289.

¹²⁹³ Das Emittentenrisiko ist insbesondere bei Anleiheobligationen relevant (siehe ENDER, Rz 84 und 473).

¹²⁹⁴ Siehe zum Gesagten ENDER, Rz 473.

¹²⁹⁵ REHM, SK FIDLEG, Art. 40 N 27; dies entspricht auch der Auffassung im deutschen Prospektrecht (siehe ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 63).

¹²⁹⁶ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8988; FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 60 N 32.

Weiter entspricht es nicht den gesetzlichen Anforderungen, wenn diejenigen Angaben fehlen, die das Gesetz als Mindestinhalt vorschreibt.¹²⁹⁷ Beim Basisinformationsblatt ist der gesetzliche Katalog der Risikoangaben sehr detailliert, womit für den Emittenten klar sein dürfte, welche Angaben verlangt sind.¹²⁹⁸

- 515 Für den Mindestinhalt des Prospekts schreibt das Gesetz dagegen lediglich vor, dass die wesentlichen Risiken zum Emittenten und die Risiken im Zusammenhang mit den Effekten beschrieben werden müssen (siehe Art. 40 Abs. 1 lit. a und b FIDLEG). Wenn im Prospekt wesentliche Risiken fehlen, liegt nach der bisherigen Praxis zu Art. 752 aOR gleichzeitig auch eine Irreführung des Anlegers vor.¹²⁹⁹ Das Fehlen wesentlicher Risiken wird deshalb unter dem Titel der Irreführung behandelt.¹³⁰⁰

c) *Unrichtige oder irreführende Risikoauflklärung*

- 516 Für die Frage, ob die Risikoauflklärung im Prospekt unrichtig oder irreführend ist, kann auf die unter Art. 752 aOR entwickelten Grundsätze zurückgegriffen werden: Demnach musste der Prospekt klar und genügend substantiiert auf alle erheblichen Risiken im Zusammenhang mit dem Emittenten und den Effekten hinweisen.¹³⁰¹ Dieser Grundsatz gilt auch für den Prospekt nach FIDLEG und ebenfalls für das Basisinformationsblatt.¹³⁰²
- 517 Das Gesetz regelt nur die Grundsätze der Risikoauflklärung und überlässt die Auswahl der konkreten Risiken dem Emittenten.¹³⁰³ Damit keine unrichtigen oder irreführenden Angaben vorliegen, müssen *alle erheblichen Risiken* aufgeführt werden. Es stellt sich die Frage, wie die Erheblichkeit von Risiken zu beurteilen ist. Risiken sind zunächst danach zu beurteilen, ob sie einen *Einfluss auf den Anlageentscheid des Anlegers* haben, denn das allgemeine Ziel des Prospektrechts ist es, dem Anleger einen fundierten Anlageentscheid zu ermöglichen (siehe Art. 40 Abs. 1 Ingress

¹²⁹⁷ Siehe zu diesem Tatbestandsmerkmal vorne Rz 470 ff.

¹²⁹⁸ Siehe dazu vorne Rz 513.

¹²⁹⁹ Siehe statt vieler WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 17.

¹³⁰⁰ Siehe dazu hinten Rz 560 ff.

¹³⁰¹ HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 31 f.; NOTH/GROB, AJP 2002, 1452; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 167; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 17.

¹³⁰² WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 80.

¹³⁰³ REHM, SK FIDLEG, Art. 40 N 27; dies entspricht auch der Auffassung im deutschen Prospektrecht (siehe ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 63).

FIDLEG).¹³⁰⁴ Für den Anleger sind Risikofaktoren relevant, die einen Kursverlust des betreffenden Finanzinstruments bewirken können.¹³⁰⁵ Die Erheblichkeit von Risiken für den Anlageentscheid kann weiter auf Grundlage der *Eintretenswahrscheinlichkeit* und des zu *erwarteten Schadensausmass* beurteilt werden.¹³⁰⁶ Letztere Einteilung ist hilfreich, um eine erste grobe Einschätzung verschiedener möglicher Risikofaktoren zu erhalten.¹³⁰⁷

Unter Art. 752 aOR war insbesondere fraglich, ob auch allgemeine oder bekannte Risiken im Prospekt erwähnt werden mussten.¹³⁰⁸ Welche Risiken als bekannt vorausgesetzt werden dürfen, hängt massgeblich vom Wissenshorizont des Anlegers ab. Von erfahrenen Investoren kann ein breiteres Verständnis von allgemeinen Risiken (z.B. Währungsrisiko, Gefahr einer Wirtschaftskrise etc.) verlangt werden. Privatanleger, die nicht sachkundig sind, sollten breiter über mögliche Risiken informiert werden. Richtet sich der Prospekt auch an unkundige Anleger, muss der Emittent bspw. explizit auf den Umstand hinweisen, dass er sich in einem schwierigen wirtschaftlichen Umfeld bewegt.¹³⁰⁹ Für den Prospekt gilt nach der hier vertretenen Ansicht das Anlegerbild des durchschnittlichen vom Angebot erfassten Anlegers bzw. dem durchschnittlichen Marktteilnehmer bei einer Handelszulassung.¹³¹⁰ Aber auch wenn man von einem geringen Wissensstand des durchschnittlichen Anlegers ausgeht, muss der Prospekt *keine offensichtlichen Risikofaktoren* ansprechen, die dem Anleger in seiner Entscheidung nicht nützen.¹³¹¹ Zum einen vereitelt dies die Klarheit und Verständlichkeit des Prospekts. Zum anderen ist es nicht das Ziel der Prospekthaftung, den Anleger vor allgemeinen Marktrisiken zu schützen, sondern nur vor denjenigen, die vom Emittenten und dem öffentlichen Angebot der Effekten ausgehen. Der Prospekt soll deshalb

¹³⁰⁴ Siehe auch REHM, SK FIDLEG, Art. 40 N 4; siehe für das alte Kotierungsreglement der SIX HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 32.

¹³⁰⁵ Siehe DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 77.

¹³⁰⁶ Siehe dazu auch Art. 16 Abs. 1 EU-ProspektVO.

¹³⁰⁷ Vor allem ist die Kenntnis der Extremzustände hilfreich: Ein Risiko mit geringer Eintretenswahrscheinlichkeit, aber hohem Schadensausmass ist genauso erheblich wie ein Risiko mit sehr hoher Eintretenswahrscheinlichkeit aber geringem Schadensausmass. Bei sehr unwahrscheinlichen Risiken, die nicht durch konkrete Anhaltspunkte unterlegt sind, dürfte eine abstrakte und generische Risikobeschreibung genügen (siehe REUTTER, 45 f.).

¹³⁰⁸ Vgl. LENOIR, 133; NOTH/GROB, AJP 2002, 1452.

¹³⁰⁹ Siehe HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 34.

¹³¹⁰ Siehe dazu vorne Rz 455 ff.

¹³¹¹ Siehe HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 35; LENOIR, 133; REUTTER, 46.

primär *emittentenspezifische Risiken* aufführen (z.B. Risiken im Zusammenhang mit der Geschäftstätigkeit und der Stellung des Emittenten im Markt).¹³¹²

- 519 Die emittentenspezifischen Risikofaktoren müssen im Prospekt gründlich und genügend substantiiert dargestellt werden.¹³¹³ Der Emittent muss vor allem darauf bedacht sein, die Risiken im jeweiligen Sachzusammenhang anzusprechen.¹³¹⁴ Ein allgemeiner, formelhafter Risikohinweis am Rande des Prospekts (z.B. *prices of shares can go up or down*)¹³¹⁵ genügt den Anforderungen nicht und vermag die Prospekthaftung nicht auszuschliessen.¹³¹⁶ Ebenso dürfte es nicht genügen, eine unrichtige oder irreführende Aussage mit einem andernorts gemachten Warnhinweis auf einen Totalverlust des Investments berichtigen zu wollen.¹³¹⁷
- 520 Entscheidend ist schliesslich auch das *Gesamtbild*, das den Anlegern vermittelt wird.¹³¹⁸ Irreführende Angaben können namentlich auch vorliegen, wenn die erwähnten Tatsachen zwar korrekt sind (also keine Falschaussagen vorliegen) und die gemachten Prognosen vertretbar sind, aber nicht auf die Risiken hingewiesen wird, welche sich verwirklichen können.¹³¹⁹

¹³¹² DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 77; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 35; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 167; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 17.

¹³¹³ REUTTER, 45 f.; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 80 m.w.N.

¹³¹⁴ LENOIR, 133; NOTH/GROB, AJP 2002, 1452; REUTTER, 46; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 167.

¹³¹⁵ DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 77.

¹³¹⁶ APPENZELER/WALLER, GesKR 2007, 263; NOTH/GROB, AJP 2002, 1452; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 167; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 17. Allgemeine Risikohinweise (sog. *boilerplate disclaimer*) genügen auch nach US-amerikanischem Prospektrecht nicht den Anforderungen an eine genügende Risikoauflklärung: «Of course, a vague or blanket [boilerplate] disclaimer which merely warns the reader that the investment has risks will ordinarily be inadequate to prevent misinformation. To suffice, the cautionary statement must be substantive and tailored to the specific future projections [...]» (Kaufman v. Trump's Castle Funding, 7 F. 3d 357 [3rd Cir. 1993], Zitat bei DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 77).

¹³¹⁷ OLG Oldenburg, in: WM 7/2009, 304 ff., Nachweis bei WATTER, BSK FIDLEG, Art. 752 N 26.

¹³¹⁸ HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.2, S. 47; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 26.

¹³¹⁹ Dies entspricht auch der Rechtslage in Deutschland (POELZIG, Rz 275); siehe dazu auch HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.2.11, S. 104 f., wobei in prospektähnlichen Unterlagen ein Produkt angepriesen wurde, das sofort einsatzbereit sei sowie in grossen Mengen produziert und verkauft werden könne. Auf die entsprechen-

Für das Basisinformationsblatt, das sich immer auf ein spezifisches Finanzinstrument bezieht, ist schon aus dem Gesetzestext ersichtlich, dass nur das individuelle Risiko- und Renditeprofil des jeweiligen Finanzinstruments aufgeführt werden muss (siehe Art. 60 Abs. 2 lit. c FIDLEG). 521

Nicht erheblich sind Risiken, die für den Anlageentscheid des Anlegers eine unbedeutende Rolle spielen (vgl. Art. 40 Abs. 1 Ingress FIDLEG).¹³²⁰ Dazu gehören allgemeine Risiken, die mit einer wirtschaftlichen Tätigkeit einhergehen, wie etwa das Risiko einer Rezession oder einer globalen Pandemie. Aber auch das Risiko von Währungsschwankungen ist allgemein bekannt und braucht nicht mehr erwähnt zu werden. 522

Es genügt, wenn der Emittent die verschiedenen Risikofaktoren aufführt und konkret beschreibt. Er muss diese nicht bewerten, denn die Risikoaufklärung soll dem Anleger den Anlageentscheid nicht abnehmen; der *Emittent muss keine Anlageberatung betreiben*. Hinzu kommt, dass jeder Anleger eine andere Risikobereitschaft aufweist und dem Emittenten eine Berücksichtigung individueller Risikoprofile nicht zuzumuten ist.¹³²¹ 523

Angaben zu Risiken können genau wie Angaben zu Prognosen und Werturteilen unrichtig sein. Unrichtig sind Risiken dann, wenn sie *nicht ausreichend auf Tatsachen basieren*, also etwa blossе Mutmassungen sind, oder wenn die den Angaben zugrunde liegenden Annahmen wie die Eintretenswahrscheinlichkeit oder das Schadensausmass auf haltlosen Einschätzungen beruhen.¹³²² 524

d) Haftungsprivileg auch für Risiken?

In der Lehre wird befürwortet, das Haftungsprivileg gemäss Art. 69 Abs. 3 FIDLEG analog auf die Darstellung der Risikofaktoren anzuwenden.¹³²³ Eine analoge Anwendung erscheint aufgrund der Gemeinsamkeiten von Prognosen und Risiken – beide sind mit einer *inhärenten Unsicherheit* verbunden – sinnvoll. Da Risiken nicht vom Wortlaut von Art. 69 Abs. 3 FIDLEG gedeckt sind, muss aber 525

den Risiken und Unsicherheiten des Unterfangens wurde allerdings nicht hingewiesen.

¹³²⁰ Siehe zum Gesagten REHM, SK FIDLEG, Art. 40 N 4.

¹³²¹ Die Berücksichtigung der Risikobereitschaft ist ohnehin Aufgabe der Finanzdienstleister und nicht des Emittenten (siehe Art. 11 und 12 FIDLEG i.V.m. Art. 17 Abs. 2 FIDLEV).

¹³²² Siehe zum Tatbestandsmerkmal der Unrichtigkeit hinten Rz 552 ff.

¹³²³ WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 80, 83.

für eine analoge Anwendung eine Gesetzeslücke bestehen und müssen genügend gleich gelagerte Verhältnisse vorliegen.¹³²⁴ Diese Voraussetzungen sind nachfolgend genauer zu prüfen. Vorab: Eine analoge Anwendung des Haftungsprivilegs nach Art. 69 Abs. 3 FIDLEG für die Darstellung der Risikofaktoren wird auch nach der hier vertretenen Ansicht befürwortet.

- 526 Das Haftungsprivileg von Art. 69 Abs. 3 FIDLEG erfasst gemäss dem Wortlaut nur Angaben über wesentliche Perspektiven. Unter wesentlichen Perspektiven werden – wie bereits ausgeführt – zukunftsgerichtete Aussagen wie Prognosen verstanden.¹³²⁵ Dagegen sind Risiken vom möglichen Wortsinn nicht mehr erfasst. Dies ergibt sich bereits aus der gesetzlichen Aufzählung der wesentlichen Prospektangaben: Es wird bei den Mindestangaben klar unterschieden zwischen wesentlichen Perspektiven und wesentlichen Risiken (siehe Art. 40 Abs. 1 lit. a Ziff. 4 FIDLEG). Der Prospekt muss zu beiden Kategorien von Angaben separate Abschnitte enthalten.¹³²⁶
- 527 Prognosen und Risiken haben jedoch *Gemeinsamkeiten* wie etwa die Unsicherheit bzw. Ungewissheit des Eintreffens. Es ist deshalb von einer Gesetzeslücke auszugehen.¹³²⁷ Das Gesetz schreibt zwar vor, dass der Prospekt und das Basisinformationsblatt eine Darstellung der wesentlichen Risiken enthalten müssen; was dagegen zu gelten hat, wenn sich ein Risiko tatsächlich verwirklicht, weil etwa die Eintretenswahrscheinlichkeit falsch eingeschätzt wurde, regelt das Gesetz nicht. Es entspricht jedoch dem Sinn und Zweck von Art. 69 Abs. 3 FIDLEG, sämtliche im Prospekt oder im Basisinformationsblatt gemachten Aussagen, die zukünftige, unsichere Umstände betreffen, von der Prospekthaftung auszuschliessen, *wenn die Angaben ausreichend auf Tatsachen gestützt und kaufmännisch vertretbar* sind.¹³²⁸ Dies ergibt sich einerseits aus den Umständen der Entstehungsgeschichte von Art. 69 Abs. 3 FIDLEG: Zahlreiche Vernehmlassungsteilnehmer merkten an, dass zukünftige, unsichere Tatsachen von einem Haftungsprivileg wie der aus dem US-amerikanischen Prospektrecht bekannten *bespeaks caution*

¹³²⁴ Siehe zu diesen Voraussetzungen hinten Rz 527.

¹³²⁵ Siehe vorne Rz 452.

¹³²⁶ Siehe für Beteiligungsprospekte Anhang 1 der FIDLEV: In Ziff. 2.1 sind die wesentlichen Risiken in Bezug auf den Emittenten und seine Branche aufzuführen. Dagegen muss der Emittent nach Ziff. 2.4.9 Angaben zu den Geschäftsaussichten machen.

¹³²⁷ Eine offene Gesetzeslücke liegt dann vor, wenn das Gesetz auf eine gewisse Fragestellung planwidrig keine Antwort hat (siehe KRAMER/ARNET, 214 f.).

¹³²⁸ Siehe dazu vorne Rz 518.

doctrine profitieren sollten.¹³²⁹ Damit waren auch Risiken gemeint, denn die *bespeaks caution doctrine* bezieht sich explizit auch auf Risikofaktoren.¹³³⁰ Da die Verhältnisse zwischen wesentlichen Perspektiven und Risiken gleichgelagert sind, rechtfertigt sich auch das gemeinsame Haftungsprivileg: Für die Richtigkeit einer in «guten Treuen» gemachte Angaben zu Risiken soll nicht gehaftet werden, wenn der Schaden einzig darin besteht, dass sich das Risiko verwirklicht hat.¹³³¹ Voraussetzung für die Anwendung des Haftungsprivilegs ist freilich, dass über die wesentlichen Risiken genügend klar und substantiiert aufgeklärt wurde.

Davon zu unterscheiden ist die Frage, ob ein bestimmter Emittent überhaupt ein solches Risiko eingehen darf. Solange die Risiken offengelegt werden, hat dies keine Auswirkungen auf die Prospekthaftung, weil es jedem Investor selbst überlassen ist, wie risikoreich er investieren will. 528

Zusammengefasst gilt das Haftungsprivileg von Art. 69 Abs. 3 FIDLEG in analoger Anwendung auch für die Angaben zu wesentlichen Risiken. 529

e) *Darstellung von Risiken*

Die Darstellung der wesentlichen Risiken hat sich zunächst an den gesetzlichen Vorgaben zu orientieren. Dazu halten die Anhänge 1–5 der FIDLEV für die einzelnen Prospektarten fest, dass jeweils zwei Abschnitte enthalten sein müssen: Der erste Abschnitt enthält eine Darstellung der wesentlichen Risiken in Bezug auf den Emittenten und seine Branche (vgl. FIDLEV, Anhang 1, Ziff. 2.1). Der zweite Abschnitt enthält eine Darstellung der wesentlichen Risiken in Bezug auf die Effekten (vgl. FIDLEV, Anhang 1, Ziff. 3.2). Die neue Darstellung entspricht damit weitgehend dem bisherigen Börsenstandard für Kotierungsprospekte, wobei eine gesonderte Darstellung der Risiken unter dem Titel «Risikofaktoren» oder «Anlageerwägungen» (auch *risk factors* oder *investment considerations*)¹³³² verlangt war.¹³³³ Wie nach bisherigen Recht sollten Risiken aber auch im relevanten Zusammenhang aufgeführt werden.¹³³⁴ 530

¹³²⁹ Bericht Vernehmlassung FIDLEG/FINIG, 35.

¹³³⁰ Siehe DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 77.

¹³³¹ Siehe Botschaft FIDLEG/FINIG, 8993.

¹³³² APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 263; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 77; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 34.

¹³³³ Dazu HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 35.

¹³³⁴ Siehe dazu vorne Rz 519.

- 531 Unter Art. 752 aOR wurde vertreten, dass besonders grosse oder ungewöhnliche Risiken besonders hervorzuheben seien.¹³³⁵ Dies ist unter dem neuen Prospekt abzulehnen, da sich die Darstellung gemäss den Anhängen bereits auf die «wesentlichen Risiken» beschränkt und damit weitere Hervorhebungen obsolet sind.

6. Gesetzliche Anforderungen an die Zusammenfassung

a) *Einleitende Bemerkungen*

- 532 Die zahlreichen gesetzlichen Mindestangaben führen zu sehr umfangreichen Prospekten, womit die angestrebte Verständlichkeit und Übersichtlichkeit für die Anleger beeinträchtigt wird.¹³³⁶ Der Prospekt hat deshalb «in verständlicher Form eine Zusammenfassung der wesentlichen Angaben» zu enthalten (siehe Art. 40 Abs. 3 FIDLEG). Nachfolgend gilt es, die gesetzlichen Anforderungen an eine solche Zusammenfassung darzulegen. Zusätzlich soll analysiert werden, ob auch in der Zusammenfassung unrichtige oder irreführende Angaben enthalten sein können. Zu diesem Zweck muss auch das Haftungsprivileg gemäss Art. 69 Abs. 2 FIDLEG ausgelegt werden.
- 533 Dass Prospekte eine Zusammenfassung enthalten müssen, stellt eine wesentliche Neuerung im schweizerischen Prospektrecht dar. Auch ein Kotierungsprospekt musste gemäss der Selbstregulierung der Börse keine Zusammenfassung enthalten.¹³³⁷ Eine Zusammenfassung des Prospekts und ein Haftungsprivileg für die darin enthaltenen Angaben entsprachen jedoch internationalen Standards (siehe bereits Art. 5 Abs. 2 und Art. 6 Abs. 2 EU-ProspektRL),¹³³⁸ weshalb auch bei Schweizer Emissionen häufig eine Zusammenfassung erstellt wurde.¹³³⁹ Falls der Prospekt freiwillig eine Zusammenfassung enthielt, musste diese die wichtigsten Merkmale und Risiken nennen und mit den anderen Teilen des Prospekts übereinstimmen.¹³⁴⁰

¹³³⁵ NOTH/GROB, AJP 2002, 1452; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 167.

¹³³⁶ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8975; REHM, SK FIDLEG, Art. 40 N 33.

¹³³⁷ Art. 28 aKR-SIX i.V.m. Schema A (Beteiligungsrechte) der SIX; siehe EGGEN, SZW 2010, 205; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 36.

¹³³⁸ Siehe EGGEN, SZW 2010, 205.

¹³³⁹ Siehe HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 36.

¹³⁴⁰ WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 17; dies entsprach auch den Vorgaben des europäischen Prospektrechts (siehe Art. 5 Abs. 2 EU-ProspektRL).

Das Basisinformationsblatt stellt bereits eine Zusammenfassung der für den Anlageentscheid wesentlichen Informationen dar (siehe Art. 60 Abs. 1 FIDLEG).¹³⁴¹ Es wird in den nachfolgenden Abschnitten deshalb nicht weiter behandelt. 534

b) Gesetzliche Anforderungen

Neu muss jeder Prospekt «in verständlicher Form eine Zusammenfassung der wesentlichen Angaben enthalten» (Art. 40 Abs. 3 FIDLEG). Zweck der Zusammenfassung ist es, den *Vergleich unter ähnlichen Effekten zu erleichtern* (Art. 43 Abs. 1 FIDLEG). Dazu soll die Zusammenfassung in leicht verständlicher Form und allgemeiner Sprache die wesentlichen Informationen zum öffentlichen Angebot oder zur Handelszulassung enthalten.¹³⁴² In der Zusammenfassung ist deutlich hervorzuheben, dass sie nur eine Einleitung zum Prospekt darstellt und sich der Anlageentscheid dementsprechend nicht allein auf die Zusammenfassung, sondern auf die Angaben des gesamten Prospekts stützen muss (Art. 43 Abs. 2 FIDLEG).¹³⁴³ Verweisungen sind in der Zusammenfassung grundsätzlich ausgeschlossen (Art. 42 FIDLEG), wobei damit eine Verweisung auf externe Dokumente gemeint ist; die Zusammenfassung soll durchaus für weiterführende Informationen auf die entsprechenden Abschnitte im Prospekt verweisen.¹³⁴⁴ 535

Die Zusammenfassung des Prospekts muss die «wesentlichen Angaben» enthalten, damit der Anleger verschiedene Effekten miteinander vergleichen kann (Art. 40 Abs. 3 i.V.m. Art. 43 Abs. 1 FIDLEG). Dem Bundesrat wurde in Art. 46 lit. a und b FIDLEG die Kompetenz eingeräumt, diesen Grundsatz weiter zu konkretisieren. Er hat von dieser Kompetenz Gebrauch gemacht und inhaltliche Anforderungen an die Zusammenfassung formuliert: Zum einen muss die Zusammenfassung gemäss Art. 54 Abs. 1 FIDLEV die «wichtigsten Angaben» a) zum Emittenten, namentlich zu dessen Firma, Rechtsform und Sitz, b) zu den Effekten und c) zum öffentlichen Angebot oder zur Handelszulassung enthalten. Zum anderen enthalten die 536

¹³⁴¹ Da es zudem in gedruckter Form nicht mehr als drei Seiten umfassen sollte (siehe FIDLEV, Anhang 9, Ziff. 1.4), erübrigt sich eine weitere Zusammenfassung der enthaltenen Informationen.

¹³⁴² Botschaft FIDLEG/FINIG, 8975.

¹³⁴³ WEBER/WILDBERGER, GesKR 2023, 31, merken hierzu an, dass der Anleger seinen Anlageentscheid zumindest in einer ersten Phase trotzdem bloss auf die Angaben der Zusammenfassung stützen dürfte.

¹³⁴⁴ Dies unter dem Vorbehalt, dass diese Abschnitte im Prospekt nicht ebenfalls auf externe Dokumente verweisen. Eine solche Darstellung würde den Zweck der Zusammenfassung vereiteln (siehe Bericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 45; LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 43 N 15).

Anhänge 1–5 detaillierte Angaben, die in der Zusammenfassung der jeweiligen Prospekte enthalten sein müssen. Schliesslich ist auch auf die nicht abschliessende Aufzählung in der Botschaft hinzuweisen, wonach die Zusammenfassung gewisse «Schlüsselinformationen» enthalten solle.¹³⁴⁵

- 537 Die umfangreiche Aufzählung in der bundesrätlichen Botschaft sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass mit Art. 43 FIDLEG und Art. 54 FIDLEV nur wenige Vorgaben zum eigentlichen Inhalt der Zusammenfassung gemacht werden. Es obliegt vielmehr dem Emittenten, im Einzelfall zu bestimmen, welche Angaben im Zusammenhang mit dem öffentlichen Angebot oder der Handelszulassung «wesentlich» sind.¹³⁴⁶ Der Emittent kann auch weitere Angaben in die Zusammenfassung aufnehmen, wenn dies dem Zweck, namentlich der Vergleichbarkeit mit anderen Effekten, dienlich ist. Die Zusammenfassung darf keine Zusatzinformationen enthalten, das heisst, sämtliche Angaben müssen auch im Prospekt auffindbar sein (vgl. Art. 43 Abs. 2 lit. b FIDLEG).¹³⁴⁷
- 538 Auch im europäischen Prospektrecht muss der Prospekt eine Zusammenfassung mit Basisinformationen zum Emittenten und zum Angebot enthalten.¹³⁴⁸ Im Gegensatz zur Regelung nach FIDLEG muss die europäische Prospektzusammenfassung aber weitaus mehr formalen Anforderungen genügen und der Emittent hat entsprechend weniger Handlungsspielraum in der Gestaltung.¹³⁴⁹
- 539 Die Zusammenfassung ist als solche zu bezeichnen und von den anderen Teilen des Prospekts klar abzugrenzen (Art. 54 Abs. 2 FIDLEV).¹³⁵⁰ Der Inhalt der Zusammenfassung ist in tabellarischer Form wiederzugeben (Art. 54 Abs. 3 FIDLEV).
- 540 Ist aufgrund der Nachtragspflicht gemäss Art. 56 FIDLEG ein Nachtrag zum Prospekt zu verfassen, ist eine Ergänzung der Zusammenfassung nur dann notwendig,

¹³⁴⁵ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8975; REHM, SK FIDLEG, Art. 40 N 34; für den Anleger relevant sind dabei insbesondere die mit der Anlage in die betreffende Effekte verbundenen Risiken und die wesentlichen Merkmale der Anlage.

¹³⁴⁶ LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 43 N 3; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 43 N 2.

¹³⁴⁷ Siehe zum Gesagten LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 43 N 3.

¹³⁴⁸ Siehe Art. 7 Abs. 1 EU-ProspektVO.

¹³⁴⁹ Vgl. Art. 7 Abs. 4 ff. EU-ProspektVO.

¹³⁵⁰ In Englisch abgefasste Prospekte verwenden üblicherweise die Bezeichnung «Summary» oder «Summary of the Offering» (Bericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 45). Bei auf Deutsch abgefassten Prospekten dürfte die Bezeichnung «Übersicht» genügen (LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 43 N 3).

wenn die Zusammenfassung ohne die Ergänzung irreführend, unrichtig oder widersprüchlich würde (siehe Art. 67 FIDLEV).¹³⁵¹

Das Gesetz schreibt auch für Basisprospekte eine Zusammenfassung vor (siehe Art. 55 Abs. 1 lit. a FIDLEG).¹³⁵² 541

c) *Haftungsprivileg für die Zusammenfassung nach Art. 69 Abs. 2 FIDLEG*

aa) Einleitende Bemerkungen

Für die Zusammenfassung besteht ein gesetzliches Haftungsprivileg: Nach Art. 69 Abs. 2 FIDLEG wird für Angaben in der Zusammenfassung nur gehaftet, «wenn sich erweist, dass diese irreführend, unrichtig oder widersprüchlich sind, wenn sie zusammen mit den anderen Teilen des Prospekts gelesen werden». Das Haftungsprivileg ist in der Zusammenfassung «deutlich hervorzuheben» (Art. 43 Abs. 2 lit. c FIDLEG). Hintergrund dieses Haftungsprivilegs ist der Umstand, dass eine Zusammenfassung begriffsnotwendig eine summarische Darstellung ist und gemessen am gesetzlichen Mindestinhalt immer unvollständig sein wird.¹³⁵³ Das Haftungsprivileg schafft im Sinn eines *safe harbor* Rechtssicherheit für die Prospektersteller.¹³⁵⁴ Ein ähnliches – im Detail jedoch schärfer formuliertes – Haftungsprivileg für die Zusammenfassung ist auch im europäischen Prospektrecht vorgesehen.¹³⁵⁵ 542

bb) Gesetzgebungsgeschichte

Die Vernehmlassungsvorlage enthielt noch kein Haftungsprivileg für die Zusammenfassung.¹³⁵⁶ Erst aufgrund einiger Anregungen in der Vernehmlassung wurde 543

¹³⁵¹ Siehe auch LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 43 N 9; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 43 N 8.

¹³⁵² Siehe dazu LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 43 N 10 f.

¹³⁵³ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8993; REHM, SK FIDLEG, Art. 40 N 35; REHM/WERLEN, 76; siehe auch GIGER, BMK Finanzmarktarchitektur, Rz 554; LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 43 N 4; SPILLMANN/MEYER, 26; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 106.

¹³⁵⁴ Die Situation ist vergleichbar mit dem Haftungsprivileg für Angaben zu wesentlichen Perspektiven gemäss Art. 69 Abs. 3 FIDLEG (siehe dazu vorne Rz 498 ff.).

¹³⁵⁵ Siehe Art. 7 Abs. 2 EU-ProspektVO; das deutsche Prospektrecht hat diese europäische Vorgabe in § 12 Abs. 2 Ziff. 5 WpPG umgesetzt.

¹³⁵⁶ Siehe Art. 69 VE-FIDLEG.

eine entsprechende Regelung in den Entwurf des FIDLEG aufgenommen.¹³⁵⁷ In der parlamentarischen Debatte war man sich bezüglich des Haftungsprivilegs für die Zusammenfassung einig. Umstritten war jedoch die Frage, ob auch das Basisinformationsblatt in den Wortlaut von Art. 69 Abs. 2 FIDLEG aufzunehmen sei, weil es sich beim Basisinformationsblatt ebenfalls um eine Art Zusammenfassung handle und deshalb die volle Haftung wie für den Prospekt nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG nicht sachgerecht sei. Man entschied sich schliesslich dagegen, weil ein Basisinformationsblatt als eigenständiges Dokument und nicht im Zusammenhang mit einem Prospekt, wie dies bei der Zusammenfassung des Prospekts der Fall ist, gelesen wird.¹³⁵⁸ Für die Beurteilung der Widerrechtlichkeit ist das Basisinformationsblatt demnach allein nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG zu beurteilen. Gerade im Hinblick auf eine irreführende Unvollständigkeit besteht aber ohnehin ein unterschiedlicher Massstab, da die inhaltlichen Mindestangaben beim Basisinformationsblatt weniger weit gehen als beim Prospekt (vgl. Art. 40 und Art. 60 FIDLEG bzw. Art. 50 und Art. 88 FIDLEV).¹³⁵⁹

cc) Voraussetzungen des Haftungsprivilegs gemäss Art. 69 Abs. 2 FIDLEG

- 544 Für die Widerrechtlichkeit bedeutet das Haftungsprivileg von Art. 69 Abs. 2 FIDLEG, dass für irreführende, unrichtige oder widersprüchliche Angaben in der Zusammenfassung nur gehaftet wird, wenn diese *zusammen mit den anderen Teilen des Prospekts gelesen* werden. Angaben in der Zusammenfassung lösen demnach keine Haftung aus, wenn sie allein für sich betrachtet, also ohne den Kontext des gesamten Prospekts zu berücksichtigen, irreführend, unrichtig oder widersprüchlich sind.¹³⁶⁰ Zu den einzelnen Tatbeständen Folgendes: Zunächst kann keine irreführende Unvollständigkeit vorliegen, wenn die Angabe zwar in der Zusammenfassung fehlt, jedoch im Prospekt vorhanden ist. Enthält die Zusam-

¹³⁵⁷ Siehe Art. 72 Abs. 2 E-FIDLEG; zum Ergebnis der Vernehmlassung siehe Bericht Vernehmlassung FIDLEG/FINIG 2015, 35.

¹³⁵⁸ Siehe zum Gesagten einerseits Protokoll WAK-N, Sitzungen vom 26.–27.3.2018, 8 ff., insbesondere 10; Protokoll WAK-S, Sitzung vom 2.11.2017, 6 ff., insbesondere 9; andererseits auch AmtlBull 2017 NR, 1324 ff.; AmtlBull 2018 SR, 134 f.; AmtlBull 2018 NR, 613 f.

¹³⁵⁹ WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 107.

¹³⁶⁰ BÖSCH, ZSR 2016, 101; GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 196; GIGER, BMK Finanzmarktarchitektur, Rz 554; SPILLMANN/MEYER, 26; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 69 N 18; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 81, 106 f.; dies entspricht auch der Rechtslage im deutschen Prospektrecht (siehe ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 51).

menfassung eine Falschaussage, ist dies nur dann widerrechtlich, wenn auch der Prospekt dieselbe Falschaussage enthält. Schliesslich ist eine widersprüchliche Angabe in der Zusammenfassung nur dann widerrechtlich, wenn auch der entsprechende Abschnitt im Prospekt widersprüchlich ist.

In der Lehre wurde vorgeschlagen, das Haftungsprivileg für die Zusammenfassung nach Art. 69 Abs. 2 FIDLEG analog auf für vom Prospekt losgelöste Dokumente auszuweiten, die ersichtlich nur Teilinformationen oder zusammenfassende Informationen enthalten.¹³⁶¹ Eine solche Analogie ist aus nachfolgenden Überlegungen abzulehnen:

- Es war bereits unter Art. 752 aOR verbreitet, prospektähnliche Mitteilungen mit dem Hinweis zu versehen, dass eine Investition nur gestützt auf den Prospekt erfolgen darf. Solche Hinweise führten nach der herrschenden Lehre nicht zu einem Ausschluss der Prospekthaftung für unrichtige oder irreführende Angaben.¹³⁶² Daran dürfte sich nach der hier vertretenen Ansicht auch unter Art. 69 FIDLEG nichts ändern. 546
- Ein Haftungsprivileg ist ohnehin bei Transaktionen abzulehnen, bei denen gar kein Prospekt vorhanden ist und die wesentlichen Angaben freiwillig vom Emittenten in prospektähnlichen Mitteilungen zur Verfügung gestellt werden. In einem solchen Fall müssen die Angaben in den prospektähnlichen Mitteilungen mit Bezug auf die Unrichtigkeit und Irreführung nach dem Massstab von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG beurteilt werden. In Bezug auf die den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechenden Angaben ist zu beachten, dass prospektähnliche Mitteilungen keinen gesetzlichen Mindestinhalt aufweisen müssen.¹³⁶³ 547

7. Zwischenergebnis

Mangelhaft gemäss Art. 69 Abs. 1 FIDLEG sind Prospekte oder Basisinformationsblätter, die «den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben» enthalten. Obwohl sich der Wortlaut im Vergleich zu Art. 752 aOR nicht veränderte, ist dieses Tatbestandselement des widerrechtlichen Verhaltens mit zahlreichen Neuerungen verbunden, denn der Inhalt der gesetzlichen Anforder-

¹³⁶¹ GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 196.

¹³⁶² Siehe vorne Rz 223.

¹³⁶³ Siehe dazu vorne Rz 311. Eine irreführende Unvollständigkeit kann trotzdem vorliegen und eine Haftung auslösen (siehe dazu Rz 577 ff.).

derungen wurde stark erweitert: Während Art. 652a aOR noch einige wenige Angaben im Emissionsprospekt verlangte, besteht im neuen Recht ein ausführlicher Katalog von Mindestangaben, die ein Prospekt enthalten muss (siehe Art. 40 FIDLEG).

- 549 Fehlen die Mindestangaben gemäss Art. 40 FIDLEG, ohne dass gleichzeitig eine Ausnahmegewilligung nach Art. 41 FIDLEG oder eine Erleichterung nach Art. 47 FIDLEG greift, liegt ein unvollständiger Prospekt vor, der eine Haftung nach Art. 69 FIDLEG auslösen kann.¹³⁶⁴ Gleiches gilt für die Angaben der Detailregelung gemäss Art. 50 FIDLEG: Fehlen diese Angaben, obwohl keine Ausnahmegewilligung oder Erleichterungsmöglichkeit besteht, liegt ein unvollständiger Prospekt vor.¹³⁶⁵
- 550 Zum gesetzlichen Mindestinhalt gemäss Art. 40 FIDLEG gehören neu auch Angaben zu wesentlichen Perspektiven und Risiken. Da Angaben zu wesentlichen Perspektiven mit einer inhärenten Unsicherheit verbunden sind, statuiert Art. 69 Abs. 3 FIDLEG ein gesetzliches Haftungsprivileg. Dieses Haftungsprivileg ist nach der hier vertretenen Ansicht auf die Darstellung von Risiken im Prospekt und im Basisinformationsblatt analog anwendbar.
- 551 Schliesslich muss der Prospekt neu eine Zusammenfassung der wesentlichen Angaben enthalten (Art. 40 Abs. 3 FIDLEG). Da eine Zusammenfassung notwendigerweise eine verkürzte Darstellung und deshalb, gemessen an den Mindestangaben, immer unvollständig ist, sieht Art. 69 Abs. 2 FIDLEG ein Haftungsprivileg vor. Demnach wird für Angaben in der Zusammenfassung nur gehaftet, wenn sich erweist, dass diese irreführend, unrichtig oder widersprüchlich sind, wenn sie zusammen mit den anderen Teilen des Prospekts gelesen werden.

C. Unrichtige Angaben

- 552 Gemäss Art. 69 Abs. 1 FIDLEG ist es widerrechtlich, im Prospekt, im Basisinformationsblatt oder in ähnlichen Mitteilungen «unrichtige» (*inexact* bzw. *inesatte*) Angaben zu machen. Eine Angabe ist *unrichtig*, wenn sie *objektiv nicht den Tat-*

¹³⁶⁴ Anders die Rechtslage in Deutschland: Fehlen die Pflichtangaben, ist ein Prospekt noch nicht *per se* unvollständig im Sinn von § 9 WpPG, weil nicht alle Pflichtangaben «wesentlich» sind (ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 46).

¹³⁶⁵ REHM, SK FIDLEG, Art. 40 N 4, ist der Ansicht, dass die Anhänge der FIDLEG nicht in einen übermässigen Formalismus münden sollten.

sachen entspricht.¹³⁶⁶ Anders ausgedrückt ist eine Angabe unrichtig, wenn sie falsch ist. Um eine Falschaussage handelt es sich etwa bei einer manipulierten Jahresrechnung,¹³⁶⁷ falschen Angaben über die Funktionstüchtigkeit einer Technologie,¹³⁶⁸ Geschäftsbeziehungen mit fiktiven Gesellschaften bzw. fiktiven Kundenaufträge,¹³⁶⁹ falschen Angaben über die Zeichnung der Effekten¹³⁷⁰ oder bei der Bezeichnung eines Geschäftsbetriebs als «gekauft», obwohl kein wirksamer Kaufvertrag vorliegt.¹³⁷¹

Der Emittent haftet einerseits für die *Richtigkeit des Mindestinhalts*, den er aufgrund der Prospektspflicht zu veröffentlichen hat.¹³⁷² Andererseits haftet er aber auch für die *Richtigkeit freiwilliger Angaben*, die über den gesetzlichen Mindestinhalt hinausgehen.¹³⁷³

¹³⁶⁶ BGE 129 III 71 E. 2.4, 74 f.; HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.2; AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 69 N 30; BÄRTSCHI, 280; CAMENZIND, 96; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 73; ERB, 127 f.; FUNK, Kommentar OR, Art. 752 N 4; GRONER, 82; NOTH/GROB, AJP 2002, 1451; REUTTER, 45; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 165; Rohr, 217; SPILLMANN/MEYER, 42; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 69 N 11; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1970; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 16; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 75; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 22; ZOBL/ARPAGAUS, Prüfungspflicht, 207); so auch das Verständnis im deutschen Recht (POELZIG, Rz 275).

¹³⁶⁷ Wenn zum Beispiel Umsatzzahlen vorgetäuscht werden (RIHM/KÄNZIG, OFK OR, Art. 752 N 17). Siehe dazu etwa den Börsengang der chinesischen Kaffee-Kette Luckin Coffee in den USA, wobei im Vorfeld des Börsengangs viel zu hohe Umsatzzahlen in der Jahresrechnung ausgewiesen wurden (vgl. HELL, RIW 2021, I).

¹³⁶⁸ Siehe das Beispiel des Schweizer Medizintechnikunternehmens Pendragon Medical: Im Rahmen einer Kapitalerhöhung wurde eine funktionstüchtige Technologie zur effizienteren Messung von Diabetes bei den potenziellen Investoren angepriesen, wobei aber dem Verwaltungsrat der Pendragon Medical bewusst war, dass diese Technologie nicht funktionierte (SCHENKER/GRAND, GesKR 2021, 476).

¹³⁶⁹ Siehe etwa das amerikanische Medizintechnikunternehmen Theranos, wo die Geschäftsleitung behauptete, dass das von Theranos entwickelte Produkt vom US-Verteidigungsministerium in Kriegsgebieten eingesetzt würde (siehe SCHENKER/GRAND, GesKR 2021, 475).

¹³⁷⁰ Siehe BGE 47 II 272 E. 3, 289.

¹³⁷¹ BGH v. 24.4.1978 – II ZR 172/76; dieses und weitere Beispiele aus der deutschen Rechtsprechung bei ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 49.

¹³⁷² Siehe zum Mindestinhalt vorne Rz 462 ff.

¹³⁷³ BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 29; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 60; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1972; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752

- 554 Häufig lässt sich nicht objektiv bestimmen, ob eine Aussage richtig oder falsch ist, weil dem Emittenten bei der Beurteilung ein gewisser Ermessensspielraum zukommt, wie etwa die Anpreisung der (hohen) Qualität der eigenen Produkte.¹³⁷⁴ Bei normativen Aussagen dürfte deshalb *keine Falschaussage vorliegen, wenn der Prospektersteller seinen Ermessensspielraum nicht überschreitet*.¹³⁷⁵ Der Ermessensspielraum dürfte dort nicht mehr eingehalten sein, wo normative Aussagen nicht auf einem soliden Tatsachenfundament stehen oder kaufmännisch nicht mehr vertretbar sind.¹³⁷⁶ Das Gesagte trifft im Wesentlichen auch auf Prognosen und andere Werturteile zu (denn diese sind mit einer inhärenten Unsicherheit verbunden), sie werden aufgrund der spezifischen Haftungsregelung (siehe Art. 69 Abs. 3 FIDLEG) separat behandelt.¹³⁷⁷
- 555 In einem Entscheid zu Art. 1156 Abs. 3 aOR hielt das Bundesgericht fest, dass ein Prospekt auch *inexact*¹³⁷⁸ ist, wenn er zwar den gesetzlichen Mindestinhalt aufweist, aber andere für den Anleger wichtige Informationen zurückbehält.¹³⁷⁹ Ähnlich äusserte sich das Bundesgericht bereits in einem früheren Entscheid, wobei der Verwaltungsrat Tatsachen unterdrückte, die für den Investitionsentscheid mass-

N 5; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 75; ZOBL/ARPAGAU, Prüfungspflicht, 206 f.

¹³⁷⁴ REUTTER, 45; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 75; ähnlich bereits ERB, 128.

¹³⁷⁵ WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 75.

¹³⁷⁶ Siehe MABILLARD, FS Werro, 452, der für den anwendbaren Massstab auf die *business judgment rule* abstellen will; siehe auch AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 31; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 15; DEDEYAN, 899; LENOIR, 103; so auch die Rechtslage in Deutschland ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 48.

¹³⁷⁷ Siehe hinten Rz 488 ff.

¹³⁷⁸ Die Lehre zu Art. 752 aOR ordnete das Fehlen wesentlicher Tatsachen der Irreführung zu (vgl. REUTTER, 45; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 17). Das Bundesgericht konnte sich im angeführten Entscheid jedoch nur auf den Wortlaut von Art. 1156 Abs. 3 aOR abstützen, der das Element der Irreführung nicht erwähnt. Diese Feststellung zeigt zudem, dass eine trennscharfe Abgrenzung zwischen unrichtigen und irreführenden Angaben nicht möglich ist.

¹³⁷⁹ BGE 129 III 71 E. 2.4, 74: «Le prospectus est inexact au sens de cette disposition [Art. 1156 Abs. 3 aOR] lorsqu'il omet des informations importantes pour les souscripteurs ou acquéreurs des obligations.» In diesem Entscheid behielt ein Emittent von Anleiheobligationen Informationen zu seiner schlechten finanziellen Lage zurück.

geblich waren.¹³⁸⁰ In der Lehre fasste vor allem SCHUCANY diese Rechtsprechung treffend zusammen: «*Unrichtige Angaben* liegen nicht nur dann vor, wenn Unrichtiges positiv behauptet, sondern auch dann, wenn Wesentliches verschwiegen wird.»¹³⁸¹ Diese Rechtsprechung wurde jedoch auch kritisiert, weil es sich dabei um eine über den Wortlaut von Art. 752 und Art. 1156 Abs. 3 aOR hinausgehende Erweiterung des gesetzlichen Mindestinhalts gehandelt habe.¹³⁸²

Die erwähnte Rechtsprechung und Lehre ist allerdings in Zusammenhang mit den damals geltenden minimalistischen Anforderungen an den Prospektinhalt nach Art. 652a aOR zu setzen: Die wenigen, gesetzlich vorgeschriebenen Mindestangaben genügten nicht, um den Anlegern ein vollständiges Bild der rechtlichen und wirtschaftlichen Situation des Emittenten zu geben.¹³⁸³ Die Frage dürfte sich allerdings nicht mehr derart akzentuiert stellen, da mit dem neuen Prospektrecht auch der Mindestinhalt des Prospekts erweitert wurde: Der Prospekt muss nun alle für «einen Entscheid der Anlegerin oder des Anlegers wesentlichen Angaben» enthalten (Art. 40 Abs. 1 Ingress FIDLEG). Die gesetzlichen Vorgaben zum Mindestinhalt können jedoch nicht jeden Einzelfall regeln; dem Emittenten kommt bei der Auswahl der Angaben mithin weiterhin ein grosses Ermessen zu. Dies ist insofern relevant, weil auch im neuen Prospektrecht eine Unrichtigkeit bzw. Irreführung vorliegen kann, wenn eine Angabe im Prospekt oder im Basisinformationsblatt fehlt, die *aber notwendig wäre, um eine andere (richtige) Angabe ins richtige Licht zu stellen*.¹³⁸⁴

¹³⁸⁰ BGE 47 II 272 E. 3, 290: «Le renseignement inexact, incomplet et ambigu fourni par les administrateurs qui connaissaient la véritable situation, était donc bien de nature à exercer une influence sur l'opinion que les tiers pouvaient se faire de la société ainsi que sur leur décision de souscrire à l'emprunt.»

¹³⁸¹ SCHUCANY, Art. 752 N 3; ähnlich auch folgende Autoren: BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 32; ERB, 132; FUNK, Kommentar OR, Art. 752 N 4;

¹³⁸² HUNKELER/WOHL, GesKR 2014, 490; SPILLMANN/MEYER, 43; siehe zu Art. 1156 aOR bereits ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 22; diese Rechtsprechung lehnte sich wohl auch an das in Deutschland vertretene Verständnis der «Unrichtigkeit» an (siehe ERB, 132 m.w.N.).

¹³⁸³ Weit über die gesetzlichen Angaben hinaus gingen die Anforderungen an den Kotierungsprospekt der Schweizer Börse SIX (siehe Art. 27 aKR-SIX; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 35 KR N 2; ZINDEL/ISLER, BSK OR II (5. A.), Art. 652a N 6).

¹³⁸⁴ WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 76; siehe ausführlich hinten Rz 560.

D. Irreführende Angaben

1. Einleitende Bemerkungen

- 557 Gemäss Art. 69 Abs. 1 FIDLEG ist es widerrechtlich, im Prospekt, im Basisinformationsblatt oder in ähnlichen Mitteilungen «irreführende» (*trompeuses* bzw. *susceptibili d'indurre in errore*) Angaben zu machen. Irreführende Angaben täuschen die Anleger, indem sie ein *intransparentes oder unklares Bild des Emittenten oder des angebotenen Finanzinstruments vermitteln*.¹³⁸⁵ Irreführende Angaben können auch vorliegen, wenn die erwähnten Tatsachen zwar korrekt sind (also keine Falschaussagen vorliegen) und die gemachten Prognosen vertretbar sind, aber nicht auf die Risiken hingewiesen wird, die sich verwirklichen können.¹³⁸⁶
- 558 In der Lehre wurden irreführende Angaben in verschiedene Fallgruppen eingeteilt.¹³⁸⁷ Nach der hier vertretenen Ansicht können im Wesentlichen zwei Kategorien gebildet werden: Irreführend ist es, wenn wesentliche Angaben fehlen, wodurch die *vorhandenen Angaben in einem falschen Licht erscheinen*, oder die vorhandenen Angaben sind aufgrund ihrer *Form oder ihres Inhalts irreführend*.¹³⁸⁸ Wie bereits erwähnt, können auch Prognosen, Werturteile sowie Angaben zu Risiken irreführend sein.¹³⁸⁹
- 559 Dass irreführende Angaben eine Widerrechtlichkeit begründen können, war früher nicht gänzlich anerkannt.¹³⁹⁰

¹³⁸⁵ Siehe dazu bereits BGE 47 II 272 E. 1, 287: «Le but d'une notice [...] est de fournir aux tiers des données objectives leur permettant de se faire une opinion personnelle adéquate.» Siehe auch NOTH/GROB, AJP 2002, 1451; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 165; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 77.

