

Kausalität in der Prospekthaftung

Entscheide des Schweizerischen Bundesgerichts 4C.136/2006¹ 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)

Mit Bemerkungen von lic. iur. et lic. rer. pol. Catherine Chammartin, Rechtsanwältin, und Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone, beide Zürich²

Inhaltsübersicht

I. Sachverhalt

II. Erwägungen des Bundesgerichts

A. Natürliche Kausalität

B. Beweislast

C. Beweismass

III. Bemerkungen

A. Prospekthaftung im Allgemeinen

B. Kausalität

1. Haftungsbegründende und haftungsausfüllende Kausalität
2. Direkte haftungsbegründende Kausalität
3. Indirekte haftungsbegründende Kausalität

C. Beweislast

D. Beweismass

IV. Fazit

I. Sachverhalt

Am 25. November 1999 ging die Miracle Holding AG an die Börse. Sie hatte bislang stets Verluste geschrieben, doch wurde ihrem wichtigsten Produkt, der Software «Miracle.xrp», eine grosse Zukunft vorausgesagt.

Der Emissionsprospekt für den Börsengang datiert vom 24. November 1999. Der darin festgelegte Ausgabepreis betrug CHF 240 pro Aktie. Bereits am ersten Handelstag stieg der Börsenkurs um 65% auf CHF 390. Am 3. Dezember 1999 erwarb der Kläger A. 50 Aktien der Miracle Holding AG zum Kurs von CHF 399. Am 10. und 21. Februar 2000 erwarb der Kläger B. je 20 Aktien zum Kurs von CHF 905 respektive CHF 775 pro Titel. Am 8. Februar und am 2. März 2000 erreichte der Kurs jeweils die Höchstmarke von CHF 1100. Danach erlitt der Börsenkurs einen steilen Sinkflug. Am 26. Oktober 2000 musste der Geschäftsbetrieb eingestellt und am 6. November 2000 die Nachlassstundung beantragt werden.

Der Kläger B. verkaufte seine Aktien am 10. Mai 2000 zum Preis von CHF 413. Er erlitt unter Berücksichtigung der Kommissionen und Abgaben einen

Verlust in Höhe von CHF 17323.35. Der Kläger A. entschloss sich erst zu einem späteren Zeitpunkt, seine Aktien zu verkaufen. Er konnte nur noch CHF 9.01 pro Aktie erzielen und erlitt einen Verlust von CHF 19649.25.

Am 13. Dezember 2004 gelangten die Kläger ans Handelsgericht des Kantons Bern. Sie beantragten unter anderem, die Verwaltungsratsmitglieder der Miracle Holding AG im Zeitpunkt des Börsengangs seien unter solidarischer Haftung zur Zahlung der von ihnen erlittenen Verluste zu verpflichten. Das Handelsgericht des Kantons Bern wies mit Urteil vom 15. November 2005 die Klage gegen die Beklagten ab.

Die Kläger gelangten am 10. April 2006 mit Berufung und staatsrechtlicher Beschwerde ans Bundesgericht.

II. Erwägungen des Bundesgerichts

Das Bundesgericht hält zunächst fest, dass die Frage, ob die im Emissionsprospekt gemachten Angaben irreführend und unvollständig seien, vom Handelsgericht Bern offen gelassen wurde; das Verfahren wurde auf die Frage der Kausalität beschränkt.³

In der staatsrechtlichen Beschwerde befasst sich das Bundesgericht mit Fragen der natürlichen Kausalität [II.A.]. In der Berufung prüft das Bundesgericht zunächst die Verteilung der Beweislast in Bezug auf die Kausalität [II.B.], dann, welches Beweismass in dieser Frage anzuwenden ist [II.C.]. Das Bundesgericht weist sowohl die staatsrechtliche Beschwerde als auch die Berufung ab.

A. Natürliche Kausalität

Haftungsvoraussetzung der in Art. 752 OR geregelten Prospekthaftung ist unter anderem, dass die Angaben im Prospekt kausal für den Kaufentschluss des Anlegers und den später eingetretenen Schaden waren.⁴ Vorausgesetzt ist sowohl eine natürliche als auch eine adäquate Kausalität. Strittig ist im vorliegenden Fall die Frage der natürlichen Kausalität. Da es sich um eine Tatfrage handelt, kann diese nur im Verfahren der staatsrechtlichen Beschwerde über-

¹ Zur Publikation vorsehen.

² Catherine Chammartin ist wissenschaftliche Assistentin am Rechtswissenschaftlichen Institut der Universität Zürich, Hans Caspar von der Crone Ordinarius für Privat- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich. Der vorliegende Beitrag ist im Internet verfügbar unter <http://www.rwi.unizh.ch/vdc>.

³ 4C.136/2006 Erw. 1.

⁴ 4C.136/2006 Erw. 2.1; 4P.96/2006 Erw. 2.

prüft werden.⁵ Die Kläger rügen verschiedentlich Willkür in der Beweiswürdigung.

Das Bundesgericht führt aus, dass die Vorinstanz zwischen direkter und indirekter Kausalität unterschieden hat. Direkte Kausalität liegt vor, wenn ein Anleger die Titel unmittelbar gestützt auf allenfalls fehlerhafte Angaben im Prospekt gezeichnet oder erworben hat.⁶ Hat der Erwerber den Emissionsprospekt nicht gelesen, stützt er sich aber bei seinem Kaufentscheid auf eine Anlagestimmung, welche sich aufgrund der Angaben im Prospekt gebildet hat, ist indirekte Kausalität gegeben.⁷

Die Vorinstanz kam zum Schluss, dass die direkte Kausalität bei beiden Klägern nicht gegeben sei. In Bezug auf Kläger B. ist unbestritten, dass dieser den Emissionsprospekt nicht gelesen hat.⁸ Kläger A. hat den Emissionsprospekt zwar überflogen, doch schützt das Bundesgericht die Vorinstanz in ihrem Schluss, dass die sprunghafte Kursentwicklung und die euphorische Anlagestimmung am *New Market* dessen Kaufentscheid wesentlich beeinflusst haben.⁹

Die indirekte Kausalität wird von der Vorinstanz ebenfalls in Bezug auf beide Kläger verneint. Sie kommt zum Schluss, dass die Anlagestimmung und der steile Kursanstieg nicht durch die Angaben im Emissionsprospekt ausgelöst wurden, sondern durch andere Faktoren wie Zukunftsglaube, Risikobereitschaft und Spekulation.¹⁰ Das Bundesgericht pflichtet der Vorinstanz bei und weist die staatsrechtliche Beschwerde ab.

