



## Prospekthaftung

# Nicht kausale Unterlassung

Par Nicolas Béguin le 3 September 2021

## Hintergrund

Der Fall betrifft fünf Investoren, die bei der Gründung bzw. bei späteren Kapitalerhöhungen Aktien (nicht börsennotiert) einer Aktiengesellschaft gezeichnet haben. Sie sind der Ansicht, durch unrichtige Angaben im Emissionsprospekt, auf dessen Grundlage sie ihre Anlageentscheidung getroffen haben, getäuscht worden zu sein. Sie erheben beim *Handelsgericht* eine Zivilklage gegen verschiedene Personen und Körperschaften, die an der Erstellung bzw. Verbreitung des strittigen Prospekts beteiligt waren, und fordern von ihnen gesamtschuldnerisch Schadensersatz, insbesondere auf der Grundlage von [Art. 752 aOR](#) (anwendbar auf den vorliegenden Fall aufgrund der in [Art. 95 Abs. 4 FIDLEG](#) vorgesehenen Übergangsregelung).

Die kantonale Behörde, die als einzige Instanz entscheidet, stellt eine schuldhafte Unterlassung der Beklagten im Zusammenhang mit der Erstellung des Prospekts fest : Einer von ihnen hat es unterlassen, bestimmte ihm bekannte Risiken zu melden ; andere haben sich nicht die Mühe gemacht, die Richtigkeit bestimmter Angaben im Prospekt zu überprüfen. Die Klage wird jedoch mit der Begründung abgewiesen, dass die Anleger keinen Kausalzusammenhang zwischen dem vorgeworfenen Verstoß und dem erlittenen Schaden nachgewiesen haben.

In seinem Urteil [4A\\_24/2021](#) vom 24. Juni 2021 bestätigt das Bundesgericht diese Entscheidung, erinnert jedoch an einige interessante Entwicklungen, die im Folgenden erörtert werden und auch in zukünftigen Fällen der Anwendung von [Art. 69 FIDLEG](#) relevant bleiben sollten.

## Diskussion

Unabhängig davon, ob sie auf Art. 752 aOR oder Art. 69 FIDLEG, setzt die Prospekthaftung – die sich nun auch auf das Basisinformationsblatt (BIB) und ähnliche Mitteilungen zu allen Finanzinstrumenten erstreckt – die Erfüllung der üblichen Voraussetzungen des ausservertraglichen Haftungsrechts voraus, nämlich eine Verletzung, einen Schaden, einen Kausalzusammenhang und ein Verschulden.

In diesem Zusammenhang sei daran erinnert, dass der geschädigte Anleger bei fehlerhaften Angaben zwei Möglichkeiten hat :

- Erstens kann er nachweisen, dass der Mangel so schwerwiegend ist, dass er das betreffende Finanzinstrument niemals gezeichnet/erworben hätte ; in diesem Fall entspricht der Schaden dem insgesamt erlittenen Verlust (d. h. der Wertminderung des Finanzinstruments) (**Fall 1**) ;
- Andererseits kann er nachweisen, dass die fehlerhaften Angaben den Emissions-/Erwerbspreis des Finanzinstruments verringert hätten, wobei der Fehler hypothetisch nicht schwerwiegend genug ist, um den Grundsatz der Zeichnung/des Erwerbs des Finanzinstruments in Frage zu stellen ; in diesem Fall entspricht der Schaden dem hypothetischen Minderwert (*hypothetischer Minderwert*), , d. h. die Differenz zwischen dem tatsächlich gezahlten Preis und dem Preis, den der Anleger gezahlt hätte, wenn er richtig informiert gewesen wäre (**Fall 2**).

Je nach gewählter Strategie muss der Anleger also nachweisen, dass er seine Investitionsentscheidung auf einen fehlerhaften Prospekt gestützt hat und dass er bei besserer Information diese Investition nicht getätigt hätte (Fall 1) oder alternativ er die betreffenden Finanzinstrumente nicht zu diesem Preis gezeichnet/erworben hätte (Fall 2) ([BGE 132 III 715](#), E. 3.2.2).

Die Beweislast liegt beim Anleger, insbesondere was den Kausalzusammenhang betrifft (Art. 8 ZGB). Aufgrund der Schwierigkeit, letzteres zu beweisen, befreit die Rechtsprechung den Anleger von der strengen Beweispflicht, da die „überwiegende Wahrscheinlichkeit“ ausreicht (*Beweismass der überwiegenden Wahrscheinlichkeit* ; [ATF 130 III 321](#), Erw. 3.3.). Konkret führt die Anwendung dieses Standards zu folgenden natürlichen Vermutungen :

- Wenn das Finanzinstrument auf dem Primärmarkt erworben wird, wird davon ausgegangen, dass die im Prospekt enthaltenen Informationen kausal für die Zeichnungsentscheidung sind ;
- wenn das Instrument auf dem Sekundärmarkt erworben wird, wird davon ausgegangen, dass die (fehlerhafte) im Prospekt enthaltene Information kausal für die Kursbildung des Instruments war, , und zwar auch dann, wenn der Anleger den Prospekt nicht gelesen hat ([BGE 132 III 715](#), E. 3.2.1) ; diese Vermutung entspricht im Übrigen der Theorie der Effizienz des Finanzmarktes (*efficient-market hypothesis*, EMH).