¹³⁸⁶ HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.2.11, S. 105.

¹³⁸⁷ Siehe BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 32; BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 10; LENOIR, 92; ZOBL/ARPAGAU, Prüfungspflicht, 207 ff.

¹³⁸⁸ Vgl. APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 262 f.; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 76; NOTH/GROB, AJP 2002, 1451; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 17.

¹³⁸⁹ Siehe vorne Rz 508.

¹³⁹⁰ LENOIR, 106 m.w.N.

2. Fehlen wesentlicher Angaben

a) Überblick

Eine Irreführung liegt zunächst vor, wenn *wesentliche Angaben fehlen*,¹³⁹¹ die 560 für eine Beurteilung der rechtlichen und wirtschaftlichen Lage der Gesellschaft notwendig wären. Die fehlenden Angaben täuschen den Anleger, indem sie die vorhandenen Angaben in einem anderen Licht erscheinen lassen bzw. diese nicht relativieren.¹³⁹² Eine im Prospekt oder im Basisinformationsblatt gemachte Aussage ist daher irreführend, wenn ein wesentlicher Teilaspekt nicht offenlegt wird.¹³⁹³ Es ist zum Beispiel irreführend, wenn grundpfandgesicherte Forderungen des Emittenten aufgeführt werden, ohne zu erwähnen, dass deren Vollstreckbarkeit aus juristischen Gründen gefährdet ist.¹³⁹⁴ Die fehlenden Angaben können aber auch im Hinblick auf das gesamte öffentliche Angebot oder die Handelszulassung als wesentlich erscheinen.¹³⁹⁵ Ob die wesentlichen Angaben absichtlich oder nur fahrlässig unerwähnt bleiben, ist nicht im Rahmen der Widerrechtlichkeit, sondern unter dem Aspekt des Verschuldens zu prüfen.

Das Fehlen wesentlicher Angaben war zu Beginn nicht durchgängig als widerrechtliches Verhalten anerkannt. Nach ZIEGLER löste das Verschweigen «ungünstiger Umstände, über welche das Gesetz keine Angabe fordert», keinen Prospekthaftungsanspruch aus.¹³⁹⁶ Die Rechtsprechung äusserte sich allerdings schon früh dazu, dass das *Verschweigen wesentlicher Angaben widerrechtlich* im Sinn von 561

¹³⁹¹ Siehe zum Begriff der Angaben vorne Rz 452.

¹³⁹² Siehe zum Gesagten BGE 112 II 172 E. I.2.a, 176; OG (ZH), ZR 111/2012, 75 ff., E. 4, 83 f.; AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 30; APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 262 f.; BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 18; BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 10; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 14; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 76; FUNK, Kommentar OR, Art. 752 N 4; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 167; WATTER, AJP 1992, 57 f.; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 17.

¹³⁹³ WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 17.

¹³⁹⁴ BGE 112 II 172 E. I.2.a, 177.

¹³⁹⁵ BGE 112 II 172 E. I.2.a, 176: Ein Anleger, der sich für die Zeichnung interessiert, muss über «alle wesentlichen Tatsachen des Vorhabens» sachlich und zutreffend unterrichtet werden.

¹³⁹⁶ ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 22; so auch PABST, 163; für die neuere Lehre HUNKELER/WOHL, GesKR 2014, 490; SPILLMANN/MEYER, 43.

Art. 752 aOR sein konnte.¹³⁹⁷ Das Fehlen wesentlicher Angaben wird zwar vom Wortlaut von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG nicht ausdrücklich erfasst. Die nachfolgenden Überlegungen sprechen jedoch dafür, dass diese Tatbestandsvariante auch im Prospektrecht nach FIDLEG als Irreführung zu betrachten ist:

- 562 – Das FIDLEG erwähnt nun ausdrücklich, dass der Prospekt alle für den Anlegerscheid wesentlichen Angaben zum Emittenten, zu den Effekten und zum Angebot enthalten muss (Art. 40 Abs. 1 Ingress FIDLEG). Dies bedeutet, dass ein Abstellen auf den gesetzlichen Mindestinhalt nicht genügt; vielmehr sind darüber hinaus im Einzelfall auch weitere Angaben in den Prospekt oder das Basisinformationsblatt aufzunehmen, die eine Täuschung der Anleger verhindern.
- 563 – Die Formulierung in Art. 40 Abs. 1 Ingress FIDLEG ist im Zusammenhang mit Art. 41 Abs. 1 lit. a FIDLEG zu lesen, wonach die Nichtaufnahme von Angaben keine Irreführung in Bezug auf wesentliche Tatsachen und Umstände bewirken darf. Daraus ergibt sich, dass wenn eine *verschwiegene Tatsache wesentlich ist, auch eine Irreführung des Anlegers bewirkt* wird.¹³⁹⁸
- 564 – Diese Regelung ist sinnvoll, weil ein gesetzlicher Mindestkatalog nicht alle Einzelheiten abbilden oder auf sämtliche individuellen Umstände eingehen kann. Auch die Detailangaben in den Anhängen 1–5 FIDLEV können nicht jeden Einzelfall sinnvoll abbilden.¹³⁹⁹ Der Emittent hat deshalb weiterhin einen gewissen Ermessensspielraum bei der Auswahl der Angaben, die er in den Prospekt oder das Basisinformationsblatt aufnimmt. Dieser Spielraum soll dem Emittenten aber nicht dazu dienen, dem Anleger wesentliche Tatsachen oder Umstände vorzuenthalten.
- 565 – Die gesetzlich vorgesehene Prüfung des Prospekts beschränkt sich auf die «formelle Vollständigkeit» im Sinn eines *rule check*. Der Prüfstelle obliegt gerade nicht die Beurteilung, ob weitere Informationen über den Emittenten

¹³⁹⁷ BGE 132 III 715 E. 2.3, 718; BGE 129 III 71 E. 2.4, 75; BGE 112 II 172 E. I.2.a, 176; BGE 47 II 272 E. 3, 290; HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.2; OG (ZH), ZR 111/2012, 75 ff., E. 4, 83 f.

¹³⁹⁸ COURVOISIER, SK FIDLEG, Art. 41 N 6; vgl. Erläuternder Bericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 49.

¹³⁹⁹ REHM, SK FIDLEG, Art. 40 N 4. Die Arbeiten des Ordnungsgebers an den gesetzlichen Detailangaben in den Anhängen 1–5 der FIDLEV haben sich dementsprechend «äusserst schwierig» gestaltet (Erläuternder Bericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 9, 71).

vorliegen, deren Aufnahme notwendig wäre, damit der Prospekt nicht irreführend ist (Art. 59 Abs. 1 FIDLEV).¹⁴⁰⁰

Auf der anderen Seite ist zu beachten, dass ein unbestimmter Rechtsbegriff wie der Terminus der «wesentlichen Angaben» eine gewisse Rechtsunsicherheit schafft. Da ein gewisser Spielraum bei der Beurteilung besteht, welche Informationen für den Anleger wesentlich sind, ist ein vorsichtiger Emittent eher dazu geneigt, möglichst viele Angaben zu machen, um einem späteren Vorwurf des Verschweigens wesentlicher Tatsachen vorzubeugen. Ein Mehr an Informationen kann aber gerade für kleinere Unternehmen eher hinderlich sein, weil höhere Erstellungskosten anfallen.¹⁴⁰¹ Zu hohe Kosten bei der Kapitalaufnahme können schliesslich dazu führen, dass sich Unternehmen nicht mehr mittels öffentlicher Angebote, sondern auf eine andere Weise finanzieren.¹⁴⁰² 566

Nach den obigen Ausführungen ist festzuhalten, dass ein Verschweigen wesentlicher Angaben im Prospekt auch unter Art. 69 FIDLEG irreführend sein kann.¹⁴⁰³ 567

Im europäischen Prospektrecht besteht eine ähnliche Rechtslage: Die Prospektverordnung enthält nur Mindestangaben, die in jedem Fall in einem Prospekt enthalten sein müssen (Art. 6 i. V.m. Art. 13 EU-ProspektVO). Wenn die Mindestangaben kein vollständiges und richtiges Bild des Emittenten abgeben, sind darüber hinaus weitere Informationen in den Prospekt aufzunehmen.¹⁴⁰⁴ 568

Irreführend im Sinn von unvollständig sind auch Angaben, wenn im Prospekt oder im Basisinformationsblatt nicht auf die relevanten Risiken des Emittenten oder der ausgegebenen Effekten hingewiesen wird. Da das neue Prospektrecht gewisse Angaben zu den Risikofaktoren vorschreibt, kann auf die dazu gemachten Ausführungen verwiesen werden.¹⁴⁰⁵ 569

¹⁴⁰⁰ Siehe zum Gesagten Erläuternder Bericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 49; siehe auch WEBER/WILDBERGER, GesKR 2023, 23, die festhalten, dass die Prüfstelle gerade keine *due diligence* durchführt und die inhaltliche Richtigkeit der Informationen im Prospekt nicht beurteilt.

¹⁴⁰¹ JUTZI, Unternehmenspublizität, Rz 608.

¹⁴⁰² Siehe HUNKELER/WOHL, GesKR 2014, 490; SPILLMANN/MEYER, 43.

¹⁴⁰³ So auch VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1970; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 26; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 77.

¹⁴⁰⁴ Die deutsche Lehre spricht dabei vom übergeordneten Prinzip der Prospektwahrheit und Prospektvollständigkeit (SCHLITT/RIES, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Art. 6 EU-ProspektVO Rz 17; siehe auch MÜLBERT/STEUP, in: Habersack/Mülbart/Schlitt, Rz 41.42 ff.).

¹⁴⁰⁵ Siehe hinten Rz 506 ff.

b) Wesentlichkeit der verschwiegenen Angaben

- 570 Damit es zu einer Irreführung des Anlegers kommt, müssen die fehlenden Angaben «wesentlich» sein. Es stellt sich die Frage, anhand welcher Kriterien die Wesentlichkeit zu beurteilen ist. Dazu kann zunächst auf den Gesetzeszweck abgestellt und danach eine vergleichbare kapitalmarktrechtliche Bestimmung herangezogen werden.
- 571 Ziel der Vorgaben an den Mindestinhalt gemäss Art. 40 Abs. 1 FIDLEG ist es, dem Anleger einen informierten Anlageentscheid zu ermöglichen.¹⁴⁰⁶ Für die Wesentlichkeit sollte deshalb relevant sein, ob die *fehlende Angabe geeignet ist, den Anleger*¹⁴⁰⁷ *in seinem Anlageentscheid zu beeinflussen*. Dasselbe Resultat erhält man bei einer Heranziehung der Bestimmungen des FIDLEG zu den Prospektnachträgen: Gemäss Art. 56 Abs. 1 FIDLEG ist ein Nachtrag zu einem Prospekt zu veröffentlichen, wenn «neue Tatsachen eintreten oder festgestellt werden und diese die Bewertung der Effekten wesentlich beeinflussen könnten». Die Verordnung ergänzt dazu, dass die Tatsachen geeignet sein müssen, «den durchschnittlichen Marktteilnehmer in seinem Anlageentscheid oder die durchschnittliche Marktteilnehmerin in ihrem Anlageentscheid wesentlich zu beeinflussen». Die Wesentlichkeit muss sich zudem auf Faktoren beschränken, die *objektiv geeignet sind*, den Anlageentscheid zu beeinflussen.¹⁴⁰⁸ Der Emittent kann und soll nicht alle Informationen berücksichtigen, die nur subjektiv für einzelne Anleger wesentlich sein könnten.¹⁴⁰⁹
- 572 Der Anlageentscheid des durchschnittlichen, verständigen Anlegers dürfte vor allem durch die mit der Investition *verbundenen Risiken und Chancen beeinflusst* werden.¹⁴¹⁰ Fehlt etwa ein den Emittenten oder die Effekten betreffender relevanter Risikofaktor, irrt der Anleger in seiner vorgängigen Beurteilung der Risiken (und der Chancen, die einem höheren Risiko gegenüberstehen). Relevant ist deshalb

¹⁴⁰⁶ REHM, SK FIDLEG, Art. 40 N 4.

¹⁴⁰⁷ Siehe zum Anlegerleitbild vorne Rz 455 ff.

¹⁴⁰⁸ Die Sachlage ist ähnlich wie bei einem Grundlagenirrtum gemäss Art. 24 Abs. 1 Ziff. 4 OR.

¹⁴⁰⁹ Siehe zum Gesagten LENOIR, 97. So auch die Rechtslage in Deutschland: Wesentliche Angaben betreffen Umstände, die «objektiv» zu den wertbildenden Faktoren einer Anlage gehören (ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 45; POELZIG, Rz 273).

¹⁴¹⁰ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 45.

eine klare und genügend substantiierte Risikoaufklärung.¹⁴¹¹ Die Chancen einer Kapitalanlage hängen eng mit deren Bewertung zusammen. Fehlen für die Bewertung wesentliche Angaben, irrt der Anleger ebenfalls. Bei den Informationen, die die Bewertung einer Kapitalanlage beeinflussen, ist zwischen Beteiligungsrechten und Forderungsrechten zu differenzieren: Für Beteiligungsrechte sind insbesondere das Wachstum und die Gewinnentwicklung des Unternehmens für den Wert entscheidend. Wesentlich sind vor allem Angaben zur finanziellen und organisatorischen Verfassung des Unternehmens sowie Informationen zum Geschäftsumfeld und der Positionierung des Unternehmens im Markt.¹⁴¹² Bei Forderungsrechten dürfte der Wert hauptsächlich von der Kreditfähigkeit des Emittenten, von den vertraglich vereinbarten Konditionen und vom allgemeinen Marktzinssatz abhängig sein.¹⁴¹³

Das *Wesentlichkeitserfordernis* kann anhand einiger Beispiele aus der schweizerischen Rechtsprechung illustriert werden: Es ist irreführend, wenn grundpfandgesicherte Forderungen wie Inhaberschuldbriefe des Emittenten aufgeführt werden, ohne zu erwähnen, dass deren Vollstreckbarkeit aus juristischen Gründen gefährdet ist;¹⁴¹⁴ oder wenn Umstände verschwiegen werden, die auf eine drastische Verschlechterung der finanziellen Lage des Emittenten hinweisen.¹⁴¹⁵ Eine irreführende Unvollständigkeit liegt vor, wenn in den Emissionsunterlagen keine Angaben zur Höhe der anfallenden und durch den Emissionserlös teilweise zu til-

¹⁴¹¹ HG (ZH), HG170097-O, 24. 11. 2020, E. 3.3.2.11, S. 105; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 17; siehe zu den Anforderungen der Risikoaufklärung vorne Rz 509 ff.

¹⁴¹² Siehe PETER, Rz 87; vgl. auch GRONER, 82, für den ein Prospekt unvollständig ist, wenn wesentliche Angaben (rechtlicher oder tatsächlicher Natur) über die Vermögens- und Ertragslage fehlen. Dasselbe Resultat erhält man auch durch eine Auslegung von Art. 40 Abs. 1 lit. a FIDLEG. Nach dieser Bestimmung hat der Prospekt mindestens Angaben zum obersten Management (Ziff. 1), zur finanziellen Situation (Ziff. 2), zur Geschäftslage (Ziff. 3) und zu den wesentlichen Aussichten und Risiken (Ziff. 4) zu enthalten.

¹⁴¹³ PETER, Rz 87.

¹⁴¹⁴ BGE 112 II 172 E. I.2.a, 177.

¹⁴¹⁵ BGE 129 III 71 E. 2.4, 74 f., obwohl der Prospekt in diesem Entscheid als *inexact* bezeichnet wurde, ist das Beispiel doch der Irreführung zuzuordnen. Das Bundesgericht äusserte sich im Entscheid zu Art. 1156 Abs. 3 aOR, der die Tatbestandsvariante der Irreführung nicht im Wortlaut enthielt. Die Lehre wies aber zu Recht darauf hin, dass auch irreführende Angaben die Widerrechtlichkeit erfüllen (siehe WATTER, BSK Wertpapierrecht, Art. 1156 N 26). Diese Bestimmung sah nur die Tatbestandsvarianten der Unrichtigkeit und der nicht den gesetzlichen Anforderungen entsprechenden Angaben vor.

genden Beratungskosten gemacht werden.¹⁴¹⁶ Irreführend ist es zudem, wenn wesentliche Risikohinweise zur Geschäftstätigkeit des Emittenten gänzlich fehlen.¹⁴¹⁷

- 574 In der deutschen Rechtsprechung finden sich weitere einschlägige Beispiele:¹⁴¹⁸ Irreführend ist es etwa, wenn bedeutende kapitalmässige und personelle Verpflichtungen¹⁴¹⁹, geplante Kurspflegemassnahmen¹⁴²⁰ oder die Anhängigkeit einer Anfechtungsklage¹⁴²¹ verschwiegen werden; wenn nicht erkennbar ist, dass ein Gewinn aus der Offenlegung stiller Reserven stammt;¹⁴²² wenn Fördermittel in Aussicht gestellt werden, ohne Verweisung, dass auf deren Ausrichtung kein Rechtsanspruch besteht;¹⁴²³ wenn ein Verlustübernahmevertrag besteht und nicht offengelegt wird;¹⁴²⁴ wenn ein in Gutachten über prognostizierte Winderträge empfohlener Sicherheitsabschluss verschwiegen wird;¹⁴²⁵ oder wenn der Umfang von «weichen Kosten», die in erheblicher Höhe anfallen, nicht erwähnt wird.¹⁴²⁶
- 575 Zu beachten ist, dass einzelne Angaben, die nicht unbedingt als wesentlich zu betrachten sind, bei Nichterwähnung zu einem *trügerischen Gesamtbild* führen könnten.¹⁴²⁷
- 576 Bei bereits bekannten Tatsachen ist zu unterscheiden: *Allgemein bekannte Tatsachen* sowie *Selbstverständlichkeiten* sind nicht als wesentlich zu qualifizieren. Sie dürften regelmässig keinen Einfluss auf den Anlageentscheid haben. Dies setzt

¹⁴¹⁶ HG (ZH), HG170097-O, 24. 11. 2020, E. 3.3.2.2, S. 61; siehe auch FUCHS, LSR 2022, 59.

¹⁴¹⁷ HG (ZH), HG170097-O, 24. 11. 2020, E. 3.3.2.11, S. 105, wobei den Anlegern in prospektähnlichen Dokumenten ein faktisch stabiles Unternehmen präsentiert wurde, das ohne wesentliche Risiken den Betrieb aufnehmen und sofort profitabel wirtschaften könnte.

¹⁴¹⁸ Für weitere Beispiele siehe ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 60; WATTER, AJP 1992, 58; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 17.

¹⁴¹⁹ Siehe BGH, 6. 10. 1980, II ZR 60/80.

¹⁴²⁰ BGH, 5. 7. 1993, II ZR 194/92.

¹⁴²¹ BGH, 14. 7. 1998, XI ZR 173/97; die Offenlegung von (bedeutenden) Rechtsstreitigkeiten ist nun explizit in Art. 40 Abs. 1 lit. a Ziff. 4 FIDLEG vorgeschrieben.

¹⁴²² BGH, 21. 10. 2014, XI ZB 12/12.

¹⁴²³ Siehe BGH, in: WM 21/2010, 972 ff.

¹⁴²⁴ Siehe BGH, in: WM 9/2008, 391 ff.

¹⁴²⁵ Siehe BGH, in: WM 24/2008, 1116 ff.

¹⁴²⁶ Siehe BGH, 6. 2. 2006, II ZR 329/04.

¹⁴²⁷ Dazu sogleich Rz 577 ff.

voraus, dass diese Tatsachen dem durchschnittlichen Anleger oder Marktteilnehmer und nicht nur einer spezifischen Gruppe von Anlegern bekannt sind.¹⁴²⁸ Emittentenspezifische Tatsachen können, auch wenn sie allgemein bekannt sind, bei Nichterwähnung den Anleger irreführen.¹⁴²⁹

3. Irreführung durch Inhalt und Form

Die in einem haftungsbegründenden Dokument vorhandenen Aussagen können auch für sich betrachtet irreführend sein. Eine Irreführung bewirken vorhandene Angaben, wenn sie *widersprüchlich sind oder in unverständlicher oder unübersichtlicher Weise dargestellt* werden.¹⁴³⁰ Die Verständlichkeit wird durch die Verwendung anspruchsvoller Sprache (viele Fachausdrücke oder fremdsprachige Begriffe) beeinträchtigt. Der Massstab, an dem die Verständlichkeit gemessen wird, richtet sich jedoch massgeblich nach dem relevanten Adressatenkreis des Prospekts, da das Fach- und Sprachwissen sehr unterschiedlich sein kann.¹⁴³¹ Bei der Beurteilung der Verständlichkeit eines Prospekts ist nach der hier vertretenen Ansicht auf den durchschnittlichen Anleger bzw. Marktteilnehmer abzustellen.¹⁴³² Weil das Basisinformationsblatt immer für Privatkunden bestimmt ist (siehe Art. 58 Abs. 1 FIDLEG), ist eine einfache Sprache zu verwenden (siehe Art. 61 Abs. 1 FIDLEG).¹⁴³³ Formale und stilistische Mängel dürften grundsätzlich nicht irreführend sein, ausser sie sind so gravierend, dass ein falscher Gesamteindruck hervorgerufen wird.¹⁴³⁴

¹⁴²⁸ Siehe zum Gesagten AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 30; HARISBERGER, SZW 2021, 181.

¹⁴²⁹ ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 167.

¹⁴³⁰ APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 263; BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 18; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 32; BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 10; CAMENZIND, 97; CORBOZ/AUBRY-GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 17; ERB, 129; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 74 f.; DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 23; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 992; LENOIR, 106 f.; NOTH/GROB, AJP 2002, 1451 f.; REUTTER, 46; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 19; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 165 f.; ROHR, 219; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 17; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 78; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 22; ZOBL/ARPAGAU, Prüfungspflicht, 207.

¹⁴³¹ Siehe zum Gesagten NOTH/GROB, AJP 2002, 1451.

¹⁴³² Siehe zum Anlegerleitbild beim Prospekt vorne Rz 455 ff.

¹⁴³³ Siehe zum Anlegerleitbild beim Basisinformationsblatt auch vorne Rz 459.

¹⁴³⁴ LENOIR, 108; NOTH/GROB, AJP 2002, 1451; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 17; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 78.

- 578 Vom Anleger wird aber auch eine gewisse *Sorgfalt beim Studium des Prospekts oder des Basisinformationsblatts erwartet*. Er hat grundsätzlich damit zu rechnen, dass der Prospekt nicht nur Banalitäten, sondern auch komplizierte Ausführungen enthalten kann, um ein vollständiges Bild der Chancen und Risiken der Kapitalanlage abzugeben. Irreführend können die Angaben deshalb nur sein, wenn sie auch nach genauem Studium einen falschen Eindruck erwecken.¹⁴³⁵
- 579 Sind einzelne Angaben unverständlich oder widersprüchlich, sind diese im gesamten Kontext zu interpretieren; *massgeblich ist mithin der Gesamteindruck*.¹⁴³⁶ Der Anleger kann nicht auf eine einzelne (heikle) Aussage vertrauen, ohne die weiteren Angaben hinzuziehen. Vielmehr muss er in diesem Fall die restlichen Angaben (oder die durch Verweisung einbezogenen Dokumente) sorgfältig lesen oder beim Prospektersteller nachfragen.¹⁴³⁷ Das Gesagte kann an folgendem Beispiel illustriert werden: Eine prospektähnliche Mitteilung erwähnt sehr hohe Umsatzprognosen für ein zukünftiges Produkt. Da sich diese Prognosen teilweise auf Abnahmeverpflichtungen stützen, sind sie für sich betrachtend nicht irreführend. In der gleichen Mitteilung hat es zudem widersprüchliche oder unverständliche Angaben zur Marktreife des Produkts. Auch diese Angaben sind einzeln für sich betrachtet nicht irreführend. Zusammen ergeben die Angaben aber ein täuschendes Gesamtbild, indem den Anlegern ein stabiles Unternehmen dargestellt wird, das ohne wesentliche Risiken den Betrieb aufnehmen und sofort profitabel wirtschaften könnte.¹⁴³⁸
- 580 Irreführend kann auch eine *täuschende Unübersichtlichkeit* sein. Davon ist auszugehen, wenn der Prospekt oder das Basisinformationsblatt zwar die geforderten Mindestangaben enthält, «aber ausserdem noch so viel mehr und anderes (erfolgsverheissenderes) und zudem in einer solchen Aufmachung, dass [...] geradezu über die Massgeblichkeit der in den Hintergrund gedrängten gesetzlich geforderten

¹⁴³⁵ Siehe zum Gesagten LENOIR, 106.

¹⁴³⁶ CAMENZIND, Fn 90; NOTH/GROB, AJP 2002, 1451; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 161; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 17; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 78; auch im deutschen Recht ist der Gesamteindruck massgebend (siehe ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 66).

¹⁴³⁷ Siehe zum Gesagten HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.2.3, S. 68. Ein täuschendes Gesamtbild kann auch entstehen, wenn zahlreiche positive, aber je für sich noch vertretbare, Werturteile erwähnt werden, die aber in ihrer Gesamtheit Fehlvorstellungen wecken (siehe ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 67).

¹⁴³⁸ HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.2.11, S. 104 f.; dazu auch FUCHS, LSR 2022, 50 f.

Angaben hinwegtäuscht [wird]». ¹⁴³⁹ Der Prospekt darf demnach nicht mit unwesentlichen Informationen überladen werden, so dass die für den Anlageentscheid wesentlichen Angaben in den Hintergrund gedrängt werden. ¹⁴⁴⁰ Dies gilt auch für die Risikoaufklärung im Prospekt und im Basisinformationsblatt: Die Erwähnung zahlreicher allgemeiner, für die Geschäftstätigkeit irrelevanter Risiken kann die für den Anlageentscheid wesentlichen Risiken verdecken. ¹⁴⁴¹ LENOIR vertritt sogar die Ansicht, die Erwähnung von allgemein bekannten Risiken wirke eher haftungsbegründend als haftungsbefreiend. ¹⁴⁴² Bei der Beurteilung einer täuschenden Unübersichtlichkeit ist nach der hier vertretenen Ansicht eine gewisse Zurückhaltung geboten: Zum einen verlangt das neue Prospektrecht eine Vielzahl von Mindestangaben, die der Emittent ohnehin machen muss (vgl. Art. 40 FIDLEG i.V.m. Art. 50 FIDLEV). Zum anderen wird dem Emittenten Unmögliches aufgetragen, wenn er zwar alles (für den Anlageentscheid) Wesentliche erwähnen, sich gleichzeitig aber im inhaltlichen Umfang beschränken muss. Um sein eigenes Haftungsrisiko zu verringern, sollte es dem Emittenten deshalb nicht verwehrt werden, freiwillige, haftungsbefreiende Angaben zu machen.

E. Zeitpunkt der Beurteilung der Mangelhaftigkeit; Pflicht zur Aktualisierung und Berichtigung

1. Zeitpunkt der Beurteilung der Mangelhaftigkeit

Es stellt sich zunächst die Frage, nach welchem *Zeitpunkt* beurteilt wird, ob die Angaben im haftungsbegründenden Dokument mangelhaft sind. Unter Art. 752 aOR erfolgte die Beurteilung, ob Angaben im Prospekt unrichtig, irreführend oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechen, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Prospekts. ¹⁴⁴³ Im neuen Prospektrecht stellt sich die Frage, ob

¹⁴³⁹ ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 22; siehe auch BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 18; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 32; ERB, 129; LENOIR, 107; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 166.

¹⁴⁴⁰ Siehe ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 166.

¹⁴⁴¹ NOTH/GROB, AJP 2002, 1451 f.; zu den Anforderungen an die Risikoaufklärung siehe hinten Rz 509 ff.

¹⁴⁴² LENOIR, 136.

¹⁴⁴³ BGE 129 III 71 E.2.4, 74 f.: «Le prospectus doit fournir des renseignements véridiques sur la situation de l'émetteur *au moment de l'émission* [...]» (Hervorhebung hinzugefügt); BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 10; CAMENZIND, 101; ERB, 136; GRONER, 82; HUBER, Schutz, 82; REUTTER, 44; ROHR, 219; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 20; ZOBL/ARPAGAU, Prüfungspflicht, 207;

mit der Einführung der Prüfpflicht nicht auf den Zeitpunkt der Genehmigung abzustellen ist.

- 582 Mit dem neuen Prospekt geht ein Paradigmenwechsel einher: Prospekte sind neu vor der Veröffentlichung durch eine staatlich zugelassene Prüfstelle auf Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit zu prüfen (Art. 51 Abs. 1 FIDLEG). Die Prüfstelle entscheidet über die Genehmigung des Prospekts in Form einer Verfügung (vgl. Art. 53 Abs. 4 FIDLEG).¹⁴⁴⁴ Erst nach der Genehmigung darf der Emittent den Prospekt veröffentlichen und erst nach der Veröffentlichung darf das öffentliche Angebot oder die Zulassung zum Handel beginnen (Art. 51 Abs. 1 i.V.m. Art. 35 Abs. 1 FIDLEG).¹⁴⁴⁵ Diese Regelung steht im Einklang mit dem europäischen Prospektrecht, das eine Veröffentlichung des Prospekts von einer vorgängigen Billigung abhängig macht (siehe Art. 20 Abs. 1 i.V.m. Art. 21 Abs. 1 EU-ProspektVO).¹⁴⁴⁶
- 583 Die Lehre zum deutschen Prospektrecht stellt für die Beurteilung, ob die Angaben im Prospekt unrichtig sind, auf Zeitpunkt der Billigung des Wertpapierprospekts ab.¹⁴⁴⁷ Für das schweizerische Prospektrecht ist dies jedoch aus nachfolgenden Überlegungen abzulehnen und es ist weiterhin auf den *Zeitpunkt der Veröffentlichung des Prospekts* abzustellen:
- 584 – Ob die Angaben unrichtig oder irreführend sind oder nicht den gesetzlichen Anforderungen entsprechen, ist grundsätzlich aus *Sicht der Anleger* zu beurteilen.¹⁴⁴⁸ Der Prospekt wird den Anlegern erst im Zeitpunkt der Veröffentlichung zur Kenntnis gebracht. Es ist deshalb folgerichtig, wenn sich die Beurteilung der Mangelhaftigkeit der Angaben auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung bezieht.
- 585 – Ein Abstellen auf den Zeitpunkt der Genehmigung durch die Prüfstelle funktioniert nicht für alle Effekten: Es gibt Effekten, deren Prospekt erst nach der Veröffentlichung geprüft werden muss (siehe Art. 51 Abs. 2 FIDLEG i.V.m. Art. 60 FIDLEV). Zu diesen Effekten gehören etwa Anleiheobligationen

ZOBL/KRAMER, Rz 1154; siehe auch BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 31, der auch einen Stichtag kurz vor dem Publikationszeitpunkt genügen lässt, sofern der Stichtag im Prospekt genannt oder sonst wie deutlich zum Ausdruck kommt.

¹⁴⁴⁴ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8982; siehe BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 51 N 3; SHEIKH/PROBST, CapLaw 2018, 14.

¹⁴⁴⁵ Siehe BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 51 N 6; GRUNDER, SZW 2019, 583.

¹⁴⁴⁶ Siehe GRUNDER, SZW 2019, 582.

¹⁴⁴⁷ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 39.

¹⁴⁴⁸ Siehe vorne Rz 454 ff.

und strukturierte Produkte mit einer Laufzeit von mehr als 30 Tagen (siehe FIDLEV, Anhang 7, Ziff. 1 und 2).

- Prospekte sind nach der Genehmigung während zwölf Monaten gültig (siehe Art. 55 Abs. 1 FIDLEG). Der Emittent kann nach der Genehmigung eine gewisse Zeit abwarten, bevor er den Prospekt veröffentlicht und das öffentliche Angebot startet bzw. das Gesuch um Handelszulassung stellt. Ergeben sich in dieser Zeit neue Tatsachen oder Umstände, muss der Emittent diese in den Prospekt aufnehmen. Wenn die Tatsache geeignet ist, den Kurs der Effekten zu beeinflussen, muss der Nachtrag zusätzlich durch die Prüfstelle genehmigt werden (Art. 56 Abs. 2 FIDLEG). 586
- Der Emittent kann den Prospekt vor der Veröffentlichung inhaltlich in gewissem Umfang ergänzen, ohne dass diese neuen Tatsachen von der Prüfstelle zu genehmigen sind (siehe Art. 56 Abs. 4 FIDLEG). Für die Beurteilung solcher Angaben kann zwangsläufig nicht der Zeitpunkt der nicht erfolgten Genehmigung massgebend sein. 587

Aus oben genannten Gründen ist für die Beurteilung der Widerrechtlichkeit der Angaben wie nach bisheriger Rechtslage auf den *Zeitpunkt der Veröffentlichung* des Prospekts abzustellen.¹⁴⁴⁹ In der Praxis dürfte der Prospekt in der Regel zeitnah nach der Genehmigung durch die Prüfstelle veröffentlicht werden. Für prospektähnliche Mitteilungen ist für die Beurteilung der Mangelhaftigkeit der Angaben ebenfalls auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung abzustellen. Die Angaben sind immer am aktuellen Kenntnisstand der Anleger im Zeitpunkt der Veröffentlichung zu messen. Über neue Erkenntnisse oder Tatsachen müssen Anleger aufgeklärt werden.¹⁴⁵⁰ 588

Für das Basisinformationsblatt ist dagegen auf den Zeitpunkt der Erstellung bzw. der letzten Aktualisierung abzustellen, denn es wird nicht wie ein Prospekt veröffentlicht, sondern den Privatkunden anlässlich eines Angebots von Finanzinstrumenten zur Verfügung gestellt (siehe Art. 58 Abs. 1 FIDLEG). Auf den Zeitpunkt der Genehmigung kann dagegen nicht abgestellt werden, da das Basisinformationsblatt nicht durch die Prüfstelle geprüft werden muss.¹⁴⁵¹ 589

¹⁴⁴⁹ So auch WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 83.

¹⁴⁵⁰ Siehe dazu die Ausführungen zur Nachtragspflicht hinten Rz 590 ff.

¹⁴⁵¹ Art. 51 FIDLEG *e contrario*; siehe auch SHEIKH/PROBST, CapLaw 2018, 14.

2. Pflicht zur Aktualisierung und Berichtigung

a) *Beim Prospekt*

- 590 Der Prospektersteller muss einen Nachtrag zum Prospekt erstellen, wenn zwischen der Genehmigung des Prospekts und dem endgültigen Schluss eines öffentlichen Angebots oder einer Eröffnung des Handels auf einem Handelsplatz «neue Tatsachen» eintreten und diese die Bewertung der Effekten wesentlich beeinflussen könnten (siehe Art. 56 Abs. 1 FIDLEG). Diese *Aktualisierungspflicht* steht im Einklang mit dem Zweck der Prospektspflicht, wonach die Angaben im Prospekt «so objektiv und aktuell wie möglich» sein sollen.¹⁴⁵² Auch das europäische Prospektrecht statuiert eine Aktualisierungspflicht für den Prospekt (Art. 23 Abs. 1 EU-ProspektVO).
- 591 Eine Verletzung der Aktualisierungspflicht stellt ein *widerrechtliches Verhalten* im Sinn von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG dar und kann eine Prospekthaftung begründen, sofern der Prospekt durch die Nichterwähnung der neuen Tatsachen oder Umstände unrichtig oder irreführend wird bzw. nicht mehr den gesetzlichen Anforderungen entspricht.¹⁴⁵³ Allerdings stellt dies keine Neuerung im Vergleich zur bisherigen Rechtslage dar, denn eine Aktualisierungspflicht wurde auch unter Art. 752 aOR mehrheitlich befürwortet.¹⁴⁵⁴
- 592 Die Lehre zu Art. 752 aOR befürwortete indes auch eine Berichtigungspflicht hinsichtlich nachträglich erkannter Mängel des Prospekts.¹⁴⁵⁵ Im neuen Recht ist unklar, ob Art. 56 Abs. 1 FIDLEG auch eine Berichtigungspflicht umfasst, da der Wortlaut der Bestimmung nur «neue» – das heisst nach der Genehmigung eingetretene – Tatsachen erwähnt.¹⁴⁵⁶ Auch das europäische Prospektrecht statuiert eine

¹⁴⁵² Botschaft FIDLEG/FINIG, 8974; Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 52; LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 56 N 2.

¹⁴⁵³ GL.M. VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1969; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 32; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 83.

¹⁴⁵⁴ Befürwortend: AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 30; BÄRTSCHI, 282; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 32; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 16; DEDEYAN, 700, 899; EGGEN, SZW 2010, 211; LENOIR, 108 f.; NOTH/GROB, AJP 2002, 1452; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 24; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 167; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 20; WEBER, SZW 1993, 57; ZÜRCHER, SZW 2006, 132; vgl. auch BGE 129 III 71 E. 2.7, 76; HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.2, S. 31; ablehnend: CAMENZIND, 101; ERB, 136; ROHR, 219 f.

¹⁴⁵⁵ LENOIR, 108; NOTH/GROB, AJP 2002, 1453; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 167; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 20.

¹⁴⁵⁶ Siehe VON JEINSEN, BSK FIDLEG, Art. 56 N 12.

Berichtigungspflicht in Bezug auf «jede wesentliche Unrichtigkeit oder jede wesentliche Ungenauigkeit in Bezug auf die in einem Prospekt enthaltenen Angaben» (Art. 23 Abs. 1 EU-ProspektVO).

Unabhängig vom Inhalt von Art. 56 Abs. 1 FIDLEG ist aus Sicht der Prospekthaftung widerrechtlich, wenn bereits gemachte Angaben unrichtig oder irreführend sind. Der Prospektersteller muss deshalb die Möglichkeit haben, *nachträglich entdeckte Unrichtigkeiten im Prospekt*, die die Bewertung der Effekten und damit den Kaufentscheid des Anlegers beeinflussen könnten,¹⁴⁵⁷ zu korrigieren.¹⁴⁵⁸ Eine Missachtung dieser Berichtigungspflicht stellt – wie nach bisheriger Rechtslage – ein widerrechtliches Verhalten im Sinn von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG dar.¹⁴⁵⁹ Dieses Ergebnis entspricht auch dem europäischen und deutschen Prospektrecht.¹⁴⁶⁰

Von der Aktualisierungs- und Berichtigungspflicht sind alle Tatsachen erfasst, die *im Zeitpunkt der Prospektveröffentlichung nicht mehr stimmen oder neu hinzugetreten sind*. Tatsachen sind dabei Zustände oder Ereignisse der Gegenwart oder Vergangenheit, die dem Beweis zugänglich sind. Bei Tatsachen ist deshalb objektiv nachprüfbar, ob sie eingetreten sind.¹⁴⁶¹ Keine Tatsachen sind deshalb bloss Gerüchte, Gewinnschätzungen Dritter, Ideen, Planungsvarianten, Absichten oder Prognosen, die lediglich auf Erwartungen oder Hoffnungen und nicht im Wesentlichen auf Tatsachen beruhen.¹⁴⁶² Sofern Dritte, die nicht in das Angebot oder die Handelszulassung involviert sind, Informationen über den Emittenten

¹⁴⁵⁷ Siehe zu den Entscheidungskriterien VON JEINSEN, BSK FIDLEG, Art. 56 N 16 ff.; ZÜRCHER, SZW 2006, 130.

¹⁴⁵⁸ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8983, wobei «Unrichtigkeiten» speziell erwähnt werden; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 201; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 56 N 1; ähnlich in Bezug auf das Registrierungsformular SCHLEIFFER/SCHÄRLI, SK FIDLEG, Art. 44 N 50 f.

¹⁴⁵⁹ G.L.M. WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 32; siehe auch folgende Autoren, die eine Berichtigungspflicht unter Art. 56 Abs. 1 FIDLEG befürworten: SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 201; SPOERLÉ, BMK Finanzmarktarchitektur, Rz 482; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 56 N 1; VON JEINSEN, BSK FIDLEG, Art. 56 N 12.

¹⁴⁶⁰ Eine Verletzung der Pflicht zur Aktualisierung bzw. Berichtigung des Prospekts gemäss Art. 23 Abs. 1 EU-ProspektVO führt nach deutschem Recht nämlich ebenso zu einer Prospekthaftung gemäss §§ 8 ff. WpPG (SEITZ, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Art. 23 EU-ProspektVO Rz 162). Allerdings kann auf den wenig greifbaren Begriff der «wesentlichen Ungenauigkeit» verzichtet werden (siehe VON JEINSEN, BSK FIDLEG, Art. 56 N 12).

¹⁴⁶¹ HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 72 KR N 18; LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 56 N 6; siehe zur Abgrenzung auch vorne Rz 452.

¹⁴⁶² Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 52.

oder die Effekten verbreiten, trifft den Emittenten keine Aktualisierungs- und Berichtigungspflicht.¹⁴⁶³

- 595 Die Aktualisierungs- und Berichtigungspflicht besteht bis zum Ende des Angebots oder bis zur Eröffnung des Handels (vgl. Art. 56 Abs. 1 FIDLEG).¹⁴⁶⁴ Umstritten war der anwendbare Zeitraum, wobei die Mehrheitsmeinung eine Aktualisierungs- und Berichtigungspflicht bis zum Ende der Zeichnungsfrist befürwortete.¹⁴⁶⁵ Ob Angaben in einem Nachtrag mangelhaft sind, ist im Zeitpunkt der Veröffentlichung des Nachtrags zu beurteilen.¹⁴⁶⁶

b) Bei prospektähnlichen Mitteilungen

- 596 Der Wortlaut von Art. 56 Abs. 1 FIDLEG erfasst *nur Prospekte*. Es stellt sich deshalb die Frage, ob im Hinblick auf die Widerrechtlichkeit der Prospekthaftung eine Aktualisierungs- und Berichtigungspflicht auch für prospektähnliche Mitteilungen gilt. Nach bisheriger Rechtsprechung und Lehre mussten auch prospektähnliche Mitteilungen aktuell sein bzw. nachträglich korrigiert werden.¹⁴⁶⁷
- 597 Unabhängig vom Anwendungsbereich von Art. 56 Abs. 1 FIDLEG erfasst die Prospekthaftung auch mangelhafte Angaben in prospektähnlichen Mitteilungen. Aus den Materialien und den parlamentarischen Protokollen ist zudem nicht ersichtlich, dass von der bisherigen Rechtsprechung und Lehre zu Art. 752 aOR abgewichen werden sollte. Nach der hier vertretenen Ansicht ist es deshalb auch unter Art. 69 FIDLEG *widerrechtlich, wenn prospektähnliche Mitteilungen nicht*

¹⁴⁶³ NOTH/GROB, AJP 2002, 1453; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 32.

¹⁴⁶⁴ Ausführlich dazu VON JEINSEN, BSK FIDLEG, Art. 56 N 14; siehe auch SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 202; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 32; vgl. auch Art. 23 Abs. 1 EU-ProspektVO.

¹⁴⁶⁵ EGGEN, SZW 2010, 211; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 63 f.; DEDEYAN, 700; NOTH/GROB, AJP 2002, 1453; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 167; WATTER, BSK OR II (S. A.), Art. 752 N 20; ZOBL/KRAMER, Rz 1154; ZÜRCHER, SZW 2006, 132; folgende ältere Lehrmeinungen befürworteten die Aktualisierungspflicht nur bis zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Prospekts: BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 10; CAMENZIND, 101; ERB, 136; ROHR, 219 f.; ZOBL/ARPAGAU, Prüfungspflicht, 207.

¹⁴⁶⁶ WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 83.

¹⁴⁶⁷ Zur neuen Rechtslage: WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 32; zur bisherigen Rechtslage: LENOIR, 110; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 168; WATTER, BSK OR II (S. A.), Art. 752 N 20; siehe auch HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.2.1, S. 49.

*aktualisiert oder berichtigt werden.*¹⁴⁶⁸ Dazu können zwei Gründe aufgeführt werden: Erstens entspricht es dem Zweck der Prospekthaftung, dem Anleger einen fundierten Anlageentscheid zu ermöglichen, wozu auch aktuelle und richtige Angaben in prospektähnlichen Mitteilungen erforderlich sind.¹⁴⁶⁹ Zum anderen können neue Tatsachen oder Umstände genau gleich wie beim Prospekt dazu führen, dass die bereits gemachten Angaben unrichtig oder irreführend werden oder nicht mehr den gesetzlichen Anforderungen entsprechen.

Um den Anlegern die Kenntnisnahme zu erleichtern, sollte die Aktualisierung der prospektähnlichen Mitteilung in derselben oder einer ähnlichen Form wie die ursprüngliche Mitteilung erfolgen.¹⁴⁷⁰

c) *Nachträgliche «Heilung» von Angaben?*

Bei grösseren Transaktionen kann es sein, dass mehrere prospektähnliche Mitteilungen veröffentlicht werden.¹⁴⁷¹ Diese können mangelhafte Angaben enthalten, die im Widerspruch zum Prospekt oder zu anderen prospektähnlichen Mitteilungen stehen. In der Lehre wird deshalb die Ansicht vertreten, dass mangelhafte Angaben in prospektähnlichen Mitteilungen keine Widerrechtlichkeit im Sinn von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG auslösen, wenn sie durch einen später veröffentlichten Prospekt «geheilt» werden.¹⁴⁷²

Dieser Sichtweise ist Folgendes entgegenzuhalten: Aus Sicht des Anlegerschutzes muss jede prospektähnliche Mitteilung richtig und nicht irreführend sein, das heisst, jede prospektähnliche Mitteilung, die die Anforderungen von Art. 69 FIDLEG verletzt, kann eine Haftung auslösen.¹⁴⁷³ Eine «Heilung» durch einen nachträglich veröffentlichten Prospekt ist m.E. nur möglich, wenn in der prospektähnlichen Mitteilung darauf hingewiesen wird, dass der Anlageentscheid nur aufgrund des Prospekts zu fällen ist.¹⁴⁷⁴ In diesem Fall ist es dem Anleger zuzumuten, den

¹⁴⁶⁸ Gl.M. WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 32.

¹⁴⁶⁹ Siehe Botschaft FIDLEG/FINIG, 8974; Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 52.

¹⁴⁷⁰ ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 168; ZÜRCHER, SZW 2006, 132.

¹⁴⁷¹ Dagegen kann es bei einer Emission nur einen Prospekt geben (vgl. vorne Rz 265).

¹⁴⁷² GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 194.

¹⁴⁷³ So bereits SCHRAFL, 59.

¹⁴⁷⁴ A.M. GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 194, die der Ansicht sind, dass Dokumente, die auf die alleinige Relevanz des Prospekts hinweisen, grundsätzlich nicht haftungsrelevant sind.

Prospekt vor dem Anlageentscheid zu konsultieren.¹⁴⁷⁵ Dagegen erfasst Art. 69 FIDLEG uneingeschränkt mangelhafte prospektähnliche Mitteilungen, die nach der Veröffentlichung des Prospekts, aber noch vor dem Ende des Angebots oder Eröffnung des Handels veröffentlicht werden.¹⁴⁷⁶

- 601 Falls kein Prospekt vorhanden ist, muss jede prospektähnliche Mitteilung *für sich gesehen wahr und vollständig* sein. Eine nachträgliche Aktualisierung bzw. Berichtigung ist aber auch hier möglich, wobei zu fordern ist, dass die Aktualisierung in einer ähnlichen Form wie die bereits veröffentlichte prospektähnliche Mitteilung zu erfolgen hat. Eine rein mündliche Berichtigung genügt nach der hier vertretenen Ansicht nicht.¹⁴⁷⁷ Zeitlich gesehen muss die Aktualisierung bzw. Berichtigung noch *vor* dem Anlageentscheid erfolgen. Die Berichtigung der prospektähnlichen Mitteilung führt dazu, dass sich der Anleger nicht mehr auf die entsprechenden Angaben in der prospektähnlichen Mitteilung berufen kann.¹⁴⁷⁸

3. Anpassungen des Basisinformationsblatts

- 602 Das Basisinformationsblatt unterliegt hinsichtlich Aktualität und Richtigkeit der Angaben einer eigenen gesetzlichen Regelung. Demnach überprüft der Ersteller regelmäßig die im Basisinformationsblatt enthaltenen Angaben und überarbeitet sie, soweit sich wesentliche Änderungen ergeben (Art. 62 Abs. 1 FIDLEG). Die Pflicht zur Aktualisierung gilt so lange, wie das Finanzinstrument Privatkunden angeboten wird (Art. 91 Abs. 1 FIDLEV). Die Aktualisierungspflicht setzt eine Erstellungspflicht voraus. Entscheidet sich der Ersteller also, das Finanzinstrument nur an Privatkunden im Rahmen eines Vermögensverwaltungsauftrags zu verkaufen, entfällt eine Erstellungs- und damit auch eine Aktualisierungspflicht (Art. 58 Abs. 2 FIDLEG).¹⁴⁷⁹

¹⁴⁷⁵ Dies gilt umso mehr, wenn man davon ausgeht, dass die Anleger ihren Investitionsentscheid oft auf Empfehlungen von Finanzspezialisten stützen. Von derartigen Spezialisten kann erwartet werden, dass sie sich bei der Erstellung ihrer Empfehlungen auf die Angaben im Prospekt stützen und deshalb erkennen können, wenn ein materieller Unterschied zu einer früher veröffentlichten prospektähnlichen Mitteilung besteht.

¹⁴⁷⁶ GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 194.

¹⁴⁷⁷ GL.M. ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 167; a.M. AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 31; NOTH/GROB, AJP 2002, 1453; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 20.