B. Beweislast

In der Berufung machen die Kläger geltend, dass im Bereich der Prospekthaftung generell die Vermutung gelte, dass allfällige falsche Angaben im Emissionsprospekt kausal für den Kaufentschluss des Anlegers und den daraus resultierenden Schaden sind. Indem die Vorinstanz von dieser Vermutung abgewichen sei, habe sie Art. 8 ZGB und Art. 752 OR verletzt.¹¹

Das Bundesgericht führt aus, dass nach Art. 8 ZGB, wo es das Gesetz nicht anders bestimmt, derjenige das Vorhandensein einer behaupteten Tatsache zu beweisen hat, der aus ihr Rechte ableitet.¹² Obwohl in der Lehre vereinzelt eine Umkehr der Beweislast im Bereich der Prospekthaftung postuliert wird, wäre eine solche nach Auffassung des Bundesgerichts systemfremd und fände auch keine Stütze im Gesetz.¹³

C. Beweismass

Die Kläger rügen in der Berufung weiter, dass die Vorinstanz an den Nachweis des Kausalzusammenhangs zu strenge Anforderungen gestellt habe.¹⁴

Das Bundesgericht hält fest, dass ein Beweis als erbracht gilt, wenn das Gericht nach objektiven Gesichtspunkten von der Richtigkeit einer Sachbehauptung überzeugt ist. Nicht immer ist jedoch ein strikter Beweis erforderlich. Wenn ein solcher der Natur der Sache nach nicht möglich oder nicht zumutbar ist, und insofern «Beweisnot» besteht, wird eine überwiegende Wahrscheinlichkeit als ausreichend betrachtet. Diesfalls gilt ein Beweis 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.¹⁵

Das Bundesgericht führt aus, dass nach ständiger Rechtsprechung das Beweismass der überwiegenden Wahrscheinlichkeit für den Nachweis des natürlichen und hypothetischen Kausalzusammenhangs gilt.¹⁶ Die Tatsache, dass im Urteil der Vorinstanz für das geforderte Beweismass die Formulierung «mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit» anstatt die vom Bundesgericht bevorzugte Formulierung der «überwiegenden Wahrscheinlichkeit» verwendet wurde, lässt nicht auf eine Verletzung von Bundesrecht schliessen.¹⁷

Der Kläger A. beanstandet ferner, dass bei ihm das strengere Beweismass für Erwerber am Sekun-

⁵ 4C.136/2006 Erw. 2.2; 4P.96/2006 Erw. 2.1.

⁶ 4P.96/2006 Erw. 2.2.

⁷ 4P.96/2006 Erw. 2.4.

⁸ 4P.96/2006 Erw. 2.3.1.

⁹ 4P.96/2006 Erw. 2.3.2 ff.

¹⁰ 4P.96/2006 Erw. 2.4.1 ff.

¹¹ 4C.136/2006 Erw. 3.

¹² 4C.136/2006 Erw. 3.1.

¹³ 4C.136/2006 Erw. 3.2.2.

¹⁴ 4C.136/2006 Erw. 3.

¹⁵ 4C.136/2006 Erw. 3.1.

¹⁶ 4C.136/2006 Erw. 3.2.

¹⁷ 4C.136/2006 Erw. 3.3.1.1.

därmarkt anstatt des Beweismasses für Erwerber am Primärmarkt zur Anwendung gebracht wurde.¹⁸

Obwohl dieser Einwand schon an der Tatsache scheitert, dass Kläger A. seine Aktien am Sekundärmarkt erworben hat, führt das Bundesgericht aus, dass in beiden Fällen das gleiche Beweismass anzuwenden ist.¹⁹ Beim Erstkäufer ist davon auszugehen, dass die Angaben im Prospekt direkt kausal für den Kaufentschluss sind. Unter der Annahme eines effizienten Kapitalmarktes gilt dasselbe für den Zweitkäufer, selbst wenn dieser den Emissionsprospekt nicht gelesen hat.²⁰ Er kann nämlich davon ausgehen, dass die Preisbildung am Markt unter Einbezug der Informationen aus dem Emissionsprospekt zustande gekommen ist. Zu beachten ist allerdings, dass im Laufe der Zeit andere Faktoren wie neuere Unternehmensdaten, Presseberichte, Konjunktüreinschätzungen, positive oder negative Marktstimmung etc. den Börsenkurs beeinflussen können.²¹

III. Bemerkungen

A. Prospekthaftung im Allgemeinen

Die Prospekthaftung ist in Art. 752 OR geregelt.²² Danach haftet jeder, der bei der Abgabe oder Verbreitung von unrichtigen, irreführenden oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechenden Angaben in Emissionsprospekten oder ähnlichen Mitteilungen im Rahmen der Gründung einer Gesellschaft oder bei der Ausgabe von Aktien, Obligationen oder anderen Titeln absichtlich oder fahrlässig mitgewirkt hat, für den dadurch verursachten Schaden der Erwerber der Titel. Zweck der Prospekthaftung ist nach dem Bundesgericht der Schutz des zur Zeichnung aufgerufenen Publikums vor Übervorteilung.²³ Als klageberechtigter wird vom Bundesgericht nicht nur derjenige Anleger betrachtet, der die Titel gezeichnet hat, sondern auch jeder spätere Erwerber.²⁴

Bei der Prospekthaftung handelt es sich um eine ausservertragliche Haftung.²⁵ Haftungsvoraussetzungen sind somit: Widerrechtlichkeit, Kausalität, Verschulden und Schaden. Das Handelsgericht Bern hat in Anwendung von Art. 196 Abs. 1 ZPO BE beschlossen, die Frage der Kausalität vorweg zum Gegenstand gesonderter Verhandlung und Beurteilung zu machen.²⁶ Wird die Kausalität verneint, ergeht ein berufungsfähiges Endurteil in der Sache selbst, und ein aufwendiges Beweisverfahren, insbesondere zur Fehlerhaftigkeit des Prospekts, erübrigt sich.

