

deze diensten ondersteunen, is er geen sprake van uitbesteding in de zin van de Wft. Hieronder vallen naar de mening van de AFM tevens de activiteiten van een (sub)custodian.”

10. De AFM heeft op haar website een enigszins verwarrend bericht staan ten aanzien van de eventuele vergunningplicht van de derde waaraan de werkzaamheden zijn uitbesteed: *“Het opdracht geven aan of het inschakelen van een derde partij voor bepaalde vergunningplichtige activiteiten (bijvoorbeeld bemiddelen) is alleen mogelijk als zowel de financieel dienstverlener als de uitvoerende partij een relevante Wft-vergunning heeft voor deze activiteiten. Dit is dus geen uitbesteden in het kader van de Wft, maar betreft het zelfstandig uitvoeren van vergunningplichtige activiteiten.”*

11. Dit bericht zou mijns inziens aldus uitgelegd moeten worden dat de derde die onder eigen naam de uitbestede (vergunningplichtige) diensten aan het publiek verleent, over een vergunning dient te beschikken.

Overigens is de AFM van oordeel dat ook sprake kan zijn van “bemiddelen” indien een onderneming uitsluitend werkzaamheden verricht in opdracht van de aanbieder (zie ook de AFM-interpretatie “Provisieverbod”, te vinden op www.afm.nl, waarin de AFM – met het oog op een mogelijke ontheffing op het provisieverbod – onderscheid maakt tussen zogenoemde servicers en serviceproviders).

12. Het enkele feit dat een derde vergunningplichtig is indien aan haar werkzaamheden worden uitbesteed door een aanbieder van een financieel product, leidt mijns inziens niet tot toepassing van de door de Hoge Raad bedoelde billijkheidscorrectie. Deze billijkheidscorrectie dient toegepast te worden in die situaties waarin consumenten ten onrechte in de veronderstelling verkeerden geadviseerd te worden door een onafhankelijke adviseur.

13. Ongetwijfeld mag de Hoge Raad ook hierover zijn zegje doen.

dr. mr. F.M.A. 't Hart
advocaat te Amsterdam

176

Prospectusaansprakelijkheid

Gerechtshof Arnhem-Leeuwarden
11 februari 2020, zaaknr. 200.233.661/01 en
200.234.024/01, ECLI:NL:GHARL:2020:1092

(mr. Smit, mr. Willemse, mr. Vlaanderen-Schüttenhelm)

Noot mr. J.R. Hurenkamp

Beleggingen in vastgoedfonds. Geen misleiding. Juistheid en volledigheid van mededelingen aangetoond. “Maatman-belegger” moet risico’s en clausulering van concerngarantie hebben begrepen. Bestuurder heeft niet onrechtmatig gehandeld. Vastgoedcrisis was niet voorzienbaar.

[BW art. 6:162, 6:193a-j, 6:195]

Voor het antwoord op de vraag of sprake is van een misleidende mededeling (in een prospectus) dient te worden uitgegaan van de vermoedelijke verwachting van een “maatman-belegger” (HR 27 november 2009, «JOR» 2010/43, m.nt. Frielink (World Online)). Op grond van art. 6:195 BW rust op [appellant zaak 1] (middellijk bestuurder van Bouw State Holding, hierna: X) de bewijslast van de juistheid, volledigheid of anderszins het goorloofde karakter van de mededelingen. Het hof is van oordeel dat X dat afdoende heeft aangetoond. De gewraakte mededelingen zijn van algemene aard en gaan niet in op de specifieke kenmerken van de fondsen en hebben een wervend karakter, bedoeld om belangstelling voor de beleggingsfondsen te wekken. De gewraakte mededelingen moeten in dat licht worden gezien.

Verder valt niet in te zien hoe de gewraakte mededeling van Harry Mens in het filmpje op de website van Bouwhuis Vastgoed als een mededeling van X is te beschouwen. Een omzichtig opererende en oplettende belegger zal voor een verantwoordelijke beslissing om deel te nemen in de fondsen meer informatie vragen – zoals de in het filmpje genoemde brochure – en niet enkel afgaan op een interview in Business Class en een filmpje. Voor aansprakelijkheid van X in verband met uit-

latingen of mededelingen in het interview of het reclamefilmpje is onvoldoende grond.

In het vonnis in eerste aanleg heeft de rechtbank overwogen dat [geïntimeerden zaak 1/appellanten zaak 2] c.s. (hierna: de beleggers) naar aanleiding van hun afgewezen inschrijving in Bouw State (I) de brief van 4 juni 2007 hebben gekregen van Bouwhuis Vastgoed, waarin is geschreven dat Bouw State II in voorbereiding is, “tegen dezelfde condities en voorwaarden”, en dat de fondsen Bouw State, Bouw State II en III qua opbouw en structuur niet van elkaar verschillen. Tegen deze feitelijke oordelen van de rechtbank heeft X geen als zodanig kenbare grief gericht, zodat van de juistheid daarvan moet worden uitgegaan. Uit de door de beleggers in het geding gebrachte prospectus van Bouw State (I) blijkt dat inhoud en opbouw van het prospectus in vergelijking met het prospectus van Bouw State II en III inderdaad gelijk is en feitelijk alleen verschilt ten aanzien van het vastgoed (het in de fondsen aan te kopen onroerend goed).