¹⁴⁷⁸ GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 194; siehe auch ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 69.

¹⁴⁷⁹ FAVRE/BORENS, SK FIDLEG, Art. 62 N 2.

F. Bedeutung der Prüfung des Prospekts für die Widerrechtlichkeit

Der Prospekt wird neu durch eine staatlich zugelassene Prüfstelle vor der Veröffentlichung auf Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit geprüft (siehe Art. 51 Abs. 1 FIDLEG). Die Vollständigkeitsprüfung beschränkt sich jedoch auf die «formelle Vollständigkeit» im Sinn eines *rule check*, das heisst, es wird nur überprüft, ob die Schemata der Anhänge 1–5 der FIDLEV eingehalten werden.¹⁴⁸⁰ Die Prüfstelle muss die Angaben im Prospekt *nicht materiell überprüfen*.¹⁴⁸¹ Die Prüfstelle ist gemäss dem Erläuternden Bericht zur FIDLEV «nicht dazu aufgerufen», zu beurteilen, ob weitere Informationen über den Emittenten vorliegen, deren Aufnahme notwendig wäre, damit der Prospekt nicht irreführend ist.¹⁴⁸² Die Lehre legt den Satzteil «nicht dazu aufgerufen» so aus, dass die Prüfstelle auch *keine Nachforschungen* anstellen darf.¹⁴⁸³ Dies im Gegensatz zum europäischen Prospektrecht, wo die jeweiligen Prüfbehörden Informationen ausserhalb des eingereichten Prospekts für die Beurteilung der Vollständigkeit einbeziehen dürfen.¹⁴⁸⁴

Unter *Kohärenz* hat die Prüfstelle die *innere Widerspruchsfreiheit* des Prospekts zu prüfen.¹⁴⁸⁵ Widersprüche können sich zum Beispiel ergeben, wenn die Risikofaktoren nicht mit der Zusammenfassung oder anderen Bestandteilen des Prospekts übereinstimmen oder sich die im Prospekt wiedergegebenen Finanzzahlen und diejenigen der einbezogenen Finanzberichte widersprechen.¹⁴⁸⁶ Die Prüfung der Kohärenz hat sich aber auf *offensichtliche Widersprüche zu beschränken*.¹⁴⁸⁷

¹⁴⁸⁰ Siehe Art. 59 Abs. 1 FIDLEV; BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 51 N 10; GRUNDER, SZW 2019, 584; SHEIKH/PROBST, CapLaw 2018, 14; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 199; WEBER/WILDBERGER, GesKR 2023, 28.

¹⁴⁸¹ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8981; Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 49; BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 51 N 10; GRUNDER, SZW 2019, 584; MÜLLER/NIETLISPACH, CHK OR, Art. 652a N 15d; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 198 f.; WEBER/WILDBERGER, GesKR 2023, 23.

¹⁴⁸² Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 49.

¹⁴⁸³ GRUNDER, SZW 2019, 584; ähnlich BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 51 N 10; WEBER/WILDBERGER, GesKR 2023, 28.

¹⁴⁸⁴ ESMA Bericht vom 28.3.2018, Rz 839; GRUNDER, SZW 2019, 584.

¹⁴⁸⁵ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8981.

¹⁴⁸⁶ Siehe SER, Kohärenz und Verständlichkeit, 1; BX Swiss AG, Reglement der Prüfstelle, Ziff. 6.2; GRUNDER, SZW 2019, 585; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 199; WEBER/WILDBERGER, GesKR 2023, 29.

¹⁴⁸⁷ BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 51 N 11; GRUNDER, SZW 2019, 585; SPILLMANN/GIGER, GesKR 2019, 199.

- 605 Die Prüfung der Verständlichkeit wird in den Materialien nicht näher ausgeführt.¹⁴⁸⁸ Es ergibt sich jedoch – wie bereits erwähnt – aus anderen Bestimmungen, dass der Prospekt eine «leicht verständliche Form» aufzuweisen hat.¹⁴⁸⁹ Die Prüfung der Verständlichkeit durch die Prüfstelle dürfte sich darauf beschränken, ob der Prospekt übersichtlich gestaltet ist, keine bewusst irreführende Sprache verwendet und keine sonstigen gravierenden formellen Mängel enthält.¹⁴⁹⁰
- 606 Die Prüfung durch die Prüfstelle macht den Prospekt bzw. die darin enthaltenen Angaben nicht mangelfrei.¹⁴⁹¹ Die Prüfstelle muss aufgrund ihrer eingeschränkten Kognition nicht beurteilen, ob weitere Informationen über den Emittenten vorliegen, deren Aufnahme notwendig wäre, damit der Prospekt nicht irreführend ist.¹⁴⁹² Zudem muss sie auch nicht überprüfen, ob die gemachten Angaben der Wahrheit entsprechen.¹⁴⁹³ Die Prüfung durch die Prüfstelle kann damit nicht verhindern, dass der Prospekt unrichtige oder irreführende Angaben enthält. Der Prospekt kann aber auch im Zeitpunkt der Genehmigung wahr und vollständig sein, jedoch nachträglich unrichtig oder irreführend werden und damit Gegenstand der Prospekthaftung nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG sein. Dies ist der Fall, wenn zwischen der Genehmigung des Prospekts und dem endgültigen Schluss eines öffentlichen Angebots oder einer Eröffnung des Handels auf einem Handelsplatz neue Tatsachen eintreten, die die Bewertung der Effekten wesentlich beeinflussen könnten. In diesen Fällen muss ein Nachtrag zum Prospekt verfasst werden (Art. 56 Abs. 1 FIDLEG).

¹⁴⁸⁸ Vgl. Botschaft FIDLEG/FINIG, 8981; Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 49, wonach für die Begriffe Kohärenz und Verständlichkeit «im Wesentlichen bereits ein allgemeines Verständnis» bestehe.

¹⁴⁸⁹ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8974.

¹⁴⁹⁰ Siehe SER, Kohärenz und Verständlichkeit, 1; BX Swiss AG, Reglement der Prüfstelle, Ziff. 6.3; BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 51 N 12; GRUNDER, SZW 2019, 585; WEBER/WILDBERGER, GesKR 2023, 28 f.

¹⁴⁹¹ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 39.

¹⁴⁹² Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 49.

¹⁴⁹³ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8981; Erläuterungen FIDLEV/FINIV/AOV 2019, 49; GRUNDER, SZW 2019, 584; WEBER/WILDBERGER, GesKR 2023, 23.

III. Besondere Pflichten bei der Prospekterstellung

A. Überblick

Widerrechtlich im Sinn von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG handelt zunächst, wer seinen *Beitrag* an der Prospekterstellung *fehlerhaft erbringt*.¹⁴⁹⁴ Darüber hinaus haben gewisse in die Prospekterstellung involvierte Personen spezielle Pflichten, etwa eine Überprüfungspflicht, zu beachten. Voraussetzung der Widerrechtlichkeit ist dabei immer, dass tatsächlich ein haftungsbegründendes Dokument mit mangelhaften Angaben veröffentlicht wurde. Zudem stellt sich die Frage, ob es widerrechtlich ist, die Prospekterstellung trotz Prospektpflicht zu unterlassen. Schliesslich ist auch zu untersuchen, ob eine verspätete Prospektveröffentlichung widerrechtlich sein kann. 607

B. Pflicht zur Überprüfung der Angaben

Nach bisheriger Rechtslage konnte es widerrechtlich sein, wenn der Prospektersteller erhaltene Angaben im Prospekt verarbeitete, ohne diese zu überprüfen. Es war allerdings umstritten, inwieweit sich der Prospektersteller auf die Aussagen anderer involvierter Personen verlassen konnte und wie weit eine derartige Überprüfungspflicht reichte.¹⁴⁹⁵ Unbestritten war in der Lehre die *Überprüfungspflicht* des *lead manager*, sofern er den Emissionsprospekt anhand der Informationen des Emittenten oder Dritter erstellte.¹⁴⁹⁶ Er hatte den Emissionsprospekt zumindest auf 608

¹⁴⁹⁴ Siehe zum Kreis der potenziell in die Prospekterstellung involvierten Personen vorne Rz 394.

¹⁴⁹⁵ Siehe für eine Übersicht über den Meinungsstand HOPT, Rz 155 und 186; LENOIR, 110; NOTH/GROB, AJP 2002, 1454. Die Prüfpflicht wird teilweise auch unter dem Aspekt des Verschuldens geprüft (siehe etwa WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 31). Nach richtiger Ansicht von HOPT handelt es sich bei der Prüfungspflicht jedoch um eine echte Verhaltenspflicht und nicht um eine blossige Frage des Verschuldens (HOPT, Rz 155).

¹⁴⁹⁶ BGE 129 III 71 E. 2.6, 75 f.; BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, N 504; CAMENZIND, 112 f.; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 23; ERB, 143 ff.; HOPT, 186 ff.; NEIDHART, 106 f.; RAYROUX/AESCHIMANN, 225; REUTTER, 58; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 168; ROHR, 225; WATTER, AJP 1992, 60; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 31; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 22; ZOBL/ARPAGAUS, Prüfungspflicht, 210; ZOBL/KRAMER, Rz 1159; siehe zur Notwendigkeit einer Überprüfungspflicht auch BÄRTSCHI, 281, der zu Recht darauf hinweist, dass der Emittent «prinzipiell ein Interesse an einer beschönigenden Darstellung der wirt-

Vollständigkeit hin zu prüfen.¹⁴⁹⁷ Umstritten war dagegen, inwieweit er auch den Prospektinhalt zu prüfen hatte.¹⁴⁹⁸ In der Lehre wurde zwischen ungeprüften und geprüften Aussagen des Emittenten unterschieden: Bei ungeprüften Aussagen des Emittenten musste der *lead manager* zumindest in der Lage sein, die Richtigkeit der Angaben nachzuvollziehen. Bei geprüften Aussagen des Emittenten, die etwa von der Revisionsstelle oder von sachkundigen Dritten stammten, bestand keine Prüfungspflicht, sofern *keine alarmierenden Anzeichen vorlagen, die zu einer grösseren Vorsicht verpflichteten*.¹⁴⁹⁹ Der *lead manager* durfte sich nach einer weitergehenden Ansicht in der Lehre nur auf Aussagen unabhängiger Dritter verlassen. Bei Aussagen von Anwälten, die in einem Mandatsverhältnis zum Emittenten stehen, muss der *lead manager* den potenziellen Interessenkonflikt beachten und die Aussagen zumindest einer Plausibilitätsprüfung unterziehen.¹⁵⁰⁰

- 609 In Bezug auf die Überprüfungspflicht des *lead manager* ist aus der Botschaft und den Protokollen der parlamentarischen Beratungen nicht ersichtlich, dass eine Änderung beabsichtigt war. Inhaltlich kann deshalb auf die bisherigen Ausführungen von Rechtsprechung und Lehre abgestellt werden.¹⁵⁰¹ Unter Art. 69 FIDLEG gilt in Bezug auf die Überprüfungspflicht der Prospektersteller nach der hier vertretenen Ansicht Folgendes: Die in die Prospekterstellung involvierten Personen

schaftlichen Situation» hat; siehe hierzu auch KÖNDGEN, Theorie der Prospekthaftung, 46, wonach die Bank den Prospekt umso mehr überprüfen müsse, wenn sie die Redaktion weitgehend dem Emittenten überlasse.

¹⁴⁹⁷ APPENZELER/WALLER, GesKR 2007, 270; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 88; LENOIR, 110 ff.; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 168; WATTER, BSK OR II (S. A.), Art. 752 N 31; ZOBL/ARPAGAU, Prüfungspflicht, 210 ff.

¹⁴⁹⁸ Siehe etwa HÄMMERLI, 302, wonach der Bank eine «genaue materielle und formelle Überprüfung» zugemutet werden könne, weil diese das Emissionsgeschäft berufsmässig ausübe.

¹⁴⁹⁹ Siehe zum Gesagten DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 89; HOPT, Rz 186 ff.; MAROLDA MARTINEZ/VON DER CRONE, SZW 2003, 164; MAURENBRECHER, AJP 1998, 1343; ZOBL/ARPAGAU, Prüfungspflicht, 210 ff.; siehe auch BGE 129 III 71 E. 2.6, 75 f.; siehe auch KÖNDGEN, Theorie der Prospekthaftung, 46, wonach die Bank «die Richtigkeit der Information stichprobenweise, aber planmässig überprüfen» müsse.

¹⁵⁰⁰ MAROLDA MARTINEZ/VON DER CRONE, SZW 2003, 164; weiterführend auch LENOIR, 110 ff., der den Umfang der Prüfungspflicht bei sämtlichen Passivlegitimierten untersucht, wobei drei Kriterien angewendet werden: Umfang der Kenntnis des Prospekts, Spezialist oder Generalist und Intensität der Prüfungstätigkeit.

¹⁵⁰¹ Es gilt insofern der bereits erwähnte Grundsatz, dass Art. 69 FIDLEG Rechtsprechung und Lehre zu den bisherigen Bestimmungen von Art. 752 und Art. 1156 Abs. 3 aOR übernimmt (siehe vorne Rz 62).

können sich auf die *Aussagen von Experten verlassen*, sofern es *keine alarmierenden Anzeichen*¹⁵⁰² gibt, die *eigene Nachforschungen* nahelegen.¹⁵⁰³ Der *lead manager* hat weiterhin eine inhaltliche Überprüfungspflicht gegenüber ungeprüften Aussagen des Emittenten.¹⁵⁰⁴ Die Pflicht, den Prospekt auf Vollständigkeit zu prüfen, erübrigt sich m.E. jedoch, da diese Aufgabe von der neu geschaffenen Prüfstelle erfüllt wird.¹⁵⁰⁵ Zudem gilt weiterhin, dass sich der *lead manager* nur auf geprüfte Aussagen unabhängiger Dritter verlassen darf. Er muss deshalb insbesondere Aussagen von Anwälten, die in einem Mandatsverhältnis zum Emittenten stehen, aufgrund der potenziellen Interessenkonflikte einer Plausibilitätsprüfung unterziehen.¹⁵⁰⁶

C. Unterlassen der Prospektveröffentlichung trotz Prospektpflicht

Unter Art. 752 aOR war umstritten, ob das *Unterlassen der Prospekterstellung* 610 trotz anwendbarer Prospektpflicht widerrechtlich war. Im Unterschied zu Art. 1156 Abs. 3 aOR («ohne Zugrundelegung eines diesen Vorschriften entsprechenden Prospektes»)¹⁵⁰⁷ enthielt der Wortlaut von Art. 752 aOR keine Antwort darauf, ob auch eine unterlassene Prospektveröffentlichung widerrechtlich war. Die gänzliche Nichtbeachtung der Prospekterstellungspflicht wurde von einem überwiegenden

¹⁵⁰² Derartige Anzeichen können sich etwa aus öffentlich zugänglichen Informationen wie zum Beispiel der Herabsetzung eines Ratings oder den branchen- bzw. marktspezifischen Kenntnissen des *lead manager* ergeben (MAURENBRECHER, AJP 1998, 1343; ZOBL/ARPAGAUS, Prüfungspflicht, 213 f.).

¹⁵⁰³ Dies hat das Bundesgericht in BGE 129 III 71 zwar nur in Bezug auf die Prüfungspflicht des *lead manager* festgehalten, es gilt m.E. aber für sämtliche an der Prospekterstellung involvierten Personen (gl.M. WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 47; siehe auch HG [ZH], HG170097-O, 24. 11. 2020, E. 3.2, S. 32).

¹⁵⁰⁴ Gl.M. WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 47.

¹⁵⁰⁵ Die Prüfstelle prüft den Prospekt auf «Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit» (Art. 51 Abs. 1 FIDLEG, siehe auch vorne Rz 603).

¹⁵⁰⁶ Siehe dazu vorne Rz 608; allerdings geht die Prüfpflicht nicht so weit wie von NEIDHART, 107, vorgeschlagen, wonach der *lead manager* auch die Bücher des Emittenten prüfen müsse. Dem *lead manager* steht weiterhin die Möglichkeit der Exkulpation offen, wenn er im Rahmen seiner *due diligence defense* nachweisen kann, dass er bei der Erstellung und der Überprüfung des Prospekts die unter den Umständen gebotene Sorgfalt angewendet hat (APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 265; WALLER, Underwriting Agreement, 250; siehe ausführlich hinten Rz 747).

¹⁵⁰⁷ Siehe dazu BGE 129 III 71 E. 2.4, 74.

Teil der Lehre als widerrechtliches Verhalten qualifiziert.¹⁵⁰⁸ Diejenigen Autoren, die eine Haftung ablehnten, begründeten dies damit, dass nach Art. 752 aOR nur ein aktives Handeln und nicht auch ein Unterlassen widerrechtlich war. Diese Autoren befürworteten stattdessen eine Haftung der Organe des Emittenten nach Art. 754 OR, die für die Erstellung des Prospekts verantwortlich gewesen wären.¹⁵⁰⁹

- 611 Ob ein Unterlassen der Prospektveröffentlichung als widerrechtliches Verhalten unter Art. 69 Abs. 1 FIDLEG qualifiziert, ist ebenfalls umstritten.¹⁵¹⁰
- 612 Der Wortlaut von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG lässt diesbezüglich keinen eindeutigen Schluss zu: Mit «Angaben macht» ist *zunächst nur ein aktives Handeln* angesprochen, womit ein Unterlassen der entsprechenden Erstellungspflichten nicht inkludiert wäre.¹⁵¹¹
- 613 Gesetzessystematisch handelt es sich bei der Prospekthaftung um einen Spezialtatbestand des ausservertraglichen Haftpflichtrechts.¹⁵¹² Im ausservertraglichen Haftpflichtrecht ist allgemein anerkannt, dass eine Schadenszufügung auch durch eine Unterlassung erfolgen kann, sofern eine entsprechende Pflicht zum Handeln besteht.¹⁵¹³ Nun begründet Art. 35 FIDLEG gerade eine derartige Pflicht zum Han-

¹⁵⁰⁸ Befürwortend: BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 490; BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 10; CAMENZIND, 97; ERB, 126; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 37 N 86; LENOIR, 89 f.; LÜCHINGER, Rz 1001; NOTH/GROB, AJP 2002, 1452; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 165; SCHWEIZER, 66; SPILLMANN/MEYER, 42; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 11, 18; ZOBL/KRAMER, Rz 1151; vgl. auch BGE 47 II 272 E. 1, 287; kritisch: REUTTER, 48; befürwortend in Bezug auf Art. 1156 aOR ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 22.

¹⁵⁰⁹ Siehe zum Gesagten BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 16; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 18; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 976.

¹⁵¹⁰ Befürwortend: COURVOISIER, SZW 2020, 322; MABILLARD, FS Werro, 453; MAUCHLE, BMK Finanzmarktarchitektur, Rz 341; MAURENBRECHER, FS von der Crone, 578; ROUILLER *et al.*, R553; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK OR, Art. 69 N 4; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 29; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 82; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 2094; ablehnend: VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1963; siehe auch GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 194, die bei verspäteter Prospektveröffentlichung nur eine strafrechtliche Sanktion gemäss Art. 90 FIDLEG befürworten.

¹⁵¹¹ Siehe dazu BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 18; REUTTER, 48; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1963.

¹⁵¹² Siehe dazu ausführlich vorne Rz 72 ff.

¹⁵¹³ BREHM, BK OR, Art. 41 N 56b; FELLMANN/KOTTMANN, Rz 345; HONSELL/ISERING/KESSLER, § 3 Rz 35; OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 3 Rz 52 f.; REY/WILD-

deln, denn sie bestimmt, dass bei jedem öffentlichen Angebot oder bei jeder Handelszulassung ein Prospekt zu erstellen ist. Zusätzlich statuiert auch Art. 69 Abs. 1 FIDLEG die Pflicht, einen Prospekt oder ein Basisinformationsblatt zu erstellen, das «den gesetzlichen Anforderungen» entspricht. Wer bei einem öffentlichen Angebot oder einer Handelszulassung keinen Prospekt oder kein Basisinformationsblatt erstellt, obwohl das Gesetz dies vorschreibt, der liefert aber gerade *nicht die gesetzlich vorgeschriebenen Angaben*.¹⁵¹⁴

Aus teleologischer Sicht ist zunächst zu erwähnen, dass die Prospekthaftung dem Anleger- und dem Funktionsschutz dient. Wer es bei einem öffentlichen Angebot¹⁵¹⁵ trotz des Prospektzwangs unterlässt, einen Prospekt zu veröffentlichen, verletzt sowohl den individuellen Anleger- als auch den gesamtwirtschaftlichen Funktionsschutz. Stehen nämlich die relevanten Informationen überhaupt nicht zur Verfügung, führt das zur gleichen Fehleinschätzung beim Anleger wie die fehlerhafte Information.¹⁵¹⁶ Dass Art. 69 FIDLEG auch die *Unterlassung der Prospekterstellung trotz Prospektpflicht erfasst*, folgt auch aus dem Schluss vom Kleineren auf das Grössere (*a minori ad maius*).¹⁵¹⁷ Wenn bereits ein mangelhafter Prospektinhalt die Haftung auslöst, muss auch eine gänzliche Nichtbeachtung der Prospektpflicht zu einer Haftung führen.¹⁵¹⁸ Andere Rechtsnormen bieten keinen ausreichenden Schutz des Anlegers im Fall der Nichtbeachtung der Prospektpflicht. Zwar kennt das FIDLEG mit Art. 90 Abs. 1 lit. b eine Strafbestimmung, die den Fall der verspäteten Veröffentlichung mit Busse sanktioniert. Mit der Strafbestimmung ist der Anleger jedoch nur unzureichend geschützt, weil ihm das Strafrecht keine Geltendmachung eines persönlichen Schadens infolge der prospektlosen Emission ermöglicht.¹⁵¹⁹ Ebenfalls keinen umfassenden Schutz bietet die Haftung gemäss Art. 754 OR, denn diese erfasst in ihrem persönlichen Anwen-

HABER, Rz 713; 803; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 4.78; siehe auch ERB, 132, und insbesondere das dort erwähnte Beispiel.

¹⁵¹⁴ Siehe dazu ERB, 126; siehe auch COURVOISIER, SZW 2020, 322; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 82.

¹⁵¹⁵ Die Frage der Unterlassung stellt sich bei einer Handelszulassung nicht, weil die Handelsplätze eine Kotierung ohne vorgeschriebenen Prospekt verweigern würden (siehe Art. 27 Abs. 1 KR-SIX).

¹⁵¹⁶ MABILLARD, FS Werro, 453.

¹⁵¹⁷ KRAMER, 234 f.

¹⁵¹⁸ WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 82.

¹⁵¹⁹ Allerdings wird in der Lehre die Ansicht vertreten, dass Art. 90 FIDLEG eine Schutznorm im Sinn von Art. 41 OR ist und dem Anleger dadurch eine Liquidation seines Schadens ermöglicht wird (siehe WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 48).

dungsbereich nur Organe einer Aktiengesellschaft (siehe Art. 754 Abs. 1 OR). Sobald ein Emittent nicht die Rechtsform einer Aktiengesellschaft aufweist, sind die für das öffentliche Angebot verantwortlichen Personen von der Haftung nach Art. 754 OR ausgenommen. Dies würde zu einer Lücke führen, denn mit der Herauslösung aus dem Aktienrecht erfasst die Prospekthaftung nach FIDLEG nun sämtliche Emittenten unabhängig von ihrer Rechtsform und unabhängig von den angebotenen Finanzinstrumenten.

- 615 Aus rechtsvergleichender Perspektive ist anzufügen, dass das deutsche Prospektrecht eine *eigene Haftungsnorm bei fehlenden Prospekten statuiert* (siehe § 14 WpPG). Nach dieser Bestimmung kann der Erwerber von Wertpapieren die Erstattung des Kaufpreises verlangen, wenn entgegen der Prospektpflicht von Art. 3 Abs. 1 EU-ProspektVO kein Angebotsprospekt¹⁵²⁰ veröffentlicht wurde.¹⁵²¹

D. Verspätete Prospektveröffentlichung

- 616 Der Prospekt muss *spätestens* mit Beginn des öffentlichen Angebots oder der Handelszulassung veröffentlicht werden (Art. 64 Abs. 1 lit. b FIDLEG).¹⁵²² Dies entspricht der bisherigen Praxis bei einem öffentlichen Angebot von Aktien.¹⁵²³ Beginnt das öffentliche Angebot, ohne dass ein Prospekt veröffentlicht wurde, kann der Prospektersteller zunächst aus strafrechtlicher Sicht mit einer Busse bestraft werden (Art. 90 Abs. 1 lit. b FIDLEG). Aus zivilrechtlicher Sicht stellt sich die Frage, ob die verspätete Veröffentlichung ein widerrechtliches Verhalten im Sinn von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG begründet.¹⁵²⁴ Dabei sind zwei Szenarien denkbar:

¹⁵²⁰ Bei einem Börsenzulassungsprospekt stellt sich die Frage der Unterlassung – wie im schweizerischen Recht – nicht, weil der Handelsplatz die Zulassung der Wertpapiere verweigert und folglich auch kein Schaden resultieren kann (ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 14 WpPG Rz 5).

¹⁵²¹ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 14 WpPG Rz 4 ff.; noch zur alten deutschen Rechtslage unter § 24 WpPG MÜLBERT/STEUPE, in: Habersack/Mülberr/Schlitt, Rz 41.62 ff.

¹⁵²² Siehe BÖSCH/LEISINGER, SK FIDLEG, Art. 51 N 6; siehe zum genauen Zeitpunkt RAUN, BSK FIDLEG, Art. 64 N 3 f.

¹⁵²³ LANZ/JURT, SK FIDLEG, Art. 64 N 12.

¹⁵²⁴ Diese Frage stellt sich so nicht bei einem Gesuch um Zulassung zum Handel an einem Handelsplatz, denn der Handelsplatz wird ohne einen genehmigten Prospekt schon gar nicht zur Prüfung des Gesuchs übergehen (vgl. Art. 27 KR-SIX; siehe auch Art. 5 Abs. 1 Ziff. 1 RLV-B-SIX).

- Erstens könnte der Emittent den Prospekt, den er bereits erstellt hat, erst nach dem Beginn des öffentlichen Angebots, aber noch vor dessen Abschluss veröffentlichen.¹⁵²⁵ Eine derartige verspätete Prospektveröffentlichung ist m.E. nicht vom Wortlaut von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG gedeckt.¹⁵²⁶ Solange noch vor dem Abschluss des Angebots ein Prospekt veröffentlicht wird, ist der Anleger- und Funktionsschutz gewährleistet.¹⁵²⁷ Zudem ist aus dem klaren Wortlaut von Art. 90 Abs. 1 lit. b FIDLEG ersichtlich, dass der Gesetzgeber die verspätete Prospektveröffentlichung nur strafrechtlich sanktionieren wollte. 617
- Zweitens könnte der Emittent den Prospekt, den er bereits erstellt hat, gar nicht mehr veröffentlichen. Dabei liegt ein gänzlichliches Unterlassen der Prospektveröffentlichung trotz Prospektpflicht vor, worauf – wie vorne ausgeführt – die Prospekthaftung anzuwenden ist.¹⁵²⁸ 618

IV. Fazit

Nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG handelt widerrechtlich, *wer seinen Beitrag an der Prospekterstellung fehlerhaft erbringt* und es dadurch zur Veröffentlichung eines haftungsbegründenden Dokuments mit mangelhaften Angaben kommt. Nicht mehr widerrechtlich handelt dagegen, wer ein fehlerhaftes haftungsbegründendes Dokument bloss verbreitet. Mangelhafte Angaben können aus verschiedenen Gründen vorliegen: 619

Erstens, wenn ein haftungsbegründendes Dokument erstellt und veröffentlicht wird, das *nicht den gesetzlichen Anforderungen entspricht*. Dieses Tatbestandselement ist mit zahlreichen Neuerungen verbunden, denn der Umfang der gesetzlichen Anforderungen wurde stark erweitert: Neu muss der Prospekt umfangreiche Mindestangaben zum Emittenten, den angebotenen oder zum Handel zugelassenen Effekten und zum Angebot selbst enthalten (Art. 40 FIDLEG). Zudem muss der Prospekt nun Angaben zu wesentlichen Perspektiven und Risiken enthalten. Man- 620

¹⁵²⁵ Für die Handelszulassung ist diese Variante nicht denkbar, da die zuständige Börse schlicht die Handelseröffnung verweigert, wenn der Prospekt nicht vorliegt.

¹⁵²⁶ Gl.M. GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 194.

¹⁵²⁷ Wartet der Anleger die verspätete Prospektveröffentlichung nicht ab, stellt sich überdies die Frage nach einem Selbstverschulden (siehe GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 194).

¹⁵²⁸ Siehe vorne Rz 610 ff.

gelhaft sind wesentliche Perspektiven, wenn sie Prognosen oder Werturteile enthalten, die nicht ausreichend auf Tatsachen gestützt oder kaufmännisch nicht vertretbar sind. Eine mangelhafte Risikoaufklärung liegt vor, wenn nicht genügend substantiiert auf die erheblichen Risiken im Zusammenhang mit dem Emittenten und den Effekten hingewiesen wird.

- 621 Zweitens, wenn ein haftungsbegründendes Dokument erstellt und veröffentlicht wird, das *unrichtige oder irreführende Angaben enthält*. Unrichtig sind falsche Tatsachendarstellungen. Irreführend kann ein haftungsbegründendes Dokument sein, wenn einerseits wesentliche Angaben verschwiegen werden, und andererseits, wenn die vorhandenen Angaben widersprüchlich oder unverständlich bzw. unübersichtlich dargestellt sind.
- 622 Drittens, wenn *kein Prospekt oder kein Basisinformationsblatt erstellt* wird, obwohl eine gesetzliche Pflicht dazu besteht und keine Ausnahme von der Erstellungspflicht greift. Passivlegitimiert ist dabei diejenige Person, die zur Veröffentlichung des Prospekts oder des Basisinformationsblatts verpflichtet gewesen wäre.
- 623 Im Zusammenhang mit der Prospekterstellung haben einzelne involvierte Personen zusätzliche Pflichten zu beachten: Der Prospektersteller hat eine *Aktualisierungs- und Berichtigungspflicht*: Stellt er neue wesentliche Tatsachen fest, muss er einen Nachtrag zum Prospekt erstellen (Art. 56 FIDLEG). Sind bereits veröffentlichte Angaben mangelhaft, müssen sie berichtigt werden. Einzelne Prospektersteller haben zudem eine *Prüfungspflicht*: Der *lead manager* hat weiterhin ungeprüfte Aussagen des Emittenten auf ihre Richtigkeit zu überprüfen. Auf geprüfte Aussagen von Experten können sich dagegen alle in die Prospekterstellung involvierten Personen verlassen, sofern nicht alarmierende Anzeichen vorliegen, die eigene Nachforschungen nahelegen.

§ 10 Schaden

I. Einleitung

Nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG haben die Ersatzpflichtigen dem Erwerber des Finanzinstruments den durch die mangelhaften Angaben «verursachten Schaden» zu ersetzen. Das Tatbestandsmerkmal des Schadens ist eine zentrale Voraussetzung des Anspruchs aus Prospekthaftung: *Ohne Schaden besteht kein Anspruch*.¹⁵²⁹ Wie der Gesetzeswortlaut bereits andeutet, ist ein Schaden erst dann ersatzfähig, wenn er (adäquat kausal) durch ein schuldhaftes, widerrechtliches Verhalten verursacht wurde.¹⁵³⁰ Damit ist auch angedeutet, dass zwischen den Tatbestandsmerkmalen der Kausalität und des Schadens ein enger Zusammenhang besteht.¹⁵³¹ Im Folgenden wird untersucht, worin der Schaden bei der Prospekthaftung nach FIDLEG besteht und wie er berechnet wird. 624

Die Anspruchsvoraussetzung des Schadens gemäss Art. 69 Abs. 1 FIDLEG wurde in den Materialien und den Protokollen der parlamentarischen Beratungen nicht 625

¹⁵²⁹ OETINGER/STARK, AT Bd. 1, § 2 N 62, wonach «die Feststellung der Existenz eines Schadens [...] überhaupt erst die Diskussion über einen Anspruch aus[löst]»; siehe auch REY/WILDHABER, Rz 161; BREHM, BK OR, Art. 41 N 69; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 148; kritisch dagegen ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 03.11 ff. und Rz 22.04 ff., der den Schaden – nicht unbegründet – zu den Haftungsfolgen und nicht zu den Haftungsvoraussetzungen zählt. In der vorliegenden Arbeit wird der Schaden jedoch trotzdem zu den Anspruchsvoraussetzungen gezählt, auch unter der Berücksichtigung, dass der Begriff der Anspruchsvoraussetzung weiter geht als derjenige der Haftungsfolge.

¹⁵³⁰ Siehe BGE 99 II 176 E. 2a, 181; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 34; CAMENZIND, 107 f.; SUTER, 284; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 22.

¹⁵³¹ Die enge Verknüpfung zwischen Kausalität und Schaden ergibt sich daraus, dass der adäquate Kausalzusammenhang im Haftpflichtrecht eine Doppelfunktion einnimmt: Zum einen dient er der Bestimmung der haftungsrelevanten Ursachen einer Rechtsgutverletzung. Zum anderen dient er der Festlegung des ersatzfähigen Schadens. Der zuletzt genannte Vorgang betrifft die Frage, inwiefern das widerrechtliche Verhalten des Schädigers zur Vermögensverminderung beim Geschädigten beigetragen hat. Für die Unterscheidung der beiden Formen der Kausalität verwendet das deutsche Recht die Begriffe der haftungsbegründenden und haftungsausfüllenden Kausalität, die auch in der vorliegenden Arbeit verwendet werden (zum Ganzen LUTERBACHER, Rz 126 f.; siehe zur haftungsbegründenden und haftungsausfüllenden Kausalität auch hinten Rz 687).

thematisiert. Es ist deshalb davon auszugehen, dass keine inhaltliche Änderung beabsichtigt war.¹⁵³²

- 626 Die Verteilung der Beweislast ändert sich im Vergleich zu Art. 752 aOR nicht: Der Beweis des Schadens obliegt dem Kläger.¹⁵³³

II. Allgemeines zum Schadensbegriff

- 627 Nach dem allgemeinen Schadensbegriff, der von Rechtsprechung und Lehre entwickelt wurde,¹⁵³⁴ ist ein Schaden die «ungewollte Verminderung des Reinvermögens».¹⁵³⁵ Zu ersetzen ist sowohl der positive Schaden (*damnum emergens*), womit eine Verminderung der Aktiven oder eine Vermehrung der Passiven gemeint ist, als auch der entgangene Gewinn (*lucrum cessans*). Ein Schaden lässt sich nach der sogenannten *Differenztheorie* durch den Vergleich zwischen dem gegenwärtigen Vermögensstand und dem hypothetischen Stand, den das Vermögen ohne das schädigende Ereignis hätte, feststellen.¹⁵³⁶ In der Praxis wird allerdings nicht das gegenwärtige mit dem hypothetischen Gesamtvermögen des Geschädigten verglichen, sondern es wird vielmehr untersucht, welche Aktiven durch das schädigende Ereignis weggefallen oder vermindert und welche Passiven dazugekommen oder vergrössert worden sind.¹⁵³⁷ Der effektive Gesamtschaden

¹⁵³² Für die nachfolgende Untersuchung kann deshalb auf die Rechtsprechung und Lehre zu Art. 752 aOR zurückgegriffen werden (siehe auch vorne Rz 62).

¹⁵³³ BGE 129 III 71 E. 2.5; 75; BGE 115 II 1 E. 4, 2; HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.2, S. 32; BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 7; CAMENZIND, 104; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 69; LENOIR, 158; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 172; ROHR, 221; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 49; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 51; ZOBL/KRAMER, Rz 1147.

¹⁵³⁴ Das Obligationenrecht definiert den Schaden trotz seiner zentralen Bedeutung nicht (siehe BGE 127 III 73 E. 4a, 75 f.).

¹⁵³⁵ Statt vieler BGE 129 III 331 E. 2.1, 332; a.M. OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 2 Rz 1, die auch einen freiwilligen Schaden für ersatzfähig halten.

¹⁵³⁶ Siehe zum Gesagten BGE 145 III 225 E. 4.1.1, 232; BGE 132 III 186 E. 8.1, 205; BGE 129 III 331 E. 2.1, 332; BREHM, BK OR, Art. 41 N 70 ff.; FELLMANN/KOTTMANN, Rz 72; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 148 ff.; LUTERBACHER, Rz 115; OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 2 Rz 9 ff.; REY/WILDHABER, Rz 162 ff.; kritisch zur Differenztheorie ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 23.05 ff.

¹⁵³⁷ REY/WILDHABER, Rz 185; siehe auch LUTERBACHER, Rz 113; OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 2 Rz 9 Fn 15.

besteht somit aus einer Addition von anerkannten, ersatzfähigen Einzelschadensposten.¹⁵³⁸ Der Schadenersatzanspruch wird gegen oben durch die effektiv erlittene Vermögenseinbusse begrenzt (sog. Bereicherungsverbot).¹⁵³⁹

Der Geschädigte muss den eingetretenen Schaden in einem Prozess zunächst behaupten. Danach hat er soweit möglich und zumutbar sowohl die Existenz des Schadens als auch dessen Umfang zahlenmässig zu substantiieren und zu beweisen.¹⁵⁴⁰ 628

III. Schaden aus Prospekthaftung

A. Schadensart

Die Ermittlung des Schadens beruht auch unter Art. 69 FIDLEG auf dem allgemeinen Schadensbegriff.¹⁵⁴¹ Beim Schaden aus Prospekthaftung handelt es sich um einen *individuellen, direkten Schaden, der unmittelbar im Vermögen des einzelnen Anlegers* entsteht.¹⁵⁴² Die emittierende oder anbietende Gesellschaft erleidet regelmässig keinen Schaden.¹⁵⁴³ Art. 69 Abs. 1 FIDLEG bringt klar zum Ausdruck, dass nur der kausal verursachte Schaden zu ersetzen ist. Mit anderen Worten muss 629

¹⁵³⁸ REY/WILDHABER, Rz 185; siehe auch BREHM, BK OR, Art. 41 N 70b; FELLMANN/KOTTMANN, Rz 75; HONSELL/ISENRING/KESSLER, § 1 N 31 ff.; LENOIR, 157 f.; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 23.05 f.

¹⁵³⁹ HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 1931.

¹⁵⁴⁰ Art. 8 ZGB; Art. 42 Abs. 1 OR; BGE 122 III 219 E. 3a, 221; CAMENZIND, 104; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 157 f.; LENOIR, 158; REY/WILDHABER, Rz 226 ff.

¹⁵⁴¹ LENOIR, 158 f.; NOTH/GROB, AJP 2002, 1457; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 26; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 170; SUTER, 283; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 34; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 51.

¹⁵⁴² So bereits Botschaft OR 1928, 265; BÄRTSCHI, 203; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 34; BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 13; CAMENZIND, 103; DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 73; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 994; GNOS, 99; MORANT, 50; ROHR, 221; SCHUCANY, Art. 752 N 9; SUTER, 285; UMBACH/WEBER, 115; VRACA, Rz 418; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 34; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 51; ZOBL/KRAMER, Rz 1147.

¹⁵⁴³ Die Gesellschaft erhält in der Regel den Emissionserlös oder den Verkaufspreis der Finanzinstrumente, womit kein Schaden auszumachen ist (BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 13; CAMENZIND, 103; KOWALEWSKI, 1048; ROHR, 221; UMBACH/WEBER, 115).

der eingetretene Schaden in vollem Umfang *die Folge des widerrechtlichen Verhaltens* sein.¹⁵⁴⁴ Das widerrechtliche Verhalten bzw. das schädigende Ereignis besteht im Erstellen eines fehlerhaften Prospekts, wobei sich der Schaden erst später realisiert, nämlich im Zeitpunkt des Bekanntwerdens des Prospektmangels.¹⁵⁴⁵ Der Schaden entsteht damit nur bei Anlegern, die das Finanzinstrument im Zeitpunkt des Bekanntwerdens des Prospektmangels noch halten. Derjenige Anleger, der das Finanzinstrument nach der Emission oder der Handelszulassung zu einem höheren Marktpreis als den Angebotspreis veräussert, erleidet keinen Schaden.¹⁵⁴⁶ Weil nach der hier vertretenen Ansicht auch das Unterlassen der Prospektveröffentlichung trotz Prospektspflicht widerrechtlich ist,¹⁵⁴⁷ ist auch die Schadensberechnung für diese Variante zu untersuchen.

B. Schadensberechnung

1. Einleitende Bemerkungen

- 630 Bei der *Schadensberechnung* wird die tatsächliche Vermögenseinbusse festgestellt, die durch das schädigende Ereignis (adäquat kausal) verursacht wurde. Dabei ist

¹⁵⁴⁴ BGE 99 II 176 E. 3a, 181; BGE 47 II 272 E. 5, 293; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 34; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 69; KOWALEWSKI, 1047; LANG, 83 f.; LÜCHINGER, Rz 1007; NOTH/GROB, AJP 2002, 1458; REUTTER, 49; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 26; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 51; siehe bereits NEIDHART, 110: «Der Gegenstand des Schadens ist der durch die unrichtigen Prospektangaben verursachte Minderwert der Titel.»

¹⁵⁴⁵ Diese Verzögerung ist darauf zurückzuführen, dass erst nach dem Bekanntwerden des Prospektmangels der Anleger oder – unter Annahme eines effizienten Kapitalmarkts – der Markt das Finanzinstrument neu (regelmässig tiefer) bewertet (NOTH/GROB, AJP 2002, 1458; REUTTER, 49; SUTER, 299 f.; ZOBL/KRAMER, Rz 1148; vgl. auch AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 20; HÄRTNER, Rz 813, in Bezug auf den Schaden bei Referenzwertmanipulationen).

¹⁵⁴⁶ REUTTER, 49; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 52; ZOBL/KRAMER, Rz 1148. Dasselbe gilt auch, wenn der Marktpreis nach der Emission, aber vor dem Bekanntwerden der Pflichtverletzung aufgrund einer allgemein schlechten Marktentwicklung unter den Ausgabepreis fällt und der Anleger in diesem Moment die Finanzinstrumente verkauft. Grund ist die fehlende haftungsausfüllende Kausalität, denn der Schaden des Anlegers ist nicht auf den fehlerhaften Prospekt, sondern auf die schlechte Marktentwicklung zurückzuführen. Vor solchen Schäden schützt die Prospekthaftung nicht (siehe dazu auch hinten Rz 696 f.).

¹⁵⁴⁷ Siehe dazu Rz 610 ff.

die Schadenshöhe zahlen- bzw. ziffernmässig festzulegen.¹⁵⁴⁸ Bei der Schadensberechnung ist auf die subjektiven, konkreten Verhältnisse des Geschädigten abzustellen; es sind mithin die Auswirkungen des schädigenden Ereignisses auf das individuelle Vermögen des Geschädigten miteinzubeziehen.¹⁵⁴⁹ Die Schadensberechnung orientiert sich an den Grundsätzen von Art. 42 OR.¹⁵⁵⁰

Bei der Prospekthaftung ist aufgrund des allgemeinen Schadensbegriffs der *positive Schaden und der entgangene Gewinn* zu ersetzen.¹⁵⁵¹ Daneben ist gesondert auf die Möglichkeit der Rückabwicklung des Rechtsgeschäfts und die Schadensberechnung bei unterlassener Prospekterstellung einzugehen. Schliesslich wird untersucht, ob sich der geschädigte Anleger gewisse Vorteile bei der Schadensberechnung anrechnen lassen muss und ob ihn eine Schadenminderungspflicht trifft.

2. Positiver Schaden aus Prospekthaftung

Aufgrund der deliktsrechtlichen Natur der Prospekthaftung wird für die Berechnung des positiven Schadens die Differenztheorie angewendet.¹⁵⁵² Der Schaden ergibt sich dabei aus dem Vergleich zwischen dem *gegenwärtigen Preis des Finanzinstruments und dem hypothetischen Preis*, den der Anleger bezahlt hätte, wenn er durch den Prospekt bzw. das Basisinformationsblatt korrekt informiert worden wäre.¹⁵⁵³ Hintergrund dieser Schadensberechnung ist die Überlegung,

¹⁵⁴⁸ REY/WILDHABER, Rz 224; siehe auch LUTERBACHER, Rz 122, der darauf hinweist, dass die Schadensberechnung eng mit dem Begriff des Schadens verknüpft ist.

¹⁵⁴⁹ Siehe zum Gesagten LUTERBACHER, Rz 123; OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 2 Rz 20; REY/WILDHABER, Rz 237.

¹⁵⁵⁰ REY/WILDHABER, Rz 224.

¹⁵⁵¹ Siehe vorne Rz 629.

¹⁵⁵² Der positive Schaden bezieht sich vorliegend auf die Bestimmung des Wertverlusts, den das Finanzinstrument durch die Bewertungskorrektur erleidet. In der Literatur wird dieser Schadensposten auch als primärer Schaden (siehe LENOIR, 160) bzw. als primärer Nachteil (siehe LANG, 83) bezeichnet.

¹⁵⁵³ AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 18; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 34; CAMENZIND, 104; Dedeyan, 904; DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 73; LÜCHINGER, Rz 1007; NOTH/GROB, AJP 2002, 1458; REUTTER, 49; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 26; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 29.91; SUTER, 285; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 52; vgl. auch LANG, 83. Siehe auch BGE 120 IV 122 E. 6b, 134: In dieser strafrechtlichen Entscheidung hat das Bundesgericht eine Vermögensschädigung aufgrund eines freiwillig erstellten, mangelhaften Emissionsprospekts bejaht. Das Bundesgericht stellte zunächst fest, dass der innere

dass die Finanzinstrumente durch den Anleger und den Markt falsch bewertet wurden.¹⁵⁵⁴ Der Schaden realisiert sich jedoch erst nach Bekanntwerden des Prospektmangels, da in diesem Zeitpunkt der Kurs des Finanzinstruments, sofern ein effizienter Markt besteht,¹⁵⁵⁵ berichtigt wird. Das Resultat der Kursbereinigung kann aus Sicht des Anlegers in einen positiven oder negativen Schaden münden: Hat das Finanzinstrument nach der Kurskorrektur einen tieferen Wert, als für den Erwerb gezahlt wurde, ist der Schaden positiv. Dagegen ist der Schaden negativ, wenn der Marktpreis trotz Bekanntwerden der Prospektmängel insgesamt angestiegen ist.¹⁵⁵⁶

- 633 In der Lehre wird auch die Ansicht vertreten, es sei auf denjenigen Wert abzustellen, den das Finanzinstrument hätte, wenn die falschen Prospektangaben wahr bzw. die verschwiegenen Umstände nicht vorhanden gewesen wären.¹⁵⁵⁷ Diese Berechnungsmethode entspricht allerdings dem aus dem Vertragsrecht stammenden Ersatz des positiven Vertragsinteresses (auch Erfüllungsinteresse), denn der Anleger wird so gestellt, wie wenn das Rechtsgeschäft richtig erfüllt worden wäre.¹⁵⁵⁸ Aufgrund der deliktsrechtlichen Natur der Prospekthaftung sind jedoch vertragsrechtliche Grundsätze bei der Schadensberechnung nicht anwendbar.¹⁵⁵⁹
- 634 Für die Ermittlung des hypothetischen Werts des Finanzinstruments sind zwei grundlegende Handlungsmöglichkeiten des Anlegers zu beachten, die zu unter-

Wert einer Aktie auch deren Verkehrswert beeinflusst. Der Schaden lag nun darin, dass die «Anleger wertmässig weniger [erwarben], als ihnen tatsächlich zukam». Das Bundesgericht scheint damit davon auszugehen, dass der Schaden in der Differenz zwischen dem (durch den fehlerhaften Emissionsprospekt vorgetäuschten) aktuellen Wert der Aktien und dem inneren Wert besteht, den die Aktien ohne die Täuschungshandlung gehabt hätten (siehe auch RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 29).

¹⁵⁵⁴ Siehe vorne Rz 629.

¹⁵⁵⁵ Siehe zur Kapitalmarkteffizienzhypothese vorne Rz 102.

¹⁵⁵⁶ Siehe zum Gesagten LENOIR, 162.

¹⁵⁵⁷ DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 69; GNOS, 99; WATTER, AJP 1992, 59; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 34; offengelassen bei RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 26.

¹⁵⁵⁸ Zum positiven Vertragsinteresse HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 872 f.; NOTH/GROB, AJP 2002, 1458 f.

¹⁵⁵⁹ AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 18; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 52; siehe ausführlich zur Anwendung vertragsrechtlicher Grundsätze bei der Schadensberechnung NOTH/GROB, AJP 2002, 1458 f.; vgl. BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 16a; vgl. auch ASSMANN, Prospekthaftung, 366 f., der für eine frühere Regelung im deutschen Recht den Ersatz des positiven Interesses ablehnte.

schiedlichen Resultaten bei der Schadensberechnung führen: Der Anleger hätte bei Vorliegen eines korrekten Prospekts entweder auf die Investition in das Finanzinstrument verzichten oder das fragliche Finanzinstrument zu einem tieferen Preis erwerben können.¹⁵⁶⁰ Was passiert wäre, wenn der Anleger richtig informiert worden wäre, ist genau besehen eine Frage der Kausalität, namentlich des hypothetischen Alternativverhaltens, und nicht des Schadens.¹⁵⁶¹ Da das hypothetische Verhalten des Anlegers jedoch einen Einfluss auf die konkrete Schadensberechnung hat, ist eine zweigeteilte Betrachtung sinnvoll.

a) *Anleger hätte die Finanzinstrumente zu einem tieferen Preis erworben*

Unter der Annahme, der Anleger hätte das Finanzinstrument auch bei einem korrekten Prospekt erworben, ist für die Schadensberechnung zunächst der hypothetische (regelmässig tiefere) Kaufpreis zum damaligen Erwerbszeitpunkt zu bestimmen. Davon ausgehend ist die hypothetische Entwicklung des Marktpreises des Finanzinstruments bis zum Zeitpunkt des Bekanntwerdens des Prospektmangels zu ermitteln.¹⁵⁶² Der Schaden des Anlegers entspricht nun der *Differenz dieses hypothetischen Werts des Finanzinstruments und dem aktuellen Wert des Finanzinstruments*.¹⁵⁶³

¹⁵⁶⁰ HIRSCH, 213 f.; LENOIR, 159 f.; LÜCHINGER, Rz 1019 ff.; REUTTER, 49; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 171; SUTER, 289 f.; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1967 f.; vgl. BGE 47 II 272 E. 5, 294 f.; vgl. auch HÄRTNER, Rz 813, der bei der Berechnung des Schadens aus Referenzwertmanipulationen ein ähnliches Vorgehen postuliert. Eine dritte Variante, wobei der Prospektmangel zu einem höheren Erwerbspreis für den Anleger geführt hätte, stellt keinen ersatzfähigen Schaden dar, da der ursprünglich zu tiefe Ausgabepreis des Finanzinstruments das Vermögen des Anlegers vermehrt bzw. nicht weiter verringert. Denkbar ist etwa, dass der Emittent im Prospekt zu tiefe Jahresgewinne ausgewiesen hat und dadurch ein zu tiefer Ausgabepreis – im Vergleich zum maximal möglichen Ausgabepreis – bei Beginn der Emission vereinbart wurde. In dieser Situation entsteht im Vermögen des Anlegers jedoch kein Schaden. Im Gegenteil ist vielmehr zu erwarten, dass das Bekanntwerden der zu tief ausgewiesenen Jahresgewinne zu einer Steigerung des Werts der Finanzinstrumente führen wird.