B. Kausalität

Haftungsvoraussetzung der Prospekthaftung ist sowohl der natürliche als auch der adäquate Kausalzusammenhang zwischen dem pflichtwidrigen Prospekt und dem Schaden der Erwerber. Die natürliche Kausalität ist gegeben, wenn ein Handeln im Sinne einer *conditio sine qua non* Ursache für den Eintritt des Schadens ist.²⁷ Dieser natürliche Kausalzusammenhang ist ausserdem adäquat, wenn die betreffende Ursache nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge und der allgemeinen Lebenserfahrung an sich geeignet war, den eingetretenen Erfolg zu bewirken, so dass der Eintritt dieses Erfolges als durch die fragliche Tatsache allgemein begünstigt erscheint.²⁸ Schadensursache kann ein Handeln wie ein Unterlassen sein.

Der natürliche Kausalzusammenhang ist eine Tatfrage. Dies hat einerseits zur Folge, dass er vom Kläger zu substantiieren und zu beweisen ist;²⁹ andererseits dass das Bundesgericht im Rahmen einer Berufung an die Feststellungen der Vorinstanz gebunden ist

¹⁸ 4C.136/2006 Erw. 3.3.1.2.

¹⁹ 4C.136/2006 Erw. 3.3.1.2.

²⁰ 4C.136/2006 Erw. 3.2.1.

²¹ 4C.136/2006 Erw. 3.2.1.

²² Weitere Rechtsgrundlagen der Prospekthaftung sind Art. 1156 Abs. 3 OR und Art. 39 BankG.

²³ BGE 120 IV 122, 128; BGE 112 II 258, 261.

²⁴ BGE 131 III 306, 308; 4C.245/1995, publ. in: SJ 1997, 108 ff., 111 f.

²⁵ BGE 129 III 71, 75. In der Lehre, wurde die Prospekthaftung als vertragliche Haftung, als deliktische Haftung, teilweise als Vertrauenshaftung oder als Haftung *sui generis* qualifiziert. Vgl. Michael Noth/Evelyn Grob, Rechtsnatur und Voraussetzungen der obligationenrechtlichen Prospekthaftung – ein Überblick, in: AJP 2002, 1435 ff., 1443 f. für einen Überblick über den Stand der Lehre kurz bevor das Bundesgericht zu dieser Frage Stellung nahm.

²⁶ Urteil des Berner Handelsgerichts vom 15.11.2005, HG 04 9115, 5 f.

²⁷ Heinrich Honsell, Schweizerisches Haftpflichtrecht, 4. A., Zürich 2005, § 3 N 1 ff.; Heinz Rey, Ausservertragliches Haftpflichtrecht, 3. A., Zürich 2003, N 518 ff.

²⁸ BGE 123 III 110, 112 m.w.H.; Honsell (Fn. 27), § 3 N 6; Rey (Fn. 27), N 525.

²⁹ Karl Otfinger/Emil W. Stark, Schweizerisches Haftpflichtrecht, Erster Band: Allgemeiner Teil, 5. A., Zürich 1995, § 3 N 34 f.

(Art. 63 Abs. 2 OG).³⁰ Die Adäquanz des Kausalzusammenhangs ist dagegen eine Rechtsfrage; das Bundesgericht kann sie im Rahmen einer Berufung frei überprüfen.³¹

1. Haftungsbegründende und haftungsausfüllende Kausalität

Die Kausalität wird von der deutschen Lehre und einem Teil der Schweizer Lehre in zwei Komponenten unterteilt: eine haftungsbegründende und eine haftungsausfüllende Kausalität.³² Beide Komponenten müssen gegeben sein, damit ein adäquater Kausalzusammenhang bestehen kann.

Die haftungsbegründende Kausalität umfasst im Bereich der Prospekthaftung die Frage, ob die unrichtigen oder irreführenden Angaben im Prospekt den Kaufentschluss des Anlegers beeinflusst haben. Kausalität ist nach der Rechtsprechung dann gegeben, wenn der Kläger die Wertpapiere bei Kenntnis der wahren Sachlage nicht erworben hätte.³³ Darunter ist zudem der Fall zu subsumieren, dass der Kläger die Wertpapiere zwar gekauft hätte, aber nur zu einem geringeren Preis. Von vornherein ausgeschlossen ist die Kausalität, wenn der Anleger beim Kauf positive Kenntnis von der Fehlerhaftigkeit des Prospekts hatte.³⁴

Die haftungsausfüllende Kausalität bezieht sich auf das Verhältnis der in Frage stehenden Pflichtverletzung zu dem behaupteten Schaden.³⁵ Im Bereich der Prospekthaftung also die Frage, ob der entstandene Schaden durch die mangelhafte Information verursacht wurde. Falls der Prospekt beispielsweise irreführende Informationen zu Produkt A enthält, die Unternehmung aber auf Grund von Absatzschwierigkeiten ihres Produktes B in finanzielle Schwierigkeiten gerät, kann ein Anleger keinen Schaden gestützt auf die Prospekthaftung geltend machen. Diese Begrenzung ist insofern notwendig, als sonst selbst der kleinste Fehler im Prospekt den Anlegern eine Versicherung gegen sämtliche Schäden bieten würde, die ihnen aus ihrer Investition entstehen können.³⁶ Sind die tieferen Börsenkurse nicht durch fehlerhafte Angaben im Prospekt, sondern durch die Korrektur einer allgemeinen Markteuphorie oder durch eine allgemeine Börsenbaisse (beispielsweise infolge höherer Energiepreise) verursacht, stehen den Anlegern auch keine Ansprüche aus Prospekthaftung zu.³⁷ Das Marktrisiko müssen die Anleger tragen; sie können dieses nicht über die Prospekthaftung auf die Verantwortlichen der emittierenden Gesellschaft oder auf die federführende Bank überwälzen.

Da sich das Bundesgericht in den besprochenen Entscheiden einzig mit der haftungsbegründenden

³⁰ *Rey* (Fn. 27), N 521 m.w.H.

³¹ BGE 123 III 110, 111 m.w.H.; *Rey* (Fn. 27), N 529.