Die Anwendung der überwiegenden Wahrscheinlichkeit hat jedoch keine Auswirkungen auf die Verteilung der Beweislast, die weiterhin beim Anleger liegt ([BGE 132 III 715](#), Erw. 3.2.1). Letzterer muss daher stets die verfahrensrechtlichen Anforderungen an die Darlegung von Tatsachen und Beweismitteln erfüllen.

Daher gilt :

- Wenn sich der Investor in Fall 1 befindet, muss er in der Lage sein, die Gründe, warum er die strittige Investition nicht getätigt hätte, genau darzulegen, wobei zu beachten ist, dass jeder Investor eine eigene Risikobereitschaft hat ; in diesem Punkt scheint das BGer. zu berücksichtigen, dass die Verlustrisiken umso höher sind, je höher die Renditeerwartungen sind, und folglich muss der Prospektmangel schwerwiegender sein, um Schadensersatz in Höhe des Investitionsverlusts zu rechtfertigen (Erwägung 6.8.1).
- Wenn wir uns in Fall 2 befinden, wird die Schadensermittlung durch eine bundesrechtliche Beweisregel, nämlich Art. 42 Abs. 2 OR, erleichtert, wobei der Schaden dann vom Richter bestimmt wird. Diese Bestimmung entbindet den Anleger

jedoch nicht davon, die Berechnungsgrundlagen anzugeben, um es dem Richter zu ermöglichen, eine Entscheidung zu treffen, insbesondere durch Angabe der Elemente, die es ermöglichen, den hypothetischen Minderwert festzustellen ([BGE 144 III 155](#), E. 2.3, kommentiert in [cdbf.ch/1004/](#)).

Im vorliegenden Fall machten die Kläger geltend, dass sie die strittigen Aktien niemals gezeichnet hätten, wenn sie über genaue und vollständige Informationen verfügt hätten (Fall 1). Sie haben jedoch nicht näher erläutert, aus welchen Gründen sie von einer Investition abgesehen hätten, wenn der Prospekt korrekt gewesen wäre, was sie insbesondere durch den Nachweis hätten tun können, dass eine solche Investition nicht ihrer Anlagestrategie entsprach. Sie beschränkten sich auf relativ allgemeine Überlegungen und beriefen sich insbesondere darauf, dass ihnen bestimmte Elemente nicht offenbart worden seien, wie das Bestehen eines Reputationsrisikos im Zusammenhang mit bestimmten Transaktionen, an denen das emittierende Unternehmen beteiligt gewesen sein soll, sowie Vereinbarungen, die den Interessen des letzteren abträglich seien. Wie die kantonale Behörde feststellte – ohne dass das BGer diese Einschätzung kritisierte –, muss sich jeder vernünftige Investor, wenn zu erwarten ist, dass eine relativ bescheidene Investition in kurzer Zeit ein Vielfaches des Umsatzes oder sogar einen Börsengang generiert, bewusst sein, dass ein entsprechendes Verlustrisiko besteht. Da die Anleger keine Behauptungen vorgebracht haben, die es ermöglichen würden, die Berechnungsgrundlage für die Festlegung eines hypothetischen Wertverlusts zu schaffen (Fall 2), kann das BGer nur bestätigen, dass die kantonale Behörde ihre Anträge abgewiesen hat.

Das Urteil des Bundesgerichts erinnert daran, dass ein Mangel im Prospekt nicht ausreicht, um die Haftung des Autors zu begründen, und betont die Bedeutung einer lückenlosen Darstellung des Kausalzusammenhangs zwischen dem fraglichen Mangel und dem Schaden, dessen Wiedergutmachung beantragt wird. Es besteht keine natürliche Vermutung, dass eine Person keine Investition tätigt, wenn sie ordnungsgemäß über alle damit verbundenen Risiken informiert wird. Angesichts der seit Inkrafttreten des FIDLEG verschärften aufsichtsrechtlichen Informationspflicht der Finanzdienstleister und des erweiterten Haftungsumfangs der Hersteller von Finanzinstrumenten ist dieser Hinweis sicherlich nicht unnötig.

---

Reproduction autorisée avec la référence suivante: Nicolas Béguin, Nicht kausale Unterlassung, publié le 3 September 2021 par le Centre de droit bancaire et financier, <https://cdbf.ch/de/1195/>