¹⁵⁶¹ EMMENEGGER *et al.*, SZW 2021, 193.

¹⁵⁶² Der Vergleich zwischen dem tatsächlichen Wert und dem hypothetischen Wert des Finanzinstruments sollte sich auf den gleichen Zeitpunkt beziehen. Damit wird verhindert, dass Faktoren berücksichtigt werden, die nicht auf den Prospektmangel zurückzuführen sind (siehe auch hinten Rz 668 ff.).

¹⁵⁶³ NOTH/GROB, AJP 2002, 1458; REUTTER, 49; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1967; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 53; ZOBL/KRAMER, Rz 1148; siehe auch RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 28. Das Vorgehen

- 636 In der Lehre wird für diesen Fall auch eine andere Art der Schadensberechnung vorgeschlagen: Der Schaden ergibt sich danach aus der Differenz zwischen dem Erwerbspreis und dem Preis, den der Anleger aufgrund einer korrekten Informationslage zu zahlen bereit gewesen wäre.¹⁵⁶⁴ Diese Schadensberechnung beruht jedoch auf dem Prinzip der kaufrechtlichen Minderung,¹⁵⁶⁵ die aufgrund der deliktsrechtlichen Natur der Prospekthaftung nicht anwendbar ist.¹⁵⁶⁶
- 637 Beiden Berechnungsmethoden ist gemein, dass die Schwierigkeit darin besteht, nur diejenigen Einflüsse auf den Schaden zu berücksichtigen, die auf das widerrechtliche Verhalten zurückzuführen sind. Bei der Schadensberechnung sollen *allgemeine Einflüsse auf den Kursverlauf unberücksichtigt* bleiben.¹⁵⁶⁷ Unabhängig von der gewählten Berechnungsmethode ist die Bestimmung des hypothetischen Werts eines Finanzinstruments und dessen hypothetischer Kursverlauf nur sehr schwer quantifizierbar, da verschiedene Annahmen zu treffen sind. Die Lehre hat deshalb einige alternative Berechnungsmodelle entwickelt:
- 638 – Eine Möglichkeit der konkreten Schadensberechnung besteht darin, den Schaden anhand der *Kurskorrektur nach Bekanntwerden der mangelhaften Angaben* zu bestimmen, wobei allgemeine Marktentwicklungen «herauszurechnen» sind.¹⁵⁶⁸ Diese Methode beruht auf den Erkenntnissen der *Kapitalmarkteffizienzhypothese*,¹⁵⁶⁹ wonach alle öffentlich verfügbaren Informa-

bei der Schadensberechnung ist vergleichbar mit der Schadensberechnung bei pflichtwidrigen Anlagegeschäften: Das Bundesgericht bestimmt den Schaden bei einzelnen Anlagegeschäften durch «Ermittlung der Differenz zwischen dem tatsächlichen Wert der einzelnen pflichtwidrigen Anlagen und dem hypothetischen Wert, den das konkret pflichtwidrig investierte Kapital bei vertragskonformer Anlage hätte». Dazu muss der Anleger aufzeigen, welche alternativen Anlagen er bei pflichtgemässer Beratung getätigt hätte (siehe BGE 144 III 155 E. 2.2.2, 159 m.w.N.).

¹⁵⁶⁴ APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 264; CAMENZIND, 104; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 69; DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 73; ERB, 156; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 171; SCHWEIZER, 58 f.

¹⁵⁶⁵ Dies ergibt sich daraus, dass die Minderung «die Wiederherstellung des wertmässigen Austauschverhältnisses von Leistung und Gegenleistung» bezweckt (HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 2685).

¹⁵⁶⁶ NOTH/GROB, AJP 2002, Fn 221; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 53.

¹⁵⁶⁷ Ausführlich dazu hinten Rz 642.

¹⁵⁶⁸ WATTER, AJP 1992, 59; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 34; siehe auch AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 21; BÄRTSCHI, 209; DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 73; LENOIR, 166 ff.; NOTH/GROB, AJP 2002, 1459 f.; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 170.

¹⁵⁶⁹ Siehe dazu vorne Rz 102.

tionen jederzeit voll im Börsenkurs reflektiert sind.¹⁵⁷⁰ Noch leichter lässt sich der Schaden nach dieser Ansicht direkt aus dem Kurssturz nach dem Bekanntwerden des wahren Sachverhalts ablesen.¹⁵⁷¹ An dieser zweiten Variante wird kritisiert, dass sie auch Faktoren miteinbezieht, die nicht «monokausal» auf den eigentlichen Prospektfehler zurückzuführen sind.¹⁵⁷² Zudem vernachlässigt diese Berechnungsmethode die Möglichkeit einer Überreaktion des Markts, die zu einem unverhältnismässig hohen Kursrückgang führen kann.¹⁵⁷³ Zudem kann es auch sein, dass der Markt die falschen oder unterlassenen Kapitalmarktinformationen nicht auf einen «Schlag» im Kurs des Wertpapiers verarbeitet, sondern es vielmehr zu einer schleichenden Bereinigung über einen längeren Zeitraum kommt.¹⁵⁷⁴

- Eine weitere Möglichkeit zur Schadensberechnung ist die Anwendung des aus der Finanzwissenschaft stammenden *capital asset pricing model* (CAPM).¹⁵⁷⁵ Dieses Modell beschreibt den Zusammenhang zwischen dem systematischen Risiko und der erwarteten Rendite eines Finanzinstruments oder eines gesamten Portfolios.¹⁵⁷⁶ Das Modell drückt das systematische Risiko (Marktrisiko) durch den Beta-Faktor aus, wobei das unsystematische (unternehmensspezifische) Risiko, ausgedrückt durch den Alpha-Faktor, als wegdiversifiziert gilt.¹⁵⁷⁷ Mit anderen Worten drückt der Beta-Faktor aus, wie volatil der Kurs eines Finanzinstruments im Vergleich zum Gesamtmarkt

¹⁵⁷⁰ Die Theorie der effizienten Kapitalmärkte wird von einem Teil der Lehre kritisiert oder gar abgelehnt: BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 35a; DAENIKER, Anlegerschutz, 8 f.; HSU, 32 f.;

¹⁵⁷¹ WATTER, AJP 1992, 59; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 34; siehe auch NOTH/GROB, AJP 2002, 1459 f.

¹⁵⁷² BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 35b, wonach ein monokausaler Kurssturz nur selten eintrete; kritisch auch APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 263; BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 21; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 69 f.; WEBER, SZW 1993, 58.

¹⁵⁷³ BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 35b; LENOIR, 166 ff.

¹⁵⁷⁴ Ausführlich KLÖHN, RIW 2015, 729 ff., der diese Frage anhand eines Entscheids aus der US-amerikanischen Gerichtspraxis beleuchtet.

¹⁵⁷⁵ LENOIR, 171 f.; NOTH/GROB, AJP 2002, 1459 f.; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 170 f.; WATTER, AJP 1992, 59; WEBER, SZW 1993, 58 f.; ausführlich zum CAPM aus finanzwissenschaftlicher Sicht WELCH, 214 ff.; siehe auch MÜLBERT, 127 f.

¹⁵⁷⁶ Das Ergebnis des CAPM ist die Renditeerwartung des Investors an das Finanzinstrument (ACHLEITNER *et al.*, 27 f.; WELCH, 214).

¹⁵⁷⁷ ACHLEITNER *et al.*, 28 f.; LÜCHINGER, Rz 1009.

ist.¹⁵⁷⁸ Ist der Beta-Faktor eines bestimmten Finanzinstruments bekannt, kann der *hypothetische Kursverlauf, ohne Einfluss der mangelhaften Angaben*, bestimmt werden. Die Differenz zwischen dem hypothetischen Kursverlauf und dem aktuellen Kurs entspricht dann dem Schaden aus Prospekthaftung.¹⁵⁷⁹ Der Zeitpunkt der Schadensberechnung wird bei dieser Methode auf das Bekanntwerden der mangelhaften Angaben bezogen, was nach hier vertretener Ansicht richtig ist.¹⁵⁸⁰ Die Schadensberechnung mittels des Beta-Faktors führt jedoch zu einem falschen Ergebnis, wenn der Kurs des Finanzinstruments durch andere unternehmensspezifische Faktoren beeinflusst wird.¹⁵⁸¹ Aus finanzwissenschaftlicher Sicht wird auch kritisiert, dass das CAPM von einem effizienten Kapitalmarkt ausgeht, was nur selten der Fall sei.¹⁵⁸² Weist das Finanzinstrument keinen Marktkurs auf, kann nach WATTER anhand des CAPM trotzdem der Wert des Finanzinstruments bestimmt werden, indem man das firmenspezifische Risiko ausklammert. Unter Umständen muss dazu auf vergleichbare Finanzinstrumente zurückgegriffen werden.¹⁵⁸³

- 640 – Der hypothetische Kursverlauf eines Finanzinstruments kann nach einer Ansicht in der Lehre bestimmt werden, indem der *Kursverlauf eines vergleichbaren Finanzinstruments oder eines Branchenindex* herangezogen wird.¹⁵⁸⁴

¹⁵⁷⁸ WELCH, 221: «Beta tells you how the rate of return of your project fluctuates with that of the overall market.»; siehe auch LENOIR, 171; LÜCHINGER, Rz 1009; WATTER, AJP 1992, 59, illustriert dies an folgendem Beispiel: Ein Anleger erwirbt eine Aktie mit einem Beta-Faktor von 1,5 zu CHF 1'000. Fällt der Preis später auf CHF 600, wobei der Gesamtmarkt ebenfalls 10% verloren hat, sind nur CHF 150 auf die allgemeine Marktentwicklung zurückzuführen und die restlichen CHF 250 stellen den für die Prospekthaftung relevanten Schaden dar.

¹⁵⁷⁹ Siehe LENOIR, 171; WATTER, AJP 1992, 59 f.

¹⁵⁸⁰ Siehe hinten Rz 668 ff.; a.M. BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 35b.

¹⁵⁸¹ Siehe LENOIR, 171 f.; WATTER, AJP 1992, Fn 147.

¹⁵⁸² LÜCHINGER, Rz 1013; WELCH, 224 f.; RAYROUX/AESCHIMANN, SZW 1993, 226, weisen darauf hin, dass die Voraussetzung des CAPM ein effizienter Kapitalmarkt sei, wobei die Marktpreise sämtliche verfügbaren Informationen reflektieren. Diese Voraussetzung sei in den USA eher erfüllt, da dort die zu veröffentlichen Informationen weniger begrenzt seien als nach Schweizer Recht. Diese Annahme trifft m.E. nicht mehr zu, weil das FIDLEG nun umfangreiche Offenlegungsvorschriften enthält und der Markt damit über genügend Informationen verfügt, um dies in den Marktpreisen effizient zu reflektieren (siehe auch LENOIR, 175 f.).

¹⁵⁸³ Siehe zum Gesagten WATTER, AJP 1992, 60 und Fn 148.

¹⁵⁸⁴ DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 71 f.; kritisch dazu BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 35c.

Der Schaden aufgrund des widerrechtlichen Verhaltens lässt sich nach dieser Methode aus der unterschiedlichen Kursentwicklung ablesen. Da ebenfalls auf den Zeitpunkt des Bekanntwerdens der mangelhaften Angaben abgestellt wird, ist diese Methode nach der hier vertretenen Ansicht zeitlich richtig angelegt.¹⁵⁸⁵ Auch diese Methode bedingt, dass keine anderen unternehmensspezifischen Faktoren auf den Kurs des Finanzinstruments eingewirkt haben.¹⁵⁸⁶

- Schliesslich wird zur Schadensberechnung vorgeschlagen, *zwei separate Unternehmensbewertungen* durchzuführen: Die erste Bewertung stützt sich auf die Informationen des mangelhaften Prospekts und die zweite Bewertung unterstellt einen fiktiven Prospekt, wie er gemäss der Prospektpflicht hätte erstellt werden müssen. Die Differenz der Unternehmensbewertungen entspricht dann dem Gesamtschaden aus Prospekthaftung.¹⁵⁸⁷ Diese Methode eignet sich dort, wo es um Finanzinstrumente geht, die keinen einfach bestimm- 641
baren Marktwert aufweisen, weil sie nicht an einer Börse gehandelt werden.

Die Schwierigkeit der Bestimmung des hypothetischen Kursverlaufs besteht vor allem darin, diejenigen kursbestimmenden Faktoren unberücksichtigt zu lassen, die nicht adäquat kausal auf die Verletzung der Prospektpflicht zurückzuführen sind.¹⁵⁸⁸ Dazu zählen die Gesamtwirtschaft oder einzelne Wirtschaftssektoren betreffend Ereignisse wie schlechte Konjunkturaussichten, allgemeine Börsenbaisse, plötzliche Zinsanstiege oder politisch motivierte Wirtschaftsentscheide wie Import- und Exportverbote.¹⁵⁸⁹ Weiter zählen aber auch Faktoren dazu, die nur den einzelnen Emittenten betreffen, wie etwa ein sprunghafter Kursanstieg aufgrund übertriebener Erwartungen der Anleger¹⁵⁹⁰ oder positive und kurstreif-

¹⁵⁸⁵ Siehe hinten Rz 668 ff.; a.M. BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 35c.

¹⁵⁸⁶ ZOBL/KRAMER, Rz 1149.

¹⁵⁸⁷ Zum Gesagten LENOIR, 172 f.

¹⁵⁸⁸ APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 263; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 35b; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 70; ERB, 156; LANG, 83 f.; NEIDHART, 110; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 36; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 53; ZOBL/KRAMER, Rz 1149; kritisch AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 21, die befürchten, dass das Argument der «Polykausalität des Börsenkurses» eine exakte Schadensbestimmung verunmöglicht und damit das angestrebte Ziel des Anlegerschutzes obsolet wird; vgl. auch HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.5.2, S. 124.

¹⁵⁸⁹ ERB, 156; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 36.

¹⁵⁹⁰ Siehe DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 70 f., die diese Problematik anhand eines Beispiels erläutern.

bende Empfehlungen¹⁵⁹¹ der Banken oder der Medien. Aus diesem Grund lehnt die Lehre die Schadensberechnungsmethode ab, wonach sich der Schaden aus der Differenz zwischen Erwerbspreis und dem aktuellen Wert des Finanzinstruments berechnet.¹⁵⁹²

- 643 Falls sich herausstellt, dass der geschädigte Anleger den Schaden aufgrund der genannten Schwierigkeiten nicht ziffernmässig nachweisen kann, wird die Schadenshöhe gemäss Art. 42 Abs. 2 OR nach richterlichem Ermessen festgelegt.¹⁵⁹³ Die oben erwähnten Berechnungsmethoden können dabei helfen, den Schaden ziffernmässig nachzuweisen.

b) Anleger hätte die Finanzinstrumente nicht erworben

- 644 Stellt sich der Anleger auf den Standpunkt, er hätte in Kenntnis der wahren Sachlage auf die *Investition in die Finanzinstrumente verzichtet* (womit rechtlich gesehen ein Totalschaden vorliegt), schlägt die Lehre zwei Arten der Schadensberechnung vor: Nach einer Ansicht ist eine Annahme darüber zu treffen, wie der Anleger sein Vermögen alternativ investiert und sich diese Investition entwickelt hätte.¹⁵⁹⁴ Nach anderer Ansicht entspricht der Schaden der Differenz zwischen dem Erwerbspreis und dem Preis, zu dem der Anleger das Finanzinstrument im Zeitpunkt, in dem er vom Prospektfehler erfahren hat, verkaufte oder hätte verkaufen können.¹⁵⁹⁵ Der Schadenersatz ist dabei *gegen oben auf den Angebots- bzw.*

¹⁵⁹¹ Man denke hierbei an das Beispiel des US-amerikanischen Unternehmens Gamestop: Die Aktien verloren stetig an Wert, bis der Preis pro Aktie im Juli 2020 bei USD 0.99 stagnierte. Kurz darauf formierte sich in den Sozialen Medien und in einschlägigen Internetforen eine Bewegung, die zum Kauf der Titel animierte. Der Kurs sprang daraufhin kurzzeitig enorm an und erreichte im Januar 2021 einen Höchststand von USD 81.25 pro Aktie. Die US-amerikanische Börsenaufsicht SEC stellte in ihrer Untersuchung fest, dass die Kursexplosion einzig auf den «Käufer-Flashmob» zurückzuführen war (siehe CHRISTOF LEISINGER, SEC: Der Flashmob hat den Gamestop-Kurs explodieren lassen – und sonst praktisch nichts, in: NZZ vom 19.10.2021).

¹⁵⁹² CAMENZIND, 104; das deutsche Prospektrecht sieht diese Berechnungsmethode jedoch explizit vor, falls der Erwerber nicht mehr Inhaber der Wertpapiere ist und der Erwerbspreis den ersten Ausgabepreis nicht überschreitet (siehe § 9 Abs. 2 WpPG).

¹⁵⁹³ DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 75; NOTH/GROB, AJP 2002, 1461; REY/WILDHABER, Rz 228; SUTER, 291; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1967; siehe FREY, Rz 224 ff., der die Anwendungsvoraussetzungen von Art. 42 Abs. 2 OR eingehend erläutert.

¹⁵⁹⁴ NOTH/GROB, AJP 2002, 1458; vgl. DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 71 f.

¹⁵⁹⁵ VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1968; vgl. REUTTER, 51 f.

den Emissionspreis zu beschränken,¹⁵⁹⁶ denn der Anleger sollte durch die Prospekthaftung nicht mehr geltend machen können, als er ursprünglich für die Titel bezahlt hat.¹⁵⁹⁷

Als einfachere Methode der Schadensberechnung wird vorgeschlagen, dass der Anleger die Rückabwicklung des Rechtsgeschäfts verlangen kann, wenn er darlegen kann, dass er bei Kenntnis des wahren Sachverhalts die Finanzinstrumente gar nicht erworben hätte.¹⁵⁹⁸ Die Rückabwicklung ist nach der hier vertretenen Ansicht in engem Rahmen möglich, nämlich dann, wenn der beklagte Prospekt-ersteller auch gleichzeitig Vertragspartei des klagenden Anlegers ist.¹⁵⁹⁹

Als zusätzlicher Schadensposten können auch Kredit- und Courtagekosten, die mit dem Erwerb des Titels verbunden waren, geltend gemacht werden.¹⁶⁰⁰

3. Entgangener Gewinn

Der allgemeine Schadensbegriff umfasst auch den entgangenen Gewinn. Nach der Differenztheorie entspricht der entgangene Gewinn der Differenz zwischen dem gegenwärtigen Vermögensstand und dem (höheren) hypothetischen Stand, über den der Geschädigte verfügen würde, wenn sich *sein Vermögen ohne das schädigende Ereignis vermehrt* hätte.¹⁶⁰¹ Der Ersatz von entgangenem Gewinn ist nach der Rechtsprechung nur geschuldet, wenn es sich um einen üblichen oder sonst wie sicher in Aussicht stehenden Gewinn handelt.¹⁶⁰²

¹⁵⁹⁶ Zu Recht weist REUTTER, 51, darauf hin, dass bei einer allfälligen Rückabwicklung der Angebotspreis und nicht der Ausgabepreis die relevante Grösse ist, denn der Ausgabepreis entspricht in der Regel nur gerade dem Nennwert der Titel.

¹⁵⁹⁷ Das deutsche und das US-amerikanische Prospektrecht sehen deshalb als Obergrenze der Prospekthaftung auch explizit den Emissionspreis vor (siehe hinten Rz 650).

¹⁵⁹⁸ BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 21; CAMENZIND, 104; SUTER, 293 f.; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 35

¹⁵⁹⁹ Siehe dazu hinten Rz 649 ff.

¹⁶⁰⁰ CAMENZIND, 104 f.; LENOIR, 188 f.; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 171; ROHR, 221; WATTER, AJP 1992, 60, lässt Courtagen nur ausnahmsweise als Schadenposition zu, da er davon ausgeht, dass der Anleger bei korrekter Informationslage andere Finanzinstrumente erworben hätte, wobei ebenfalls Courtagen angefallen wären.

¹⁶⁰¹ Siehe HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 869.

¹⁶⁰² BGE 132 III 379 E. 3.3.3, 384; BGE 82 II 397 E. 6, 401; BREHM, BK OR, Art. 41 N 70e.

648 Bei der Prospekthaftung entspricht der entgangene Gewinn nach der Differenztheorie dem hypothetischen Gewinn, den der Anleger erzielt hätte, wenn er *in ein alternatives Finanzinstrument investiert* hätte.¹⁶⁰³ Die konkrete Schadensberechnung gestaltet sich wie bereits beim positiven Schaden als schwierig, da die Berechnung auf hypothetischen Annahmen beruht.¹⁶⁰⁴ Der Anleger muss dem Gericht zunächst darlegen, dass er bei korrekter Informationslage in ein anderes Finanzinstrument investiert hätte.¹⁶⁰⁵ In einem zweiten Schritt muss der Anleger den Gewinn aufzeigen, den er mit dem alternativen Finanzinstrument bei gleicher Investitionssumme erzielt hätte.¹⁶⁰⁶ Der Anleger wird dazu ein Finanzinstrument zum Vergleich heranziehen, das im relevanten Zeitraum einen sehr guten Kursverlauf und entsprechend hohen Kursgewinn verzeichnete. Dies führt m.E. zu einem unerwünschten Ergebnis, weil dem Anleger das *investitionsinhärente Risiko* abgenommen wird und er insgesamt zu gut gestellt wird.¹⁶⁰⁷ Der Anleger kann sich mit anderen Worten opportunistisch verhalten und zum Vergleich diejenige alternative Investitionsmöglichkeit heranziehen, die rückblickend den höchsten Gewinn erzielt hat; einem derartigen Vorgehen steht das Bereicherungsverbot entgegen.¹⁶⁰⁸ Das Risiko von opportunistischem Verhalten kann verringert werden, wenn der Anleger als Vergleichsgrösse ein alternatives Investment heranzieht, das

¹⁶⁰³ LENOIR, 178; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 171; SUTER, 297; siehe auch RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 29. Ein Beispiel für entgangenen Gewinn bei Obligationen nennen BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 12: Ein Obligationär geht gemäss Prospekt gutgläubig davon aus, dass der Emittent eine schweizerische Gesellschaft sei, obwohl der Sitz tatsächlich im Ausland ist. Fehlt es nun an einem Doppelbesteuerungsabkommen zwischen dem ausländischen Domizilstaat und der Schweiz, erleidet der Obligationär einen Schaden, falls die Zinsen erst vom Domizilstaat und danach noch von der Schweiz besteuert werden. Der Obligationär erhält im Ergebnis weniger Zinseinnahmen, als ihm eine vergleichbare schweizerische Obligation eingebracht hätte.

¹⁶⁰⁴ Vgl. RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 29; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 171.

¹⁶⁰⁵ Dieser Nachweis gelingt dem Anleger nur, wenn er etwa aufgrund seiner Anlagestrategie nachweisen kann, dass er bei korrekter Informationslage eine andere Investition getätigt hätte (siehe BGer 4A_24/2021, 24.6.2021, E. 6.3).

¹⁶⁰⁶ Siehe dazu LENOIR, 178 ff., mit ausführlichen Berechnungsbeispielen; siehe auch SUTER, 297 f.

¹⁶⁰⁷ Der Anleger unterliegt dabei dem Rückschaufehler (sog. *hindsight bias*, siehe dazu Rz 497), weil er rückblickend betrachtend die beste alternative Investition aus mehreren unsicheren Möglichkeiten aussuchen kann. Vgl. auch DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 72; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 171; SUTER, 297.

¹⁶⁰⁸ Statt vieler HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 4144.

mit dem ursprünglichen Titel hinsichtlich Risikoprofil, Branche des Emittenten und anderer marktrelevanter Aspekte vergleichbar ist.¹⁶⁰⁹

4. Rückabwicklung im Besonderen

a) *Einleitende Bemerkungen*

Es stellt sich die Frage, ob aus Art. 69 Abs. 1 FIDLEG ein *Anspruch des Anlegers auf Rückabwicklung des Rechtsgeschäfts* abgeleitet werden kann. Ein Teil der Lehre befürwortete gestützt auf Art. 752 bzw. Art. 1156 Abs. 3 aOR einen Anspruch auf Rückabwicklung aus Prospekthaftung, wobei postuliert wurde, das Finanzinstrument sei *gegen Erstattung des Erwerbspreises* zurückzugeben.¹⁶¹⁰ Mit anderen Worten soll der Anleger seinen Schadenersatzanspruch derart geltend machen können, dass er Zug um Zug gegen Übertragung seiner Beteiligung den Erwerbspreis erstattet erhält. Ein Anspruch auf Rückabwicklung wird von einem Teil der Lehre auch unter Art. 69 Abs. 1 FIDLEG befürwortet.¹⁶¹¹ Nach anderer Ansicht ist eine Rückabwicklung aus Prospekthaftung abzulehnen, weil der Anleger dadurch auch denjenigen Teil des Schadens ersetzt erhalten würde, der nicht durch den Prospektfehler, sondern durch andere Marktentwicklungen verursacht wurde. Bei Anerkennung der Rückabwicklung würde dem Anleger mit der Prospekthaftung eine Versicherung gegen sämtliche Kursverluste eines Finanzinstruments eingeräumt. Dies könne jedoch nicht Ziel der Prospekthaftung sein.¹⁶¹² Schliesslich wird auch die Ansicht vertreten, ein Anspruch auf Rückabwicklung könne sich in engem Rahmen auf einen Willensmangel stützen.¹⁶¹³

Die Rückabwicklung bei Prospekthaftungsansprüchen ist in gewissen ausländischen Rechtsordnungen als Haftungsfolge gesetzlich verankert. Im deutschen Recht kann der Geschädigte gestützt auf § 9 Abs. 1 WpPG von den Prospektverantwortlichen als Gesamtschuldner «die Übernahme der Wertpapiere gegen Erstattung des Erwerbspreises [verlangen], soweit dieser den ersten Ausgabepreis der

¹⁶⁰⁹ LENOIR, 179 f.; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 171.

¹⁶¹⁰ BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 21; CAMENZIND, 104; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 171; SCHWEIZER, 124; SUTER, 293 f.

¹⁶¹¹ Begründet wird diese Ansicht mit Art. 43 Abs. 1 OR, da der Richter bei der Art des Schadenersatzes auf Naturalrestitution erkennen könne (WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 57).

¹⁶¹² Siehe zum Gesagten WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 35; siehe auch REUTTER, 50.

¹⁶¹³ WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 35.

Wertpapiere nicht überschreitet». ¹⁶¹⁴ Der geschädigte Anleger hat auch nach US-amerikanischem Prospektrecht einen Anspruch auf Rückabwicklung. ¹⁶¹⁵

b) Begriff der Rückabwicklung

651 Der Begriff der Rückabwicklung stammt aus dem Vertragsrecht und meint dort das Rückgängigmachen bereits erbrachter Leistungen infolge Vertragsauflösung mit Wirkung *ex tunc*. ¹⁶¹⁶ Der Zusammenhang zum Vertragsrecht zeigt sich auch darin, dass sich die Rückabwicklung gegen das zwischen den Parteien vereinbarte Vertragsverhältnis richtet. ¹⁶¹⁷ Die Rückabwicklung als Rechtsfolge wird deshalb im Allgemeinen nur im Zusammenhang mit nichtigen oder anderweitig entfallenen Vertragsverhältnissen als Haftungsfolge anerkannt. ¹⁶¹⁸ Durch die Rückabwicklung erhält der Geschädigte das *negative Vertragsinteresse* ersetzt (auch Vertrauensschaden genannt). Er wird mithin so gestellt, als wäre das Rechtsgeschäft nie abgeschlossen worden. ¹⁶¹⁹

¹⁶¹⁴ Die Beschränkung des Erwerbspreises auf den Ausgabepreis geht dabei auf die bereits erwähnte Überlegung zurück, dass der Kurs der Finanzinstrumente auch durch andere Faktoren als die Prospektfehler beeinflusst werden kann (siehe ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 127; siehe auch EINSELE, § 7 Rz 59; POELZIG, Rz 296).

¹⁶¹⁵ Unter der US-amerikanischen Prospekthaftung nach § 12(a)(1) Securities Act ist der Schaden auf den Erwerbspreis plus Zinsen beschränkt, sofern der Anleger die Finanzinstrumente zurückgibt. Ist der Anleger nicht mehr im Besitz der Finanzinstrumente, besteht der Schaden in der Differenz zwischen dem damaligen Erwerbspreis und dem Verkaufspreis (HAZEN, 174). Bei einer Prospekthaftung nach § 11(e) Securities Act kann der Anleger zur Schadensberechnung eine von drei Varianten auswählen: Der Schaden liegt dabei in der Differenz zwischen dem Erwerbspreis, sofern dieser nicht höher ist als der Ausgabepreis, und 1) dem Wert zur Zeit der Klageanhebung, 2) dem Verkaufspreis, wenn der Anleger das Finanzinstrument vor der Klageanhebung verkauft hat, oder 3) dem Verkaufspreis, wenn der Anleger das Finanzinstrument nach der Klageanhebung, jedoch vor dem Urteil verkauft hat (HAZEN, 176 f.).

¹⁶¹⁶ HARTMANN, Rz 2; siehe auch GLASL, 2, 87, der die Rückabwicklung auch als «Rückgängigmachung der vertraglichen Folgen» bezeichnet.

¹⁶¹⁷ GLASL, 2 ff.; HARTMANN, Rz 3.

¹⁶¹⁸ HARTMANN, Rz 21 ff.; MEISE/HUGUENIN, BSK ORI, Art. 19/20 N 68a und Art. 21 N 17 f.; WIEGAND, BSK ORI, Art. 109 N 7, siehe auch HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.5.2, S. 122 f.

¹⁶¹⁹ Siehe BGE 99 II 176 E. 3, 183; HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 872, 874; NOTH/GROB, AJP 2002, 1458, Fn 222; REUTTER, 50.

c) **Voraussetzungen der Rückabwicklung nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG**

Nach der hier vertretenen Ansicht ist die Rückabwicklung unter Art. 69 Abs. 1 FIDLEG nur unter den nachfolgenden Voraussetzungen möglich: 652

Erstens kann eine Rückabwicklung nur geltend gemacht werden, wenn zwischen dem geschädigten Anleger und dem Ersatzpflichtigen ein *Vertragsverhältnis* besteht.¹⁶²⁰ Die Bestimmung von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG bildet keine rechtliche Grundlage, um die Rückabwicklung gegenüber einem Dritten, der nicht am Vertragsverhältnis beteiligt ist (nachfolgend «Drittschädiger»), anzuordnen.¹⁶²¹ Eine Rückabwicklung gegenüber dem Drittschädiger ist auch aus dogmatischer Sicht abzulehnen, denn im Ergebnis käme dies einer «Übernahmepflicht» des Drittschädigers hinsichtlich der Finanzinstrumente gleich.¹⁶²² Keine Alternative bietet die in der Lehre vertretene Möglichkeit, die Rückabwicklung im Sinne einer Naturalrestitution¹⁶²³ auf Art. 43 Abs. 1 OR¹⁶²⁴ abzustützen.¹⁶²⁵ Bei der Naturalrestitution nach Art. 43 Abs. 1 OR hat der Schädiger den Zustand herzustellen, der ohne das schädigende Ereignis nicht bestehen würde.¹⁶²⁶ Die Anordnung einer Naturalrestitution gegenüber einem Drittschädiger ist aber ebenfalls abzulehnen: Der Drittschädiger kann den ursprünglichen Zustand nicht wiederherstellen, denn er kann nicht veranlassen, dass der ursprüngliche Vertragspartner des geschädigten Anlegers die Finanzinstrumente zurücknimmt und den Erwerbspreis erstattet; er kann mithin nicht den Leistungsaustausch zwischen Verkäufer und Anleger «rückgängig» 653

¹⁶²⁰ Dies entspricht der Rechtsprechung des Bundesgerichts zum Schadenersatz bei fehlerhafter Anlageberatung. Beim Anlageberatungsvertrag, der sich an den Regeln des einfachen Auftrags gemäss Art. 394 ff. OR orientiert, ist das Erfüllungsinteresse geschuldet, wobei die Bank als Anlageberaterin dazu verpflichtet werden kann, dem Anleger den Erwerbspreis gegen Rücknahme der Finanzinstrumente zu erstatten (BGer 4A_297/2019, 29.5.2020, E. 6 m.w.N.; siehe auch EMMENEGGER *et al.*, SZW 2021, 194).

¹⁶²¹ Vgl. HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.5.2, S. 122 f.

¹⁶²² WAGNER, NZG 2003, 901.

¹⁶²³ Die Lehre unterscheidet drei Arten des Schadenersatzes, nämlich Geldersatz, Naturalersatz (auch Naturalrestitution, Realersatz) und gemischter Ersatz (BREHM, BK OR, Art. 43 N 1 ff.; KESSLER, BSK OR II, Art. 43 N 1 ff.; OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 2 Rz 85 ff.; SCHÖNENBERGER, KUKO OR, Art. 43 N 2).

¹⁶²⁴ Nach Art. 43 Abs. 1 OR bestimmt der Richter über «Art und Grösse des Ersatzes für den eingetretenen Schaden».

¹⁶²⁵ WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 57.

¹⁶²⁶ LÜCHINGER, Rz 66; OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 2 Rz 96; SCHÖNENBERGER, KUKO OR, Art. 43 N 3.

machen.¹⁶²⁷ In der Praxis dürfte eine Rückabwicklung deshalb regelmässig ausgeschlossen sein, weil der Anleger selten mit dem Ersteller des Prospekts oder des Basisinformationsblatts in einer vertraglichen Beziehung steht.¹⁶²⁸ Gerade bei Emissionen am Primärmarkt handelt der Emittent nicht selbst als Anbieter, sondern er beauftragt eine Bank oder ein Bankenkonsortium mit der Zeichnung und der Platzierung der Effekten.¹⁶²⁹ Als Zwischenergebnis ist deshalb festzuhalten, dass eine *Rückabwicklung gegenüber einem Drittschädiger nicht möglich* ist.

- 654 Nach WATTER kann immerhin ein *Willensmangel* einen Rückabwicklungsanspruch des Anlegers begründen. Voraussetzung ist nach dieser Ansicht, dass der Anleger aufzeigen kann, dass er die Finanzinstrumente bei korrekter Informationslage nicht erworben hätte.¹⁶³⁰ Die Berufung auf einen Willensmangel setzt jedoch nach den allgemeinen Regeln des Obligationenrechts ein Vertragsverhältnis zwischen den Parteien voraus. Mit anderen Worten müssen zunächst übereinstimmende Willenserklärungen ausgetauscht worden sein, bevor eine Partei geltend machen kann, sie habe das Vereinbarte gar nicht gewollt.¹⁶³¹ Damit unterliegt die Rückabwicklung aufgrund eines Willensmangels auf der zuvor bereits erwähnten Voraussetzung des Vertragsverhältnisses zwischen Prospektersteller und Anleger.
- 655 Zweitens muss der geschädigte Anleger nachweisen können, dass er die fraglichen Finanzinstrumente *bei korrekter Informationslage nicht erworben* hätte. Die dazu notwendige Beweisführung über den mutmasslichen Willen des Anlegers bei korrekter Informationslage ist schwierig.¹⁶³² Dies ist insbesondere der Fall, wenn der Anleger in Aussicht einer hohen Rendite ein risikoreiches Investment tätigt.¹⁶³³ Eine Möglichkeit des Kausalitätsnachweises besteht darin, dass der Anleger aufgrund seiner *zuvor aufgestellten Anlagestrategie dartut, dass er üblicherweise*

¹⁶²⁷ WAGNER, NZG 2003, 901; a.M. offenbar BGE 99 II 176 E. 3, 183.

¹⁶²⁸ Besonders deutlich zeigt sich dies bei einem IPO im Festübernahmeverfahren, wobei der Emittent den Emissionsprospekt schreibt und das Bankenkonsortium alle auszugebenden Titel des Emittenten zu einem fixen Preis übernimmt und anschliessend direkt oder indirekt den Anlegern verkauft. Bei einem Basisinformationsblatt kann sich der Rückabwicklungsanspruch nicht gegen den Ersteller richten, wenn ein anderer Kundenberater das fragliche Finanzinstrument verkauft hat.

¹⁶²⁹ Siehe Botschaft FIDLEG/FINIG, 8971.

¹⁶³⁰ Siehe zum Gesagten WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 35.

¹⁶³¹ HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 444 f.

¹⁶³² REUTTER, 50; a.M. ROHR, 221.

¹⁶³³ Nach DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 72, tendieren geschädigte Anleger dazu, vor Gericht geltend zu machen, sie hätten ihr Vermögen ausschliesslich in «mündelsicheren» Titeln angelegt.

*Investitionen mit einem geringeren Risikoprofil tätig.*¹⁶³⁴ Zudem wird in der Lehre darauf hingewiesen, dass die Parteien *ex ante* die Rückabwicklung in der Regel vertraglich ausschliessen, da sie die «Finalität» der gemachten Transaktion wollen.¹⁶³⁵ Zu beachten ist hierbei, dass dem Anleger nicht der Beweis des adäquaten Kausalzusammenhangs abgenommen wird.

Drittens ist zu beachten, dass dem Geschädigten, sofern eine Rückabwicklung ausnahmsweise zulässig ist, nicht mehr zugesprochen wird, als er bei einer Schadenersatzzahlung erhalten würde.¹⁶³⁶ Die Rückabwicklung darf deshalb nicht einfach auf den historischen Erwerbspreis abstellen.¹⁶³⁷ Vielmehr sind allgemeine negative Marktentwicklungen durch die Anleger selbst zu tragen. Die Prospekthaftung soll *keine Versicherung gegen Turbulenzen an den Kapitalmärkten* sein.¹⁶³⁸ Eine mögliche Lösung liegt darin, die allgemeinen Marktrisiken auf dem Weg der Vorteilsanrechnung auf den Schadenersatzanspruch anzurechnen.¹⁶³⁹

Ist der Emittent eine Aktiengesellschaft, ist schliesslich zu beachten, dass eine allfällige Rückabwicklung mit dem *Verbot der Einlagenrückgewähr* (Art. 680 Abs. 2 OR) in Konflikt stehen kann. Nach Art. 680 Abs. 2 OR kann der Aktionär nicht unter Rückzug seiner Einlage aus der Gesellschaft austreten.¹⁶⁴⁰ Da eine Rückabwicklung infolge Prospekthaftung genau zu einem Austritt des Aktionärs unter Rückzug seiner Einlage bedeuten würde, stellt sich die Frage nach dem Verhältnis zwischen der Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG und Art. 680 Abs. 2 OR. Nach der hier vertretenen Ansicht genießt Art. 69 FIDLEG keinen Vorrang vor dem Kapitalschutzprinzip nach Art. 680 Abs. 2 OR. Eine Rückabwicklung zugunsten des Aktionärs muss deshalb aus frei verfügbaren Kapitalreserven des Emittenten geleistet werden.¹⁶⁴¹

¹⁶³⁴ Vgl. HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.5.3, S. 124 ff.

¹⁶³⁵ REUTTER, 50.

¹⁶³⁶ Vgl. HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.5.2, S. 124.

¹⁶³⁷ So aber etwa ROHR, 221.

¹⁶³⁸ HOPT/VOIGT, 90; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 35.

¹⁶³⁹ HOPT/VOIGT, 91; SUTER, 321; siehe ausführlich zur Vorteilsanrechnung hinten Rz 661 ff.

¹⁶⁴⁰ Statt vieler VOGT, BSK OR II, Art. 680 N 67 m.w.N.; ausführlich auch KÄGI, 169 ff.

¹⁶⁴¹ Ausführlich zum Umfang der Kapitalreserven im vorliegenden Zusammenhang Rz 750 ff.

5. Schadensberechnung bei unterlassener Prospektveröffentlichung

- 658 Das Unterlassen der Prospektveröffentlichung trotz Prospektpflicht ist nach der hier vertretenen Ansicht widerrechtlich im Sinn von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG.¹⁶⁴² Es stellt sich deshalb die Frage, worin der Schaden des Anlegers besteht. Die nachfolgenden Ausführungen beschränken sich auf Finanzinstrumente, die nicht an einer Börse kotiert sind.¹⁶⁴³
- 659 Nach der Differenztheorie besteht der Schaden in der Differenz zwischen dem aktuellen Preis des Finanzinstruments und dem hypothetischen Preis, den der Anleger bezahlt hätte, wenn ein korrekter Prospekt bzw. ein korrektes Basisinformationsblatt vorgelegen hätte. Der Schadensberechnung muss deshalb ein *hypothetischer Prospekt*, der sämtliche vom Gesetz verlangten Informationen aufweist, zugrunde liegen. Diese Berechnung gestaltet sich als äusserst schwierig, da von Grund auf ein Prospekt geschrieben werden müsste.
- 660 In der Regel wird sich der Anleger in dieser Situation auf den Standpunkt stellen, er hätte die Investition in die Finanzinstrumente nicht getätigt, wenn er korrekt aufgeklärt worden wäre.¹⁶⁴⁴ Sofern der Anleger das Finanzinstrument *direkt vom Prospektpflichtigen erwirbt*, ist nach der hier vertretenen Ansicht eine Rückabwicklung möglich, das heisst, der Anleger kann die Erstattung des Angebotspreises gegen Rückgabe der Finanzinstrumente verlangen, wobei die zuvor genannten Einschränkungen zu beachten sind. Handelt es sich beim Beklagten jedoch um einen Dritten, der nicht von der Prospektpflicht erfasst ist bzw. nicht an der Erstellung des Prospekts beteiligt war, scheidet die Rückabwicklung an der fehlenden gesetzlichen Grundlage.

¹⁶⁴² Siehe dazu ausführlich Rz 610 ff.

¹⁶⁴³ Nur bei nicht kotierten Finanzinstrumenten ist die Situation denkbar, dass trotz Prospektpflicht kein Prospekt erstellt wird. Denn im umgekehrten Fall verweigert die Börse die Kotierung, sofern kein Prospekt vorhanden ist.

¹⁶⁴⁴ Die Argumentation des Anlegers wird sich vor allem darauf konzentrieren, dass er ungenügend über die Risiken des Emittenten aufgeklärt worden ist (vgl. HG [ZH], HG170097-O, 24. 11. 2020, E. 3.3.2.11, S. 104 f.

6. Vorteilsanrechnung und Schadensminderung

a) Vorteilsanrechnung

Sofern das schädigende Ereignis dem Geschädigten *gleichzeitig einen wirtschaftlichen oder finanziellen Vorteil* bringt, ist dieser in der Schadensberechnung (und nicht erst bei der Schadenersatzbemessung) zu berücksichtigen.¹⁶⁴⁵ Die Schadensberechnung muss mit anderen Worten neben den negativen auch die positiven Komponenten des schädigenden Ereignisses miteinbeziehen.¹⁶⁴⁶ Die Vorteilsanrechnung setzt nach der herrschenden Lehre voraus, dass zwischen der Schadensverursachung und dem Vorteil ein *innerer Zusammenhang* (auch «Konnex» oder «Kongruenz») besteht.¹⁶⁴⁷ Zudem darf die Vorteilsanrechnung nicht durch Gesetz oder Parteiwille ausgeschlossen sein.¹⁶⁴⁸ Ob eine einzelne Komponente schliesslich bei der Schadensberechnung berücksichtigt wird oder nicht, ist auch eine Frage von individuellen Wertungen des Richters.¹⁶⁴⁹

Für die Schadensberechnung bei der Prospekthaftung sind diejenigen Vorteile zu berücksichtigen, die der Anleger aus der Investition in die Finanzinstrumente gezogen hat und die in einem inneren Zusammenhang zu den mangelhaften Angaben im Prospekt bzw. im Basisinformationsblatt stehen.¹⁶⁵⁰ Ein möglicher Vorteil liegt etwa in Steuerreduktionen, die dem Anleger aufgrund der eingetretenen Wertminderung zufallen.¹⁶⁵¹ Bereits bezogene Dividenden sind grundsätzlich keine Vorteile, die in einem inneren Zusammenhang zu den mangelhaften Angaben stehen, denn sie wären auch ohne diese ausgeschüttet worden; sie sind deshalb nicht anzurechnen.¹⁶⁵²

¹⁶⁴⁵ BREHM, BK OR, Art. 42 N 27 f.; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 163; LUTERBACHER, Rz 218; OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 6 Rz 49 f.; REY/WILDHABER, Rz 243; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 30.01.

¹⁶⁴⁶ BREHM, BK OR, Art. 42 N 27.

¹⁶⁴⁷ BREHM, BK OR, Art. 42 N 31 und 34; LUTERBACHER, Fn 745; REY/WILDHABER, Rz 246; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 30.02, der dieser Voraussetzung kritisch gegenübersteht; siehe auch OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 6 Rz 55, die einen adäquaten Kausalzusammenhang zwischen schädigendem Ereignis und dem Vorteil voraussetzen.

¹⁶⁴⁸ BREHM, BK OR, Art. 42 N 38 f.; LUTERBACHER, Fn 745; REY/WILDHABER, Rz 247; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 30.06.

¹⁶⁴⁹ OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 6 Rz 57; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 30.05.

¹⁶⁵⁰ LENOIR, 189; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 172; SUTER, 295; WATTER, AJP 1992, 60.

¹⁶⁵¹ LENOIR, 189; WATTER, AJP 1992, 60; vgl. auch LUTERBACHER, Rz 218.

¹⁶⁵² Siehe SUTER, 289, die die Anrechnung einer bezogenen Dividende befürwortet, sofern es zu einer Rückabwicklung des Rechtsgeschäfts kommt.

b) Schadensminderung

- 663 Der Geschädigte hat grundsätzlich die Pflicht, den *Schaden so gering wie möglich* zu halten.¹⁶⁵³ Genau genommen ist die Schadensminderung aber keine Pflicht, sondern eine Obliegenheit, das heisst, sie ist gerichtlich nicht durchsetzbar, führt aber bei Verletzung zu einem Rechtsnachteil.¹⁶⁵⁴ Die Schadensminderung wird nach der neueren Lehre, der hier gefolgt wird, bei der Schadensberechnung eingeordnet. Dies wird damit begründet, dass Schadenspositionen, die bei vernünftigem Verhalten des Geschädigten hätten verhindert werden können, nicht ersatzfähig sind.¹⁶⁵⁵ Bei der Beurteilung der Schadensminderungspflicht ist danach zu fragen, wie ein vernünftig handelnder Geschädigter vorgehen würde, um weitere Schäden zu vermeiden, wenn er damit rechnen muss, keine Entschädigung zu erhalten.¹⁶⁵⁶ Die Kosten der Schadensminderungsmassnahmen hat der Schädiger zu tragen.¹⁶⁵⁷
- 664 Bei der Berechnung des Schadens aus Prospekthaftung sind die *vermeidbaren Schadenskomponenten* abzuziehen.¹⁶⁵⁸ In der Lehre ist umstritten, welche Schadenskomponenten zum vermeidbaren Schaden zu zählen sind:
- 665 – Es wird die Ansicht vertreten, dass bei *andauernder negativer Preisentwicklung* des Finanzinstruments eine Pflicht des Anlegers zum sofortigen Verkauf oder Deckungskauf besteht, damit sich sein Schaden nicht noch vergrössert.¹⁶⁵⁹ Ein derartiges Verhalten bewirkt einen weiteren Kursrutsch, wenn viele Anleger gleichzeitig ihre Titel verkaufen.¹⁶⁶⁰ Dadurch reduziert sich der Schaden für den Emittenten nicht, er vergrössert sich sogar.
- 666 – Umgekehrt wird vertreten, der Anleger müsse möglichst lange an den Finanzinstrumenten festhalten und in *seiner Position ausharren*, anstatt durch einen «Panikverkauf» zu einem schlechten Zeitpunkt den Schaden zu vergrös-

¹⁶⁵³ REY/WILDHABER, Rz 456; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 30.14.

¹⁶⁵⁴ OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 6 Fn 54; REY/WILDHABER, Rz 457; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 30.15.

¹⁶⁵⁵ ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 30.16; differenzierter REY/WILDHABER, Rz 458 f., die je nach Konstellation eine andere Einordnung vornehmen.

¹⁶⁵⁶ ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 30.20; vgl. REY/WILDHABER, Rz 460.

¹⁶⁵⁷ ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 30.21.

¹⁶⁵⁸ LENOIR, 189; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 172; SUTER, 296.

¹⁶⁵⁹ BGE 57 II 81 E. 3, 89 f.; LUTERBACHER, Fn 996; NEIDHART, 130 f.; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 172; SUTER, 296.