³² Für das deutsche Recht, vgl. *Heinz-Dieter Assmann/Rolf A. Schütze*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. A., München 1997, § 7 N 137 ff.; *Jürgen Ellenberger*, Prospekthaftung im Wertpapierhandel, Berlin 2001, 38 ff.; *Klaus J. Hopt*, Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, München 1991, N 162 ff. Für das Schweizer Recht, vgl. *Frédéric H. Lenoir*, Prospekthaftung im Zusammenhang mit Going Publics, Diss. St. Gallen 2004, 142 ff. Nicht im Zusammenhang mit der Prospekthaftung, aber generell im Schweizer Haftpflichtrecht, vgl. *Ingeborg Schwenzer*, Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil, 3. A., Bern 2003, N 19.01; *Vito Roberto*, Schweizerisches Haftpflichtrecht, Zürich 2002, N 15; vgl. auch BGE 127 II 289, 294 wo sich das Bundesgericht auf diese Unterscheidung bezieht.

³³ BGE 47 II 272 ff., 293; *Lenoir* (Fn. 32), 148; *Urs Bertschinger*, in: Jolanta Kren Kostkiewicz/Urs Bertschinger/Peter Breitschmid/Ivo Schwander (Hrsg.), Handkommentar zum Schweizerischen Obligationenrecht, Zürich 2002, N 38 zu Art. 752 OR.

³⁴ *Vito Roberto/Thomas Wegmann*, Prospekthaftung in der Schweiz, in: SZW 2001, 161 ff., 169; *Noth/Grob* (Fn. 25), 1455; *Lenoir* (Fn. 32), 147; *Harald Bärtschi*, Verantwortlichkeit im Aktienrecht, Diss. Zürich 2001, 238; *Andreas Rohr*, Grundzüge des Emissionsrechts, Zürich 1990, 218

und 223; *Christian A. Camenzind*, Prospektzwang und Prospekthaftung bei öffentlichen Anleiheobligationen und Notes, Diss. Zürich 1989, 108; *Rolf Watter*, Prospekt(haft)pflicht heute und morgen, in: AJP 1992, 49 ff., 59. A.M. *Dieter Zobl/Reto Arpagaus*, Zur Prospekt-Prüfungspflicht der Banken bei Emissionen, in: Hans Ulrich Walder/Tobias Jaag/Dieter Zobl (Hrsg.), Aspekte des Wirtschaftsrechts, Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1994, Zürich 1994, 195 ff., 217, welche die positive Kenntnis des Anlegers nur als Schadenersatzminderungsgrund erachten.

³⁵ *Schwenzer* (Fn. 32), N 19.01; *Lenoir* (Fn. 32), 150. Im Bereich der Prospekthaftung führen die Autoren in der Regel lediglich aus, dass der eingetretene Schaden Folge der Pflichtverletzung gewesen sein muss: *Watter* (Fn. 34), 59; *Bärtschi* (Fn. 34), 234; *Wolfhart F. Bürgi/Ursula Nordmann-Zimmermann*, Zürcher Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Obligationenrecht Band 5/b/3 Art. 739-771, Zürich 1979, N 14 zu Art. 752 OR; *Rohr* (Fn. 34), 222 f.; *Camenzind* (Fn. 34), 107 f.

³⁶ *Lenoir* (Fn. 32), 151 Fn. 693.

³⁷ *Rolf Watter*, in: Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II, 2. A., Basel 2002, N 24 und 28 zu Art. 752 OR; *Bürgi/Nordmann-Zimmermann* (Fn. 35), N 14 zu Art. 752 OR; *Rohr* (Fn. 34), 223; *Camenzind* (Fn. 34), 108.

Kausalität auseinandersetzt, wird diese Frage nachfolgend ausführlich behandelt. Es lassen sich zwei Anwendungsfälle unterscheiden: die direkt [III.B.2.] und die indirekt [III.B.3.] zustande gekommene haftungsbegründende Kausalität.

2. Direkte haftungsbegründende Kausalität

Von direkter Kausalität ist die Rede, «wenn ein Anleger die Titel unmittelbar gestützt auf allenfalls fehlerhafte Angaben im Prospekt gezeichnet oder erworben hat».³⁸ Dies setzt voraus, dass der Anleger den Prospekt gelesen hat. Hat ein Anleger wie im vorliegenden Fall die Emissionsbedingungen gelesen und den Rest des Prospektes, unter anderem die Angaben zum Produkt und die Risikohinweise, überflogen, ist dem Bundesgericht zuzustimmen, dass ein direktes Abstellen auf die angeblich fehlerhaften Schilderungen im Emissionsprospekt nicht erstellt ist.³⁹

In Bezug auf den Zweitkäufer stellt sich weiter die Frage, inwiefern er sich überhaupt auf den fehlerhaften Prospekt stützen durfte. Je länger der Börsengang zurückliegt, desto weniger aussagekräftig sind die im Prospekt enthaltenen Informationen. Stützt sich ein Investor auf veraltete Informationen, liegt ein die Kausalität unterbrechendes Selbstverschulden vor.⁴⁰

3. Indirekte haftungsbegründende Kausalität

Hat der Anleger den Prospekt nicht selbst gelesen, stellt er «bei seinem Zeichnungs- oder Kaufentscheid jedoch auf eine durch den Prospekt hervorgehobene Anlagestimmung [ab], die unter der Annahme effizienter Märkte den gehandelten Börsenkurs bildet», ist von indirekter Kausalität die Rede.⁴¹ Mit dieser Aussage hat das Bundesgericht die umstrittene Frage, ob das Nichtlesen des Prospektes den Kausalzusammenhang zwingend unterbricht, geklärt.⁴² Im

Biber-Entscheid hatte das Bundesgericht verneint, dass die Angaben im Prospekt kausal für den Kaufentscheid eines Anlegers waren, der seine Aktien 7, 16 bzw. 18 Monate nach der Zeichnungsfrist erstanden hatte.⁴³ Zu den Anforderungen an den Nachweis der Kausalität hatte sich das Bundesgericht allerdings nicht im Detail geäußert.