¹⁶⁶⁰ Vgl. ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 172.

sern.¹⁶⁶¹ Beim positiven Schaden wurde bereits ausgeführt, dass eine überschüssige Reaktion des Markts auf die mangelhaften Angaben nicht in die Schadensberechnung einfließen darf.¹⁶⁶² Zudem ist nicht klar, wo die Grenze zwischen einem Panikverkauf und einem «normalen» Verkauf von Finanzinstrumenten liegen soll. Für den Anleger ist dies nicht ohne Weiteres ersichtlich, denn er verkauft regelmässig zum aktuellen Marktpreis.¹⁶⁶³ Schliesslich führen viele Panikverkäufe durch die Anleger zu einem zusätzlichen Druck auf den Preis des Finanzinstruments, wodurch wiederum andere Anleger, die an den Titeln festhalten, einen höheren Schaden erleiden.¹⁶⁶⁴ Ein Panikverkauf ist deshalb als schadensmindernder Faktor abzulehnen.

- In die gleiche Richtung zielt die Ansicht, dass der Anleger nicht den vollen Schaden geltend machen könne, wenn er die Finanzinstrumente zu einem *unvertretbaren hohen Preis erworben oder zu billig veräussert* habe.¹⁶⁶⁵ Solange der Anleger die Finanzinstrumente zum *Marktpreis* erwirbt oder veräussert, rechtfertigt sich eine Schadensminderung nach der hier vertretenen Ansicht nicht.¹⁶⁶⁶ 667

7. Zeitpunkt der Schadensberechnung

Das Gesetz enthält keinen Hinweis, auf welchen Zeitpunkt die Schadensberechnung zu beziehen ist. Nach den allgemeinen haftungsrechtlichen Grundsätzen ist für die Schadensberechnung auf den *Zeitpunkt des Schadenseintritts* abzustellen. Damit ist der Zeitpunkt gemeint, in dem sich das schädigende Ereignis auf das Vermögen auswirkt.¹⁶⁶⁷ Die Erstellung eines mangelhaften Prospekts, eines Basis-

¹⁶⁶¹ CAMENZIND, 104; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 72; ERB, 155; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 172; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 25; kritisch SUTER, 296.

¹⁶⁶² Siehe vorne Rz 628.

¹⁶⁶³ Siehe zum Gesagten KOWALEWSKI, 1050; LENOIR, 190; abzulehnen ist der Vorschlag von ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 172, wonach bei der Beurteilung des adäquaten Verhaltens zwischen einem unerfahrenen Privatanleger und einem institutionellen Anleger zu unterscheiden sei. Eine solche Unterscheidung ist nicht gerechtfertigt, weil beide Anlegertypen gleichermaßen informiert sind. Zudem gelten für beide Anlegertypen jeweils die gleichen Marktpreise.

¹⁶⁶⁴ Vgl. ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 172.

¹⁶⁶⁵ CAMENZIND, 104; ERB, 155; SUTER, 296; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156.

¹⁶⁶⁶ LENOIR, 190; ähnlich KOWALEWSKI, 1050.

¹⁶⁶⁷ Siehe zum Gesagten LUTERBACHER, Rz 135; OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 6 Rz 19; SUTER, 299.

informationsblatts oder einer ähnlichen Mitteilung stellt nach Art. 69 Abs. 1 FID-LEG das schädigende Ereignis dar, weil der Anleger und – bei Annahme eines effizienten Kapitalmarkts – der Markt die Finanzinstrumente in diesem Zeitpunkt falsch bewerten.¹⁶⁶⁸ Der durch die mangelhafte Informationslage ausgelöste Schaden materialisiert sich jedoch erst später im Zeitpunkt des Bekanntwerdens des Prospektmangels.¹⁶⁶⁹ In der Lehre bestehen unterschiedliche Ansichten darüber, auf welchen Zeitpunkt die Schadensberechnung zu beziehen ist: Nach einer Ansicht ist auf den Zeitpunkt des Erwerbs der Finanzinstrumente durch den Anleger abzustellen.¹⁶⁷⁰ Nach einer anderen Ansicht ist der Zeitpunkt des Bekanntwerdens der Prospektmängel massgebend.¹⁶⁷¹

669 Es ist der Ansicht von LENOIR zu folgen, wonach für die Schadensberechnung auf den *Zeitpunkt des Bekanntwerdens der mangelhaften Angaben im Prospekt* bzw. im Basisinformationsblatt abzustellen sei.¹⁶⁷² Dies ergibt sich aus nachfolgenden Überlegungen:

670 – Für die konkreten Schadensberechnungen nach der Differenztheorie ist es sinnvoll, für den tatsächlichen Wert und den hypothetischen Wert des Finanzinstruments auf den *gleichen Zeitpunkt* abzustellen, da ansonsten Kursveränderungen berücksichtigt werden, die nicht auf die mangelhaften Angaben zurückzuführen sind. Stellt man auf den Erwerbszeitpunkt ab, führt die Differenztheorie nur zu einem brauchbaren Ergebnis, wenn man annimmt, dass der tatsächliche und der hypothetische Kurs des Finanzinstruments parallel verlaufen wären. Dies trifft jedoch nur ausnahmsweise zu.¹⁶⁷³

671 – Das Abstellen auf den Erwerbszeitpunkt entspricht zwar dem theoretischen Schadenseintritt, weil der Anleger für seine eigene Leistung in Form des Kaufpreises nicht eine entsprechend gleich hohe Gegenleistung in Form der falsch bewerteten Finanzinstrumente erhält.¹⁶⁷⁴ Der Schaden materialisiert sich jedoch erst definitiv mit dem Bekanntwerden der mangelhaften Angaben, da es erst dann zur Bewertungskorrektur durch den Anleger und den Markt kommt. Zudem kann die Bewertungskorrektur nur gering sein,

¹⁶⁶⁸ ZOBL/KRAMER, Rz 1148.

¹⁶⁶⁹ Siehe vorne Rz 632.

¹⁶⁷⁰ BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 34; siehe auch AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 20; SUTER, 299.

¹⁶⁷¹ LENOIR, 164 f.

¹⁶⁷² LENOIR, 164 f.

¹⁶⁷³ Siehe zum Gesagten LENOIR, 164.

¹⁶⁷⁴ Vgl. BGE 120 IV 122 E. 6b, 134.

sodass aufgrund der gestiegenen Unternehmensbewertung dem Anleger gar kein Schaden (bzw. ein negativer Schaden) entsteht.

Nicht relevant für die Schadensberechnung ist ein späterer Zeitpunkt, wie etwa die Klageeinleitung, denn der Anleger kann seinen Erwerbentscheid spätestens nach Bekanntwerden des Prospektmangels korrigieren.¹⁶⁷⁵ 672

C. Schadenersatzbemessung

1. Allgemeines

Nachdem der Schaden festgelegt wurde, ist in einem weiteren Schritt die konkrete *Schadenersatzbemessung* vorzunehmen. Bei der Schadenersatzbemessung wird danach gefragt, in welchem Umfang der zuvor ermittelte Schaden auf den Ersatzpflichtigen überwält werden kann.¹⁶⁷⁶ Ausgehend von der deliktsrechtlichen Natur der Prospekthaftung folgt die Schadenersatzbemessung den allgemeinen Bestimmungen des ausservertraglichen Haftpflichtrechts.¹⁶⁷⁷ Nach Art. 43 f. OR kann der im vorangehenden Schritt berechnete Schaden aus verschiedenen Umständen herabgesetzt, jedoch nicht erhöht werden.¹⁶⁷⁸ Die Umstände für eine Herabsetzung des Schadenersatzes können beim Geschädigten, beim Schädiger oder bei Dritten liegen.¹⁶⁷⁹ Nachfolgend werden nur diejenigen Herabsetzungsgründe erläutert, die einen Zusammenhang zur Prospekthaftung aufweisen. 673

¹⁶⁷⁵ LENOIR, 162, der zu Recht darauf hinweist, dass der Anleger bei Festhalten am fraglichen Titel einen neuen Investitionsentscheid trifft, dessen Konsequenzen nicht mehr auf den Prospektmangel zurückzuführen sind. Anders hingegen das US-amerikanische Prospektrecht, das für die Schadensberechnung nach § 11(e) Securities Act auf den Marktwert des Titels zum Zeitpunkt der Klageeinleitung abstellt (siehe HAZEN, 176).

¹⁶⁷⁶ REY/WILDHABER, Rz 241 f.

¹⁶⁷⁷ BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 13; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 72; DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 73; LENOIR, 192; ROHR, 222; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 25; ZOBL/KRAMER, Rz 1150; siehe auch BÄRTSCHI, 208 f., der eine analoge Anwendbarkeit befürwortet.

¹⁶⁷⁸ LENOIR, 192; OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 2 Rz 79 ff.; REY/WILDHABER, Rz 425; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 31.03.

¹⁶⁷⁹ BREHM, BK OR, Art. 43 N 32 ff.

2. Herabsetzungsgründe beim Geschädigten

- 674 Die Lehre nennt mehrere Umstände, die in der Verantwortung des Geschädigten liegen und zu einer Herabsetzung des Schadenersatzes führen können.
- 675 Ein häufig genannter Herabsetzungsgrund ist, dass die erworbenen Finanzinstrumente Spekulationspapiere seien und deshalb mit einem Schaden zu rechnen gewesen sei.¹⁶⁸⁰ In die gleiche Richtung zielt die Ansicht, wonach der immanente Risikocharakter eines Geschäfts als Herabsetzungsgrund zu berücksichtigen sei.¹⁶⁸¹ Nach dem bereits vorgestellten CAPM¹⁶⁸² geht mit einem höheren Risiko auch eine höhere Renditeerwartung einher. Dieses Risiko hat jedoch *a priori* nichts mit dem Schaden zu tun, der durch mangelhafte Angaben verursacht wird; denn am widerrechtlichen Verhalten des Prospekterstellers trägt der geschädigte Anleger keine Mitschuld, selbst wenn das Risiko erkennbar war.¹⁶⁸³ Dies zeigt sich auch daran, dass risikoaffine Anleger auch spekulative Investitionen tätigen, wenn sie vollständig und korrekt über die Risiken einer Kapitalanlage aufgeklärt worden sind. Eine Herabsetzung aufgrund *des spekulativen Charakters des Finanzinstruments ist deshalb abzulehnen*.¹⁶⁸⁴
- 676 War der Anleger *vor der Investition über die mangelhaften Angaben informiert* und entscheidet er sich trotzdem für den Erwerb der Finanzinstrumente, entfällt die Prospekthaftung wegen der fehlenden haftungsbegründenden Kausalität.¹⁶⁸⁵ Enthält der Prospekt oder das Basisinformationsblatt mehrere unrichtige Angaben, kommt es darauf an, ob der Anleger über die schadensauslösenden Angaben im Sinn der haftungsausfüllenden Kausalität informiert war oder nicht.¹⁶⁸⁶ Ein «Wis-senmüssen um die Pflichtverletzung» ist dagegen grundsätzlich abzulehnen.¹⁶⁸⁷ Der Anleger hat keine Pflicht, die Angaben im Prospekt zu überprüfen, ausser die Fehler seien ganz offensichtlich.¹⁶⁸⁸

¹⁶⁸⁰ BGE 61 II 228 E. 3, 236 f.; CAMENZIND, 105; LENOIR, 192; ROHR, 222; SCHRAFL, 65 f.; vgl. bereits LANG, 84.

¹⁶⁸¹ CAMENZIND, 105; ROHR, 222

¹⁶⁸² Siehe vorne Rz 639.

¹⁶⁸³ LENOIR, 192.

¹⁶⁸⁴ So auch LENOIR, 192; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 172.

¹⁶⁸⁵ KOWALEWSKI, 1050; SCHRAFL, 66; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 56; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 24; ZOBL/KRAMER, Rz 1150.

¹⁶⁸⁶ SCHRAFL, 66.

¹⁶⁸⁷ LENOIR, 193.

¹⁶⁸⁸ KOWALEWSKI, 1050; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 172.

Als Herabsetzungsgrund kommt auch ein *Mitverschulden* des Geschädigten in Betracht.¹⁶⁸⁹ Ein herabsetzungswürdiges Mitverschulden sieht das Bundesgericht etwa darin, dass der Geschädigte die Titel, die einem Kurssturz ausgesetzt sind, nicht sofort verkauft und so der Schaden noch vergrössert wird.¹⁶⁹⁰ Die entsprechende Schadenminderungspflicht wurde bereits an anderer Stelle erörtert (und abgelehnt).¹⁶⁹¹ 677

3. Herabsetzungsgründe beim Schädiger

Nach Art. 44 Abs. 2 OR kann der Richter den Schadenersatz ermässigen, wenn dem Ersatzpflichtigen nur leichtes oder mittelschweres Verschulden vorwerfbar ist und die Leistung des vollen Schadenersatzes den Schädiger in eine drohende (wirtschaftliche) Notlage versetzen würde.¹⁶⁹² Die Herabsetzung aufgrund einer Notlage ist ausgeschlossen, wenn der Ersatzpflichtige den Schaden absichtlich verursacht hat¹⁶⁹³ oder wenn er gegen den geltend gemachten Schaden versichert ist.¹⁶⁹⁴ Handelt es sich bei den Ersatzpflichtigen um Organe des Emittenten, können Schadensfälle aus Prospekthaftung etwa durch D&O-Versicherungen abgedeckt sein.¹⁶⁹⁵ 678

Nach Art. 43 Abs. 1 OR hat der Richter bei der Bemessung des Schadenersatzes «die Grösse des Verschuldens zu würdigen».¹⁶⁹⁶ Eine Kürzung des Schadenersatzes erscheint insbesondere dort angebracht, wo ein (relativ) kleiner Fehler im Pro- 679

¹⁶⁸⁹ CAMENZIND, 105; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 72; REY/WILDHABER, Rz 428; ROHR, 222; ZOBL/KRAMER, Rz 1150; ausführlich bereits HÄBERLIN, 79 f., wonach der Richter das Verschulden des Geschädigten gegen das Verschulden des Schädigers abzuwägen habe.

¹⁶⁹⁰ BGE 57 II 81 E. 3, 89.

¹⁶⁹¹ Siehe vorne Rz 666.

¹⁶⁹² BGE 100 II 332 E. 3, 338; BREHM, BK OR, Art. 44 N 69 f.; KESSLER, BSK OR I, Art. 44 N 17; REY/WILDHABER, Rz 484; SCHÖNENBERGER, KUKO OR, Art. 44 N 7; vgl. HALLER, Rz 251.

¹⁶⁹³ BGE 61 II 228 E. 4, 235.

¹⁶⁹⁴ BGE 111 II 295 E. 4a, 303; BREHM, BK OR, Art. 44 N 70; KESSLER, BSK OR I, Art. 44 N 18; SCHÖNENBERGER, KUKO OR, Art. 44 N 7.

¹⁶⁹⁵ Siehe dazu HALLER, Rz 683 f., der darauf hinweist, dass Börsengänge in den D&O-Deckungen nicht standardmässig versichert sind, sondern durch eine spezifische Vereinbarung mit dem Versicherer zu vereinbaren ist.

¹⁶⁹⁶ BREHM, BK OR, Art. 43 N 72 ff.

spekt oder im Basisinformationsblatt einen grossen Schaden erzeugt.¹⁶⁹⁷ Zu beachten ist aber, dass das Gericht auch bei leichter Fahrlässigkeit nicht verpflichtet ist, eine Reduktion vorzunehmen.¹⁶⁹⁸

4. Verhalten eines Dritten

- 680 Unter Art. 43 Abs. 1 OR kann der Richter bei der Schadenersatzbemessung auch andere «Umstände» berücksichtigen, die unabhängig von den Beteiligten eintreten, wie *Zufall oder das Verhalten eines Dritten*.¹⁶⁹⁹
- 681 Ist der Zufall¹⁷⁰⁰ als alleinige Schadensursache für den Schaden des Anlegers verantwortlich, so hat niemand dafür einzustehen.¹⁷⁰¹ Genau besehen ist dieser Herabsetzungsgrund jedoch eine Frage der Kausalität. Hat der Zufall am Schaden lediglich mitgewirkt, kann der Richter dies als Herabsetzungsgrund gemäss Art. 43 Abs. 1 OR berücksichtigen.¹⁷⁰²
- 682 Sofern das Verhalten eines Dritten zur Schadensverursachung beigetragen hat, besteht unter den Schädigern eine *Solidarhaftung* (Art. 50 f. OR). Auch bei der Prospekthaftung besteht unter mehreren Personen eine Solidarhaftung.¹⁷⁰³ Ein Drittverschulden führt bei der Prospekthaftung nicht zu einer Reduktion des Schadenersatzes, sondern zu einer Solidarhaftung.¹⁷⁰⁴

IV. Fazit

- 683 Der Schaden aus Prospekthaftung folgt auch unter Art. 69 FIDLEG dem allgemeinen Schadensbegriff: Er entspricht demnach der *Vermögensdifferenz*, die durch die mangelhaften Prospektangaben kausal beim Erwerber des Finanzinstruments ent-

¹⁶⁹⁷ LENOIR, 194.

¹⁶⁹⁸ BREHM, BK OR, Art. 43 N 76; HALLER, Rz 249.

¹⁶⁹⁹ BREHM, BK OR, Art. 43 N 35; REY/WILDHABER, Rz 462.

¹⁷⁰⁰ Zufall meint im ausservertraglichen Haftpflichtrecht eine Ursache, die vom menschlichen Verhalten unabhängig ist (FELLMANN/KOTTMANN, Rz 2394; REY/WILDHABER, Rz 464).

¹⁷⁰¹ BREHM, BK OR, Art. 43 N 52a; FELLMANN/KOTTMANN, Rz 479.

¹⁷⁰² BREHM, BK OR, Art. 43 N 52b.

¹⁷⁰³ Siehe dazu ausführlich vorne Rz 437.

¹⁷⁰⁴ Vgl. OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 7 Rz 40; KESSLER, BSK ORI, Art. 43 N 19 f.; REY/WILDHABER, Rz 452; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 32.15

standen ist. Nach der Differenztheorie besteht der Schaden in der *Differenz zwischen dem gegenwärtigen Wert des Finanzinstruments und dem hypothetischen Wert*, den das Finanzinstrument hätte, wenn der Anleger korrekt und vollständig informiert worden wäre. Bei der Schadensberechnung sind auch die hypothetischen Handlungsmöglichkeiten des Anlegers zu beachten: Es ist namentlich danach zu unterscheiden, ob der Anleger bei korrekter Informationslage die Finanzinstrumente zu einem tieferen Preis oder überhaupt nicht erworben hätte. Für die konkrete Berechnung des hypothetischen Kursverlaufs haben sich in der Lehre verschiedene Modelle herausgebildet. Bei sämtlichen Berechnungsmodellen besteht die Schwierigkeit darin, dass die Berechnung nur Umstände berücksichtigen darf, die auf den fehlerhaften Prospekt zurückzuführen sind. Andere Umstände sind für die Schadensberechnung auszuklammern. Die Schadensberechnung anhand der Differenztheorie ist deshalb kompliziert und aufwendig; sie dürfte oft ein nicht zu unterschätzendes Prozesshindernis für den Kläger bedeuten.¹⁷⁰⁵

Eine *Rückabwicklung* des Rechtsgeschäfts ist – im Unterschied zum deutschen 684
Recht – nur in Ausnahmefällen möglich, nämlich wenn zwischen den Parteien ein *Vertragsverhältnis* besteht.

Nachdem der Schaden festgelegt wurde, ist in einem weiteren Schritt die konkrete 685
Schadenersatzbemessung vorzunehmen. Dabei kann der Richter gestützt auf die allgemeinen Herabsetzungsgründe von Art. 43 f. OR den Schadenersatz reduzieren. Zu beachten sind Herabsetzungsgründe, die beim Geschädigten und beim Schädiger liegen. Schliesslich kann auch das Verhalten eines Dritten zu einer Herabsetzung des Schadenersatzes führen.

¹⁷⁰⁵ BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 10; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FID-
LEG, Art. 69 N 55, 57; ZELLWEGER-GUTKNECHT, 114, 118.

§ 11 Kausalzusammenhang

I. Einleitung

Nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG hat derjenige, der in einem haftungsbegründenden Dokument mangelhafte Angaben macht, für den «dadurch verursachten Schaden» Ersatz zu leisten. Wie allgemein im Haftpflichtrecht setzt auch die Prospekthaftung zwischen dem widerrechtlichen Verhalten und dem eingetretenen Schaden einen natürlichen¹⁷⁰⁶ und adäquaten¹⁷⁰⁷ Kausalzusammenhang voraus.¹⁷⁰⁸ Aus der bundesrätlichen Botschaft und den Protokollen der parlamentarischen Beratungen ergeben sich keine Hinweise, dass eine Änderung dieser Anspruchsvoraussetzung beabsichtigt war. In der Botschaft wurde einzig festgehalten, dass eine aus dem US-amerikanischen Prospektrecht bekannte Kausalitätsvermutung nicht ins FIDLEG aufgenommen wird.¹⁷⁰⁹ Die Anspruchsvoraussetzung des Kausalzusammenhangs bleibt damit inhaltlich unverändert.¹⁷¹⁰ 686

¹⁷⁰⁶ Ein natürlicher Kausalzusammenhang ist gegeben, wenn das widerrechtliche Verhalten *conditio sine qua non* für den Eintritt des Schadens war. Das widerrechtliche Verhalten muss demnach eine notwendige Bedingung für den Schaden sein; es muss aber keineswegs die einzige oder unmittelbare Folge des Schadens sein (OFTINGER/STARK, § 3 N 10 ff.; REY/WILDHABER, N 621 ff.; ROBERTO, N 06.03). Die Feststellung der natürlichen Kausalität ist eine Tatfrage, die vom Bundesgericht grundsätzlich nicht geprüft wird (REY/WILDHABER, N 628).

¹⁷⁰⁷ Ein adäquater Kausalzusammenhang liegt nach der bundesgerichtlichen Formel vor, wenn das widerrechtliche Verhalten nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge und der allgemeinen Lebenserfahrung an sich geeignet war, den eingetretenen Erfolg zu bewirken, sodass der Eintritt dieses Erfolgs als durch die fragliche Tatsache allgemein begünstigt erscheint (BGE 142 III 433 E. 4.5; BGE 129 II 312 E. 3.3; BGE 125 III 456 E. 5a). Diese Formel hat jedoch Tücken, denn eine Folge muss keineswegs typisch oder regelmässig zu erwarten sein; vielmehr können auch ungewöhnliche, ausserordentliche oder sogar seltene Folgen adäquat sein (BGE 119 Ib 334 E. 5b; BREHM, BK OR, Art. 41 N 124 f.; ROBERTO, N 06.38). Die Feststellung der adäquaten Kausalität ist eine Rechtsfrage, die vom Bundesgericht geprüft werden kann (BGE 132 III 715 E. 2.2; BREHM, BK OR, Art. 41 N 122; REY/WILDHABER, N 641).

¹⁷⁰⁸ Siehe zum Ganzen BREHM, BK OR, Art. 41 N 103 ff.; DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 77; FELLMANN/KOTTMANN, Rz 406; OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 3 Rz 1 ff.; REY/WILDHABER, Rz 621 ff.; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 06.36.

¹⁷⁰⁹ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8993; siehe ausführlich zu dieser *fraud on the market theory* hinten Rz 694.

¹⁷¹⁰ Gl.M. SETHE/FAHRLÄNDER, 214; es gilt deshalb der bereits erwähnte Grundsatz, dass Art. 69 FIDLEG die bisherige Bestimmung von Art. 752 aOR übernimmt und

687 Der Nachweis des adäquaten Kausalzusammenhangs weist bei Art. 69 FIDLEG zwei Aspekte auf: Die mangelhaften Prospektangaben müssen sowohl für den *Kaufentschluss des Anlegers* als auch den später *eingetretenen Schaden* kausal sein.¹⁷¹¹ Diese beiden Aspekte werden im Schrifttum als *haftungsbegründende* und *haftungsausfüllende* Kausalität bezeichnet.¹⁷¹² Die begriffliche Unterscheidung, die ihren Ursprung in der deutschen Lehre hat,¹⁷¹³ stösst auch hiezulande auf Anerkennung und wurde vom Bundesgericht in einem jüngeren Entscheid aufgegriffen.¹⁷¹⁴ An die Begriffe sind jedoch keine unterschiedlichen Rechtsfolgen geknüpft;¹⁷¹⁵ viel-

Rechtsprechung und Literatur zu Art. 752 aOR weiterhin gelten (siehe dazu vorne Rz 62).

- ¹⁷¹¹ GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 193; STEUDLER, Rz 515; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 69 N 13; VON DER CRONE, Aktienrecht, § 22 N 1976; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 40; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 85; siehe für die bisherige Rechtslage nach Art. 752 aOR: BGE 132 III 715 E. 2.1; BGer 4A_24/2021, 24.6.2021, E. 6.2.1; APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 263; BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 14, CAMENZIND, 107 f.; CHAMMARTIN/VON DER CRONE, SZW 2006, 455; DEDEYAN, 910 ff.; ERB, 139; FATZER, 127; HODEL, GesKR 2022, 124; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSE/SETHE, § 16 Rz 861; MÜLLER, AJP 2015, 254; LENOIR, 142; REUTTER, 52; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 26.
- ¹⁷¹² APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 263; CHAMMARTIN/VON DER CRONE, SZW 2006, 455; DEDEYAN, 910 ff.; LENOIR, 142; VON DER CRONE, Aktienrecht, § 22 N 1976; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 85. Die Begriffe sind im Haftpflichtrecht allgemein anerkannt und bezeichnen den Kausalzusammenhang zwischen dem widerrechtlichen Verhalten und dem schädigenden Ereignis (haftungsbegründende Kausalität) sowie zwischen dem widerrechtlichen Verhalten und dem Schaden (haftungsausfüllende Kausalität) (vgl. BGE 127 II 289 E. 3b; BREHM, BK OR, Art. 41 N 103; FELLMANN/KOTTMANN, Rz 415 ff.; OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 3 Rz 20; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 06.02).
- ¹⁷¹³ ASSMANN, Prospekthaftung, 360; ASSMANN/KUMPAN, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, § 5 Rz 93 ff.; ELLENBERGER, 38 ff.; HOPT, Rz 162 ff.; HOPT/VOIGT, 96 ff.; POELZIG, Rz 281 ff.; WACKERBARTH, in: Holzborn, §§ 21–23 N 81 ff.; ein anderes Verständnis des doppelten Kausalitätserfordernis haben SEILER/SINGHOF, Frankfurter Kommentar WpPG, § 21 N 104: Danach muss der Prospekt einerseits kausal für den Erwerb innerhalb der Sechsmonatsfrist von § 9 Abs. 1 WpPG und andererseits das Wertpapier aufgrund des Prospekts zugelassen worden sein.
- ¹⁷¹⁴ BGer 4A_24/2021, 24.6.2021, E. 6.2.1; siehe für die Westschweiz HIRSCH, 207; die Zweiteilung der Kausalität ist auch im US-amerikanischen Prospekt geläufig, wobei zwischen *transaction causation* und *loss causation* unterschieden wird (ausführlich dazu HAZEN, 305 f.).
- ¹⁷¹⁵ Siehe BREHM, BK OR, Art. 41 N 103; siehe auch REUTTER, 52, der die Unterscheidung begrüsst, aber die Begriffe wenig sinnvoll findet.

mehr müssen beide Aspekte erfüllt sein, damit der adäquate Kausalzusammenhang gegeben ist.¹⁷¹⁶ Da die begriffliche Unterscheidung aber eine differenziertere Analyse des adäquaten Kausalzusammenhangs erlaubt, wird sie auch in der vorliegenden Arbeit verwendet.¹⁷¹⁷

Wie bereits gezeigt, kann es nach Art. 69 FIDLEG auch widerrechtlich sein, die Prospektveröffentlichung trotz Prospektspflicht zu unterlassen.¹⁷¹⁸ Bei Unterlassungen hat der Geschädigte einen *hypothetischen Kausalzusammenhang* zu beweisen. Dabei gilt es aufzuzeigen, dass nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge der Schaden *nicht* entstanden wäre, wenn sich der Schädiger im Sinn einer *conditio cum qua non* korrekt verhalten hätte.¹⁷¹⁹ 688

II. Haftungsbegründende Kausalität

Für die haftungsbegründende Kausalität hat der Anleger den Nachweis zu erbringen, dass er sich beim *Kaufentscheid auf die mangelhaften Prospektangaben gestützt hat* und mit besserem Wissen die Titel nicht oder nicht zu diesem Preis erworben hätte.¹⁷²⁰ Das Bundesgericht hat in einem Leitentscheid¹⁷²¹ aus dem 689

¹⁷¹⁶ BGer 4A_24/2021, 24.6.2021, E. 6.2.1; CHAMMARTIN/VON DER CRONE, SZW 2006, 455; DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 77; LENOIR, 142; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 85.

¹⁷¹⁷ Im Schrifttum wird häufig nur die haftungsbegründende Kausalität erläutert (vgl. BÄRTSCHI, 234; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 36; BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 14; CAMENZIND, 107 f.; GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 193; ROHR, 222 f.).

¹⁷¹⁸ Siehe ausführlich vorne Rz 610 ff.

¹⁷¹⁹ Siehe zum Gesagten BGE 132 III 715 E. 2.3; BGE 129 III 129 E. 8; BREHM, BK OR, Art. 41 N 126; OFTINGER/STARK, § 3 N 52 ff.; REY/WILDHABER, N 701 ff.; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 06.09; STEUDLER, Rz 174 ff. Ausführlich zur hypothetischen Kausalität in der Prospekthaftung CAMENZIND, 109.

¹⁷²⁰ BGer 4A_24/2021, 24.11.2020, E. 6.2.1.; BGE 132 III 715 E. 2.1; BGE 131 III 306 E. 2.1; BGE 47 II 272 E. 5, 293; CHAMMARTIN/VON DER CRONE, SZW 2006, 455; HIRSCH, 205; LENOIR, 142; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 69 N 13; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 40; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 86; vgl. auch das deutsche Recht, wonach kein Anspruch aus Prospekthaftung bestehe, sofern «die Wertpapiere nicht auf Grund des Prospekts erworben wurden» (§ 12 Abs. 2 Ziff. 1 WpPG; siehe dazu WACKERBARTH, in: Holzborn, §§ 21–23 N 81 ff.).

¹⁷²¹ Der Sachverhalt von BGE 132 III 715 ff. kurz zusammengefasst: Der Verwaltungsrat der Miracle Holding AG entschied, das auf Softwareentwicklung spezialisierte Unter-

Jahr 2006 festgehalten, dass der Nachweis der haftungsbegründenden Kausalität entweder *direkt* oder *indirekt* erbracht werden könne.¹⁷²²

A. Direkt haftungsbegründende Kausalität

690 Direkt haftungsbegründende Kausalität liegt vor, wenn der geschädigte Anleger den Prospekt tatsächlich gelesen und gestützt auf die (allenfalls fehlerhaften) Prospektangaben die Effekte erworben hat.¹⁷²³ Dem Anleger dürfte es naturgemäss schwerfallen, das Gericht davon zu überzeugen, dass er sich bei seinem Kaufentschluss auf eine konkrete Prospektangabe verlassen hatte; er befindet sich deshalb regelmässig in «Beweisnot». Das Bundesgericht verlangt aufgrund dieser ungünstigen Beweissituation des Klägers keinen strikten Beweis des Kausalzusammenhangs, sondern lässt eine *überwiegende Wahrscheinlichkeit* genügen.¹⁷²⁴ Ein

nehmen im Jahr 1999 an die Börse zu bringen. Die Aktien wurden im Herbst 1999 zu CHF 240 emittiert und stiegen kurz nach dem IPO auf einen Kurs von über CHF 1'000, bevor sie ein Jahr später infolge des Konkurses des Emittenten wertlos wurden (siehe zum Gesagten BGE 132 III 715 lit. A–E, 715 ff.; siehe auch FATZER, 126 f.). Die Kläger machten vor Gericht geltend, dass im Emissionsprospekt ungenügend auf die Risiken des Hauptprodukts der Miracle Holding AG hingewiesen worden sei (BGE 132 III 715 E. 1, 717). Sie machten weiter geltend, dass im Bereich der Prospekthaftung generell die Vermutung gelte, dass allfällige falsche Angaben im Emissionsprospekt kausal für den Kaufentschluss des Anlegers und den damit in Zusammenhang stehenden Schaden seien (BGE 132 III 715 E. 3, 719).

¹⁷²² BGE 132 II 715 E. 3.2.1, 721; BGer 4P.96/2006, 28.8.2006, E. 2; die Rechtsprechung des Bundesgerichts gilt unverändert auch für den Kausalzusammenhang nach Art. 69 FIDLEG: GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 193; STEUDLER, Rz 522; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 69 N 14; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 38; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 87.

¹⁷²³ BGE 132 III 715 E. 3.2.1, 721; BGer 4P.96/2006, 28.8.2006, E. 2.2; CHAMMARTIN/VON DER CRONE, SZW 2006, 456; HIRSCH, 214 f.; LENOIR, 143; STEUDLER, Rz 515. Dies kann anhand des folgenden Beispiels illustriert werden: Der Anleger A. hat den Prospekt des Unternehmens U. sorgfältig studiert. A. errechnet auf Basis der von der Revisionsstelle geprüften Bilanz- und Erfolgsrechnung verschiedene Kennzahlen. Diese bestätigen sein Gefühl, wonach es sich beim Angebot der Aktien um ein gutes Geschäft handle. Nach der Investition wird bekannt, dass die Finanzaufstellungen in rechtsverletzender Weise erhoben wurden. Die Aufsicht eröffnet ein Verfahren gegen die Revisionsstelle und der Aktienkurs der U. stürzt ab.

¹⁷²⁴ Siehe zum Gesagten BGE 132 III 715 E. 3.2.1, 721; bestätigt in BGer 4A_24/2021, 24.6.2021, E. 6.2.2; das Problem der Beweisnot wurde bereits in BGE 47 II 272 E. 5, 293 erkannt (Hervorhebung hinzugefügt): «Quant à la relation de cause à effet entre les renseignements positifs inexacts et les omissions essentielles de la notice, d'une

Beweis gilt demnach als erbracht, wenn für die Richtigkeit der Sachbehauptung nach objektiven Gesichtspunkten derart gewichtige Gründe sprechen, dass andere denkbare Möglichkeiten vernünftigerweise nicht massgeblich in Betracht fallen.¹⁷²⁵ Nach dieser Rechtsprechung darf davon ausgegangen werden, dass beim Ersterwerber im Primärmarkt die Prospektangaben stets direkt kausal für den Kaufentschluss waren.¹⁷²⁶ Für den Nachweis der direkt haftungsbegründenden Kausalität genügt es allerdings nicht, wenn der Anleger den Prospekt nur «kurz durchgelesen» hat und dabei produktbezogene Informationen und Risikohinweise bloss überfliegt.¹⁷²⁷

B. Indirekt haftungsbegründende Kausalität

Der adäquate Kausalzusammenhang zwischen dem Kaufentschluss und den Prospektangaben kann auch *indirekt* zustande kommen, *wenn ein Anleger die emittierten Effekten am Sekundärmarkt erwirbt*. Als indirekt gilt die Kausalität nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung erstellt, «wenn der Anleger den Emissionsprospekt zwar nicht selbst gelesen, bei seinem Zeichnungs- oder Kaufentscheid jedoch auf eine durch den Prospekt hervorgerufene Anlagestimmung, die unter der Annahme effizienter Märkte den gehandelten Börsenkurs bildet, abgestellt hat».¹⁷²⁸

part, et la souscription de l'emprunt par les demandeurs, d'autre part, [...] on ne peut exiger une *preuve rigoureuse et absolue* du rapport de causalité; on doit se contenter d'une certitude fondée sur *le cours ordinaire des choses et l'expérience de la vie*»; siehe dazu auch bereits WEBER, SZW 1993, 58 im Zusammenhang mit einem Entscheid des Landgerichts Frankfurt. Das Bundesgericht hat das für die Prospekthaftung statuierte Beweismass der überwiegenden Wahrscheinlichkeit analog auf einen anderen Sachverhalt übertragen: Demnach gilt das Beweismass der überwiegenden Wahrscheinlichkeit auch bei der Beurteilung der Kausalität zwischen strafbaren Handlungen gegen das UWG und den hierdurch erlangten Vermögensvorteil (siehe BGER 7B_135/2022, 9.1.2024, E. 3.4.2.3).

¹⁷²⁵ BGE 130 III 321 E. 3.3, 325; BGE 128 II 271 E. 2b/aa, 276; BGE 107 II 269 E. 1b, 272 f.

¹⁷²⁶ BGE 132 III 715 E. 3.2.1, 721; BÖCKLI, Aktienrecht, § 18 Rz 36; CAMENZIND, 106; CHAMMARTIN/VON DER CRONE, SZW 2006, 454; DEDEYAN, 913; SCHUCANY, Art. 752 N 8; STEUDLER, Rz 522; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 38;

¹⁷²⁷ BGER 4P.96/2006, 28.8.2006, E. 2.2 und E. 2.3; siehe dazu auch APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 263 f.; DAENIKER, GesKR 2014, 403.

¹⁷²⁸ BGER 4P.96/2006, 28.8.2006, E. 2.2 und 2.4, mit Hinweis auf LENOIR, 143 f.; siehe auch APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 264; CHAMMARTIN/VON DER CRONE,

692 Zur Begründung stützt sich das Bundesgericht auf die «Annahme effizienter Märkte», womit die Erkenntnisse der Kapitalmarkteffizienzhypothese gemeint sind.¹⁷²⁹ Der klagende Anleger darf also davon ausgehen, dass der *Markt alle öffentlich verfügbaren Informationen über die Effekten unverzüglich im Kurs verarbeitet und dadurch eine positive Anlagestimmung* entsteht.¹⁷³⁰ Weil der Markt auch die mangelhaften Prospektangaben im Kurs verarbeitet, kommt es zu einer *Preisverzerrung*, wobei der Anleger entweder zu viel oder zu wenig für die Effekten bezahlt, unabhängig davon, ob er den Prospekt gelesen hat oder nicht.¹⁷³¹ Der Zusammenhang zwischen den Prospektangaben und dem Preis der Titel wird dabei als «Anlagestimmung» bezeichnet.¹⁷³² Der Anleger muss nun mit *überwiegender Wahrscheinlichkeit* nachweisen, dass die Prospektangaben zu einer positi-

SZW 2006, 453; DAENIKER, GesKR 2014, 403; HIRSCH, 215; HODEL, GesKR 2022, 124; STEUDLER, Rz 515.

¹⁷²⁹ DAENIKER, GesKR 2014, 403; MÜLLER, AJP 2015, 254; siehe zur Kapitalmarkteffizienzhypothese ausführlich vorne Rz 102.

¹⁷³⁰ Die Annahme effizienter Märkte setzt eine mittelstarke Effizienz voraus (siehe vorne Rz 102, Fn 308). Für den Schweizer Kapitalmarkt wurde zuerst noch bezweifelt, dass eine solche mittelstarke Effizienz vorliegt, da – im Unterschied etwa zum Kapitalmarkt in den USA – nur wenige Pflichtinformationen im Prospekt offengelegt werden mussten (siehe RAYROUX/AESCHIMANN, SZW 1993, 226). Seither hat sich der Schweizer Kapitalmarkt jedoch stark verändert. Die Prospektspflicht gemäss Art. 35 FIDLEG statuiert nun umfangreiche Offenlegungspflichten, die sich an internationalen Standards orientieren (siehe vorne Rz 184). Zudem wird das Ausnutzen von Insiderinformationen bestraft (Art. 154 FinfraG) und für börsenkotierte Unternehmen besteht eine Pflicht zur spontanen Veröffentlichung von kursrelevanten Tatsachen (*Ad hoc*-Publizität, Art. 53 KR-SIX). Damit dürften die Anforderungen an eine mittelstarke Effizienz des Kapitalmarkts erfüllt sein (gl.M. FAHRLÄNDER, Rz 75; LENOIR, 146).

¹⁷³¹ Siehe zum Gesagten APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 264; BÄRTSCHI, 234; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 36; CHAMMARTIN/VON DER CRONE, SZW 2006, 456 f.; DAENIKER, GesKR 2014, 403; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 78; DEDEYAN, 911; HENCKEL VON DONNERSMARCK, 177; HOPT, Rz 163; LENOIR, 144; NOTH/GROB, AJP 2002, 1455; REUTTER, 53; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 169; ROHR, 223; STEUDLER, Rz 523 f.; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 69 N 16; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1977; WATTER, AJP 1992, 58 f.; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 40; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 86; ZOBL/KRAMER, Rz 1156.

¹⁷³² Vgl. bereits NEIDHART, 115, wonach sich durch die allgemeine öffentliche Kenntnisnahme des Prospekts beim Publikum eine dem Inhalt des Prospekts entsprechende «Stimmung» bilde, die der Anleger für sich beanspruchen könne, auch wenn er den Prospekt selbst nicht gelesen habe; siehe dazu auch ERB, 140 f.; LANG, 73; PABST, 166; SCHRÄFL, 66.

ven Anlagestimmung geführt haben und er sich bei seinem Kaufentschluss auf diese verlassen hat. Zu beachten ist, dass die Anlagestimmung am Markt auch durch andere Faktoren wie Zukunftsglaube, Risikobereitschaft und Spekulation ausgelöst werden kann.¹⁷³³ Als wichtige Konsequenz dieser Rechtsprechung steht dem Beklagten die Einrede nicht zur Verfügung, der Kläger habe den Prospekt nicht gelesen.¹⁷³⁴

Die Anerkennung der indirekt haftungsbegründenden Kausalität aufgrund eines effizienten Kapitalmarkts hat indes *keinen Einfluss auf die Beweislastverteilung*.⁶⁹³ Der Kläger hat weiterhin den Nachweis zu erbringen, dass er sich beim Kaufentscheid auf die Prospektangaben gestützt hat und mit besserem Wissen die Titel nicht oder nicht zu diesem Preis erworben hätte.¹⁷³⁵ Nach einem jüngeren Entscheid des Bundesgerichts besteht insbesondere keine «natürliche Vermutung»¹⁷³⁶ zwischen dem Investitionsentscheid des Anlegers und den im Prospekt offengelegten Risiken: Jeder Anleger muss für sich darlegen, weshalb er *bei Kenntnis der wahren Sachlage auf eine Investition in die Effekten verzichtet hätte*.¹⁷³⁷

Damit lehnt die Rechtsprechung eine Beweislastumkehr für das Schweizer Prospektrecht ab, da sie «systemfremd» sei und «auch im Gesetz keine Stütze»⁶⁹⁴

¹⁷³³ BGE 132 III 715 E. 3.3.2, 724; BGer 4P.96/2006, 28.8.2006, E. 2.4.1.1; wobei die Kursentwicklung im Fall der Miracle Holding AG von CHF 240 auf CHF 1'000 in kürzester Zeit mit einer «Casinostimmung» vergleichbar war (siehe auch FATZER, 128).

¹⁷³⁴ Siehe die Nachweise in Fn 1727. Die indirekte Kausalität wurde daneben mit einem weiteren Argument begründet: Wenn das Lesen des Prospekts eine Haftungsvoraussetzung wäre, würde im Fall eines fehlenden Prospekts trotz Prospektzwang nie ein Kausalzusammenhang bestehen. Daraus könne man schliessen, dass das Lesen des Prospekts keine Voraussetzung für den Kausalzusammenhang sein könne (siehe NOTH/GROB, AJP 2002, 1455). Dieser Argumentation ist allerdings entgegenzuhalten, dass es umstritten ist (und war), ob die Prospekthaftung auch bei unterlassener Prospektveröffentlichung trotz Prospektspflicht zur Anwendung gelangt (siehe vorne Rz 610 f.).

¹⁷³⁵ BGE 132 III 715 E. 3.2.2, 722; BGer 4A_24/2021, 24.6.2021, E. 6.2.2; siehe auch HIRSCH, 212 f.

¹⁷³⁶ Siehe dazu BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 36; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 78; DEDEYAN, 913; STEUDLER, Rz 522.

¹⁷³⁷ BGer 4A_24/2021, 24.6.2021, E. 6.3, wonach die Annahme einer solchen natürlichen Vermutung gerade auf eine nicht zur Anwendung gelangende Beweislastumkehr hinauslaufen würde. Im konkreten Entscheid wurden die Anleger in prospektähnlichen Mitteilungen nicht hinreichend über die Risikofaktoren aufgeklärt. Die klagenden Anleger machten hierzu geltend, sie hätten bei vollständiger Aufklärung über die Risiken nicht in die Aktien investiert (vgl. HODEL, GesKR 2022, 126; siehe auch HIRSCH, 218 mit einem entsprechenden Beispiel zum Basisinformationsblatt).

finde.¹⁷³⁸ Eine derartige Vermutung statuiert die aus dem US-amerikanischen Recht bekannte *fraud on the market theory*.¹⁷³⁹ Danach besteht eine Vermutung des Vertrauens in die Kapitalmarkteffizienz, wobei dem Beklagten der Nachweis obliegt, dass im konkreten Einzelfall andere Faktoren den Kaufentschluss des Anlegers oder den Marktpreis beeinflusst haben.¹⁷⁴⁰ Die Aufnahme einer solchen Vermutung wurde gemäss der bundesrätlichen Botschaft für Art. 69 FIDLEG abgelehnt. Dies mit der Begründung, dass die vom Bundesgericht zugestandene Beweismasserleichterung der überwiegenden Wahrscheinlichkeit faktisch nahe an die Vermutung gemäss der *fraud on the market theory* herankomme.¹⁷⁴¹ Ebenfalls anerkannt ist eine Beweislastumkehr im deutschen Recht: Der Anspruchsgegner kann nachweisen, dass «die Wertpapiere nicht auf Grund des Prospektes erworben wurden» (§ 12 Abs. 2 Nr. 1 WpPG).¹⁷⁴²

695 Nach der hier vertretenen Ansicht stellt das Bundesgericht richtigerweise hohe Anforderungen an den Nachweis der haftungsbegründenden Kausalität bei einer Prospekthaftung. Gewisse Investoren suchen gezielt nach hohen Renditen und sind deshalb auch bereit, hohe Risiken in Kauf zu nehmen. Es ist daher nicht gerechtfertigt, voreilig den Schluss zu ziehen, dass eine falsche Information im Prospekt den Anleger automatisch von einem Investment abgehalten hätte.¹⁷⁴³ Die Befürwortung einer natürlichen Vermutung zwischen fehlerhaftem Prospektinhalt und Kaufentscheid würde den Anleger umfassend gegen das mit der Investition eingegangene (und durch die Rendite abgegoltene) Risiko absichern. Das Bundes-

¹⁷³⁸ BGE 132 III 715 E. 3.2.2, 722; BGer 4A_24/2021, 24.6.2021, E. 6.2.2; kritisch dazu HUNKELER/WOHL, GesKR 2014, Fn 121, wonach eine widerlegbare Vermutung der Kausalität dem Anlegerinteresse besser gedient hätte; siehe auch WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 40, wonach Vermutung der Kausalität konsequenter wäre.

¹⁷³⁹ Diese besagt, dass ein Unternehmen allen Anlegern gegenüber «automatisch» schadenersatzpflichtig wird, wenn es am Kapitalmarkt falsch oder zu spät informiert (hierzu ausführlich DAENIKER, GesKR 2014, 396 ff.; HIRSCH, 209 f.).

¹⁷⁴⁰ Siehe ausführlich HAZEN, 303 f.; STEINBERG, 278 ff.; zur Rezeption im Schweizer Recht DAENIKER, GesKR 2014, 398 ff.; DEDEYAN, 912; Mauchle, GesKR 2021, 219; WATTER, AJP 1992, 58 f.; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 87.

¹⁷⁴¹ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8993.

¹⁷⁴² Siehe dazu ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 107; EINSELE, § 7 Rz 58; GROSS, Kapitalmarktrecht, § 9 WpPG Rz 89 f.; HEIDELBACH, in: Schwark/Zimmer, § 9 N 30; SUDMEYER/FEHRMANN, in: Schüppen/Schaub, § 47 Rz 128.

¹⁷⁴³ Vgl. hierzu BGer 4A_24/2021, 24.6.2021, E. 6.3; HG (ZH) HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.5.3, S. 124 ff.

gericht kommt dem geschädigten Anleger in dieser Hinsicht mit der oben erwähnten Beweismasserleichterung der überwiegenden Wahrscheinlichkeit bereits genügend entgegen. Damit ist hinzunehmen, dass weiterhin hohe Hürden für erfolgreiche Prospekthaftungsklagen aufgrund von Beweisschwierigkeiten bestehen.¹⁷⁴⁴

III. Haftungsausfüllende Kausalität

Der Kläger muss weiter den Kausalzusammenhang zwischen den *mangelhaften Prospektangaben und dem Schaden* im geltend gemachten Umfang beweisen (haftungsausfüllende Kausalität).¹⁷⁴⁵ Auch für den Nachweis der haftungsausfüllenden Kausalität gilt das erleichterte *Beweismass der überwiegenden Wahrscheinlichkeit*.¹⁷⁴⁶ Im deutschen Recht gilt dagegen eine Beweislastumkehr, wobei der Beklagte nachweisen muss, dass die mangelhaften Prospektangaben «nicht zu einer Minderung des Börsenpreises der Wertpapiere» beigetragen haben (§ 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG). Es besteht insofern eine Vermutung, dass die Fehlinformationen den Börsenkurs beeinflusst haben, und es obliegt nun dem Prospektverantwortlichen, nachzuweisen, dass allein nachträglich eingetretene unternehmensinterne oder unternehmensexterne Ereignisse den Börsenkurs beeinflusst haben.¹⁷⁴⁷ Dieser

¹⁷⁴⁴ Vgl. BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 10; ZELLWEGER-GUTKNECHT, 114, 118.

¹⁷⁴⁵ APPENZELLER/WALLER, GesKR2007, 264; CHAMMARTIN/VON DER CRONE, SZW 2006, 455; DEDEYAN, 913; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 861; REUTTER, 52 f.; STEUDLER, Rz 516; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 26; ähnlich bereits ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 26; im US-amerikanischen Recht hat sich dafür der Begriff der *loss causation* etabliert (HAZEN, 306). Die Notwendigkeit der haftungsausfüllenden Kausalität kann an folgendem Beispiel illustriert werden: Kurz nach einem IPO stellt sich heraus, dass der Prospekt falsche Angaben zur steuerlichen Situation des Unternehmens enthielt. Später gerät das Unternehmen unerwartet in Absatzschwierigkeiten und muss deshalb eine Gewinnwarnung veröffentlichen, worauf es zu einem Kurssturz der entsprechenden Titel kommt. Ein Anleger kann nun nur einen Schaden geltend machen, der aufgrund der falschen Angaben zur steuerlichen Situation und ihrer Folgen entstanden ist (Beispiel in Anlehnung an LENOIR, 150 f.). Sofern der Anleger in dieser Situation geltend macht, er hätte die Titel bei Kenntnis der wahren Sachlage nicht erworben, muss er dies ausführlich nachweisen (siehe BGer 4A_24/2021, 24.6.2021, E. 6.3).

¹⁷⁴⁶ BGE 132 III 715 E. 3.2.1, 720 f.; DEDEYAN, 913; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 38.

¹⁷⁴⁷ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 113; GROSS, Kapitalmarktrecht, § 12 N 5; HOPT/VOIGT, 98; POELZIG, Rz 283.

Nachweis dürfte schwierig zu erbringen sein, weshalb die Beweislastumkehr nach deutschem Recht zu einer Abwälzung von Anlegerrisiken führt.¹⁷⁴⁸

- 697 Eine derartige Beweislastumkehr statuiert Art. 69 FIDLEG allerdings nicht. Der Kläger muss aufzeigen, dass die Fehlinformationen im Prospekt *ursächlich für den eingetretenen Schaden* waren. Schäden, die auf andere Faktoren zurückzuführen sind, wie etwa eine allgemeine Verschlechterung der Wirtschaftslage, sind dagegen nicht ersetzbar; es ist nämlich *nicht die Aufgabe der Prospekthaftung, allgemeine Marktrisiken zu versichern*, diese sind von den Anlegern zu tragen.¹⁷⁴⁹ Deshalb sind Kursbewegungen, die auf anderen Faktoren als den mangelhaften Prospektangaben beruhen, nicht in die Schadensberechnung aufzunehmen. Dies gilt sowohl für allgemeine Marktentwicklungen als auch für Entwicklungen, die nur den Emittenten betreffen, im Zeitpunkt der Prospekterstellung jedoch noch nicht absehbar waren.¹⁷⁵⁰ So hat etwa eine Gewinnwarnung aufgrund unerwarteter Komplikationen in einem Absatzmarkt grundsätzlich einen Kursverfall zur Folge, der mit einem allfälligen Prospektfehler nicht in einem Zusammenhang stehen muss.¹⁷⁵¹ Zudem ist zu beachten, dass die Kursbeeinflussung durch die Fehlinformation im Prospekt mit dem Zeitablauf abnimmt.¹⁷⁵² Es kommen mit anderen Worten neue relevante Informationen, etwa Halbjahreszahlen oder Quartalsberichte, hinzu, die die Preisbildung des Titels stärker beeinflussen.¹⁷⁵³
- 698 Die haftungsausfüllende Kausalität erfüllen zudem nur «wesentliche» Fehlinformationen.¹⁷⁵⁴ Unwesentlich in diesem Sinn ist etwa ein falsches Gründungsdatum

¹⁷⁴⁸ DEDEYAN, 913; siehe auch ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 113; GROSS, Kapitalmarktrecht, § 12 N 6.

¹⁷⁴⁹ CHAMMARTIN/VON DER CRONE, SZW 2006, 455; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 24; vgl. auch BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 14, die darauf hinweisen, dass ein Kausalzusammenhang nicht besteht, wenn der Schaden trotz Ausgabe eines fehlerfreien Prospekts gleichwohl eingetreten wäre.

¹⁷⁵⁰ Zum Gesagten APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 264; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 169; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 27a; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 90.

¹⁷⁵¹ GROSS, Kapitalmarktrecht, § 12 N 5.

¹⁷⁵² BGE 131 II 306 E. 2.2, 309.

¹⁷⁵³ DEDEYAN, 913; DOBLER/VON DER CRONE, SZW 2005, 213 f.; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 83; DAENIKER, GesKR 2014, 402 f.

¹⁷⁵⁴ ZOBL/KRAMER, Rz 1153; vgl. auch die deutsche Regelung gemäss § 9 Abs. 1 WpPG, wonach eine Prospekthaftung voraussetzt, dass «wesentliche Angaben unrichtig oder unvollständig sind»; siehe dazu GROSS, Kapitalmarktrecht, § 9 N 87; HEIDELBACH, in: Schwark/Zimmer, § 9 N 12; WACKERBARTH, in: Holzborn, §§ 21–23 N 70.

oder eine falsche Bezeichnung der Zahlstelle.¹⁷⁵⁵ Die haftungsausfüllende Kausalität ist ausserdem dann nicht erfüllt, wenn der Schaden auch bei Veröffentlichung eines fehlerfreien Prospekts entstanden wäre.¹⁷⁵⁶

IV. Unterbrechung der Kausalität

A. Kausalitätsunterbrechende Faktoren

Der Kausalzusammenhang kann bei der Prospekthaftung durch *innere und äussere Faktoren beeinflusst* werden, sodass er unterbrochen wird oder gar nicht erst zustande kommt.¹⁷⁵⁷ Bei der folgenden Diskussion wird dabei unterschieden, ob die haftungsbegründende oder haftungsausfüllende Kausalität betroffen ist. 699

Zunächst ist eine haftungsbegründende Kausalität auszuschliessen, wenn der Anleger die Effekten erworben hat, *bevor* der Prospekt veröffentlicht wurde. Der Prospekt kann dabei weder für den Kaufentscheid noch für die Anlagestimmung ursächlich sein.¹⁷⁵⁸ Der Anleger kann sich allenfalls auf weitere haftungsbegründende Dokumente wie prospektähnliche Mitteilungen stützen, sofern darin mangelhafte Angaben enthalten sind und es dadurch zu einem Schaden kommt.¹⁷⁵⁹ 700

Weiter kann ein *grobes Mitverschulden des Klägers* haftungsunterbrechend wirken: Hat der Kläger positive Kenntnis von den unrichtigen oder irreführenden 701

¹⁷⁵⁵ Zum Gesagten BÖCKLI, Aktienrecht, § 18 Rz 36; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 78 f.; NOTH/GROB, AJP 2002, 1455; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 90; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 90.

¹⁷⁵⁶ BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 14; ERB, 139; NOTH/GROB, AJP 2002, 1455; ROHR, 223, der als Beispiel eine Börsenbaisse oder negative Konjunktüreinflüsse erwähnt; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 27a; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 90; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 26.

¹⁷⁵⁷ Bedeutsame Entlastungsgründe sind im allgemeinen Haftpflichtrecht etwa ein schweres Selbstverschulden, ein schweres Drittverschulden oder höhere Gewalt (vgl. REY/WILDHABER, N 676 ff.). Für die Prospekthaftung sind jedoch – wie nachfolgend gezeigt wird – andere kausalitätsunterbrechende Faktoren relevant.

¹⁷⁵⁸ Siehe zum Gesagten AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 28; BÖCKLI, Aktienrecht, § 18 Rz 36a; CAMENZIND, 108 f.; ERB, 139; LENOIR, 147; NOTH/GROB, AJP 2002, 1455; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 169; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 41; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 88.

¹⁷⁵⁹ Siehe zu den prospektähnlichen Mitteilungen vorne Rz 278 ff.

Prospektangaben, kommt die haftungsbegründende Kausalität nicht zustande.¹⁷⁶⁰ Der Anleger muss die Angaben in den haftungsbegründenden Dokumenten allerdings nicht überprüfen. Er darf sich – offensichtliche Irrtümer ausgenommen – auf die Angaben im Prospekt oder im Basisinformationsblatt verlassen.¹⁷⁶¹

- 702 Auch ein grobes Selbstverschulden kann den Kausalzusammenhang unterbrechen.¹⁷⁶² Das in der Literatur genannte Beispiel des «Panikverkaufs» ist jedoch unpassend, denn es ist nicht klar, worin der Unterschied zwischen einem Panikverkauf und einem «normalen» Verkauf von Finanzinstrumenten bestehen soll. Für den Anleger ist dies ohnehin nicht ersichtlich, denn er verkauft regelmässig zum aktuellen Marktpreis.¹⁷⁶³ Denkbar ist ein grobes Selbstverschulden etwa, wenn ein geschäftserfahrener Kläger auf unklare oder widersprüchliche Informationen in prospektähnlichen Mitteilungen stösst, es anschliessend aber unterlässt, weitere ihm zur Verfügung gestellte Informationen zur Klärung heranzuziehen.¹⁷⁶⁴ Dies gilt m.E. nur für prospektähnliche Mitteilungen und nicht für unklare oder widersprüchliche Prospektangaben, denn der Prospekt ist das zentrale Informationsdokument, das aus sich selbst heraus – ausgenommen sind zulässige Verweisungen gemäss Art. 42 FIDLEG – verständlich sein muss.
- 703 Schliesslich kann es an der haftungsbegründenden Kausalität fehlen, wenn *andere Faktoren* als die mangelhaften Prospektangaben den Kaufentschluss des Anlegers

¹⁷⁶⁰ BÖCKLI, Aktienrecht, § 18 Rz 36a; CAMENZIND, 108; NOTH/GROB, AJP 2002, 1455; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 169; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 41; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 88; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 24; ZOBL/KRAMER, Rz 1150 und 1157; das deutsche Recht hält dies gesetzlich fest: «[...] sofern der Erwerber die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben des Prospekts beim Erwerb kannte» (§ 12 Abs. 2 Nr. 3 WpPG; siehe dazu GROSS, Kapitalmarktrecht, § 12 N 7, wonach grobe Fahrlässigkeit des Anlegers nicht genüge, um den Kausalzusammenhang zu unterbrechen; HEIDELBACH, in: Schwark/Zimmer, § 12 N 20).

¹⁷⁶¹ WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 88; ZOBL/KRAMER, Rz 1157.

¹⁷⁶² DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 80; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 170, wonach ein den Kausalzusammenhang unterbrechendes Selbstverschulden in der Praxis unbedeutend sei; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 43; ZOBL/KRAMER, Rz 1157.

¹⁷⁶³ Gl.M. WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 43; KOWALEWSKI, 1050; siehe zum Panikverkauf im Zusammenhang mit einer Schadensminderung vorne Rz 666.

¹⁷⁶⁴ Vgl. HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.5.5, S. 135, wobei den Investoren ein Datenraum mit zusätzlichen Informationen zur Verfügung gestanden wäre, den sie jedoch nicht zur Klärung der widersprüchlichen Angaben in den prospektähnlichen Mitteilungen konsultierten.

im Einzelfall beeinflusst haben.¹⁷⁶⁵ Derartige Einflussfaktoren auf die Anlagestimmung können – wie bereits erwähnt – etwa Zukunftsglaube, Risikobereitschaft oder Spekulation sein.¹⁷⁶⁶ Es steht zudem dem Beklagten offen, den Standpunkt des Klägers zu untergraben, indem er nachweist, dass der Anleger die Effekten trotz der mangelhaften Prospektangaben zum gleichen Preis erworben hätte.¹⁷⁶⁷

Die Einflussfaktoren auf die haftungsausfüllende Kausalität wurden weitestgehend vorne besprochen.¹⁷⁶⁸ Ergänzend ist anzufügen, dass ein Teil der Lehre eine weitere Voraussetzung der Kausalität erwähnt: Die Entdeckung der mangelhaften Prospektangaben muss den Kurs der Effekten beeinflussen.¹⁷⁶⁹ Diese aus dem deutschen Recht stammende Voraussetzung kann nicht ohne Weiteres auf das Schweizer Prospektrecht übertragen werden.¹⁷⁷⁰ Hierbei ist mit LENOIR festzuhalten, dass für die haftungsausfüllende Kausalität einzig relevant ist, ob die mangelhaften Angaben im Prospekt ursächlich für den Schaden sind.¹⁷⁷¹ Es kann nicht darauf ankommen, ob die Entdeckung des Mangels auch einen Einfluss auf den Börsenkurs hat, denn die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG ist auch auf Fälle anwendbar, wo noch kein Börsenkurs besteht.

B. Einfluss des Zeitverlaufs auf die Kausalität

Neben dem Ersterwerber am Primärmarkt ist auch der spätere Zweiterwerber am Sekundärmarkt nach Art. 69 FIDLEG aktivlegitimiert, wenn die Prospektangaben ursächlich für den Kaufentschluss waren.¹⁷⁷² Für den Nachweis des adäquaten

¹⁷⁶⁵ BGE 131 III 306 E. 2.2, 309; BÖCKLI, Aktienrecht, § 18 Rz 36a; LENOIR, 148; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 88; kritisch WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 41, wonach Pressemitteilungen durchaus die Anlagestimmung beeinflussen würden, wenn sie mangelhafte Prospektangaben wiedergeben.

¹⁷⁶⁶ Siehe dazu vorne Rz 692 und dort die Nachweise in Fn 1733.

¹⁷⁶⁷ BÖCKLI, Aktienrecht, § 18 Rz 36a; LENOIR, 147.

¹⁷⁶⁸ Siehe vorne Rz 696 ff.

¹⁷⁶⁹ Vgl. WATTER, AJP 1992, 59; BÖCKLI, Aktienrecht, § 18 Rz 36; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 169; BÄRTSCHI, 234.

¹⁷⁷⁰ Vgl. den Haftungsausschluss nach § 12 Abs. 2 Nr. 2 WpPG (Hervorhebung hinzugefügt): «[...] sofern der Sachverhalt, über den unrichtige oder unvollständige Angaben im Prospekt enthalten sind, nicht zu einer *Minderung des Börsenpreises* der Wertpapiere beigetragen hat» (siehe dazu HEIDELBACH, in: Schwark/Zimmer, § 12 N 17–19).

¹⁷⁷¹ Siehe LENOIR, 151.

¹⁷⁷² Siehe vorne Rz 350.

Kausalzusammenhangs beim Zweiterwerber ist nun zu beachten, dass die Relevanz der Prospektangaben für die Preisbildung der fraglichen Effekten und damit für den Kaufentschluss *mit der Zeit abnimmt*.¹⁷⁷³ Im weiteren Geschäftsgang des Emittenten fließen neue Informationen wie Jahres- oder Halbjahresabschlüsse, Presseberichte, Konjunktureinschätzungen sowie andere kursrelevante Ereignisse (*Ad hoc*-Publizität) in die Preisbildung der Effekten.¹⁷⁷⁴ Der Einfluss der fehlerhaften Prospektangaben auf die Preisbildung und die damit verbundene Anlagestimmung wird deshalb immer kleiner, womit auch der Nachweis des adäquaten Kausalzusammenhangs schwieriger wird.¹⁷⁷⁵ Eine eigentliche Zeitspanne für die Kausalität lässt sich jedoch nicht abstrakt ermitteln. Das Bundesgericht hielt immerhin in einem Entscheid zu Art. 752 aOR fest, dass bei Aktienkäufen, die zwischen sechs bis achtzehn Monate nach Ablauf der Zeichnungsfrist erfolgten, kein adäquater Kausalzusammenhang mehr besteht.¹⁷⁷⁶ Im deutschen Recht ist eine Prospekthaftung ausgeschlossen, wenn das Erwerbsgeschäft nach mehr als sechs Monaten abgeschlossen wurde (siehe § 9 Abs. 1 und § 10 WpPG).¹⁷⁷⁷

- 706 Richtigerweise ist für die Beurteilung des adäquaten Kausalzusammenhangs unter Art. 69 FIDLEG nicht allein die Zeitspanne zwischen Prospektveröffentlichung und Erwerb der Effekten entscheidend. Vielmehr ist relevant, welche *neuen Informationen nach der Prospektveröffentlichung hinzugetreten* sind und inwiefern diese die bereits getätigten Aussagen im Prospekt überlagern.¹⁷⁷⁸ Sofern der Emit-

¹⁷⁷³ Im allgemeinen Haftpflichtrecht ist die Zeitspanne zwischen widerrechtlichem Verhalten und dem Schadenseintritt für die Frage des adäquaten Kausalzusammenhangs grundsätzlich nicht wesentlich (BREHM, BK OR, Art. 41 N 127; REY/WILDHABER, Rz 657; a.M. OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 3 N 27).

¹⁷⁷⁴ BGE 132 III 715 E. 3.2.1; vgl. auch BGE 131 III 306 E. 2.2 und 2.3, 309 f.

¹⁷⁷⁵ Ausführlich dazu LENOIR, 147 f. und MÜLLER, AJP 2015, 257 f.; siehe auch AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 28; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 36b; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 83; DEDEYAN, 913; DOBLER/VON DER CRONE, SZW 2005, 213; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 169 f.; STEUDLER, Rz 523; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1978; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 44; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 89.

¹⁷⁷⁶ BGE 131 III 306 E. 2.3, siehe dazu die Besprechung von DOBLER/VON DER CRONE, SZW 2005, 213.

¹⁷⁷⁷ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 98 f., wonach der gesetzliche Zeitkorridor das «Kausalitätskonstrukt der Anlagestimmung» ersetze; GROSS, Kapitalmarktrecht, § 9 WpPG Rz 89; HEIDELBACH, in: Schwark/Zimmer, § 9 N 25.

¹⁷⁷⁸ Siehe zum Gesagten WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 89; siehe auch DAENIKER, GesKR 2014, 403; WALLER, Underwriting Agreement, 198.

tent etwa neue Finanzzahlen präsentiert, die erheblich von den Prognosen des Prospekts abweichen, oder aufgrund externer Faktoren eine einschneidende Gewinnwarnung veröffentlichen muss, dürfte der adäquate Kausalzusammenhang nur schwer nachzuweisen sein.¹⁷⁷⁹ In der Lehre wird die Ansicht vertreten, dass der adäquate Kausalzusammenhang nur innerhalb von zwölf Monaten nach Prospektveröffentlichung nachweisbar sei, weil gemäss Art. 55 Abs. 1 FIDLEG Prospekte nur so lange gültig seien.¹⁷⁸⁰ Diese Ansicht ist nach dem Gesagten abzulehnen, da für den adäquaten Kausalzusammenhang nicht allein auf die Zeitspanne abzustellen ist.¹⁷⁸¹

V. Fazit

Inhaltlich hat sich die Anspruchsvoraussetzung des Kausalzusammenhangs im Vergleich zum bisherigen Recht *nicht* verändert. Auch Art. 69 FIDLEG setzt einen *natürlichen und adäquaten Kausalzusammenhang* zwischen dem widerrechtlichen Verhalten und dem Schaden voraus. Ein adäquater Kausalzusammenhang liegt dabei vor, wenn die haftungsbegründende und die haftungsausfüllende Kausalität gegeben sind. 707

Die *haftungsbegründende* Kausalität beschreibt den Zusammenhang zwischen den mangelhaften Prospektangaben und dem Kaufentschluss des Anlegers. Sie kann direkt oder indirekt zustande kommen. Eine direkt haftungsbegründende Kausalität liegt vor, wenn der Anleger das haftungsbegründende Dokument tatsächlich gelesen und gestützt auf diese Informationen ein Finanzinstrument gekauft hat. Die Kausalität kann auch indirekt zustande kommen, wenn sich ein Zweiterwerber am Sekundärmarkt bei seinem Kaufentschluss auf die *Anlagestimmung* im Umfeld eines öffentlichen Angebots stützt, unabhängig davon, ob er den Prospekt gelesen hat. Der Anleger darf nämlich aufgrund der Kapitalmarkteffizienzhypothese davon ausgehen, dass der Markt alle (auch die fehlerhaften) öffentlich verfügbaren Informationen über die Effekten unverzüglich im Kurs verarbeitet und dadurch eine positive Anlagestimmung entsteht. 708

¹⁷⁷⁹ BGE 132 III 715 E. 3.2.1, 721; siehe auch WALLER, Underwriting Agreement, 198.

¹⁷⁸⁰ GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 193; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 89.

¹⁷⁸¹ GL.M. WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 44, wonach es bei Art. 55 FIDLEEG um die Frage gehe, wann für eine öffentliche Ausgabe ein neuer Prospekt geprüft werden müsse.

- 709 Die *haftungsausfüllende* Kausalität beschreibt den Zusammenhang zwischen den mangelhaften Prospektangaben und dem geltend gemachten Schaden. Unter der Prospekthaftung sind nur Schäden zu ersetzen, die aufgrund des mangelhaften Prospekts entstanden sind. Andere unternehmensinterne oder -externe Faktoren, die nicht auf die mangelhaften Angaben zurückzuführen sind, sind nicht durch die Prospekthaftung zu ersetzen.
- 710 Die *Beweislast* für den Nachweis der Kausalität trägt der Kläger. Aufgrund der ungünstigen Beweissituation muss der Kläger allerdings keinen strikten Beweis, sondern nur den *Beweis der überwiegenden Wahrscheinlichkeit* erbringen. Die Hürde für erfolgreiche Prospekthaftungsklagen bleibt aber auch mit dieser Beweismasserleichterung hoch.¹⁷⁸²
- 711 Der Kausalzusammenhang kann durch verschiedene Faktoren beeinflusst oder sogar unterbrochen werden. So besteht keine haftungsbegründende Kausalität, wenn der Kläger etwa von den mangelhaften Prospektangaben positive Kenntnis hatte oder wenn die mangelhaften Angaben den Kaufentscheid überhaupt nicht beeinflusst haben. Mit zunehmendem Zeitablauf nach Prospektveröffentlichung nimmt auch der Einfluss der Prospektangaben auf die Preisbildung und die Anlagestimmung ab. Der Nachweis der Kausalität wird dabei schwieriger, wenn der Emittent neue Informationen wie zum Beispiel aktuelle Finanzzahlen veröffentlicht, die die Prospektangaben in den Hintergrund rücken lassen.

¹⁷⁸² Vgl. BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 10; FATZER, 128 f.; ZELLWEGE-GUTKNECHT, 114.

§ 12 Verschulden

I. Einleitung

Nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG haftet, wer in einem haftungsbegründenden Dokument mangelhafte Angaben macht, «ohne dabei die erforderliche Sorgfalt anzuwenden». Dieser Wortlaut weicht erheblich von Art. 752 aOR ab, wonach derjenige haftete, der «absichtlich oder fahrlässig» bei der Erstellung oder Verbreitung von mangelhaften Angaben in Emissionsprospekten oder ähnlichen Mitteilungen mitwirkte. Es stellt sich deshalb die Frage, ob mit dem neuen Wortlaut auch eine inhaltliche Veränderung der Anspruchsvoraussetzung des Verschuldens einhergeht. Wie zu zeigen sein wird, ist m.E. keine inhaltliche Änderung zur bisherigen Rechtslage beabsichtigt gewesen. Nachfolgend wird zunächst die bisherige Rechtslage (II.) erläutert, bevor der neue Gesetzeswortlaut von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG (III.) ausgelegt wird. 712

II. Bisherige Rechtslage

Die Prospekthaftung nach Art. 752 aOR setzte ein Verschulden¹⁷⁸³ voraus. Nach dem Wortlaut der Bestimmung («absichtlich oder fahrlässig») genügte dabei *jedes Verschulden*, womit auch derjenige haftete, der nur *leicht fahrlässig handelte*.¹⁷⁸⁴ Fahrlässigkeit bedeutet allgemein im Haftpflichtrecht das Ausserachtlassen der im 713

¹⁷⁸³ Verschulden bedeutet im allgemeinen Haftpflichtrecht, dass die unerlaubte Aktivität bzw. Passivität dem Schädiger vorwerfbar ist. Vorwerfbar ist eine Handlung, wenn der Schädiger in objektiver Hinsicht vorsätzlich oder fahrlässig handelt und in subjektiver Hinsicht zum Zeitpunkt des schädigenden Verhaltens urteilsfähig ist (siehe zum Gesagten BREHM, BK OR, Art. 41 N 166 ff.; HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 1970; OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 5 Rz 13; REY/WILDHABER, Rz 962; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 07.01; SCHWENZER/FOUNTOULAKIS, Rz 22.01 ff.).

¹⁷⁸⁴ AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 34; APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 264; BÖCKLI, Aktienrecht, § 18 Rz 37; CAMENZIND, 110; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 30; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 80 f.; DEDEYAN, 914; GNOS, 101; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 209; KOWALEWSKI, 1047; LENOIR, 154; NEIDHART, 105; NOTH/GROB, AJP 2002, 1453 f.; REUTTER, 55 f.; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 35; ROHR, 224; SPILLMANN/MEYER, 44 f.; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 29; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 27; ZOBL/KRAMER, Rz 1158.

Verkehr erforderlichen Sorgfalt.¹⁷⁸⁵ Die Beurteilung der Fahrlässigkeit erfolgte anhand eines objektivierten Verschuldensmassstabs, der sich nach den Fähigkeiten richtete, die der Verkehr bei der handelnden Person voraussetzt.¹⁷⁸⁶ Jeder Beklagte haftete für die entsprechende Sorgfalt in seinem Aufgabenbereich, aber nicht darüber hinaus.¹⁷⁸⁷ Fahrlässigkeit setzte überdies voraus, dass das schädigende Ereignis für den Schädiger voraussehbar war.¹⁷⁸⁸

- 714 Da es sich bei Art. 752 aOR gemäss Rechtsprechung und h.L. um eine Verschuldenshaftung handelte, wurde das Verschulden nicht vermutet.¹⁷⁸⁹ Eine Minderheit in der Lehre befürwortete jedoch eine Verschuldensvermutung, wobei der Beklagte nachweisen musste, dass er die im Verkehr geforderte Sorgfalt beachtet hatte.¹⁷⁹⁰ Zur Begründung wurde angeführt, dass der Nachweis der individuellen Sorgfalt hauptsächlich *unternehmensinterne Abläufe betreffe*, die für den Kläger nicht ohne Weiteres nachvollziehbar seien.¹⁷⁹¹ Ein anderer Teil der Lehre ordnete dem Nachweis des Verschuldens nur eine untergeordnete Rolle zu, weil bei einem

¹⁷⁸⁵ FURRER/WEY, CHK OR, Art. 99 N 18; HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 1971; REY/WILDHABER, Rz 1002; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 07.05; kritisch dazu OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 5 Rz 48 ff.

¹⁷⁸⁶ BGE 129 III 71 E. 2.4, 75 (zur Prospekthaftung nach Art. 1156 Abs. 3 aOR); BGE 112 II 172 E. 2c, 180; BGer 4C.225/2003, 24.2.2004, E. 5.2; APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 264; BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 15; KOWALEWSKI, 1047; KÜHNE, FHB Kapitalmarktrecht, Rz 2.106; NOTH/GROB, AJP 2002, 1453; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 170; ROHR, 224; SPILLMANN/MEYER, 44; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 29; ZOBL/KRAMER, Rz 1158; siehe auch VOGT/BÄNZIGER, GesKR 2012, 609, wonach der objektivierte Verschuldensmassstab auch für Verwaltungsmitglieder bei der Beurteilung einer Haftung nach Art. 754 OR zur Anwendung gelange.

¹⁷⁸⁷ BGE 129 III 71 E. 2.4, 75; APPENZELLER/WALLER, GesKR 2007, 264; BERTSCHINGER, AJP 1998, 1288; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 37; DAENIKER/WALLER, Defense, 64; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 31; siehe auch KÖNDGEN, Theorie der Prospekthaftung, 45.

¹⁷⁸⁸ BGE 99 II 176 E. 1, 180; BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 15; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 80.

¹⁷⁸⁹ BGE 129 III 71 E. 2.5, 75; HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.2, S. 32; BÖCKLI, Aktienrecht 2009, § 18 Rz 37; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 31; DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 81; DIES., Defense, 65, FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 340; RIHM/KÄNZIG, OFK Aktienrecht, Art. 752 N 35; ZOBL/KRAMER, Rz 1158.

¹⁷⁹⁰ BERTSCHINGER, AJP 1998, 1288 f.; GNOS, 101; NOTH/GROB, AJP 2002, 1455; REUTTER, 40; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 30.

¹⁷⁹¹ BERTSCHINGER, AJP 1998, 1289; siehe auch REUTTER, 55 f.

objektivierten Verschuldensmassstab eine Pflichtverletzung auch das Verschulden impliziere.¹⁷⁹²

III. Verschulden nach Art. 69 FIDLEG

A. Einleitende Bemerkungen

Der auszulegende Satzteil «ohne dabei die erforderliche Sorgfalt anzuwenden» 715 war im Vorentwurf und im Entwurf des FIDLEG noch nicht enthalten.¹⁷⁹³ Die Änderung kam erst in den *parlamentarischen Beratungen* hinzu.¹⁷⁹⁴ Aus diesem Grund beginnt die Auslegung mit einer Darlegung der Gesetzgebungsgeschichte in Bezug auf die Anspruchsvoraussetzung des Verschuldens.

B. Gesetzgebungsgeschichte

Der Vorentwurf des FIDLEG statuierte in Art. 69 zunächst eine *Verschuldensver-* 716 *mutung mit Exkulpationsbeweis* («soweit er nicht beweist, dass ihn kein Verschulden trifft»)¹⁷⁹⁵ Die Aufnahme der Verschuldensvermutung wurde von der Haftung aus dem Vertrieb von kollektiven Kapitalanlagen gemäss Art. 145 KAG übernommen und sollte auf die Haftung für sämtliche Prospekte ausgedehnt werden. Begründet wurde dies einerseits mit der Stärkung der Position des Anlegers und andererseits damit, dass «ein grosser Teil der Lehre» ohnehin aufgrund des objektivierten Verschuldensmassstabs von einer eigentlichen Verschuldensvermutung bei der Prospekthaftung nach aOR ausgehe.¹⁷⁹⁶

In der anschliessenden *Vernehmlassung* wurde die Einführung der Beweislast- 717 umkehr mehrheitlich abgelehnt. Dabei wurde vorgebracht, es handle sich bei der Prospekthaftung weiterhin um eine deliktische Haftung, bei der eine aus dem Ver-

¹⁷⁹² AMSTUTZ/GOHARI, OFK OR, Art. 752 N 34; BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 6; CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, aCR CO II, Art. 752 N 31; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 170.

¹⁷⁹³ Siehe Art. 69 VE-FIDLEG Art. 72 Abs. 1 E-FIDLEG.

¹⁷⁹⁴ Ausführlich dazu sogleich Rz 720.

¹⁷⁹⁵ Siehe Art. 69 VE-FIDLEG; siehe ZELLWEGER-GUTKNECHT, 117.

¹⁷⁹⁶ Siehe zum Gesagten Erläuterungen VE-FIDLEG/FINIV 2014, 78; Botschaft FIDLEG/FINIG, 8992; zur Verschuldensvermutung nach Art. 145 Abs. 1 KAG ausführlich BÄRTSCHI/VON PLANTA, BSK KAG, Art. 145 N 53.

tragsrecht stammende Beweislastumkehr nicht gerechtfertigt sei. Es sei zudem praktisch unmöglich, den Entlastungsbeweis zu führen, weshalb insgesamt an der bisherigen Beweislastverteilung mit Anwendung der bundesgerichtlichen Standards festzuhalten sei.¹⁷⁹⁷ Ein Vernehmlassungsteilnehmer begrüßte dagegen die Einführung einer vollständigen Beweislastumkehr in der Prospekthaftung, wobei dem Ersteller Entlastungsmöglichkeiten in Bezug auf das Verschulden und den Kausalzusammenhang einzuräumen seien.¹⁷⁹⁸

- 718 Der *Entwurf* des FIDLEG berücksichtigte die Anregungen der Vernehmlassungsteilnehmer nicht. Die Verschuldensvermutung wurde unverändert in den Entwurf übernommen (Art. 72 E-FIDLEG).¹⁷⁹⁹
- 719 Die *Verschuldensvermutung* gemäss Art. 72 Abs. 1 E-FIDLEG war in den parlamentarischen Beratungen *stark umstritten*. Der Ständerat (Erstrat) entschied sich anlässlich seiner ersten Sitzung – im Widerspruch zur Empfehlung der vorberatenden Kommission –, die Verschuldensvermutung beizubehalten.¹⁸⁰⁰ Im Nationalrat (Zweitrat) wurde die Verschuldensvermutung kontrovers diskutiert und schliesslich – auf Empfehlung der vorberatenden Kommission – aus dem Wortlaut von Art. 72 Abs. 1 E-FIDLEG gestrichen.¹⁸⁰¹
- 720 In der *Differenzvereinbarung* fügte der Ständerat die Verschuldensvermutung wieder ein, wobei man «Verschulden» durch «erforderliche Sorgfalt» ersetzte (wer mangelhafte Angaben macht, haftet für den dadurch verursachten Schaden, «so weit er nicht nachweist, dass er dabei die erforderliche Sorgfalt angewandt hat»).¹⁸⁰² Worin der Unterschied zwischen Verschulden und erforderlicher Sorgfalt

¹⁷⁹⁷ Vernehmlassungsergebnisse FIDLEG/FINIG 2015, 35.

¹⁷⁹⁸ Vernehmlassungsergebnisse FIDLEG/FINIG 2015, 36.

¹⁷⁹⁹ Siehe dazu auch HUNKELER/WOHL, GesKR 2014, 498, wonach es aus Sicht des Anlegerschutzes besser gewesen wäre, eine widerlegbare Vermutung der Kausalität als eine Beweislastumkehr bei der Verschuldensfrage einzuführen.

¹⁸⁰⁰ Siehe Votum SCHMID, AmtlBull StR 2016, 1168 f.; Protokoll WAK-S, Sitzungen vom 27.–28.6.2016, 66.

¹⁸⁰¹ Siehe Protokoll WAK-N, Sitzungen vom 3.–4.4.2017, 28 f.; AmtlBull NR 2017, 1319 ff., 1328, wobei sich der Nationalrat auf folgenden Wortlaut einigte: «Wer in Prospekten oder in ähnlichen Mitteilungen unrichtige, irreführende oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben macht, haftet dem Erwerber eines Finanzinstruments für den dadurch verursachten Schaden.»

¹⁸⁰² Siehe AmtlBull StR 2018, 135; vgl. Votum GERMANN, AmtlBull StR 2018, 134, wonach die Verletzung der Sorgfaltspflicht in der Gerichtspraxis ohnehin weitgehend einem Verschulden gleichkomme; Votum SCHMID, AmtlBull StR 2018, 135, wonach man davon ausging, dass die Version des Nationalrats eine Kausalhaftung ohne Exkul-

liegt, war in den Beratungen nicht klar, der Änderung des Wortlauts wurde denn auch keine grosse Bedeutung zugemessen.¹⁸⁰³

Der Nationalrat strich die Verschuldensvermutung erneut, liess aber den Satzteil 721 «ohne dabei die erforderliche Sorgfalt anzuwenden» stehen.¹⁸⁰⁴ Man war sich im Nationalrat einig, dass die nun gewählte Formulierung von Art. 72 Abs. 1 E-FIDLEG eine *Verschuldenshaftung ohne Beweislastumkehr* statuiere.¹⁸⁰⁵ Der Ständerat schloss sich dieser Formulierung an.¹⁸⁰⁶

C. Gesetzssystematik

Aus der Gesetzssystematik lassen sich keine Erkenntnisse zur Auslegung des 722 Verschuldens nach Art. 69 FIDLEG gewinnen. Zwar knüpfen andere Bestimmungen des FIDLEG an ein sorgfältiges Handeln an (vgl. Art. 7 ff. FIDLEG), sie tun

pationsbeweis bedeutet würde. Der Ständerat wollte dies mit der Wiedereinführung der Verschuldensvermutung mit Exkulpationsbeweis verhindern, wobei er offenbar davon ausgegangen war, dass es für den Beklagten einfacher sei, nachzuweisen, dass er sorgfältig handelte, anstatt nachzuweisen, dass ihn kein Verschulden treffe (vgl. Protokoll WAK-S, Sitzung vom 2. 11. 2017, 7; Votum MAURER, AmtlBull NR 2018, 613; HARISBERGER, Mitwirkung, Fn 640).

¹⁸⁰³ Vgl. Votum LÜSCHER, AmtlBull NR 2018, 612, wonach es unklar sei, ob man den durch die Änderung vom Verschulden zur Sorgfalt gebrachten Unterschied verstehe («On n'est pas bien sûr de comprendre la distinction.»); Votum WALT, AmtlBull NR 2018, 613, wonach das Abstellen auf die erforderliche Sorgfalt eine Annäherung an die Verschuldenshaftung bedeute; Votum BARAZZONE, AmtlBull NR 2018, 614, wonach der Kläger ein Verschulden nachweisen müsse; vgl. auch Protokoll WAK-N, Sitzungen vom 26.–27.3.2018, 8 ff.

¹⁸⁰⁴ Siehe AmtlBull NR 2018, 612; Protokoll WAK-N, Sitzungen vom 26.–27.3.2018, 12, wonach das Abstützen auf die erforderliche Sorgfalt eine bessere Differenzierung zwischen Basisinformationsblatt und Prospekt erlaube.

¹⁸⁰⁵ Votum LÜSCHER, AmtlBull NR 2018, 613, wonach Art. 72 Abs. 1 E-FIDLEG nun eine Verschuldenshaftung ohne Beweislastumkehr sei; Votum WALT, AmtlBull NR 2018, 613; Votum MÜLLER, AmtlBull NR 2018, 613, wonach «Sorgfalt» darauf hindeute, dass es sich nicht um eine Kausalhaftung, sondern eine Verschuldenshaftung handle; Votum BARAZZONE, AmtlBull NR 2018, 614: «S'agissant de l'article 72 alinéa 1 de la loi sur les services financiers, nous considérons qu'il n'y a plus de responsabilité causale, qu'il s'agit d'une responsabilité pour faute.»

¹⁸⁰⁶ Siehe AmtlBull StR 2018, 366; vgl. Votum SCHMID, AmtlBull StR 2018, 366, wonach man nun wieder eine Verschuldenshaftung ohne Beweislastumkehr nach den allgemeinen Grundsätzen des Zivilrechts geschaffen habe.

dies aber in einem anderen Kontext.¹⁸⁰⁷ In den parlamentarischen Beratungen wurde in Bezug auf die Gesetzessystematik allerdings betont, dass bei der Auslegung von Art. 69 FIDLEG die Grundsätze des Zivilrechts zu beachten seien, wobei damit gemeint war, dass die allgemeinen Regeln der Beweislastverteilung anzuwenden seien.¹⁸⁰⁸ Damit ist aber nichts darüber gesagt, ob auch vertragsrechtliche Grundsätze – wie etwa eine Verschuldensvermutung (Art. 97 Abs. 1 OR) – greifen. Die Gesetzessystematik bringt deshalb keine neuen Auslegungserkenntnisse.

D. Gesetzeszweck

- 723 Bei der Neukonzeption des schweizerischen Prospektrrechts stand eine *Stärkung des Kunden- und Anlegerschutzes* im Vordergrund, wobei auch bestehende Schwächen im Bereich der privatrechtlichen Rechtsdurchsetzung behoben werden sollten.¹⁸⁰⁹ Aus diesem Grund sah der Vorentwurf des FIDLEG in Art. 69 zunächst noch eine Verschuldensvermutung mit Exkulpationsbeweis vor (Art. 69 VE-FIDLEG). Dies entspricht im Ergebnis auch der Minderheitsmeinung zu Art. 752 aOR, die eine Verschuldensvermutung befürwortete, weil der Verschuldensnachweis vor allem unternehmensinterne Abläufe betreffe, die für den Kläger nicht einfach einsehbar seien.¹⁸¹⁰ Es obliege deshalb dem Beklagten, nachzuweisen, dass er die geforderte Sorgfalt bei der Prospekterstellung beachtet habe.¹⁸¹¹ Tatsächlich dürfte es für den Kläger oft nicht einfach sein, im arbeitsteiligen Prozess der Prospekterstellung die einzelnen Aufgabenbereiche der potenziell verantwortlichen Personen gegeneinander abzugrenzen. Allerdings wird diese Pro-

¹⁸⁰⁷ Die Verhaltensregeln, die Finanzdienstleister beim Erbringen von Finanzdienstleistungen einhalten müssen, sind gemäss Art. 7 Abs. 1 FIDLEG aufsichtsrechtliche Pflichten (siehe BRACHER, SK FIDLEG, Art. 7 N 4 f.; BÜHLER, BSK FIDLEG, Art. 7 N 20). Art. 69 FIDLEG ist dagegen als privatrechtliche Haftungsnorm ausgestaltet (Botschaft FIDLEG/FINIG, 8992; siehe ausführlich vorne Rz 41 ff.).

¹⁸⁰⁸ Vgl. Votum SCHMID, AmtlBull StR 2018, 366, wonach derjenige, der etwas behauptet und daraus Rechte ableitet, das auch zu beweisen habe.

¹⁸⁰⁹ Siehe Erläuterungen VE-FIDLEG/FINIV 2014, 8 f., 78; Botschaft FIDLEG/FINIG, 8912 f., 8992 f.; siehe auch EMMENEGGER/GOOD, 97, wonach es den Anleger schwierig falle, den Kausalzusammenhang in einer Prospekthaftungsklage nachzuweisen; SPILLMANN/MEYER, 8 f.

¹⁸¹⁰ Siehe die Nachweise vorne Fn 1790.

¹⁸¹¹ WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 46, wonach die Prospekthaftung «inhalteer» sei, wenn man vom Kläger den Nachweis des Verschuldens verlangen würde.

blematik durch den objektivierten Verschuldensmassstab abgeschwächt, da die Verletzung der Verhaltenspflichten bereits bei der Widerrechtlichkeit geprüft wird. Sofern den Beklagten ein Verstoss gegen die einschlägigen Verhaltenspflichten nachgewiesen wird, dürfte dies weiterhin ein starkes Indiz für das Verschulden sein.¹⁸¹²

E. Rechtsvergleichung

Das deutsche Recht hält in § 12 Abs. 1 WpPG fest, dass der Prospektverantwortliche für mangelhafte Prospektangaben nicht haftet, sofern er nachweist, «dass er die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben des Prospekts nicht gekannt hat und dass die Unkenntnis nicht auf grober Fahrlässigkeit beruht». Daraus ergibt sich einerseits, dass auch die spezialgesetzliche Prospekthaftung eine Verschuldenshaftung ist, wobei jedoch nur für Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit gehaftet wird. Andererseits begründet § 12 Abs. 1 WpPG eine Verschuldensvermutung mit Exkulpationsbeweis.¹⁸¹³ Die Verschuldensvermutung wird mit zwei Argumenten begründet: Einerseits würden die für die Beurteilung der Verschuldensfrage massgeblichen Umstände in der Sphäre der Prospektersteller liegen, was vom Kläger nur schwierig nachzuweisen sei. Andererseits sei die Beweislastumkehr ein Ausgleich für die Beschränkung des Verschuldens auf Vorsatz und Grobfahrlässigkeit.¹⁸¹⁴ Gerade das letzte Argument spricht gegen eine Anlehnung an die deutsche Regelung des Verschuldens, weil die Prospekthaftung nach Schweizer Recht weiterhin leichte Fahrlässigkeit umfasst.¹⁸¹⁵

¹⁸¹² ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 170; siehe auch HG (ZH), HG170097-O, 24.11.2020, E. 3.3.4.2, S. 109 ff.; HONSELL/ISENRING/KESSLER, § 6 Rz 20 f.; REY/WILDHABER, Rz 1011 ff.; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 07.01.

¹⁸¹³ ASSMANN/KUMPAN, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, § 5 Rz 185; EINSELE, § 7 Rz 58; GROSS, Kapitalmarktrecht, Rz 94 f.

¹⁸¹⁴ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 115; GROSS, Kapitalmarktrecht, Rz 94 f.

¹⁸¹⁵ Siehe die Nachweise vorne Fn 1784. Eine Beweislastumkehr in Art. 69 FIDLEG wäre deshalb nur sinnvoll gewesen, wenn gleichzeitig das Verschulden auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit reduziert worden wäre (vgl. DEDEYAN, 914).

F. Auslegungsergebnis

- 725 Aus der Gesetzgebungsgeschichte ergibt sich, dass die ursprünglich vorgesehene Beweislastumkehr sowohl vom Nationalrat als auch vom Ständerat verworfen wurde.¹⁸¹⁶ Mehrfach wurde dabei betont, dass die Prospekthaftung – wie unter Art. 752 aOR – eine *Verschuldenshaftung ohne Beweislastumkehr* sei. Der Unterschied im Wortlaut von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG im Vergleich zum Wortlaut von Art. 752 aOR ist ebenfalls mit der Gesetzgebungsgeschichte zu erklären, wobei der Änderung keine grosse Bedeutung zugemessen wurde. Es besteht deshalb weiterhin eine Haftung für *jedes Verschulden, namentlich für Vorsatz sowie grobe und leichte Fahrlässigkeit*.¹⁸¹⁷ Der Verschuldensmassstab ist ebenfalls nach bisherigem Recht auszulegen.¹⁸¹⁸ Kurz wiederholt: Es gilt ein *objektivierter Verschuldensmassstab*, der sich nach den Fähigkeiten richtet, die der Verkehr bei der handelnden Person unter den konkreten Umständen voraussetzt. Dem Schädiger muss damit weiterhin die Verursachung des Schadens *vorwerfbar* sein. Der neue Wortlaut von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG ist deshalb so zu verstehen, dass man für die Erstellung von mangelhaften Angaben in einem haftungsbegründenden Dokument haftet, «weil die erforderliche Sorgfalt nicht aufgewendet wurde».¹⁸¹⁹
- 726 Das Verschulden ist auch weiterhin für jeden einzelnen Beklagten *separat* festzustellen, denn jeder Beklagte haftet nur für die entsprechende Sorgfalt in seinem Aufgabenbereich, aber nicht darüber hinaus.¹⁸²⁰ Der Richter kann zudem die Grösse des Verschuldens bei der Schadenersatzbemessung berücksichtigen (Art. 43 Abs. 1 OR).¹⁸²¹

¹⁸¹⁶ Die Einführung der Beweislastumkehr in Anlehnung an Art. 145 Abs. 1 KAG durch den Bundesrat vermochte auch dogmatisch nicht zu überzeugen: Die Verantwortlichkeitsansprüche nach dieser Bestimmung basieren auf einem Vertragsverhältnis und haben deshalb eine vertragliche Rechtsnatur (siehe hierzu BÄRTSCHI/VON PLANTA, BSK KAG, Art. 145 N 34).

¹⁸¹⁷ Siehe zur Rechtslage unter Art. 752 aOR vorne Rz 713 f.

¹⁸¹⁸ In der vorberatenden Kommission wurde denn auch festgehalten, dass man durch die beschlossenen Änderungen wieder zur herkömmlichen Haftung bzw. zum bisher geltenden Haftungsregime nach Art. 752 aOR zurückkehren wollte (Protokoll WAK-N, Sitzungen vom 26.–27.3.2018, 8 ff.).

¹⁸¹⁹ Siehe hierzu GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 195 mit Bezug auf die inoffizielle englische Fassung des FIDLEG: «Any person who fails to exercise due care and thereby furnishes information that is inaccurate, misleading [. . .]»

¹⁸²⁰ BGE 129 III 71 E. 2.4, 75; KÖNDGEN, Theorie der Prospekthaftung, 45; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 47.

¹⁸²¹ Siehe dazu auch vorne Rz 679.

Zusammenfassend war mit der Änderung des Wortlauts *keine materielle Änderung* zu Art. 752 aOR beabsichtigt; die Anspruchsvoraussetzung des Verschuldens bleibt inhaltlich unverändert bestehen.¹⁸²² 727

IV. Fazit

Art. 69 FIDLEG setzt ein *Verschulden* voraus, wobei eine Haftung für jedes Verschulden besteht, auch für leichte Fahrlässigkeit. Der Verschuldensmassstab ist wie unter Art. 752 aOR *objektiviert*, das heisst, er richtet sich nach den Fähigkeiten, die der Verkehr bei den handelnden Personen unter den konkreten Umständen voraussetzt. Das Verschulden ist vom Kläger nachzuweisen, es besteht aufgrund der klaren Gesetzgebungsgeschichte *keine Beweislastumkehr*. Das Verschulden ist für jeden Beklagten individuell festzulegen, denn jeder Beklagte haftet nur für die entsprechende Sorgfalt in seinem Aufgabenbereich, aber nicht darüber hinaus. 728

¹⁸²² G.L.M. GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 195; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 230; ROULLER *et al.*, Rz 554b; SETHE/FAHRLÄNDER, 217; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, OFK FIDLEG, Art. 69 N 17; VON DER CRONE, Aktienrecht, 1979; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 94; a.M. WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 47, wonach der Beklagte darlegen müsse, dass er die geforderte Sorgfalt beachtet habe.

§ 13 Haftungsausschluss und Verjährung

I. Einleitung

Im nachfolgenden Kapitel sind zwei Fragen im Zusammenhang mit dem Anspruch aus Art. 69 FIDLEG zu untersuchen: Zum einen stellt sich die Frage, ob der Anspruch aus Prospekthaftung durch eine Klausel im haftungsbegründenden Dokument ausgeschlossen oder zumindest modifiziert werden kann.¹⁸²³ Zum anderen stellt sich die Frage, wie die Verjährung eines Anspruchs aus Prospekthaftung geregelt ist, denn das FIDLEG enthält keine allgemeinen Bestimmungen zur Verjährung. 729

II. Zulässigkeit eines Haftungsausschlusses unter Art. 69 FIDLEG

A. Allgemeines

Die Zulässigkeit der *Wegbedingung der Prospekthaftung* (sog. Freizeichnung)¹⁸²⁴ war unter Art. 752 aOR umstritten.¹⁸²⁵ Nachfolgend wird zunächst untersucht, ob eine Wegbedingung der Haftung im (gesetzlich normierten) Aussenverhältnis gemäss Art. 69 FIDLEG zulässig ist (B.). Danach ist zu untersuchen, ob eine (rechtsgeschäftliche) Wegbedingung der Haftung im Innenverhältnis zulässig ist (C.). 730

Die Haftungsprivilegien für die Zusammenfassung des Prospekts (Art. 69 Abs. 2 FIDLEG) und die Angaben zu wesentlichen Perspektiven (Art. 69 Abs. 3 FIDLEG) wurden in dieser Arbeit bereits andernorts erörtert.¹⁸²⁶ 731

¹⁸²³ Dogmatisch stellt der Haftungsausschluss eine Frage des Verschuldens dar. In dieser Arbeit wird der Haftungsausschluss jedoch im Anschluss an das Verschulden in einem separaten Kapitel untersucht, um eine bessere Übersicht zu gewährleisten.