Voraussetzung für das Zustandekommen der indirekten Kausalität ist, dass ein Börsenmarkt mindestens mittelstarker Effizienz vorliegt, das heisst, dass alle öffentlich verfügbaren Informationen in die Bildung des Börsenkurses fliessen.⁴⁴ Von einer solchen mittelstarken Effizienz wird beim Schweizer Kapitalmarkt in der Regel ausgegangen. Indem der Prospekt von einzelnen Anlegern gelesen wird und deren Kaufverhalten beeinflusst, bildet sich am Markt ein Börsenkurs, der die im Prospekt enthaltenen Informationen widerspiegelt.⁴⁵ Wurde das Kaufverhalten der Anleger durch eine falsche oder irreführende Information im Prospekt verfälscht, beeinflusst dies ebenfalls das Kaufverhalten derjenigen Anleger, die den Prospekt nicht gelesen haben, da sie ihren Kauf auf eine verfälschte Anlagestimmung stützen.⁴⁶

Lehre dagegen vertritt den Standpunkt, dass die Kausalität auch bei Nichtlesen des Prospektes gegeben sein kann: *Noth/Grob* (Fn. 25), 1455; *Watter* (Fn. 34), 59; *Watter* (Fn. 37), N 27 zu Art. 752 OR; *Bärtschi* (Fn. 34), 234; *Rohr* (Fn. 34), 223; *Heinrich Henckel von Donnersmarck*, Die Kotierung von Effekten, Diss. Freiburg 1996, 177; *Daniel Daeniker/Stefan Waller*, Kapitalmarktbezogene Informationspflichten und Haftung, in: Rolf H. Weber (Hrsg.), *Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht*, Zürich 2003, 55 ff., 78.

⁴³ BGE 131 III 306. Vgl. die Entscheidbesprechung, *Sarah Dobler/Hans Caspar von der Crone*, Aktivlegitimation zur Geltendmachung von Verantwortlichkeitsansprüchen, in: SZW 2005, 211 ff., insbesondere 213 f.

⁴⁴ Nach *Fama* lassen sich drei Grade der Effizienz eines Kapitalmarktes unterscheiden: eine schwache Effizienz, eine mittelstarke Effizienz und eine starke Effizienz. Die drei Stufen unterscheiden sich je nachdem wie viele Informationen in die Bildung des Börsenkurses fliessen. Vgl. *Eugene F. Fama*, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in: *The Journal of Finance*, Vol. 25, 2/1970, 383 ff.; *Richard A. Brealey/Stewart C. Myers*, *Principles of Corporate Finance*, 7. A., Boston 2003, 351 ff.

⁴⁵ *Roberto/Wegmann* (Fn. 34), 169; *Watter* (Fn. 34), 58 f. Ebenso *Rohr* (Fn. 34), 223, wonach der Anleger sich auf die beim aufgeklärten Publikum gebildete Meinung verlassen kann.

⁴⁶ *Watter* (Fn. 34), 58 f.; *Lenoir* (Fn. 32), 144. Vgl. dazu die amerikanische *Fraud on the Market Theory*: *Richard W. Jennings et al.*, *Securities Regulation*, New York 1998,

³⁸ 4P.96/2006 Erw. 2.2; *Lenoir* (Fn. 32), 143.

³⁹ 4P.96/2006 Erw. 2.3.2.

⁴⁰ *Roberto/Wegmann* (Fn. 34), 172 f.; *Lenoir* (Fn. 32), 150 Fn. 688.

⁴¹ 4P.96/2006 Erw. 2.2 und 2.4; *Lenoir* (Fn. 32), 144.

⁴² Die ältere Lehre verneint die Kausalität, wenn der Anleger den Prospekt nicht gelesen hat: *Josef Henggeler/Emma Henggeler*, Die zivilrechtlichen Verantwortlichkeiten im Bankengesetz und im neuen schweizerischen Aktienrecht, Zürich 1937, 15; *Fritz Funk*, Kommentar des Obligationenrechtes, Aarau 1951, N 8 zu Art. 752 OR. Die neuere

Das Fundament der indirekten Kausalität ist jedoch nicht so stabil wie es auf den ersten Blick scheint. Die Theorie effizienter Märkte wird von neueren Entwicklungen in den Wirtschaftswissenschaften zunehmend in Frage gestellt, nachdem empirische Untersuchungen Marktunregelmässigkeiten aufgezeigt haben, welche sie nicht erklären konnten. *Behavioural Finance* (auf Deutsch Verhaltensökonomie) ist ein neueres Forschungsfeld, welches sich hauptsächlich mit der vorhandenen oder fehlenden Rationalität der wirtschaftlich Handelnden auseinandersetzt.⁴⁷ *Behavioural-Finance*-Anhänger gehen davon aus, dass es den in der neoklassischen Theorie zentralen *homo oeconomicus* nicht gibt. Sie ziehen ebenfalls die Annahme in Zweifel, dass Börsenkurse jederzeit alle öffentlich verfügbaren Informationen widerspiegeln. Durch diese Marktunvollkommenheiten und Phänomene wie Herdenverhalten oder Gruppendenken entstehen und platzen spekulative Blasen.⁴⁸ Trotz der neuen Erkenntnisse der *Behavioural Finance* hat die Theorie effizienter Märkte nicht ausgedient. Für die Prospekthaftung und die indirekte Kausalität haben die neuen Erkenntnisse jedoch zur Folge, dass die Anforderungen an den Beweis des Klägers, dass der Prospekt die Anlagestimmung geprägt hat, höher sind, als wenn die Theorie effizienter Märkte uneingeschränkt Geltung hätte.⁴⁹

Die Vorinstanz hat *Behavioural Finance* in ihren Erwägungen nicht explizit erwähnt, dennoch befasst sie sich genau mit dieser Thematik, wenn sie untersucht, ob die Anlagestimmung vom Prospekt beeinflusst wurde, oder ob andere Faktoren im Vordergrund standen. Sie argumentiert, dass im Fall *Miracle* nicht der Prospekt die Anlagestimmung massgeblich geprägt hat, sondern eine sprunghafte Kursentwicklung, eine euphorische Anlagestimmung und ein generell

verbreiteter Zukunftsglaube.⁵⁰ Die Aktien der *Miracle Holding AG* sind am ersten Handelstag von CHF 240 auf CHF 390 gestiegen. Das entspricht einer Steigerung von 65%.⁵¹ Selbst wenn man bedenkt, dass bei den meisten Börsengängen ein Emissionspreis festgelegt wird, der unter dem vermuteten Wert liegt (sog. *Underpricing*),⁵² kann eine solche Steigerung nicht auf die Angaben im Emissionsprospekt zurückgeführt werden. In den folgenden Monaten stieg der Börsenkurs weiter an. Anfang Februar erreichte der Börsenkurs die Höchstmarke von CHF 1100. Dies entspricht einer Steigerung von 358% innerhalb von knapp drei Monaten.⁵³ Berücksichtigt man weiter, dass sich die negativen Presseberichte in dieser Zeit häuften, und die Kursentwicklung in der Presse mehrfach mit einer «Casinostimmung» verglichen worden war,⁵⁴ ist dem Bundesgericht zuzustimmen, dass nicht der Prospekt, sondern Zukunftsglaube, Risikobereitschaft und Spekulation die Anlagestimmung geprägt haben müssen.