¹⁸²⁴ Siehe statt vieler HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 1014.

¹⁸²⁵ Für einen Überblick siehe NOTH/GROB, AJP 2002, 1454; WATTER, AJP 1992, 60.

¹⁸²⁶ Siehe für die Zusammenfassung Rz 542 ff. und die wesentlichen Perspektiven Rz 498 ff.

B. Wegbedingung der Prospekthaftung im Aussenverhältnis

1. Freizeichnungsklauseln im Prospekt oder im Basisinformationsblatt

- 732 Der Prospektersteller könnte versucht sein, seine Haftung durch die Aufnahme einer *Freizeichnungsklausel* (auch Enthaftungsklausel)¹⁸²⁷ im Prospekt oder im Basisinformationsblatt gegenüber den Erwerbern der Effekten auszuschliessen oder einzuschränken. Unter Art. 752 aOR wurde in der Lehre mehrheitlich die Ansicht vertreten, dass die Verantwortlichkeit *im Aussenverhältnis* nicht durch eine Klausel im Prospekt gänzlich abgelehnt oder zumindest auf Vorsatz eingeschränkt werden konnte.¹⁸²⁸ Begründet wurde dies damit, dass das aktienrechtliche Verantwortlichkeitsrecht zwingender Natur sei.¹⁸²⁹ Mit der Herauslösung der Prospekthaftung aus dem Aktienrecht ist diese Begründung obsolet, womit die Möglichkeit einer Freizeichnungsklausel erneut zu überprüfen ist.
- 733 Nach der hier vertretenen Ansicht sind Freizeichnungsklauseln im Aussenverhältnis im Prospekt oder im Basisinformationsblatt *nicht zulässig*.¹⁸³⁰ Dies ergibt sich einerseits aus der zwingenden (deliktsrechtlichen) Natur der Prospekthaftung, denn der vom FIDLEG verfolgte Anleger- und Funktionsschutz würde bedeutungslos, wenn die mangelhafte Erfüllung der gesetzlichen Informationspflichten einseitig ausschliessbar wäre.¹⁸³¹ Andererseits erhellt bereits der Wortlaut von

¹⁸²⁷ Freizeichnungs- bzw. Enthaftungsklauseln sind vertragliche Vereinbarungen zur Wegbedingung der Haftung im Verhältnis zwischen zwei Vertragsparteien für gegenseitig verursachten Schaden (HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 242; REUTTER, 60; WEBER/EMMENEGGER, BK OR, Art. 100 N 13).

¹⁸²⁸ BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 28; DAENIKER, Underwriting Agreement, 187 f.; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 202; HÄRTSCH, 61; HOPT, Verantwortlichkeit, Rz 177; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 32 KR N 22; LENOIR, 155 f.; NOTH/GROB, AJP 2002, 1454; REUTTER, 59; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 162; SCHWEIZER, 65 f.; WALLER, Underwriting Agreement, 248 f.; WATTER, AJP 1992, 60; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 22.

¹⁸²⁹ BERTSCHINGER, Verantwortlichkeit, Rz 28.

¹⁸³⁰ Gl.M. HÄRTSCH, 61; VRACA, Rz 423; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 48; ob Freizeichnungsklauseln im Kontext von Art. 41 OR zulässig sind, ist in der Lehre umstritten (siehe die Übersicht bei BREHM, BK OR, Art. 41 N 230a ff.).

¹⁸³¹ Siehe HÄRTSCH, 61; HOPT, Verantwortlichkeit, Rz 177; NOTH/GROB, AJP 2002, 1454; nach der deutschen Lehre ist eine Freizeichnung unabhängig von der Rechtsnatur des Prospekthaftungsanspruchs unzulässig, weil es sich um Verkehrspflichten handelt, die dem Anleger- und Funktionsschutz des Kapitalmarkts und der Wirtschaft

Art. 69 Abs. 1 FIDLEG, dass sich der Anspruch aus Prospekthaftung gegen jeden richtet, der in einem haftungsbegründenden Dokument mangelhafte Angaben macht.¹⁸³² Ein Haftungsausschluss ist auch dann nicht möglich, wenn man ausnahmsweise von einer vertraglichen Natur der Prospekthaftung oder einer Qualifikation als Vertrauenshaftung ausgeht.

Dieses Ergebnis entspricht auch der Rechtslage in Deutschland, wonach Freizeichnungsklauseln im Aussenverhältnis unwirksam sind (§ 16 Abs. 1 WpPG). Zulässig sind dagegen Vereinbarungen, die nach Entstehung eines Prospekthaftungsanspruchs getroffen werden (z.B. ein Vergleich).¹⁸³³ 734

2. Freizeichnungsklauseln in freiwillig verfassten prospektähnlichen Mitteilungen

Differenzierter ist zu beurteilen, ob eine Freizeichnungsklausel bei *freiwillig verfassten prospektähnlichen Mitteilungen* zulässig ist. Unter Art. 752 aOR wurde die Ansicht vertreten, dass auch bei freiwillig verfassten prospektähnlichen Mitteilungen eine Wegbedingung der Haftung für Falschaussagen und gravierende Unterlassungen unzulässig sei.¹⁸³⁴ Nach dieser Ansicht ist jedoch unklar, ob ein Haftungsausschluss für leichte Fahrlässigkeit gemäss Art. 100 Abs. 1 OR möglich ist, wenn die Informationen freiwillig geleistet werden.¹⁸³⁵ Nach Rechtsprechung 735

dienen (ASSMANN, Prospekthaftung, 370; KÖNDGEN, Theorie der Prospekthaftung, 53 ff.; HOPT, Verantwortlichkeit, Rz 179).

¹⁸³² Siehe zur Passivlegitimation vorne Rz 388 ff.

¹⁸³³ Siehe zum Gesagten ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 135; GROSS, Kapitalmarktrecht, § 16 WpPG Rz 2; OULDS, in: Kümpel *et al.*, Rz 15.829; POELZIG, Rz 300.

¹⁸³⁴ ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 162; siehe auch ERB, 97, der einen Haftungsausschluss von Angaben in Kurzprospekten ablehnt, weil diese die gleichen Funktionen erfüllen würden wie ein Prospekt im Sinn des OR; HODEL, Kotierung, 139, wonach ein *disclaimer* bei prospektähnlichen Mitteilungen im Vorfeld eines IPO die Prospekthaftung nicht ausschliesse; LENOIR, 156; ROHR, 212 f., mit dem Hinweis, dass prospektähnliche Mitteilungen gleich wie ein Prospekt das Interesse der Investoren wecken würden; SCHWEIZER, 77; WATTER, AJP 1992, 60, der die Möglichkeit einer Enthaltungsklausel für Falschaussagen in Kurzprospekten ablehnt; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 2096; siehe auch GRONER, 86.

¹⁸³⁵ Siehe LENOIR, 155 f., wonach es einem Anleger nur schwer vermittelbar sei, dass für freiwillig vermittelte Informationen eine Wegbedingung der Haftung zulässig sei; in der deutschen Lehre ist dies umstritten: Siehe ASSMANN, Prospekthaftung, 370 f., der einen Haftungsausschluss für grob oder leicht fahrlässige Verletzung der Verkehrs-

und Lehre ist eine Wegbedingung der deliktischen Haftung grundsätzlich möglich, sofern die gesetzlichen Schranken (z.B. Art. 100 OR) beachtet werden.¹⁸³⁶ Zu beachten ist, dass eine Freizeichnung der deliktischen Haftung ebenfalls die Zustimmung des Anlegers voraussetzt.¹⁸³⁷

- 736 Die unter Art. 752 aOR vertretene Meinung, wonach eine Freizeichnung auch für freiwillig verfasste prospektähnliche Mitteilungen ungültig sei, hat m.E. auch unter Art. 69 FIDLEG Bestand. Dies ergibt sich daraus, dass auch prospektähnliche Mitteilungen gleich wie Prospekte eine zentrale Aufklärungs- und Informationsfunktion gegenüber den Anlegern wahrnehmen und dadurch die Funktionsfähigkeit des Markts sicherstellen.¹⁸³⁸ Es wäre zudem widersprüchlich, eine Haftung nach Art. 69 FIDLEG für freiwillig erstellte prospektähnliche Mitteilungen zu befürworten und gleichzeitig einen Haftungsausschluss zuzulassen.¹⁸³⁹ Plakatativ formuliert: Sobald der Emittent sich dazu entschliesst, die Anleger im Rahmen eines öffentlichen Angebots oder einer Handelszulassung auf freiwilliger Basis zu informieren, soll er dies *wahrheitsgemäss und vollständig tun, ohne die Möglichkeit einer Wegbedingung der Haftung*.
- 737 Prospektähnliche Mitteilungen oder freiwillige Prospekte enthalten teilweise einen *disclaimer*, wonach eine Anlageentscheidung nur gestützt auf den Prospekt erfolgen dürfe. Nach richtiger Ansicht dürfte in diesem Fall eine *Haftung für Unvollständigkeit* des Dokuments entfallen, weil sich die gesetzlichen Inhaltspflichten nur auf den Prospekt beziehen.¹⁸⁴⁰

pflichten der Prospektverantwortlichen als unwirksam bezeichnet; ihm zustimmend HOPT, Verantwortlichkeit, Rz 179; KÖNDGEN, Theorie der Prospekthaftung, 53 ff., wonach eine Freizeichnung bei freiwillig gegebenen Informationen im Rahmen der AGB-Bestimmungen zulässig sei.

¹⁸³⁶ BGE 120 II 58 E. 3a, 61; BGE 107 II 161 E. 8a, 168; BREHM, BK OR, Art. 41 N 230c; OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 13 N 60, je mit weiteren Nachweisen; Freizeichnungsklauseln werden auch als problematisch bezeichnet, weil sie meist zulasten der schwächeren Vertragspartei wirken (HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 1019).

¹⁸³⁷ OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 12 Rz 13; siehe auch BREHM, BK OR, Art. 41 N 232b.

¹⁸³⁸ Siehe zu den Funktionen ausführlich vorne Rz 96 ff.

¹⁸³⁹ Vgl. KÖNDGEN, Theorie der Prospekthaftung, 56; LENOIR, 156.

¹⁸⁴⁰ DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 65 f.; ERB, 97; GRONER, 86; REUTTER, 42; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 162; ROHR, 212 f.; SCHWEIZER, 77; WATTER, AJP 1992, 60; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 48; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 69; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 2096; ZOBL/KRAMER, Rz 1145; a.M. GERICKE/SCHIFFERLE, GesKR 2020, 190 und 194, nach denen Pressemitteilungen und Präsentationen, welche ausdrücklich darauf hinweisen, dass eine Investition allein

C. Zulässigkeit einer Schadloshaltung im Innenverhältnis

1. Überblick über die vertragliche Regelung

Wie ausgeführt, regeln die Parteien bei öffentlichen Platzierungen von Effekten die gegenseitigen Rechte und Pflichten in einem *placement* bzw. *underwriting agreement*.¹⁸⁴¹ Im vorliegenden Zusammenhang sind dabei insbesondere die Vereinbarungen betreffend *Freistellung von Drittsprüchen* (sog. Schadloshaltung oder *indemnification*) zugunsten der platzierenden Banken relevant.¹⁸⁴² Wie zu zeigen ist, sind solche Vereinbarungen nur beschränkt zulässig. 738

Die rechtsgeschäftliche Freistellung von Drittsprüchen kommt in der Praxis insbesondere bei einem IPO vor: Der *lead manager* bzw. das Bankenkonsortium verlangt regelmässig die Aufnahme einer Freistellungsklausel im *underwriting agreement*, wonach der Emittent die Banken von sämtlichen Drittsprüchen im Zusammenhang mit der Prospekthaftung freizustellen hat.¹⁸⁴³ Im Ergebnis kommt es zu einer *Abwälzung der Haftungsfolgen bzw. des Haftungsrisikos auf den Emittenten*.¹⁸⁴⁴ Die Banken begründen dies damit, dass der Prospekt überwiegend eine Darstellung der rechtlichen und wirtschaftlichen Situation des Emittenten sei, deren Überprüfung für die Bank nicht ohne Weiteres möglich sei.¹⁸⁴⁵ 739

gestützt auf den publizierten Prospekt getätigt werden sollen, nicht als prospektähnliche Mitteilungen gelten und nicht haftungsrelevant seien. Die Autoren begründen dies damit, dass der Prospekt falsche oder irreführende Informationen in Nebendokumenten «heilt» (siehe hierzu vorne Rz 599 ff.).

¹⁸⁴¹ Je nach Art der Platzierung gehören zu den Parteien namentlich der Emittent, die platzierenden Banken und allenfalls der verkaufende Aktionär (siehe vorne Rz 80 und 84).

¹⁸⁴² Siehe dazu DAENIKER, *Underwriting Agreement*, 187 ff.; HARISBERGER, *Mitwirkung*, Rz 74 ff.; HÄRTSCH, 52 f.; WALLER, *Underwriting Agreement*, 246 f.; WATTER, *Festübernahme*, 396 f.

¹⁸⁴³ DAENIKER, *Underwriting Agreement*, 188; HÄRTSCH, 58 f.; REUTTER, 59; WALLER, *Underwriting Agreement*, 245; WATTER, *Festübernahme*, 396; WERLEN, *Bankgeschäft*, Rz 2113).

¹⁸⁴⁴ Derartige Risikoüberwälzungsklauseln (auch Risikoverschiebungsklauseln) sind unter dem Vorbehalt von Art. 27 ZGB zulässig, wobei das Bundesgericht zur Beurteilung die Grundsätze von Art. 100 OR analog anwendet (BGE 132 III 449 E. 2, 452; WEBER/EMMENEGGER, BK OR, Art. 100 N 75).

¹⁸⁴⁵ DAENIKER, *Underwriting Agreement*, 187; REUTTER, 59; WALLER, *Underwriting Agreement*, 247.

- 740 Daneben sind weitere Anwendungsfälle von Freistellungsklauseln insbesondere bei einer *Sekundärplatzierung* denkbar: Der Emittent kann sich etwa dazu verpflichten, einen verkaufenden Hauptaktionär von Prospekthaftungsansprüchen freizustellen. Teilweise verpflichtet sich der Emittent auch dazu, die Bank bei einer Sekundärplatzierung von Prospekthaftungsansprüchen freizustellen, obwohl nur der Hauptaktionär Aktien veräußert und einen Erlös erzielt.¹⁸⁴⁶
- 741 Im *Innenverhältnis* steht es den Parteien – unter Beachtung der gesetzlichen Schranken – grundsätzlich frei, die Schadenstragung aus Prospekthaftung rechtsgeschäftlich anders zu regeln.¹⁸⁴⁷ Die Abwälzung der Haftungsfolgen auf den Emittenten im Innenverhältnis ist deshalb m.E. auch unter Art. 69 FIDLEG zulässig.¹⁸⁴⁸ Dies ergibt sich einerseits daraus, dass auch die ausservertragliche Haftung nach Rechtsprechung und Lehre vertraglich wegbedungen werden kann.¹⁸⁴⁹ Andererseits führt die privatautonome Ausgestaltung der Risikoaufteilung unter den Parteien aus ökonomischer Perspektive zu einem effizienten Gesamtergebnis, wenn die Parteien selbstständig bestimmen können, wer das Risiko mit geringstem Aufwand beherrschen (sog. *cheapest cost avoider*) oder am günstigsten versichern (sog. *cheapest insurer*) kann.¹⁸⁵⁰ Ist das Risiko weder vermeidbar noch versicherbar, kann es effizient sein, das Risiko auf denjenigen zu überwälzen, der es am besten tragen kann (sog. *superior risk bearer*).¹⁸⁵¹ Freilich kann dagegen argumentiert werden, dass die Bank durch die Schadloshaltung zu unvorsichtigem, widerrechtlichem Verhalten verleitet wird.¹⁸⁵² Zu prüfen bleibt, ob der dargestellten Schadlos-

¹⁸⁴⁶ HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 76; REUTTER, 60.

¹⁸⁴⁷ HÄRTSCH, 62; REUTTER, 59; WALLER, Underwriting Agreement, 249; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 2113; auch im deutschen Recht sind interne Vereinbarungen der Prospektverantwortlichen über den Umfang der Prospekthaftung (z.B. interne Haftungsfreistellungen der Emissionsbegleiter durch den Emittenten) zulässig (ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 136; GROSS, Kapitalmarktrecht, § 16 WpPG Rz 2); siehe allgemein zur Zulässigkeit der rechtsgeschäftlichen Regelung der Schadenstragung im Innenverhältnis HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 1014 ff.

¹⁸⁴⁸ G.I.M. WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 98; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 2113; siehe zum bisherigen Recht DAENIKER, Underwriting Agreement, 188; REUTTER, 60 f.; WALLER, Underwriting Agreement, 247 f.; WATTER, Festübernahme, 397; WEBER/EMMENEGGER, BK OR, Art. 100 N 75.

¹⁸⁴⁹ BGE 120 II 58 E. 3a, 61; BGE 107 II 161 E. 8a, 168; BREHM, BK OR, Art. 41 N 230c; HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 1014; OFTINGER/STARK, AT Bd. 1, § 13 N 60; WIDMER LÜCHINGER/WIEGAND, BSK OR I, Art. 100 N 3.

¹⁸⁵⁰ Siehe SCHLEIFFER/FISCHER, 308.

¹⁸⁵¹ Siehe zum Ganzen SCHÄFER/OTT, 479 ff.

¹⁸⁵² Siehe HOPT, Rz 177 ff.; WATTER, Festübernahme, 397.

haltung im Innenverhältnis zivilrechtliche oder gesellschaftsrechtliche Einschränkungen entgegenstehen.

2. Zivilrechtliche Einschränkungen

a) Generelle Schranken

Übermäßige Freistellungsklauseln im *underwriting agreement* zugunsten der platzierenden Banken sind zunächst nach Art. 27 Abs. 2 ZGB (Verbot der übermäßigen Bindung) zu beurteilen.¹⁸⁵³ Bei der Beurteilung des Übermasses ist vor allem auf *die Intensität und die Dauer der Bindung abzustellen*.¹⁸⁵⁴ Die Voraussetzungen der übermäßigen Bindung sind jedoch nur in Extremsituationen erfüllt.¹⁸⁵⁵ Eine Freistellungsklausel darf auch nicht unmöglich oder widerrechtlich im Sinn von Art. 19 f. OR sein.¹⁸⁵⁶ Freistellungsklauseln verstossen aber grundsätzlich nicht gegen die öffentliche Ordnung, die guten Sitten oder das Recht der Persönlichkeit.¹⁸⁵⁷ 742

In der Lehre wird vorgebracht, eine Freistellungsklausel zugunsten der platzierenden Bank könnte gegen Sinn und Zweck der Prospekthaftung verstossen.¹⁸⁵⁸ Der Zweck der Prospekthaftung liege nämlich darin, die in die Prospekterstellung involvierten Personen zu sorgfältigem Handeln zu verpflichten. Diese Position wird im US-amerikanischen Prospektrecht vertreten (sog. *Globus-Doktrin*).¹⁸⁵⁹ 743

¹⁸⁵³ HÜRLIMANN-KAUP/SCHMID, Rz 821 ff.; WEBER/EMMENEGGER, BK OR, Art. 100 N 75. Eine gegen Art. 27 Abs. 2 ZGB verstossende übermäßige Bindung bewirkt keine Nichtigkeit, sondern einseitige Unverbindlichkeit des Rechtsgeschäfts (BGE 143 III 480 E. 4.2, 486; BGE 129 III 209 E. 2.2, 214; zum Ganzen HOTZ, KUKO ZGB, Art. 27 N 10 f.; HÜRLIMANN-KAUP/SCHMID, Rz 829 ff.; REITZE, BSK ZGB I, Art. 27 N 18 ff.).

¹⁸⁵⁴ Siehe zu den Fallgruppen ausführlich HOTZ, KUKO ZGB, Art. 27 N 4 ff.; HÜRLIMANN-KAUP/SCHMID, Rz 825 ff.; REITZE, BSK ZGB I, Art. 27 N 10 ff.;

¹⁸⁵⁵ HÄRTSCH, 65 f.; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 239; REUTTER, 60; siehe auch WEBER/EMMENEGGER, BK OR, Art. 100 N 75.

¹⁸⁵⁶ Siehe allgemein zu den Schranken der Vertragsfreiheit MEISE/HUGUENIN, BSK OR I, Art. 19/20 N 12 ff.; HERZOG, KUKO OR, Art. 19 N 4 ff.

¹⁸⁵⁷ HÄRTSCH, 65 f.; REUTTER, 60, Fn 241; siehe auch DAENIKER, *Underwriting Agreement*, 188; WEBER/EMMENEGGER, BK OR, Art. 100 N 143; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 2113.

¹⁸⁵⁸ SCHLEIFFER/WOLF, 307 f.; WALLER, *Underwriting Agreement*, 246, Fn 1155.

¹⁸⁵⁹ Siehe zur *Globus-Doktrin* HAZEN, 192, wonach die Zulässigkeit von Freistellungsklauseln dazu führe, dass die in die Prospekterstellung involvierten Personen ihre Pflichten *less wholehearted* erfüllen würden; siehe auch HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 241; WERLEN, Bankgeschäft, Rz 2114.

Ein derartige Einschränkung der Vertragsfreiheit wird von der schweizerischen Lehre jedoch abgelehnt.¹⁸⁶⁰

b) *Kein Ausschluss der Haftung für Vorsatz und Grobfahrlässigkeit*

- 744 Eine Schadloshaltungsklausel im *underwriting agreement* führt im Ergebnis zu einer Verschiebung des Haftungsrisikos von der Bank auf den Emittenten; dies könnte gegen Art. 100 Abs. 1 OR verstossen. Nach dieser Bestimmung ist eine zum Voraus getroffene Vereinbarung nichtig, wonach die Haftung für rechtswidrige Absicht oder grobe Fahrlässigkeit ausgeschlossen wird. Nach Art. 100 Abs. 2 OR kann ein Gericht unter bestimmten Voraussetzungen auch ein zum Voraus erklärter Verzicht auf Haftung für leichtes Verschulden als nichtig bezeichnen.¹⁸⁶¹ Art. 100 Abs. 1 OR wird von der Lehre auf Freistellungsklauseln zugunsten der platzierenden Banken angewendet. Bei *Primärplatzierungen* kann die Bank deshalb die Haftung für *eigenes Verschulden* (genauer: für Absicht oder Grobfahrlässigkeit) im *Innenverhältnis nicht zum Voraus wegbedingen*.¹⁸⁶² Sofern die Bank einen Teil des Prospekts selbstständig verfasst oder mangelhafte Informationen dazu geliefert hat, kann sie daraus entstehende absichtliche oder grobfahrlässige Schäden nicht auf den Emittenten abwälzen. Dies gilt auch für die Situation, in der die Bank einen Prospektmangel erkennen könnte und trotzdem nicht einschreitet.¹⁸⁶³

¹⁸⁶⁰ HARISBERGER, *Mitwirkung*, Rz 241; WALLER, *Underwriting Agreement*, 249, Fn 1155; WERLEN, *Bankgeschäft*, Rz 2114; siehe auch APPENZELLER/WALLER, *GesKR 2007*, 272; DAENIKER, *Underwriting Agreement*, 188; HÄRTSCH, 65 f.

¹⁸⁶¹ Nach dem Gesetzeswortlaut ist dies insbesondere der Fall, wenn die Verantwortlichkeit aus dem Betrieb eines obrigkeitlich konzessionierten Gewerbes erfolgt. Ob Banken obrigkeitlich konzessioniert sind, war allerdings umstritten, wobei das Bundesgericht dies neuerdings bejaht (BGE 112 II 450 E. 6a, 454 f.; bestätigt in BGE 132 III 449 E. 2, 452; siehe WEBER/EMMENEGGER, *BK OR*, Art. 100 N 120). Ein Gericht kann deshalb eine Freistellungsklausel zugunsten einer Bank für leichtes Verschulden ihrerseits als nichtig erklären (HARISBERGER, *Mitwirkung*, Rz 242, Fn 662; kritisch GERHARD, *SZW 2006*, 262, Fn 24; WALLER, *Underwriting Agreement*, 250).

¹⁸⁶² DAENIKER, *Underwriting Agreement*, 188; WALLER, *Underwriting Agreement*, 249; WATTER, *Festübernahme*, 397; siehe auch HUGUENIN, *OR AT/BT*, Rz 1015; VON DER CRONE, *SZW 2006*, 17.

¹⁸⁶³ Siehe zum Gesagten DAENIKER, *Underwriting Agreement*, 188; GERHARD, *SZW 2006*, 262; HARISBERGER, *Mitwirkung*, Rz 242; REUTTER, 61, der das Risiko eines Prospektmangels immer beim Informationslieferanten sieht, auch wenn der Fehler von der anderen Partei grobfahrlässig übersehen wurde; WALLER, *Underwriting Agreement*, 249.

Die Geltung von Art. 100 Abs. 1 OR wird allerdings von der Lehre eingeschränkt. 745
 Sofern auch dem Emittenten ein Verschulden am mangelhaften Prospekt vorwerfbar ist, kann die platzierende Bank die Freistellungsklausel zu ihren Gunsten durchsetzen. Dies gilt etwa in der Situation, wo der Emittent selbst den Prospektmangel erkannt hat oder hätte erkennen können und nicht dagegen eingeschritten ist.¹⁸⁶⁴
 Die Freistellungsklausel ist demnach auch durchsetzbar, wenn der Emittent selbst die mangelhaften Informationen liefert; denn daran trägt primär er die Schuld.¹⁸⁶⁵

Bei *Sekundärplatzierungen* stellt sich die Frage, ob der Emittent der Bank eine 746
 Schadloshaltung zusichern darf, auch wenn er selbst von der Transaktion nicht profitiert, weil der Erlös nur dem verkaufenden Aktionär zukommt.¹⁸⁶⁶ Im Verhältnis zwischen Emittenten und Bank gelten m.E. dieselben Grundsätze wie oben beschrieben, das heisst, die Bank kann aufgrund von Art. 100 Abs. 1 OR eine Haftung für absichtlich oder grobfahrlässig verursachte Schäden nicht zum Voraus auf den Emittenten abwälzen.¹⁸⁶⁷ Im Verhältnis zwischen dem Emittenten und dem verkaufenden Aktionär ergeben sich mögliche Schranken vor allem aus gesellschaftsrechtlicher Perspektive. Die gesellschaftsrechtlichen Schranken werden im nachfolgenden Unterkapitel näher beleuchtet.

Die Verschuldensfrage nimmt wie gerade gezeigt bei der Beurteilung der Zulässigkeit 747
 von Schadloshaltungsklauseln eine zentrale Rolle ein. Für den *lead manager* ist es deshalb von zentraler Bedeutung, dass ihm keine Verletzung der nach den Umständen gebotenen Sorgfalt bei der Prospekterstellung nachgewiesen wird. Die dogmatische Begründung dazu liegt im *objektivierten Verschuldensmassstab*: Sofern der *lead manager* die nach den Umständen erforderliche Sorgfalt aufgewendet hat, handelt er nicht fahrlässig und eine Haftung entfällt.¹⁸⁶⁸ Der *lead manager* bzw. das Bankkonsortium versucht dieses Risiko bei Kapitalmarkttrans-

¹⁸⁶⁴ Technisch gesehen verletzt der Emittent mit der mangelhaften Angabe die Gewährleistung im *underwriting agreement*, weshalb er im Innenverhältnis gegenüber der Bank haftet (siehe DAENIKER, *Underwriting Agreement*, 188; HARISBERGER, *Mitwirkung*, Rz 243; WALLER, *Underwriting Agreement*, 250).

¹⁸⁶⁵ HARISBERGER, *Mitwirkung*, Rz 243; HÄRTSCH, 62; REUTTER, 61.

¹⁸⁶⁶ Banken verlangen üblicherweise eine solche Garantie vom Emittenten und auch vom verkaufenden Aktionär, wenn sie die zu platzierenden Aktien mittels einer Festübernahme übernehmen (WATTER, *Festübernahme*, 398).

¹⁸⁶⁷ Ähnlich WATTER, *Festübernahme*, 398 f.

¹⁸⁶⁸ DAENIKER/WALLER, *Due Diligence Defense*, 64; WALLER, *Underwriting Agreement*, 250; vgl. auch REY/WILDHABER, Rz 1002 ff.; ROBERTO, *Haftpflichtrecht*, Rz 07.05 ff.

aktionen mittels einer strikten *due diligence defense*¹⁸⁶⁹ zu vermeiden.¹⁸⁷⁰ Gleichzeitig ist klar, dass für absichtlich verschuldete Prospektfehler durch die Banken keine *due diligence defense* offensteht.¹⁸⁷¹

- 748 In der Lehre wird in diesem Zusammenhang zudem darauf hingewiesen, dass es bei Freistellungsklauseln zugunsten der platzierenden Banken an der notwendigen Vertretungsmacht und -befugnis des Verwaltungsrats des Emittenten nach Art. 718a OR fehlen könnte. Danach fehlt es dem Verwaltungsrat des Emittenten insbesondere an der nötigen Vertretungsmacht bei einer Freistellungspflicht, welche die platzierenden Banken von vorsätzlich durch sie verursachten Schäden freistellt.¹⁸⁷²

3. Gesellschaftsrechtliche Einschränkungen

a) Bei Primärplatzierungen

- 749 Aus gesellschaftsrechtlicher Perspektive präsentiert sich bei Freistellungsklauseln folgende Problematik: Bei Primärplatzierungen zeichnet die Bank zunächst die Aktien für Rechnung der Investoren; sie wird damit – wenn auch nur für kurze Zeit – zur Aktionärin des Emittenten. Macht die Bank nach der Transaktion eine vertragliche Schadloshaltung geltend, könnte es zu einer Zahlung vom Emittenten an einen (ehemaligen) Aktionär kommen.¹⁸⁷³ Eine solche Leistung könnte gegen Art. 680 Abs. 2 OR verstossen. Wie an anderer Stelle ausgeführt, statuiert diese Bestimmung über ihren Wortlaut hinaus ein *Verbot der Kapitalrückgewähr*, das heisst, der Emittent darf keine Leistungen aus dem geschützten Gesellschaftsvermögen an den Aktionär vornehmen, etwa gestützt auf eine vertragliche Vereinbarung.¹⁸⁷⁴

¹⁸⁶⁹ Siehe zum Begriff und den gesetzlichen Grundlagen DAENIKER/WALLER, *Due Diligence Defense*, 66 ff.

¹⁸⁷⁰ DAENIKER/WALLER, *Due Diligence Defense*, 70 f.; WALLER, *Underwriting Agreement*, 250.

¹⁸⁷¹ DAENIKER/WALLER, *Due Diligence Defense*, 71; WALLER, *Underwriting Agreement*, 250 f.

¹⁸⁷² Siehe zum Gesagten HARISBERGER, *Mitwirkung*, Rz 240; REUTTER, 60, Fn 243; SCHLEIFFER/WOLF, 307; WALLER, *Underwriting Agreement*, 218 f.

¹⁸⁷³ Siehe dazu HÄRTSCH, 66; REUTTER, 61 f.; WALLER, *Underwriting Agreement*, 251 f.; WATTER, *Festübernahme*, 398; siehe auch MÜLBERT/STEUPE, in: Habersack/Mülberr/Schlitt, § 41 Rz 41.11.

¹⁸⁷⁴ Siehe ausführlich vorne Rz 414.

Ob eine Leistung des Emittenten an eine Bank im Rahmen einer Schadloshaltungsklausel Art. 680 Abs. 2 OR verletzt, hängt massgeblich vom Umfang des durch die Norm geschützten Gesellschaftsvermögens ab.¹⁸⁷⁵ In diesem Zusammenhang ist insbesondere relevant, inwiefern das bei einer Über-Pari-Emission eingezahlte *Agio* vom erwähnten Schutzbereich erfasst ist. In der Lehre war der Umfang des von der Ausschüttungssperre erfassten Aktienkapitals äusserst umstritten. Dies war hauptsächlich auf die unklare gesetzliche Unterscheidung zwischen *Agio* und allgemeiner Reserve zurückzuführen (vgl. Art. 671 aOR).¹⁸⁷⁶ WATTER vertrat für den vorliegenden Kontext die Ansicht, dass der Emittent zumindest das *Agio* zurückerstatten könne, jedoch die Bank nicht auch den Nominalwert vom Emittenten verlangen könne.¹⁸⁷⁷ GERHARD und WALLER vertraten eine ähnliche Lösung, wobei das *Agio* an die Aktionäre zurückgeführt werden könne, sofern es in die gesetzlichen Reserven eingebucht sei und die Schranken von Art. 671 Abs. 2 OR (die Reserve beträgt mehr als die Hälfte des Aktienkapitals) eingehalten werden.¹⁸⁷⁸ Mit der am 19. Juni 2020 beschlossenen Aktienrechtsrevision¹⁸⁷⁹ wurde nun Klarheit darüber geschaffen, wie weit die gesetzliche Kapitalreserve und damit das *Agio* Gegenstand einer Ausschüttung sein können. Gemäss dem neu gefassten Art. 671 Abs. 2 OR darf die gesetzliche Kapitalreserve, die unter anderem das einbezahlte *Agio* umfasst (vgl. Art. 671 Abs. 1 Ziff. 1 OR), an die Aktionäre zurückbezahlt werden, sofern die gesetzlichen Kapital- und Gewinnreserven,

¹⁸⁷⁵ HÄRTSCH, 68 f.; GERHARD, GesKR 2006, 305; SCHLEIFFER/WOLF, 308; WALLER, Underwriting Agreement, 251; ausführlich HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 452, wonach zwar die Übernahme des Haftungsrisikos noch kein Verstoss gegen Art. 680 Abs. 2 OR bedeute. Ein derartiger Verstoss sei jedoch spätestens in der tatsächlichen Übernahme einer Schadenersatzzahlung infolge Prospekthaftung zu erblicken.

¹⁸⁷⁶ In der Lehre fanden sich einerseits die Extrempositionen: Nach der einen Ansicht fiel das *Agio* vorbehaltlos unter Art. 680 Abs. 2 OR, nach der anderen erfasste das Verbot der Kapitalrückgewähr lediglich das Nennkapital der Gesellschaft und nicht das übrige gebundene Vermögen. Dazwischen fanden sich andererseits verschiedene vermittelnde Positionen (siehe KÄGI, 170 ff. und OSER/VOGT, GesKR 2012, 12 f.). Es war entsprechend unklar, ob ein *Agio*, das über die allgemein gesperrte Reserve nach Art. 671 Abs. 3 aOR hinausreichte, frei verwendbar war oder der Ausschüttungssperre unterlag (WALLER, Underwriting Agreement, 252 m.w.N.).

¹⁸⁷⁷ WATTER, Festübernahme, 398; ähnlich auch HÄRTSCH, 70, wonach das *Agio* gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung nicht in den Schutzbereich von Art. 680 Abs. 2 OR falle.

¹⁸⁷⁸ Siehe GERHARD, GesKR 2006, 305; OSER/VOGT, GesKR 2012, 21; WALLER, Underwriting Agreement, 252 f., jeweils in Anlehnung an KURER, BSK OR II, Art. 680 N 19.

¹⁸⁷⁹ Siehe AS 2020 4005 ff.

abzüglich des Betrags allfälliger Verluste, die Hälfte des Aktienkapitals übersteigen.¹⁸⁸⁰ Im vorliegenden Kontext bedeutet dies, dass die *Leistung aus einer Schadloshaltungsklausel aus dem aus einer Über-Pari-Emission stammenden Agio* finanziert werden kann, sofern die gesetzlichen Ausschüttungsschranken nach Art. 671 Abs. 2 OR eingehalten worden sind.¹⁸⁸¹ Sofern kein *Agio* zur Verfügung steht, das die erwähnten Ausschüttungsschranken einhält, muss weiterhin ein *Kapitalherabsetzungsverfahren* durchgeführt werden, um einer allfälligen Schadenersatzforderung aus Prospekthaftung nachzukommen.¹⁸⁸²

- 751 Nach einem Teil der Lehre ist das Verbot der Kapitalrückgewähr dort nicht anwendbar, wo die Bank als Folge einer «abwicklungstechnischen Erleichterung» anstelle bzw. auf Rechnung der Investoren Aktien zeichnet.¹⁸⁸³ Die Aktionärsstellung sei in diesem Fall eine rein technisch-formelle von wenigen Tagen, ohne dass es zu einer Eintragung der Bank im Aktienregister käme.¹⁸⁸⁴ Diese Ansicht überzeugt für Primärplatzierungen. Dies bedeutet, dass es für die Zulässigkeit einer Schadloshaltungsklausel für Ansprüche aus Prospekthaftung keine Rolle spielt, ob die Anleger die Aktien selbst zeichnen oder die Bank dies aus abwicklungstechnischen Gründen für die Anleger übernimmt. Falls diese Ansicht nicht verfangt, ist – wie gerade erwähnt – die Leistung im Rahmen einer Schadloshaltung zumindest im Umfang der ausschüttbaren gesetzlichen Kapitalreserve zulässig.
- 752 Im deutschen Recht sind Freistellungsklauseln zwischen dem Emittenten und der emissionsbegleitenden Bank bei Primärplatzierungen grundsätzlich zulässig, sofern der Prospektfehler dem Emittenten zurechenbar ist. Selbst wenn die emissionsbegleitende Bank bei einer Festübernahme kurzzeitig zum Aktionär des Emittenten wird, liegt kein Verstoß gegen das aktienrechtliche Verbot der Einlagen-

¹⁸⁸⁰ Siehe dazu BÖCKLI, Aktienrecht 2022, § 14 Rz 121; FORSTMOSER/KÜCHLER, Aktienrecht 2020, Art. 671 Rz 7 ff.; VOGT, BSK OR II, Art. 680 N 76 ff.; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 552;

¹⁸⁸¹ Diese Lösung entspricht *cum grano salis* der von GERHARD und WALLER in Anlehnung an KURER vertretenen Lösung.

¹⁸⁸² Siehe VOGT, BSK OR II, Art. 680 N 95; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 20; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 69 N 44; siehe zum bisherigen Recht DAENIKER/WALLER, Informationspflichten, 86; DEDEYAN, 909 f.; ROBERTO/WEGMANN, SZW 2001, 174.

¹⁸⁸³ Diese pragmatische Lösung zur Überwindung der praktischen Schwierigkeiten des Zeichnungsprozesses werde in der Schweiz etwa bei Börsengängen regelmässig angewendet (HÄRTSCH, 67; REUTTER, 61).

¹⁸⁸⁴ Siehe zum Gesagten HÄRTSCH, 67; REUTTER, 13, 61 f.

rückgewähr vor (§ 57 AktG).¹⁸⁸⁵ Liegt der Prospektfehler allerdings bei der emissionsbegleitenden Bank, ist die Haftungsübernahme zugunsten der Bank unzulässig, weil der Emittent der Bank das wirtschaftliche Risiko für deren eigene Pflichtwidrigkeit abnimmt.¹⁸⁸⁶

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass *interne Vereinbarungen bezüglich Schadenstragung grundsätzlich zulässig* und in der Praxis häufig anzutreffen sind. Zu beachten sind aus zivilrechtlicher Perspektive allerdings die Schranken von Art. 100 Abs. 1 OR, wobei ein Ausschluss für absichtlich oder grobfahrlässig verursachte Prospektfehler ungültig ist, sofern der anderen Partei nicht ebenfalls ein Verschulden zukommt. Aus gesellschaftsrechtlicher Sicht kann insbesondere das Verbot der Kapitalrückgewähr nach Art. 680 Abs. 2 OR einer Freistellungsklausel entgegenstehen. Dieses Risiko dürfte allerdings stark reduziert sein, sofern eine all-fällige Leistung des Emittenten an die emissionsbegleitende Bank bzw. an einen verkaufenden Aktionär aus frei verfügbaren Kapitalreserven geleistet wird.

b) Bei Sekundärplatzierungen

aa) Einleitende Bemerkungen

Bei *Sekundärplatzierungen* stellt sich die ähnlich gelagerte Frage, ob der Emittent eine Garantie gegenüber der Bank abgeben kann, auch *wenn er selbst von der Transaktion nicht profitiert*, weil der Erlös der Transaktion nur dem verkaufenden Aktionär zukommt.¹⁸⁸⁷ 753

Im deutschen Recht hat sich der BGH in einem Urteil vom 31. Mai 2011 (Deutsche Telekom AG; «Telekom III-Entscheid») ausführlich mit der Frage der Einlagenrückgewähr im Zusammenhang mit Prospekthaftungsansprüchen auseinandergesetzt.¹⁸⁸⁸ Anlass des Urteils bildete die Teilprivatisierung der Deutschen Telekom AG. Beim dritten Börsengang der Telekom im Jahr 2000 veräusserten die 754

¹⁸⁸⁵ ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 136; BAYER, Münchener Kommentar AktG, § 57 Rz 82; GROSS, Kapitalmarktrecht, § 9 Rz 23 f.; MÜLBERT/STEUP, in: Habersack/Mülberr/Schlitt, § 41 Rz 41.11; OULDS, in: Kämpel *et al.*, Rz 15.838.

¹⁸⁸⁶ BAYER, Münchener Kommentar AktG, § 57 Rz 82.

¹⁸⁸⁷ Banken verlangen üblicherweise eine solche Garantie vom Emittenten und auch vom verkaufenden Aktionär, wenn sie die zu platzierenden Aktien mittels einer Festübernahme übernehmen (WATTER, Festübernahme, 398; siehe in diesem Zusammenhang auch SCHLEIFFER/WOLF, 308).

¹⁸⁸⁸ BGH Urteil vom 31.5.2011, II ZR 141/09.

Bundesrepublik Deutschland und die Kreditanstalt für Wiederaufbau als Hauptaktionäre 200 Mio. Aktien auf dem nationalen und internationalen Kapitalmarkt, darunter auch in den USA. Die Telekom erstellte den für den US-amerikanischen Kapitalmarkt erforderlichen Verkaufsprospekt und gab die notwendige Registrierungserklärung ab. Anschliessend an den Börsengang wurden in den USA in einer Sammelklage Prospekthaftungsansprüche gegen die Telekom wegen angeblicher Fehler des Verkaufsprospekts geltend gemacht. Die Telekom einigte sich im Jahr 2005 mit den Klägern aussergerichtlich und zahlte im Rahmen eines Vergleichs USD 120 Mio. Die Telekom erhob daraufhin beim zuständigen Gericht eine Klage und forderte von der Bundesrepublik Deutschland und der Kreditanstalt für Wiederaufbau Schadenersatz in Höhe von EUR 112,5 Mio.¹⁸⁸⁹

- 755 Der BGH qualifizierte die mit dem öffentlichen Angebot in den USA verbundene Übernahme der Prospektverantwortung und das daraus folgende Haftungsrisiko als eine Leistung an den Aktionär.¹⁸⁹⁰ Die in der Übernahme des Prospekthaftungsrisikos liegende Leistung der Aktiengesellschaft an ihre Aktionärin sei durch keinen vollwertigen Gegenanspruch ausgeglichen worden und sei deshalb gemäss § 57 AktG als verbotene Einlagenrückgewähr zu qualifizieren.¹⁸⁹¹ Das Haftungsrisiko aus mangelhaften Prospektangaben sei denn auch dem verkaufenden Aktionär zuzuordnen, der den ungerechtfertigten Erlös erzielt habe.¹⁸⁹² Dies gelte auch dann, wenn die Gesellschaft den Prospektfehler selbst verursacht habe.¹⁸⁹³ Zulässig wäre die Übernahme des Haftungsrisikos gemäss BGH allerdings dann, wenn die Gesellschaft vom Aktionär «bilanziell messbare Vorteile» erhalten würde.¹⁸⁹⁴
- 756 Übertragen auf einen Schweizer Sachverhalt stellt sich vor allem die Frage, ob die *Übernahme des Haftungsrisikos als ungerechtfertigte Leistung der Gesellschaft an*

¹⁸⁸⁹ Siehe zum Gesagten BGH Urteil vom 31.5.2011, II ZR 141/09, Rz 1–7.

¹⁸⁹⁰ BGH Urteil vom 31.5.2011, II ZR 141/09, Rz 15.

¹⁸⁹¹ Demnach sind grundsätzlich alle Zuwendungen an einen Aktionär aus dem Vermögen der Aktiengesellschaft, die nicht als Gewinn festgestellt sind und aufgrund eines wirksamen Beschlusses der Hauptversammlung ausgeschüttet werden, verboten. Ob diese Zuwendungen offen oder verdeckt erfolgen, ist unerheblich (BAYER, Münchener Kommentar AktG, § 57 Rz 47).

¹⁸⁹² Siehe zum Gesagten BGH Urteil vom 31.5.2011, II ZR 141/09, Rz 18–24.

¹⁸⁹³ BGH Urteil vom 31.5.2011, II ZR 141/09, Rz 20.

¹⁸⁹⁴ Keine derartigen Vorteile sah der BGH a) in der breiten Streuung der Aktien, b) in der Verringerung der Abhängigkeit vom Hauptaktionär oder c) in der gesteigerten Präsenz auf dem US-Kapitalmarkt (BGH Urteil vom 31.5.2011, II ZR 141/09, Rz 26 ff.).

einen Aktionär im Sinn von Art. 678 OR qualifiziert.¹⁸⁹⁵ Die erwähnte Bestimmung wurde mit der am 19. Juni 2020 beschlossenen Aktienrechtsrevision leicht verschärft.¹⁸⁹⁶ Wie nach bisherigem Recht können die Berechtigten gestützt auf Art. 678 OR verlangen, dass der Gesellschaft ungerechtfertigt entzogene Leistungen zurückerstattet werden. Im vorliegenden Kontext ist dabei der Rückerstattungsanspruch nach Art. 678 Abs. 2 OR einschlägig.¹⁸⁹⁷ Auf diesen Rückerstattungsanspruch ist im Folgenden näher einzugehen.

bb) Voraussetzungen der Rückerstattungspflicht
nach Art. 678 Abs. 2 OR allgemein

Nach Art. 678 Abs. 2 OR entsteht ein Rückerstattungsanspruch zugunsten der Gesellschaft, wenn diese mit Aktionären, Mitgliedern des Verwaltungsrats, mit der Geschäftsführung befassten Personen und Mitgliedern des Beirats sowie ihnen nahestehenden Personen *Rechtsgeschäfte abschliesst, bei denen zwischen Leistung und Gegenleistung ein offensichtliches Missverhältnis besteht*.¹⁸⁹⁸ Die Bestimmung schützt das Gesellschaftsvermögen vor unrechtmässigen Vermögensentnah-

¹⁸⁹⁵ Vgl. HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 249 ff., 321 ff., der aufzeigt, dass die Übernahme eines Haftungsrisikos für den Emittenten einen Aufwand bedeute, was nur zulässig sei, wenn er dafür eine angemessene Gegenleistung erhalte; HÄRTSCH, 70 f.; REUTER, 64, in Bezug auf diese Problemstellung bei einem IPO einer Schweizer Aktiengesellschaft.

¹⁸⁹⁶ Die Änderungen umfassen zusammengefasst eine Erweiterung der potenziell rückerstattungspflichtigen Personen, ein Verzicht auf das Erfordernis der Bösgläubigkeit und ein Verzicht auf das Erfordernis, wonach die Rückforderung von der wirtschaftlichen Lage der Gesellschaft abhängig sei (ausführlich dazu Botschaft Aktienrechtsrevision 2016, 528 ff.; BÖCKLI, Aktienrecht 2022, § 14 Rz 93 ff.; FORSTMOSER/KÜCHLER, Aktienrecht 2020, Art. 678 Rz 8 ff.; VOGT, BSK OR II, Art. 678 N 9 ff.; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 531).

¹⁸⁹⁷ Der Anwendungsbereich von Art. 678 Abs. 1 OR knüpft an diejenigen Leistungen an, die «ungerechtfertigt» bezogen wurden. Darunter sind alle Leistungen zu subsumieren, deren Erbringung durch gesetzliche, statutarische oder gesellschaftsrechtliche Vorschriften geregelt wird (VOGT, BSK OR II, Art. 678 N 16 und 18; siehe auch BÖCKLI, Aktienrecht 2022, § 14 Rz 101; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 535). Die im vorliegenden Kontext relevanten Schadloshaltungsklauseln sind typischerweise nicht durch gesetzliche, statutarische oder gesellschaftsrechtliche Vorschriften geregelt, sondern sie beruhen einzig auf dem Rechtsgeschäft zwischen dem Emittenten und dem Hauptaktionär (vgl. GERHARD, GesKR 2006, 304).