In zeitlicher Hinsicht ist zu beachten, dass Kapitalmärkte schnelllebig sind und laufend neue Informationen verarbeiten. Eine Information kann schon am nächsten Tag obsolet sein. Dasselbe gilt für den Prospekt, der einzig eine Momentaufnahme darstellt. Je älter der Prospekt, desto weniger aussagekräftig sind die enthaltenen Informationen. Wie lange der Prospekt die Anlagestimmung bestimmt, und ab wann neuere Informationen überhand nehmen, kann nicht abstrakt beantwortet werden, sondern hängt vom konkreten Fall ab. Das Bundesgericht äussert sich nicht zu dieser Frage. Im *Biber-Entscheid* verneinte es die Kausalität des Prospekts für Aktienkäufe, welche 7, 16 und 18 Monate nach der Zeichnungsfrist erfolgten.⁵⁵

Es ist davon auszugehen, dass der Zusammenhang zwischen Prospekt und Anlagestimmung spätestens dann unterbrochen ist, wenn das Unternehmen neue Unternehmensdaten wie einen Jahres- oder

1144 ff., 1163 ff. *Richard A. Posner*, *Economic Analysis of Law*, 6. A., New York 2003, 453: «The fraud in effect is impounded in the market price, and the person who buys without knowledge of the prospectus is acting on false information to the same extent as those who buy with knowledge». Wegweisend der U.S.-amerikanische *Entscheid Basic, Inc. v. Levinson* (485 U.S. 224, 241 ff. (S. Ct. 1988)).

⁴⁷ Vgl. *Andrei Schleifer*, *Inefficient Markets*, Oxford 2000, 24, der *Behavioural Finance* als «a study of human fallibility in competitive markets» definiert.

⁴⁸ Vgl. Beispiele in *Brealey/Myers* (Fn. 44), 356 ff.; *Robert J. Shiller*, *Irrational Exuberance*, Princeton 2000, 135 ff.

⁴⁹ *Bertschinger* (Fn. 33), N 38 zu Art. 752 OR.

⁵⁰ 4P.96/2006 Erw. 2.4.1 ff.

⁵¹ 4P.96/2006 Erw. 2.4.1.

⁵² *Hans Caspar von der Crone/Matthias Nänni/Eric Sibbern*, Bankaufsichtsrechtliche und vertragsrechtliche Aspekte von IPOs, in: Susan Emmenegger (Hrsg.), *Bankhaftungsrecht*, Schweizerische Bankrechtstagung 2006, Basel 2006, 141 ff.

⁵³ 4P.96/2006 Erw. 2.4.2.

⁵⁴ 4P.96/2006 Erw. 2.4.1.1.

⁵⁵ BGE 131 III 306.

einen Halbjahresabschluss publiziert.⁵⁶ Unklar ist, ob negative Presseberichte ebenfalls ein Ende der Anlagestimmung herbeiführen. Die deutsche Rechtsprechung argumentiert, dass dem nicht so sei, da der Prospekt glaubhafter sei als die Presse.⁵⁷ Diese Aussage ist u.E. zu absolut ausgefallen, denn wie glaubhaft die Presse ist, hängt wesentlich davon ab, welche Medien eine Information verbreiten. Eine Schlagzeile in der Boulevardpresse ist nicht mit einem gut recherchierten und fundierten Artikel in einer Fachzeitschrift zu vergleichen. Im Fall *Miracle* wurden am 11. Dezember 1999 in der *Finanz und Wirtschaft* zum ersten Mal konkrete grössere Softwareprobleme und Kundenunzufriedenheiten mit der Software «*Miracle.xrp*» angesprochen.⁵⁸ Die *Miracle Holding AG* stritt diese nicht grundsätzlich ab, sondern spielte sie in ihrer Tragweite herunter. Dennoch muss man in einer solchen Situation zum Schluss kommen, die durch den Prospekt verursachte Anlagestimmung sei durch die neuen Presseberichte beendet worden. Das Argument, der Prospekt sei glaubhafter als die Presse, greift nicht mehr, nachdem die Gesellschaft die Probleme anerkannt hat. Anleger, die ihre Titel nach der Publikation solcher Artikel erworben haben, können keine Ansprüche aus Prospekthaftung geltend machen. Die Frage stellte sich im konkreten Fall allerdings nicht, da die durch den Prospekt verursachte Anlagestimmung schon am ersten Handelstag beendet wurde.

C. Beweislast

Das Bundesgericht hat im Fall *Miracle* eine weitere in der Lehre umstrittene Frage geklärt, nämlich diejenige nach der Beweislast. Der überwiegende Teil der Lehre vertritt die Auffassung, der Anleger habe nachzuweisen, dass er sich bei seinem Anlageentscheid auf die fehlerhafte Information gestützt hat und in Kenntnis der wahren Sachlage die Titel nicht oder nicht zu diesem Preis erworben hätte.⁵⁹ Verein-

zelt geht die Lehre davon aus, dass der Anleger darauf vertrauen konnte, dass alle im Prospekt enthaltenen Informationen in die Bewertung der Titel geflossen seien und er deshalb die Kausalität der fehlerhaften Informationen für seinen Kaufentscheid nicht nachzuweisen habe.⁶⁰

Das Bundesgericht führt aus, dass Art. 8 ZGB die Beweislast, wo das Gesetz es nicht anders bestimmt, demjenigen auferlegt, der aus dem Vorhandensein einer behaupteten Tatsache Rechte ableitet, im vorliegenden Fall also dem Anleger.⁶¹ Im Falle der Beweislosigkeit sollen die Beweislastregeln sicherstellen, dass diejenige Partei den Prozess verliert, für die die Niederlage am ehesten tragbar ist.⁶² Bei der ausservertraglichen Haftung trägt bekanntlich der Geschädigte die Beweislast für die vier Haftungsvoraussetzungen; bei Beweislosigkeit hat er seinen Schaden selber zu tragen. Gemäss Bundesgericht ist nicht ersichtlich, warum im Bereich der Prospekthaftung von dieser Regelung abgewichen werden soll. Eine gesetzliche Grundlage für eine Umkehr der Beweislast fehlt. Den Beweisschwierigkeiten in Bezug auf den

Paul Aeschmann, Responsabilité des auteurs de prospectus et pratique allemande, in: SZW 1993, 222 ff., 225 f., welche allerdings unrichtigerweise vom adäquaten statt vom natürlichen Kausalzusammenhang sprechen. *Peter Böckli*, Schweizer Aktienrecht, 3. A., Zürich 2004, § 18 N 36, führt aus, dass im Grundsatz der Kläger beweispflichtig ist, da im Gesetz eine abweichende Regelung fehlt, jedoch fügt er hinzu, dass von einer natürlichen Vermutung auszugehen ist, dass ein Prospekt, der den Interessenten zum Erwerb von neuen Aktien oder andern Titeln der Gesellschaft bewegen soll, im Primärmarkt auch die Grundlage für den Erwerbsentschluss abgegeben hat.

⁶⁰ *Watter* (Fn. 37), N 26 zu Art. 752 OR; *Watter* (Fn. 34), 58; *Bärtschi* (Fn. 34), 233; *Henckel von Donnersmarck* (Fn. 42), 177 f., der davon ausgeht, dass der Nachweis der Kausalität kaum zu erbringen ist und deshalb auf diesen positiven Nachweis verzichtet werden soll (allerdings unrichtigerweise zum adäquaten statt zum natürlichen Kausalzusammenhang). *Lenoir* (Fn. 32), 153 differenziert: die direkt haftungsbegründende und die haftungsausfüllende Kausalität sind seiner Ansicht nach vom Kläger glaubhaft zu machen; die indirekt haftungsbegründende Kausalität ist dagegen als gegeben zu erachten, sofern kein Faktor vorliegt, der sie unterbricht oder bewirkt, dass sie nicht zustande gekommen ist. Bei der indirekt haftungsbegründenden Kausalität geht *Lenoir* also von einer Umkehr der Beweislast aus.

⁶¹ 4C.136/2006 Erw. 3.1.

⁶² *Max Kummer*, in: Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Einleitung, Art. 1-10 ZGB, Bern 1966, N 28 zu Art. 8 ZGB; *Oscar Vogel/Karl Spühler*, Grundriss des Zivilprozessrechts, 8. A., Bern 2006, § 10 N 31.

⁵⁶ *Lenoir* (Fn. 32), 149 m.w.H.

⁵⁷ Urteil OLG Düsseldorf vom 5. April 1984, in: WM 1984, 586 ff., 596.

⁵⁸ Urteil des Berner Handelsgerichts vom 15.11.2005, HG 04 9115, 10.

⁵⁹ *Bürgi/Nordmann-Zimmermann* (Fn. 35), N 14 zu Art. 752 OR; *Rohr* (Fn. 34), 223; *Camenzind* (Fn. 34), 107 f.; *Roberto/Wegmann* (Fn. 34), 169; *Rolf H. Weber*, Prospekthaftungspflicht in der Praxis, in: SZW 1993, 55 ff., 58. Gl. M. *Daeniker/Waller* (Fn. 42), 78 und *François Rayroux/Jean-*

Kausalzusammenhang wird zudem Rechnung getragen indem, wie nachfolgend aufgezeigt wird, kein strikter Beweis verlangt wird.⁶³

Die Vorinstanz war im Primärmarkt «von einer natürlichen Vermutung der Relevanz des Emissionsprospekts» ausgegangen.⁶⁴ Natürliche Vermutungen sind Schlussfolgerungen aus bewiesenen Tatsachen auf weitere nicht bewiesene Tatsachen, welche der Richter aufgrund der Lebenserfahrung zieht.⁶⁵ Sie haben keine Beweislastumkehr zur Folge, doch wirken sie sich ähnlich aus. Das Bundesgericht äussert sich nicht explizit dazu, hält aber fest, dass im Primärmarkt «davon auszugehen [ist], dass die Angaben im Prospekt direkt kausal für den Kaufentschluss sind».⁶⁶ Im Ergebnis spricht sich das Bundesgericht also ebenfalls für eine natürliche Vermutung der Kausalität des Prospekts im Primärmarkt aus.

Eine solche Beweislasteileichterung kommt den Anlegern, die ihre Aktien am Sekundärmarkt erworben haben, nicht zu Gute.⁶⁷ Es besteht keine natürliche Vermutung, dass der Anleger den Prospekt gelesen hat. Vorliegender Fall illustriert vorbildlich, dass Käufer im Sekundärmarkt in der Regel weniger stark auf den Prospekt abstellen. Es besteht auch keine natürliche Vermutung, dass Zweitkäufer auf eine durch den Prospekt hervorgerufene Anlagestimmung abgestellt haben. Angesichts der neuen Erkenntnisse aus der *Behavioural Finance* ist eine solche Unterscheidung durchaus gerechtfertigt.

D. Beweismass

Eine mit der Beweislast eng verbundene Frage ist diejenige des anwendbaren Beweismasses. Es wird unterschieden zwischen dem strikten Beweis, dem Beweis der überwiegenden Wahrscheinlichkeit und der Glaubhaftmachung.

In früheren Jahren wurde für den Beweis der Kausalität im Bereich der Prospekthaftung ein strikter Beweis gefordert.⁶⁸ Die Überlegungen, welche einen Anleger zu einem Kaufentscheid führen, sind aber

innere Tatsachen und im Nachhinein schwer feststellbar. Ein strikter Beweis kann deshalb in der Regel nicht geführt werden. Aus diesem Grunde lockerte das Bundesgericht im Jahr 1921 die bisherigen Anforderungen: «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. L'influence déterminante de la notice est d'autant plus *vraisemblable* que ...».⁶⁹ Dies entspricht der Rechtslage im allgemeinen Schadenersatzrecht, wo das Beweismass der überwiegenden Wahrscheinlichkeit für den Nachweis des natürlichen und des hypothetischen Kausalzusammenhangs gilt.⁷⁰ Die Lehre spricht sich heutzutage mehrheitlich für das Beweismass der überwiegenden Wahrscheinlichkeit aus. Sie verwendet allerdings oft, mit Verweis auf den zitierten Bundesgerichtsentscheid, den Begriff der Glaubhaftmachung.⁷¹ Diese Bezeichnung ist unzutreffend, da die Glaubhaftmachung eine Form der Beweisbeschränkung im summarischen Verfahren darstellt.⁷²

Unglücklich ist die im Urteil der Vorinstanz verwendete Formulierung «mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit».⁷³ Diese Formulierung wird nämlich im Allgemeinen im Zusammenhang mit dem strikten Beweis verwendet.⁷⁴ Eine Verletzung von Bundesrecht hat das Bundesgericht dennoch zu Recht verneint, da die Vorinstanz mit aller Deutlichkeit ausgeführt hat, dass der Kläger angesichts der erheblichen Beweisschwierigkeiten in den Genuss der

⁶³ 4C.136/2006 Erw. 3.2.2.