¹⁸⁹⁸ Ausführlich dazu VOGT, BSK OR II, Art. 678 N 136 ff.; siehe auch BÖCKLI, Aktienrecht 2022, § 14 Rz 107 ff.; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 537.

men.¹⁸⁹⁹ Dies dient zunächst unmittelbar der Gesellschaft selbst. Mittelbar dient dies aber auch dem Schutz der Aktionäre, indem ihr Anspruch auf Erhalt des Gesellschaftsvermögens und auf Gleichbehandlung mit den übrigen Aktionären geschützt wird.¹⁹⁰⁰ Ein Rückerstattungsanspruch nach Art. 678 Abs. 2 OR hat demnach folgende Voraussetzungen: Die Gesellschaft erbringt gegenüber einer rückerstattungspflichtigen Person eine Leistung. Diese Leistung muss zudem *Ausschüttungscharakter* haben. Ausschüttungscharakter hat eine Leistung, wenn ihr eine geringere Gegenleistung gegenübersteht, die in einem offensichtlichen Missverhältnis zur Leistung der Gesellschaft steht.¹⁹⁰¹ Nachfolgend werden diese Voraussetzungen auf die hier interessierende Übernahme des Prospekthaftungsrisikos durch den Emittenten bei Sekundärplatzierungen überprüft.

cc) Offensichtliches Missverhältnis

758 Unter Art. 678 Abs. 2 OR fallen nur Leistungen, die in einem *offensichtlichen Missverhältnis* zueinanderstehen. Ein offensichtliches Missverhältnis liegt vor, wenn eine «ins Gewicht fallende Wertdisparität zwischen Leistung und Gegenleistung» besteht.¹⁹⁰² Die Wertdisparität kann daran gemessen werden, ob Leistung und Gegenleistung zu Drittkonditionen – *at arm's length* – erbracht wurden.¹⁹⁰³ Falls sich der Vergleich mit Drittkonditionen als schwierig erweist, weil etwa keine Marktpreise zur Verfügung stehen, kann als Hilfskriterium danach gefragt werden, ob das Rechtsgeschäft durch das Interesse der Zielgesellschaft gerechtfertigt ist.¹⁹⁰⁴

¹⁸⁹⁹ BÖCKLI, Aktienrecht 2022, § 14 Rz 97; CHENAUX/GACHET, CR CO II, Art. 678 N 1; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 310; VOGT, BSK OR II, Art. 678 N 5.

¹⁹⁰⁰ CHENAUX/GACHET, CR CO II, Art. 678 N 1; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 310; KÄGI, 251; VOGT, BSK OR II, Art. 678 N 5; siehe auch Botschaft Aktienrechtsrevision 2016, 528.

¹⁹⁰¹ HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 312; siehe auch BÖCKLI, Aktienrecht 2022, § 14 Rz 107; KÄGI, 252.

¹⁹⁰² Botschaft Aktienrechtsrevision 2016, 529; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 320; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 537.

¹⁹⁰³ BÖCKLI, Aktienrecht 2022, § 14 Rz 112; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 316 f.; HÄRTSCH, 71; REUTTER, 64; siehe im Zusammenhang mit Konzerndarlehen BLUM, GesKR 2014, 467 und MAURER/HANDLE, GesKR 2013, 297.

¹⁹⁰⁴ GERHARD, GesKR 2006, 305.

dd) Übernahme des Prospekthaftungsrisikos als Leistung

Eine Leistung nach Art. 678 Abs. 2 OR ist eine *Vermögensverschiebung* von der Gesellschaft zu einer rückerstattungspflichtigen Person. Als Vermögensverschiebung gilt jeder *geldwerte Vorteil* seitens des Empfängers, sofern der Gesellschaft durch die Erbringung *ein Aufwand entsteht*.¹⁹⁰⁵ Unerheblich ist dabei, ob sich die Vermögensverschiebung in einer Verminderung des bilanzierten Vermögens niederschlägt. Die Leistung der Gesellschaft bzw. ihr Aufwand kann deshalb auch in einer Dienstleistung oder im Verzicht auf einen Ertrag bestehen.¹⁹⁰⁶ 759

Übernimmt der Emittent bei einer Sekundärplatzierung die Erstellung und Veröffentlichung des Prospekts vom verkaufenden Aktionär, setzt sich der Emittent im *Aussenverhältnis gegenüber den Investoren einem Prospekthaftungsrisiko* aus. Die Übernahme dieses Prospekthaftungsrisikos im Prospekt stellt eine Leistung an den verkaufenden Aktionär im Sinn von Art. 678 Abs. 2 OR dar, wobei es nicht erst zu einer tatsächlichen Schadenersatzzahlung kommen muss.¹⁹⁰⁷ Dies ergibt sich aus folgenden Überlegungen: Einerseits ist der Emittent bei einer Sekundärplatzierung – an der er nicht beteiligt ist – nicht verpflichtet, an der Erstellung und der Veröffentlichung des Prospekts mitzuwirken (Art. 35 Abs. 2 FIDLEG). Da ihn keine gesetzliche Mitwirkungspflicht trifft, haftet der Emittent bei einer Sekundärplatzierung auch nicht für allfällige Mängel des Prospekts. Indem der Emittent allerdings die Prospekterstellung besorgt, übernimmt er auch die rechtliche Verpflichtung des verkaufenden Aktionärs, für allfällige Prospektmängel einzustehen. Die *Übernahme einer rechtlichen Pflicht*, die den Emittenten bei einer Sekundärplatzierung nicht originär trifft, stellt für den *verkaufenden Aktionär eine geldwerte Leistung dar*.¹⁹⁰⁸ Auch wirtschaftlich ist es angezeigt, dass der verkaufende Aktionär das Prospekthaftungsrisiko übernimmt, denn ihm allein kommt auch der Emis- 760

¹⁹⁰⁵ VOGT, BSK OR II, Art. 678 N 146 mit Hinweis auf BGER 4A_631/2020, 15.6.2021, E. 3.1.3 [«prestation appréciable en argent»]; siehe auch CHENAUX/GACHET, CR CO II, Art. 678 N 14; GLANZMANN/WOLF, GesKR 2014, 266; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 321; VISCHER, OFK OR, Art. 678 N 10.

¹⁹⁰⁶ BÖCKLI, Aktienrecht 2022, § 14 Rz 109 und 120; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 322; VOGT, BSK OR II, Art. 678 N 146.

¹⁹⁰⁷ So auch GERHARD, SZW 2006, 261; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 333; SCHLEIFFER/WOLF, 309. Damit ist für das Schweizer Recht der gleiche Schluss wie im Telekom-III-Entscheid des deutschen BGH zu ziehen (vorne Rz 754 f.).

¹⁹⁰⁸ Der geldwerte Vorteil ergibt sich auch daraus, dass der verkaufende Aktionär das Prospekthaftungsrisiko durch den Abschluss einer entsprechenden Versicherung entgeltlich verringern könnte.

sionserlös aus der Sekundärplatzierung zu.¹⁹⁰⁹ Zudem führt erst die Mitwirkung des Emittenten bei der Prospekterstellung dazu, dass der verkaufende Aktionär überhaupt die Sekundärplatzierung im Markt durchführen kann, denn die erforderlichen Informationen für die Prospekterstellung liegen regelmässig beim Emittenten.¹⁹¹⁰ Andererseits generiert die Übernahme des Prospekthaftungsrisikos einen Aufwand beim Emittenten in Form von Eventualverbindlichkeiten für potenzielle Haftungsansprüche, denn solche Eventualverbindlichkeiten (z.B. in der Form von Rückstellungen) reduzieren den Anspruch auf einen Gewinnanteil der übrigen Aktionäre.¹⁹¹¹

ee) Gegenleistung an den Emittenten

- 761 Sofern eine Leistung an eine rückerstattungspflichtige Person erbracht wurde, ist in einem nächsten Schritt zu prüfen, ob der Leistung eine *adäquate Gegenleistung gegenübersteht* bzw. ob das *Rechtsgeschäft durch das Interesse der Gesellschaft gerechtfertigt* ist oder ob die Leistung einen ungerechtfertigten Vermögensabgang aus dem Gesellschaftsvermögen bewirkt.¹⁹¹² Der Begriff der Gegenleistung wird weit ausgelegt und erfasst insbesondere die *Erzielung eines Erfolgs* zugunsten der Gesellschaft.¹⁹¹³ Wie bei der Leistung der Gesellschaft muss sich auch die Gegenleistung nicht einer Vergrösserung der bilanzierbaren Aktiven niederschlagen.¹⁹¹⁴ Die Gegenleistung kann sich einerseits unmittelbar aus dem Rechtsgeschäft zwischen den Parteien ergeben. Sie kann aber auch aus *anderen bezifferbaren Vorteilen zugunsten der Gesellschaft* bestehen, welche die

¹⁹⁰⁹ Siehe BGH Urteil vom 31.5.2011, II ZR 141/09, Rz 18; siehe auch HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 334.

¹⁹¹⁰ Siehe vorne Rz 146 und 396.

¹⁹¹¹ Siehe HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 334, der festhält, dass eine Leistung nicht erst dann vorliegt, wenn nach Art. 960e Abs. 2 OR eine Rückstellung gebildet werden. Dies ist richtig, denn wie bereits erwähnt ist die bilanzielle Behandlung des Haftungsrisikos beim Emittenten nicht relevant für die Beurteilung, ob eine geldwerte Leistung im Sinn von Art. 678 Abs. 2 OR vorliegt.

¹⁹¹² Vgl. HÄRTSCH, 71 f.; REUTTER, 64 f.

¹⁹¹³ BGE 140 III 602 E. 8.1.2, 604; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 346; KÄGI, 252.

¹⁹¹⁴ BLUM, GesKR 2014, 468; GLANZMANN/WOLF, GesKR 2014, 269; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 355; VOGT, BSK OR II, Art. 678 N 161; a.M. HG [ZH], HG130015, 20.1.2014, E. 5.1.4.2.2 a.E.; MAURER/HANDLE, GesKR 2013, 293. Der deutsche BGH hat dies im Telekom-III-Entscheid abgelehnt, weil aus nicht bilanziellen Vorteilen keine ausreichende Kompensation der Gesellschaft erblickt werden könne (siehe BGH Urteil vom 31.5.2011, II ZR 141/09, Rz 25 f.).

Gesellschaft im Zusammenhang mit der von ihr gewährten Leistung erhält (mittelbare Gegenleistung).¹⁹¹⁵

Die Lehre geht davon aus, dass mittelbare Gegenleistungen bei der Beurteilung einer Rückerstattungspflicht nach Art. 678 Abs. 2 OR zu berücksichtigen sind, die der Emittent bei Sekundärplatzierungen als Gegenleistung für die Übernahme des Prospekthaftungsrisikos erhält.¹⁹¹⁶ Dies gilt zumindest dann, wenn die *Sekundärplatzierung mit einem Börsengang* verbunden ist. Ein Börsengang bringt dem Emittenten nämlich eine Vielzahl von Vorteilen, womit seine eigenen Leistungen gerade nicht in einem offensichtlichen Missverhältnis zur Gegenleistung stehen. Diese Vorteile umfassen unter anderem eine Erhöhung der Streuung und der Liquidität der Aktien, eine Steigerung des Bekanntheitsgrades des Emittenten und seiner Effekten, allgemeine Werbewirkung ausserhalb des Kapitalmarktes sowie der erleichterte Zugang zu Finanzierungsmöglichkeiten.¹⁹¹⁷ Zudem kann ein Vorteil nach der hier vertretenen Ansicht auch darin bestehen, dass der verkaufende Aktionär dem Emittenten ein Mitspracherecht bei der Sekundärplatzierung und insbesondere bei der Auswahl des Käufers einräumt.¹⁹¹⁸ Für den Emittenten ist nämlich die zukünftige Zusammensetzung des Aktionariats von besonderer Bedeutung, gerade weil ein neuer Hauptaktionär durch die aktienrechtlichen Mitwirkungsinstrumente einen massgeblichen Einfluss auf die Strategie und den Geschäftserfolg nehmen kann und meist auch will.¹⁹¹⁹

Sofern Vorteile wie oben beschrieben vorliegen, greift Art. 678 Abs. 2 OR m.E. nicht. Davon ausgenommen sind allerdings die *Platzierungsgebühren* der platzierenden Banken und die *Umsatzabgabe* für die vom verkaufenden Aktionär platzierten Aktien, denn diese bringen dem Emittenten *keine Vorteile*, sondern bedeu-

¹⁹¹⁵ HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 347; VOGT, BSK OR II, Art. 678 N 162; siehe im Zusammenhang mit Konzerndarlehen auch BLUM, GesKR 2014, 468, und GLANZMANN/WOLF, GesKR 2014, 269.

¹⁹¹⁶ GERHARD, SZW 2006, 261 f.; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 357; HÄRTSCH, 73; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 28 KR N 13; SCHLEIFFER/WOLF, 307 f.; WALLER, 243 f.; WATTER/REUTTER, 16.

¹⁹¹⁷ GERHARD, SZW 2006, 261; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 360 ff.; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 28 KR N 13; REUTTER, 65; SCHLEIFFER/WOLF, 307 f.; WALLER, 220; WATTER/REUTTER, 16; WATTER, Festübernahme, 399.

¹⁹¹⁸ Dies dürfte auch der Grund sein, weshalb die Gesellschaft häufig an einer Sekundärplatzierung mitwirkt, obwohl sie dazu gesetzlich nicht verpflichtet ist (vgl. Art. 35 Abs. 2 FIDLEG).

¹⁹¹⁹ Diesen Gedanken verdanke ich einem freundschaftlichen Austausch mit Dr. Philippe A. Weber, LL.M., Rechtsanwalt in Zürich.

ten regelmässig nur einen finanziellen Aufwand.¹⁹²⁰ Wird die Sekundärplatzierung nicht mit einem Börsengang verbunden, sind die Vorteile für den Emittenten für seine Leistungen unter Art. 678 Abs. 2 OR kritischer zu beurteilen. Eine adäquate Gegenleistung liegt dann ausnahmsweise vor, wenn der *Streubesitz und die Liquidität von bisher wenig liquiden Aktien* durch die breite Platzierung eines grossen Aktienpakets wesentlich erhöht wird.¹⁹²¹

- 764 Schliesslich ist zu beachten, dass die Übernahme des Prospekthaftungsrisikos auch unabhängig von der spezifischen Nähe zwischen Hauptaktionär und Gesellschaft im Interesse der Letzteren sein kann.¹⁹²² Wie im vorangehenden Abschnitt gezeigt, verpflichtet sich die Gesellschaft regelmässig *freiwillig* dazu, unabhängige Dritte, wie namentlich den *lead manager* oder das Bankenkonsortium, von sämtlichen Prospekthaftungsansprüchen freizustellen.¹⁹²³
- 765 Die deutsche Lehre vertritt bei Sekundärplatzierungen aufgrund des Telekom-III-Entscheids (im Gegensatz zur Situation bei Primärplatzierungen)¹⁹²⁴ die Ansicht, dass die *Übernahme des Prospekthaftungsrisikos* durch den Emittenten zugunsten eines verkaufenden Aktionärs einen Verstoss gegen § 57 Abs. 1 AktG ist, sofern keine gleichwertige Kompensation des verkaufenden Aktionärs an den Emittenten vorliegt.¹⁹²⁵ Dieser Ansicht kann – wie oben dargelegt wurde – für den Rückerstattungsanspruch nach Art. 678 Abs. 2 OR nicht gefolgt werden.

ff) Zwischenfazit

Bei der Beurteilung, ob die Übernahme des Prospekthaftungsrisikos durch den Emittenten bei einer Sekundärplatzierung unter Art. 678 Abs. 2 OR zulässig ist, sind auch *mittelbare Gegenleistungen* des verkaufenden Aktionärs zu berücksichtigen, die für den Emittenten einen *Erfolg* darstellen. Gerade bei Platzierungen mit Börsengängen ist regelmässig anzunehmen, dass die Vorteile aus dem Börsengang die Leistungen des Emittenten kompensieren und deshalb keine Verletzung von Art. 678 Abs. 2 OR vorliegt.

¹⁹²⁰ GERHARD, SZW 2006, 261 f.; HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 357; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 28 KR N 13; WATTER/REUTTER, 16.

¹⁹²¹ HARISBERGER, Mitwirkung, Rz 357; SCHLEIFFER/WOLF, 308.

¹⁹²² SCHLEIFFER/WOLF, 308, die den erhöhten *free float* und gesteigerte Liquidität erwähnen.

¹⁹²³ Vgl. REUTTER, 66.

¹⁹²⁴ Siehe dazu vorne Rz 754.

¹⁹²⁵ BAYER, Münchener Kommentar AktG, § 57 Rz 83 ff.; MÜLBERT/STEUPE, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 41 Rz 41.10; OULDS, in: Kumpel et al., Rz 15.837.

D. Zwischenergebnis

Ein vertraglicher Haftungsausschluss von Prospekthaftungsansprüchen ist im Aus- 766
 senverhältnis aufgrund der *zwingenden Natur von Art. 69 FIDLEG nicht möglich*.
 Dagegen sind *interne Vereinbarungen* unter den Prospektverantwortlichen bezüg-
 lich Schadenstragung – unter Beachtung von zivilrechtlichen und gesellschaftsrecht-
 lichen Schranken – zulässig. Eine häufig im *underwriting agreement* vereinbarte
 Freistellungsklausel zugunsten der platzierenden Bank ist deshalb grundsätzlich
 zulässig.

Aus zivilrechtlicher Sicht verstösst eine derartige Freistellungsklausel allerdings 767
 gegen Art. 100 Abs. 1 OR, sofern die platzierende Bank von vorsätzlich oder grob
 fahrlässig verursachten Schäden freigestellt wird, wenn den Emittenten nicht auch
 selbst ein Verschulden am Schaden trifft.

Aus gesellschaftsrechtlicher Sicht können *Freistellungsklauseln bei Sekundärplat-* 768
zierungen problematisch sein, weil der Emittent mit dem Prospekthaftungsrisiko
 eine Leistung an den verkaufenden Aktionär erbringt, ohne eine adäquate Gegen-
 leistung zu erhalten. Wie oben dargelegt wurde, sind aber bei der Beurteilung, ob
 die Übernahme des Prospekthaftungsrisikos durch den Emittenten bei einer Sekun-
 därplatzierung unter Art. 678 Abs. 2 OR zulässig ist, auch *mittelbare Gegenleistun-*
gen des verkaufenden Aktionärs zu berücksichtigen. Insbesondere bei Platzierun-
 gen mit Börsengängen ist regelmässig anzunehmen, dass die Vorteile aus dem
 Börsengang die Leistungen des Emittenten kompensieren und deshalb keine Ver-
 letzung von Art. 678 Abs. 2 OR vorliegt.

III. Verjährung des Prospekthaftungsanspruchs

A. Einleitende Bemerkungen

Sind die Voraussetzungen der Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG erfüllt, steht 769
 dem Gläubiger ein Anspruch auf Schadenersatz gegenüber dem Schuldner zu. Die-
 ser Anspruch kann – wie andere vertragliche oder ausservertragliche Ansprüche –
verjähren. Die Verjährung eines Anspruchs bedeutet, dass der Schuldner die Lei-
 stung verweigern kann, auch wenn der Gläubiger diese einklagt.¹⁹²⁶ Es stellt sich

¹⁹²⁶ Siehe etwa HUGUENIN, OR AT/BT, Rz 2219; REY/WILDHABER, Rz 1793 ff.;
 ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 19.01 ff.

die Frage, wie die Verjährung von Ansprüchen aus Prospekthaftung im FIDLEG geregelt ist, denn das FIDLEG enthält keine Bestimmungen zur Verjährung.

B. Bisherige Rechtslage

- 770 Nach bisheriger Rechtslage verjährten Ansprüche aus Art. 752 aOR nach der aktienrechtlichen Verjährungsregelung von Art. 760 aOR.¹⁹²⁷ Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Prospekthaftung nach Art. 752 aOR Teil des aktienrechtlichen Verantwortlichkeitsrechts war.¹⁹²⁸ Hingegen wurde auf einen Prospekthaftungsanspruch aus Art. 1156 Abs. 3 aOR die deliktsrechtliche Verjährungsregelung nach Art. 60 aOR angewendet.¹⁹²⁹ Emittierte jedoch eine schweizerische Aktiengesellschaft Anleiensobligationen, kam wiederum die aktienrechtliche Verjährungsregelung nach Art. 760 aOR zur Anwendung, weil Letztere von der Lehre als *lex specialis* qualifiziert wurde.¹⁹³⁰ Dieser materielle Unterschied zwischen den Verjährungsfristen, der einzig auf der Staatsangehörigkeit und der Rechtsform des Anleiensschuldners beruht, wurde in der Lehre kritisiert.¹⁹³¹

C. Einheitliche Verjährungsregelung nach Art. 60 OR

- 771 Aus der bundesrätlichen Botschaft und den Protokollen der parlamentarischen Beratungen ergeben sich – soweit ersichtlich – keine Hinweise darauf, wie die Verjährung der Prospekthaftung im FIDLEG geregelt werden soll. Nach der hier ver-

¹⁹²⁷ BÄRTSCHI, 327; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 971; HOPT, Verantwortlichkeit, Rz 180; HUBER, Schutz, 71 f.; KOWALEWSKI, 1083; NOTH/GROB, AJP 2002, Fn 74; PABST, 173; REUTTER, 58; WATTER, AJP 1992, 60, der die vorgesehene Verjährungsfrist von fünf Jahren seit Kenntnis des Schadens als zu lang kritisiert; WATTER, BSK OR II (5. A.), Art. 752 N 35; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 28; ZOBL/KRAMER, Rz 1165.

¹⁹²⁸ Siehe dazu bereits vorne Rz 435.

¹⁹²⁹ CAMENZIND, 125; ERB, 157; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 971; HOPT, Verantwortlichkeit, Rz 180; HUBER, Schutz, 71 f.; ROHR, 231; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 28, der die massgebliche Verjährungsfrist von einem Jahr als zu kurz kritisierte; ZOBL/KRAMER, Rz 1165.

¹⁹³⁰ Siehe dazu bereits vorne Rz 230.

¹⁹³¹ Siehe zum Gesagten BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, ZK OR, Art. 752 N 3; CAMENZIND, 125 f.; ERB, 157; FORSTMOSER, Verantwortlichkeit, Rz 971; HUBER, Schutz, 71 f., nach dem diese Divergenz der Verjährungsregelungen wohl auf ein gesetzgeberisches Versehen zurückzuführen sei; ZIEGLER, BK OR, Art. 1156 N 28.

tretenen Ansicht richtet sich die Verjährung *aufgrund der deliktsrechtlichen Natur der Prospekthaftung nach den allgemeinen Regeln der unerlaubten Handlung*; damit ist Art. 60 OR anwendbar.¹⁹³²

Art. 69 FIDLEG ist *rechtsformneutral* ausgestaltet, das heisst, die Bestimmung knüpft im Unterschied zu Art. 752 aOR nicht mehr an die Rechtsform des Emittenten an. Eine Anknüpfung an die Regelungen der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit ist m.E. nicht mehr möglich.¹⁹³³ Die unterschiedlichen Ansichten dürften jedoch zu ähnlichen Resultaten führen, da mit dem Inkrafttreten der Aktienrechtsrevision am 1. Januar 2023 eine Angleichung der aktienrechtlichen Verjährungsregelung von Art. 760 OR an das allgemeine Verjährungsrecht erfolgte. Beide Verjährungsregelungen sehen nun eine *dreijährige relative und eine zehnjährige absolute Verjährungsfrist* vor. Die aktienrechtliche Bestimmung von Art. 760 OR sieht zwar keine längere absolute Verjährungsfrist bei Tötung eines Menschen oder Körperverletzung vor (vgl. Art. 60 Abs. 1^{bis} OR), eine solche ist aber bei der Erstellung von Prospekten ohnehin kaum relevant. Damit besteht in Bezug auf die Prospekthaftung nur ein geringer Unterschied zwischen der ausservertraglichen und der aktienrechtlichen Verjährungsregelung.¹⁹³⁴

Gemäss Art. 60 Abs. 1 OR verjährt der Schadenersatzanspruch gegen die verantwortlichen Personen mit einer relativen Verjährungsfrist von drei Jahren von dem Tag an, an dem der *Geschädigte Kenntnis vom Schaden und von der Person des Ersatzpflichtigen* erlangt hat, und eine absolute Verjährungsfrist von zehn Jahren von dem Tag an, an welchem das schädigende Verhalten erfolgte oder aufhörte.

Für die *Auslösung* der relativen dreijährigen Frist gemäss Art. 60 Abs. 1 OR muss der Geschädigte «Kenntnis vom Schaden und von der Person des Ersatzpflichti-

¹⁹³² Gl.M. DE GOTTRAU/REBORD, CR LSFIn, Art. 69 N 84 f.; HODEL, GesKR 2022, 123; SETHE/FAHRLÄNDER, 219 f.; THÉVENOZ/LIÉGEOIS, SZW 2021, 131 f.; VRACA, Rz 425; VON DER CRONE, Aktienrecht, Rz 1982; WEBER/FAHRLÄNDER, SK FIDLEG, Art. 102; a.M. BÄRTSCHI, SZW 2014, 484; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 51; im deutschen Recht richtet sich die Verjährung nach allgemeinen Verjährungsregeln gemäss §§ 195, 199 BGB, die ebenfalls eine dreijährige relative und eine zehnjährige absolute Frist vorsehen (ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 138 f.; GROSS, Kapitalmarktrecht, § 9 WpPG Rz 111 ff.).

¹⁹³³ A.M. BÄRTSCHI, SZW 2014, 484; WATTER, BSK FIDLEG, Art. 69 N 51, nach dem keine Absicht des Gesetzgebers für eine Abweichung von der bisherigen Rechtslage nach Art. 760 OR ersichtlich ist.

¹⁹³⁴ SETHE/FAHRLÄNDER, 220; siehe auch GERICKE/WALLER, BSK OR II, Art. 760 N 1, die schon für die Rechtslage vor der Aktienrechtsrevision eine enge Anlehnung an die Rechtsprechung zu Art. 60 OR befürworteten.

gen» erlangt haben. Die «Person des Ersatzpflichtigen» ergibt sich zunächst aus dem Prospekt bzw. dem Basisinformationsblatt, da diese Dokumente diejenigen Personen nennen müssen, die die Verantwortung für den Prospekt und dessen Inhalt übernehmen.¹⁹³⁵ Die Passivlegitimation ist jedoch nach der hier vertretenen Ansicht nicht auf die Personen beschränkt, die sich im Prospekt bzw. im Basisinformationsblatt als verantwortlich bezeichnen; insofern können auch weitere Personen haftbar sein, die nicht in der Verantwortlichkeitserklärung erwähnt werden.¹⁹³⁶ Für die «Kenntnis des Schadens» dürfte der Zeitpunkt relevant sein, in dem der Anleger Kenntnis¹⁹³⁷ von der *Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit des haftungsbegründenden Dokuments erhält*.¹⁹³⁸ Nach den Erkenntnissen der Kapitalmarkteffizienzhypothese,¹⁹³⁹ wonach öffentlich verfügbare Informationen unverzüglich im Kurs des Titels verarbeitet werden, ist auf den Zeitpunkt der öffentlichen Bekanntgabe der mangelhaften Angaben abzustellen (bei kotierten Unternehmen via *Ad hoc*-Publizität).¹⁹⁴⁰

- 775 Das für die *absolute Verjährungsfrist* relevante «schädigende Verhalten»¹⁹⁴¹ dürfte regelmässig mit der *Veröffentlichung des mangelhaften haftungsbegründenden Dokuments* zusammenfallen.¹⁹⁴² Beim Basisinformationsblatt kann deshalb auf das Erstellungsdatum bzw. das Datum der letzten Überarbeitung abgestellt wer-

¹⁹³⁵ Siehe für den Prospekt bei Beteiligungspapieren FIDLEV, Anhang 1, Ziff. 4; siehe für das Basisinformationsblatt FIDLEV, Anhang 9, Ziff. 2; siehe zum bisherigen Recht REUTTER, 58.

¹⁹³⁶ Siehe zur Passivlegitimation ausführlich vorne Rz 407 ff.

¹⁹³⁷ Kenntnis liegt vor, wenn dem Geschädigten die wesentlichen Elemente des Schadens zumindest in den grossen Zügen bekannt sind (BGer 2C_707/2010, 15.4.2011, E. 4.4; BGE 112 II 118 E. 4, 123; siehe auch BREHM, BK OR, Art. 60 N 28).

¹⁹³⁸ REUTTER, 59, nach dem nicht das Bekanntwerden des finalen Schadens, etwa in Form einer Konkursdividende, abgewartet werden muss.

¹⁹³⁹ Siehe dazu vorne Rz 102.

¹⁹⁴⁰ Siehe REUTTER, 59, wonach ein Abstellen auf die öffentliche Bekanntgabe des Prospektfehlers auch im Sinn der Einheitlichkeit der Verjährungsfristen zu begrüssen sei.

¹⁹⁴¹ Relevant für die Auslösung ist nur das den Schaden verursachende Verhalten und nicht der Schadenseintritt oder die Kenntnis des Schadens durch den Geschädigten (BREHM, BK OR, Art. 60 N 64c; ROBERTO, Haftpflichtrecht, Rz 19.09).

¹⁹⁴² REUTTER, 58. Anders dagegen die Rechtslage in Deutschland: Nach dem anwendbaren § 199 Abs. 1 BGB ist auf die Entstehung des Anspruchs abzustellen. Die Lehre stellt für die Entstehung des Prospekthaftungsanspruchs nicht auf die Veröffentlichung des Prospekts, sondern auf den Zeitpunkt des Erwerbs der Wertpapiere ab (ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 9 WpPG Rz 140).

den.¹⁹⁴³ Für den Prospekt ist m.E. auf das Datum der Genehmigung durch die Prüfstelle und nicht auf das Datum des Prospekts abzustellen.¹⁹⁴⁴ Dies ergibt sich daraus, dass der Prospekt nach der Genehmigung während zwölf Monaten jederzeit in der genehmigten Fassung für ein öffentliches Angebot oder eine Handelszulassung verwendet werden kann (Art. 55 Abs. 1 FIDLEG), ohne dass es dazwischen zu einer erneuten Überprüfung der Angaben kommen würde.¹⁹⁴⁵

IV. Fazit

Ein vertraglicher Haftungsausschluss von Prospekthaftungsansprüchen ist im *Aussenverhältnis aufgrund der zwingenden Natur von Art. 69 FIDLEG nicht möglich.* 776 Dagegen sind *interne Vereinbarungen* unter den Prospektverantwortlichen bezüglich Schadenstragung grundsätzlich zulässig und in der Praxis auch häufig anzutreffen. Allerdings sind bei derartigen Vereinbarungen zivilrechtliche und gesellschaftsrechtliche Schranken zu beachten.

Die *Verjährung von Ansprüchen* aus Art. 69 FIDLEG richten sich aufgrund der 777 deliktsrechtlichen Natur der Prospekthaftung m.E. nach allgemeinen Regeln der unerlaubten Handlung. Damit ist *Art. 60 OR anwendbar.* Nach dieser Bestimmung verjähren Ansprüche mit einer relativen Frist von drei Jahren und einer absoluten Frist von zehn Jahren.

¹⁹⁴³ Das Basisinformationsblatt muss diese Angaben gemäss der Mustervorlage enthalten (siehe FIDLEV, Anhang 9, Ziff. 2).

¹⁹⁴⁴ Der Prospekt für Beteiligungspapiere muss auf der ersten Seite das Datum des Prospekts und das Datum der Genehmigung durch die Prüfstelle enthalten (FIDLEV, Anhang 1, Ziff. 0.2).

¹⁹⁴⁵ Sofern die mangelhaften Angaben in einem Nachtrag zum Prospekt gemäss Art. 56 FIDLEG enthalten sind, ist auf die Genehmigung des Nachtrags durch die Prüfstelle abzustellen.

3. Teil: Zusammenfassung der wichtigsten Erkenntnisse

Ziel dieser Arbeit war es, die Anspruchsvoraussetzungen der Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG zu analysieren. Zum einen wurde herausgearbeitet, welche Unzulänglichkeiten die bisherigen Haftungsnormen Art. 752 und Art. 1156 Abs. 3 aOR aufwiesen und wie diese mit der Transponierung der Prospekthaftung ins FIDLEG behoben wurden. Zum anderen wurde versucht, die im bisherigen Recht ungeklärten Auslegungsfragen im neuen kapitalmarktrechtlichen Kontext des FIDLEG zu beantworten. Schliesslich wurde aufgezeigt, bei welchen Anspruchsvoraussetzungen eine Angleichung an die Regelungen der Europäischen Union und Deutschlands stattgefunden hat. Im nachfolgenden Teil sollen die wichtigsten Erkenntnisse der Arbeit zusammengefasst werden. 778

I. Grundlagen

Art. 69 FIDLEG statuiert seit dem Inkrafttreten am 1. Januar 2020 – im Gegensatz zum *Patchwork* der bisherigen Haftungsnormen – eine einheitliche, rechtsform- und produktneutrale Haftungsgrundlage für zivilrechtliche Ansprüche im Zusammenhang mit fehlerhaften Prospekten und Basisinformationsblättern. Art. 69 FIDLEG bleibt – obwohl in einem Finanzmarktgesetz geregelt – eine *privatrechtliche Haftungsnorm*. Sie bezweckt den Ausgleich von Schäden, die dem einzelnen Anleger durch fehlerhafte Prospekte, Basisinformationsblätter oder ähnliche Mitteilungen kausal verursacht worden sind (*Individualschutz*). Indem die Prospekthaftung die wahrheitsgemässe und vollständige Information der Anleger sicherstellt, dient sie überdies dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (*Funktionschutz*). 779

Die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG ist nach hier vertretener Ansicht *deliktsrechtlicher Natur*. Sie stellt einen Anwendungsfall der unerlaubten Handlung auf einen kapitalmarktrechtlichen Tatbestand dar und folgt daher den Haftungsgrundsätzen von Art. 41 ff. OR. Sofern eine vertragliche Beziehung bzw. eine rechtliche Sonderverbindung zwischen den Parteien besteht, kann ausnahmsweise auch eine vertragliche Haftung bzw. eine Vertrauenshaftung vorliegen. 780

Um festzustellen, in welchen Fällen eine Haftung für Prospekte und Basisinformationsblätter im FIDLEG greift, wurde im Rahmen dieser Arbeit zunächst aufgezeigt, wann eine Pflicht zur Erstellung dieser Dokumente im FIDLEG besteht. Die Prospektpflicht im FIDLEG hat im Vergleich zum bisherigen Recht wesentliche Veränderungen erfahren. Mit dem Inkrafttreten am 1. Januar 2020 statuiert Art. 35 Abs. 1 FIDLEG neu eine *einheitliche, produktneutrale Prospektpflicht*, die auf alle Effekten, unabhängig von deren Gattung, Anwendung findet. Im Unter- 781

schied zum bisherigen Recht spielt das Rechtskleid des Emittenten für die Prospektpflicht keine Rolle mehr.

- 782 Die Anforderungen an Inhalt und Aufbau des Prospekts sind nun ausführlich im FIDLEG und in der FIDLEV geregelt. Sie wurden im Gegensatz zum bisherigen Recht und in Anlehnung an das europäische Prospektrecht erheblich erweitert und entsprechen nun im Wesentlichen den bisherigen Anforderungen an den Kotierungsprospekt (vgl. Art. 27 ff. aKR-SIX). Gänzlich neu ist zudem die Pflicht, Prospekte vor der Veröffentlichung einer *Prüfstelle zur Genehmigung zu unterbreiten* (Art. 51 ff. FIDLEG).
- 783 Schliesslich enthält das FIDLEG in Anlehnung an das europäische Recht die Pflicht zur Erstellung eines *Basisinformationsblatts*, wenn Finanzinstrumente Privatkunden angeboten werden (Art. 58 Abs. 1 FIDLEG).

II. Anspruchsvoraussetzungen der Prospekthaftung

A. Anwendungsbereich

- 784 Der Anwendungsbereich von Art. 69 FIDLEG ist eröffnet, wenn bei einem *öffentlichen Angebot* zum Erwerb von Effekten in der Schweiz oder bei einer *Zulassung von Effekten zum Handel* auf einem Handelsplatz im Sinn von Art. 26 lit. a FinfraG ein Prospekt oder eine ähnliche Mitteilung mit mangelhaften Angaben veröffentlicht wird. Art. 69 FIDLEG erfasst neben *Primärplatzierungen und gemischten Platzierungen* *neu auch Sekundärplatzierungen*; dies war unter Art. 752 aOR umstritten. Prospekte und ähnliche Mitteilungen, die bei derartigen Platzierungen veröffentlicht werden, können eine Prospekthaftung auslösen, selbst wenn sie *freiwillig*, also unabhängig von einer allfälligen Prospektpflicht, erstellt werden. Zu den haftungsbegründenden Dokumenten nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG gehören insbesondere Prospekte, *placement memoranda*, *research reports*, Werbematerialien und Investorenpräsentationen. Vorausgesetzt ist, dass derartige Publikationen *funktional mit einem öffentlichen Angebot oder einer Handelszulassung zusammenhängen*. Dieser Zusammenhang ist gegeben, wenn die Publikationen aus dem Grund erstellt wurden, um potenzielle Investoren über die juristische und wirtschaftliche Situation des Emittenten zu informieren und deren Anlageentscheid zu beeinflussen. Ist kein Zusammenhang zu einem öffentlichen Angebot im Sinn von Art. 3 lit. g und h FIDLEG oder zu einer Handelszulassung gegeben, fallen transaktionsbegleitende Dokumente – im Unterschied zum bisherigen Recht – nicht unter Art. 69 FIDLEG und gelten daher nicht als «ähnliche Mitteilungen». Schliesslich

erfasst Art. 69 FIDLEG neu auch ein mangelhaftes Basisinformationsblatt, das gestützt auf die Pflicht von Art. 58 FIDLEG erstellt wird.

B. Anspruchsberechtigte und Anspruchsverpflichtete

Nach Art. 69 FIDLEG ist derjenige anspruchsberechtigt, der anlässlich eines öffentlichen Angebots oder einer Handelszulassung Effekten oder aufgrund eines Basisinformationsblatts Finanzinstrumente erwirbt. Anspruchsberechtigt ist darüber hinaus auch *jeder spätere Erwerber*, der die Finanzinstrumente am Sekundärmarkt erwirbt, sofern die mangelhaften Angaben im Prospekt oder im Basisinformationsblatt mit überwiegender Wahrscheinlichkeit ursächlich für den Erwerbsentschluss waren. 785

Die *Passivlegitimation* der Prospekthaftung wurde im Unterschied zum bisherigen Recht eingeschränkt: Passivlegitimiert ist nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG nur noch der *eigentliche Ersteller* des haftungsbegründenden Dokuments. Das sind Personen, die Einfluss auf den Inhalt nehmen können und für die darin enthaltenen Informationen und deren Lieferung verantwortlich sind. Nicht mehr passivlegitimiert sind im Unterschied zu Art. 752 aOR Personen, die bloss an der Ausarbeitung und der Verbreitung des haftungsbegründenden Dokuments beteiligt waren. Der Ersteller des Basisinformationsblatts ist gemäss Art. 58 Abs. 1 FIDLEG derjenige, der auch das Finanzinstrument erstellt. Bei unterlassener Prospektveröffentlichung trotz Prospektpflicht ist derjenige passivlegitimiert, der zur Veröffentlichung eines Prospekts gemäss Art. 35 Abs. 1 FIDLEG verpflichtet gewesen wäre. 786

Die Haftung mehrerer verantwortlicher Personen ist unter Art. 69 FIDLEG neu geregelt. Aufgrund der deliktsrechtlichen Natur der Prospekthaftung wird die *Solidarität unter den Haftpflichtigen durch Art. 50 OR bestimmt*. Demnach kann der Geschädigte von jedem Mitverantwortlichen, der eine adäquate Schadensursache gesetzt hat, den Ersatz des gesamten Schadens verlangen, ohne dass persönliche Herabsetzungsgründe berücksichtigt würden. 787

C. Widerrechtlichkeit

Nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG handelt *widerrechtlich*, wer seinen Beitrag an der Prospekterstellung fehlerhaft erbringt, wodurch es zur Veröffentlichung eines haftungsbegründenden Dokuments mit mangelhaften Angaben kommt. Im Gegensatz zum alten Recht handelt hingegen nicht mehr widerrechtlich, wer ein fehlerhaftes 788

haftungsbegründendes Dokument bloss verbreitet. Mangelhafte Angaben können aus verschiedenen Gründen vorliegen:

- 789 – Erstens, wenn ein haftungsbegründendes Dokument erstellt und veröffentlicht wird, das *nicht den gesetzlichen Anforderungen entspricht*. Die gesetzlichen Anforderungen sind neu ausführlich im FIDLEG und in der FIDLEV geregelt.
- 790 – Zweitens, wenn ein haftungsbegründendes Dokument erstellt und veröffentlicht wird, das *unrichtige oder irreführende Angaben enthält*. Unrichtig sind falsche Tatsachendarstellungen. Irreführend kann ein haftungsbegründendes Dokument sein, wenn einerseits wesentliche Angaben verschwiegen werden, und andererseits, wenn die vorhandenen Angaben widersprüchlich oder unverständlich bzw. unübersichtlich dargestellt sind.
- 791 – Drittens, wenn *kein Prospekt oder kein Basisinformationsblatt erstellt* wird, obwohl eine *gesetzliche Pflicht dazu besteht* und keine Ausnahme von der Erstellungspflicht greift.
- 792 Im Zusammenhang mit der Prospekterstellung haben einzelne involvierte Personen zusätzliche Pflichten zu beachten: Sämtliche Prospektersteller haben eine *Aktualisierungs- und Berichtigungspflicht*: Stellen sie neue wesentliche Tatsachen fest, müssen sie einen Nachtrag zum Prospekt erstellen (Art. 56 FIDLEG). Sind bereits veröffentlichte Angaben mangelhaft, müssen diese berichtigt werden. Die emissionsbegleitende Bank (sog. *lead manager*) hat zusätzlich eine *Überprüfungspflicht*. Der *lead manager* muss ungeprüfte Aussagen des Emittenten auf ihre Richtigkeit überprüfen. Auf geprüfte Aussagen von Experten können sich dagegen alle in die Prospekterstellung involvierten Personen verlassen, sofern nicht alarmierende Anzeichen vorliegen, die eigene Nachforschungen notwendig machen.

D. Schaden

- 793 Die Anspruchsvoraussetzung des Schadens hat keine inhaltliche Änderung erfahren. Der Schaden gemäss Art. 69 FIDLEG entspricht der *Vermögensdifferenz*, die durch die mangelhaften Angaben im Prospekt bzw. im Basisinformationsblatt kausal beim Erwerber des Finanzinstruments entstanden ist. Nach der anwendbaren *Differenztheorie* besteht der Schaden in der Differenz zwischen dem gegenwärtigen Wert des Finanzinstruments und dem hypothetischen Wert, den das Finanzinstrument hätte, wenn der Anleger korrekt und vollständig informiert worden wäre. Zur Berechnung des hypothetischen Werts des Finanzinstruments haben sich in der Lehre verschiedene Modelle etabliert. Bei sämtlichen Berechnungs-

modellen besteht die Schwierigkeit darin, dass die Berechnung nur Umstände berücksichtigen darf, die auf den fehlerhaften Prospekt zurückzuführen sind. Andere Umstände sind für die Schadensberechnung auszuklammern.

Die umständliche Schadensberechnung stellt ein wesentliches Prozesshindernis für einen geschädigten Anleger dar. In der Lehre wurde deshalb vorgeschlagen, eine Rückabwicklung des Erwerbgeschäfts zugunsten des geschädigten Anlegers zuzulassen. Eine derartige *Rückabwicklung des Erwerbgeschäfts* ist m.E. – im Unterschied etwa zum deutschen Recht – nur in Ausnahmefällen möglich, nämlich wenn zwischen den Parteien ein *Vertragsverhältnis* besteht. 794

E. Kausalzusammenhang

Inhaltlich hat sich die Anspruchsvoraussetzung des Kausalzusammenhangs im Vergleich zum bisherigen Recht nicht verändert. Auch Art. 69 FIDLEG setzt einen *natürlichen und adäquaten Kausalzusammenhang* zwischen dem widerrechtlichen Verhalten und dem Schaden voraus. Ein adäquater Kausalzusammenhang liegt dabei vor, wenn die haftungsbegründende und die haftungsausfüllende Kausalität gegeben sind. 795

Die *haftungsbegründende* Kausalität beschreibt den Zusammenhang zwischen den mangelhaften Prospektangaben und dem Kaufentschluss des Anlegers. Sie kann direkt oder indirekt zustande kommen. Eine indirekt haftungsbegründende Kausalität liegt vor, wenn sich ein Zweiterwerber am Sekundärmarkt bei seinem Kaufentschluss auf die *Anlagestimmung* im Umfeld eines öffentlichen Angebots stützt, unabhängig davon, ob er den Prospekt gelesen hat. Der Anleger darf nämlich aufgrund der Kapitalmarkteffizienzhypothese davon ausgehen, dass der Markt alle (auch die fehlerhaften) öffentlich verfügbaren Informationen über die Effekten unverzüglich im Kurs verarbeitet und dadurch eine positive Anlagestimmung entsteht. 796

Die *haftungsausfüllende* Kausalität beschreibt den Zusammenhang zwischen den mangelhaften Prospektangaben und dem geltend gemachten Schaden. Unter der Prospekthaftung sind nur Schäden zu ersetzen, die aufgrund des mangelhaften Prospekts entstanden sind. Andere unternehmensinterne oder -externe Faktoren, die nicht auf die mangelhaften Angaben zurückzuführen sind, sind nicht durch die Prospekthaftung zu ersetzen. 797

Die *Beweislast* für den Nachweis der Kausalität trägt der Kläger. Aufgrund der ungünstigen Beweissituation muss der Kläger allerdings keinen strikten Beweis, sondern nur den *Beweis der überwiegenden Wahrscheinlichkeit* erbringen. 798

F. Verschulden

- 799 Nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG haftet, wer in einem haftungsbegründenden Dokument mangelhafte Angaben macht, «ohne dabei die erforderliche Sorgfalt anzuwenden». Dieser Wortlaut weicht erheblich von der bisherigen Regelung nach Art. 752 aOR ab. Nach dem klaren Willen des Gesetzgebers war damit jedoch keine materielle Änderung in Bezug auf das Verschuldenserfordernis beabsichtigt. Art. 69 FIDLEG setzt deshalb ein Verschulden voraus, wobei eine Haftung für *jedes Verschulden besteht, auch für leichte Fahrlässigkeit*. Der *Verschuldensmassstab* ist wie unter Art. 752 aOR *objektiviert*, das heisst, er richtet sich nach den Fähigkeiten, die der Verkehr bei den handelnden Personen unter den konkreten Umständen voraussetzt. Das Verschulden ist vom Kläger nachzuweisen; die Einführung einer Beweislastumkehr, wie sie etwa das deutsche Recht kennt, wurde vom Gesetzgeber abgelehnt. Das Verschulden ist für jeden Beklagten individuell festzulegen, denn jeder Beklagte haftet nur für die entsprechende Sorgfalt in seinem Aufgabenbereich, aber nicht darüber hinaus.

G. Haftungsausschluss und Verjährung

- 800 Art. 69 FIDLEG ist *zwingender Natur*; ein Haftungsausschluss im *Aussenverhältnis*, etwa durch einen *disclaimer* im Prospekt, ist *ungültig*. Dagegen sind *interne Vereinbarungen* unter den in die Prospekterstellung involvierten Personen bezüglich Schadenstragung grundsätzlich zulässig und in der Praxis auch häufig anzutreffen. Allerdings sind bei derartigen Vereinbarungen zivilrechtliche und gesellschaftsrechtliche Schranken zu beachten.
- 801 Die Verjährung von Ansprüchen aus Art. 69 FIDLEG richtet sich aufgrund der deliktsrechtlichen Natur der Prospekthaftung nach den Regeln der unerlaubten Handlung (Art. 41 ff. OR). Damit ist *Art. 60 OR anwendbar*, der eine dreijährige relative und eine zehnjährige absolute Verjährungsfrist vorsieht.

III. Ausblick

- 802 Die Neuregelung der Prospekthaftung im FIDLEG stellt eine konsequente Verbesserung der Rechtslage im Vergleich zum bisherigen *Patchwork* dar. Die gesteigerten Anforderungen an den Prospektinhalt reflektieren zudem den Wandel der Kapitalmärkte zu mehr Transparenz, womit der Schutz der Anleger und die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts verbessert werden.

Einige Anspruchsvoraussetzungen wie namentlich der Schaden und der Kausalzusammenhang wurden von der Transponierung ins FIDLEG aber nicht berührt. Gerade diese Anspruchsvoraussetzungen können sich aber aufgrund der Beweisschwierigkeiten als schwierig zu überwindende Hürden für erfolgreiche Prospekthaftungsklagen herausstellen.¹⁹⁴⁶ Diesen Hürden stehen m.E. zwei Korrektive gegenüber, die eher zugunsten geschädigter Anleger wirken: Zum einen ist der Kreis der potenziell Ersatzpflichtigen weiterhin breit gefasst, was eine disziplinierende Wirkung auf die in die Prospekterstellung involvierten Personen haben dürfte. Zum anderen führt die Anerkennung der Erkenntnisse der Kapitalmarkteffizienzhypothese für den Anleger zu einer günstigeren Beweissituation in Bezug auf den Kausalzusammenhang. 803

Es wird sich zeigen, ob die eingangs erwähnten Ziele der «Kleeblattreform» und insbesondere der Revision der Prospekthaftungsnorm in der Praxis auch tatsächlich erreicht werden.¹⁹⁴⁷ 804

¹⁹⁴⁶ Vgl. BINDER/ROBERTO, CHK OR (3. A.), Art. 752 N 10; WEBER, SZW 1993, 58; ZELLWEGE-GUTKNECHT, 114, 118.

¹⁹⁴⁷ Siehe dazu vorne Rz 31.

Das Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) hat das Prospektrecht in der Schweiz auf eine neue Grundlage gestellt. Art. 69 FIDLEG statuiert erstmals eine einheitliche, rechtsform- und produktneutrale Haftungsgrundlage für zivilrechtliche Ansprüche im Zusammenhang mit mangelhaften Angaben im Prospekt, im Basisinformationsblatt und in ähnlichen Mitteilungen. Diese Dissertation erläutert auf Grundlage von Gesetz, Rechtsprechung und Literatur die Anspruchsvoraussetzungen der Prospekthaftung. Sie zeigt unter anderem auf, gegen wen sich die Haftung richtet und wer einen Anspruch daraus geltend machen kann. Zudem geht sie vertieft auf die inhaltlichen Anforderungen an einen Prospekt ein, behandelt das neue Haftungsprivileg für zukunftsgerichtete Aussagen und äussert sich zur Zulässigkeit von Freizeichnungs- und Schadloshaltungsklauseln. Damit eignet sich diese Dissertation als Handlungsanweisung für Praktiker des Wirtschaftsrechts, Investmentbanken und Investoren.

ISBN 978-3-03891-793-9



9 783038 917939