⁶⁴ Urteil des Berner Handelsgerichts vom 15.11.2005, HG 04 9115, 16.

⁶⁵ *Vogel/Spühler* (Fn. 62), § 10 N 50; *Max Guldener*, Schweizerisches Zivilprozessrecht, Zürich 1979, 322.

⁶⁶ 4C.136/2006 Erw. 3.2.1.

⁶⁷ Urteil des Berner Handelsgerichts vom 15.11.2005, HG 04 9115, 16; 4C.136/2006 Erw. 3.2.1.

⁶⁸ *Henggeler/Henggeler* (Fn. 42), 15 m.w.H.

⁶⁹ BGE 47 II 272, 293, Hervorhebung hinzugefügt.

⁷⁰ BGE 130 III 321, 324; BGE 128 III 271, 276 m.w.H.

⁷¹ *Bertschinger* (Fn. 33), N 41 zu Art. 752 OR; *Bärtschi* (Fn. 34), 234; *Watter* (Fn. 37), N 26 zu Art. 752 OR; *Bürgi/Nordmann-Zimmermann* (Fn. 35), N 14 zu Art. 752 OR; *Roberto/Wegmann* (Fn. 34), 169; *Rayroux/Aeschmann* (Fn. 59), 226; *Böckli* (Fn. 59), § 18 N 36. Wohl auch *Weber* (Fn. 59), 58, der keine strengen Anforderungen an den Nachweis des Kausalzusammenhangs stellt. Differenzierend *Lenoir* (Fn. 32), 153, der Glaubhaftmachung für die direkt haftungsbegründende und die haftungsausfüllende Kausalität fordert; bei der indirekt haftungsbegründenden Kausalität von einer Umkehr der Beweislast ausgeht.

⁷² 4C.136/2006 Erw. 3.2.1. Vgl. auch *Vogel/Spühler* (Fn. 62), § 10 N 25.

⁷³ Urteil des Berner Handelsgerichts vom 15.11.2005, HG 04 9115, 17.

⁷⁴ *Vogel/Spühler* (Fn. 62), § 10 N 24; *Walter J. Habscheid*, Schweizerisches Zivilprozess- und Gerichtsorganisationsrecht, 2. A., Basel 1990, N 635.

bundesrechtlich geforderten Beweiserleichterung kommt.⁷⁵

Das Bundesgericht führt weiter aus, dass das Beweismass der überwiegenden Wahrscheinlichkeit sowohl auf den Erst- als auch auf den Zweitkäufer anzuwenden ist.⁷⁶ Es stimmt, dass der Zweitkäufer in der Praxis grössere Schwierigkeiten haben wird, den Kausalzusammenhang zu beweisen; dies ist jedoch nicht eine Frage des angewandten Beweismasses, sondern Ausfluss der unterschiedlichen Ausgangslagen.

IV. Fazit

In einem Prospekthaftungsfall nach Art. 752 OR muss der Kläger einerseits nachweisen, dass er bei einem fehlerfreien Prospekt die Titel nicht oder nicht zu diesem Preis erworben hätte (haftungsbegründende Kausalität). Andererseits muss er aufzeigen, dass der Schaden durch die mangelhafte Information verursacht wurde (haftungsausfüllende Kausalität).

Im Fall *Miracle* war vor allem die Frage der haftungsbegründenden Kausalität strittig. Diese ist direkt zustande gekommen, wenn der Anleger den Prospekt gelesen und sich unmittelbar auf die fehlerhaften Angaben gestützt hat; indirekt, wenn der Anleger den Prospekt nicht selber gelesen hat, seinen Kaufentscheid jedoch auf eine durch den Prospekt hervorgerufene Anlagestimmung stützt. Voraussetzung für die indirekte haftungsbegründende Kausalität ist aber, dass ein effizienter Börsenmarkt vorliegt. Die Theo-

rie effizienter Märkte wird von neuen Erkenntnissen aus der *Behavioural Finance* in Frage gestellt. Die Anforderungen an den Beweis des Klägers, dass der Prospekt die Anlagestimmung geprägt hat, sind demzufolge höher, als wenn die Theorie effizienter Märkte uneingeschränkt Geltung hätte. Für den Zweitkäufer kommt hinzu, dass je weiter der Börsengang zurückliegt, desto eher neue Informationen die durch den Prospekt erzeugte Anlagestimmung beendet haben.

Die Beweislast in Bezug auf die Kausalität in der Prospekthaftung liegt beim Kläger. Das Bundesgericht spricht sich klar gegen eine in der Lehre teilweise vertretene Beweislastumkehr aus. Obwohl sich das Bundesgericht nicht explizit dazu äussert, hält es fest, dass im Primärmarkt davon auszugehen ist, dass die Angaben im Prospekt direkt kausal für den Kaufentschluss sind. Im Ergebnis spricht sich das Bundesgericht also für eine natürliche Vermutung der Kausalität des Prospekts im Primärmarkt aus. Eine solche Beweislastermäßigung kommt den Anlegern, die ihre Aktien auf dem Sekundärmarkt erworben haben, dagegen nicht zu. Für den Nachweis der Kausalität gilt das Beweismass der überwiegenden Wahrscheinlichkeit sowohl für den Erst- als auch für den Zweitkäufer. Im Ergebnis wird der Zweitkäufer grössere Schwierigkeiten haben, den Kausalzusammenhang zwischen den fehlerhaften Angaben im Prospekt und seinem Anlageentscheid zu beweisen. Dies ist Ausfluss der unterschiedlichen Ausgangslagen und, unter Berücksichtigung der Erkenntnisse aus der *Behavioural Finance*, durchaus richtig.

⁷⁵ 4C.136/2006 Erw. 3.3.1.1; Urteil des Berner Handelsgeschäfts vom 15.11.2005, HG 04 9115, 16.

⁷⁶ 4C.136/2006 Erw. 3.2.1.