Gezien deze omstandigheden heeft X niet voldoende gemotiveerd dat de beleggers c.s. hun deelnamebeslissingen enkel hebben gebaseerd op het interview in Business Class en het reclamefilmpje en niet op de mededelingen die in de prospectussen en vooraankondigingen zijn gedaan. Dat heeft voor de beleggers wel tot gevolg dat hun vorderingen moeten stranden voor zover die zijn gebaseerd op de stelling dat het prospectus voor Bouw State II misleidend is wat betreft de mededelingen die daarin zijn gedaan over de wijze van verwerving – door het kopen van aandelen – van vastgoed in Leeuwarden. Mededelingen daarover zijn in het prospectus dat hoorde bij het eerste Bouw State-fonds logischerwijs niet gedaan, en ook niet in de vooraankondigingsbrochure voor deelname in Bouw State II. De beleggers beschikten dus op het moment van hun beslissing om deel te nemen in Bouw State II niet over informatie daarover en kunnen daardoor dan ook niet beïnvloed zijn. Daar komt bij dat X onderbouwd uiteen heeft gezet hoe de verwerving van vastgoed in Leeuwarden is verlopen. Daarmee heeft X naar het oordeel van het hof afdoende aangetoond dat het prospectus op dit punt niet onjuist, onvolledig en (daarmee) misleidend was. Dat de concerngarantie uiteindelijk niet of nauwelijks iets opleverde omdat het vermogen van Bouwhuis Investments intussen was verdampt, maakt de mededeling omtrent het bestaan van

een concerngarantie op zich nog niet onjuist of onvolledig.

Het hof volgt de beleggers niet in hun stelling dat er sprake is van misleidende mededelingen over de concerngarantie. Een “maatman-belegger” – en ook de beleggers – moet na zorgvuldige lezing van het prospectus en de daarbij behorende bijlagen hebben begrepen dat de garantie niet uit een afgescheiden vermogen komt en dat Bouwhuis Investments, evenals de Bouw State Fondsen, blootstond aan risico’s die zijn verbonden aan het voeren van een onderneming. Dat de garantie geclausuleerd was, blijkt uit de bijlage van het prospectus. Van een “maatman-belegger” mag bovendien in redelijkheid verwacht worden dat hij de jaarrekening van de vennootschap die zich garant stelt op de website raadpleegt, indien hij erop is gewezen dat dit mogelijk is. Ook van de beleggers mocht dat worden verwacht.

De stellingen van de beleggers over de concerngarantie vormen daarom onvoldoende grondslag voor aansprakelijkheid voor X op grond van onrechtmatig handelen en onvoldoende onderbouwd is dat X op het moment van verstrekken van de garantie wist of behoorde te weten dat de mededelingen daarover onjuist of onvolledig waren en om die reden misleidend en dat X op dat moment behoorde te weten dat voorzienbaar was dat beleggers als de beleggers in deze zaak na deel daarvan zouden ondervinden. Het hof neemt daarbij in ogenschouw dat in die tijd vrijwel niemand de vastgoedcrisis zoals die zich na 2008 heeft gemanifesteerd had zien aankomen. Dat de verwachting van X was dat het vastgoed zou blijven renderen, is dan ook niet ongeloofwaardig.

in de zaak met nummer 200.233.661/01 (zaak I) van:

[Appellant zaak 1],

appellant,

advocaat: mr. L.C.M. Berger,

tegen

1. [geïntimeerde 1 zaak 1/appellant 1 zaak 2],

2. [geïntimeerde 2 zaak 1/appellante 2 zaak 2],

geïntimeerden,

hierna gezamenlijk te noemen: [geïntimeerden zaak 1/appellanten zaak 2] c.s.,

advocaat: mr. W.M. Schonewille LLM,

en in de zaak met nummer 200.234.024/01 (zaak II) van:

1. [geïntimeerde 1 zaak 1/appellant 1 zaak 2],

2. [geïntimeerde 2 zaak 1/appellante 2 zaak 2],

appellanten in het principaal hoger beroep,

hierna: [geïntimeerden zaak 1/appellanten zaak 2],

advocaat: mr. W.M. Schonewille LLM,

tegen

[geïntimeerde zaak 2],

geïntimeerde in het principaal hoger beroep,

advocaat: mr. L.C.M. Berger.

(...; red.)

3. De van belang zijnde feiten in beide zaken

3.1. Het hof gaat in hoger beroep van onderstaande feiten uit, omdat daarover tussen partijen geen verschil van mening bestaat. Het hof heeft bij de vaststelling van de feiten rekening gehouden met de opmerkingen die [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. in hun *grief VII* in zaak II hebben gemaakt.

3.2. De besloten vennootschappen Bouw State II B.V. (hierna: Bouw State II) en Bouw State III B.V. (hierna: Bouw State III) zijn beleggingsfondsen, waarin belegd wordt in onroerend goed. Bouw State II en Bouw State III zijn oorspronkelijk opgericht in respectievelijk 1979 en 2000 onder andere namen. Ten behoeve van de financiering van de beleggingsactiviteiten van Bouw State II en III zijn onder andere obligaties uitgegeven, door Bouw State II vanaf augustus 2007 en door Bouw State III vanaf november 2007. Enig aandeelhouder en bestuurder van Bouw State II en III is Bouw State Holding B.V. (hierna: Bouw State Holding). Enig aandeelhou-

der en bestuurder van Bouw State Holding was tot 15 maart 2010 Bouwhuis Investments B.V. (hierna: Bouwhuis Investments), waarvan [appellant zaak1] enig aandeelhouder was. Vanaf 15 maart 2010 is Capita Fiduciary B.V. (hierna: Capita Fiduciary) bestuurder van Bouw State Holding geworden en de Stichting Administratiekantoor Bouw State Beheer (hierna: STAK) aandeelhouder. [appellant zaak1] is dus vanaf augustus 2007/november 2007 tot aan 15 maart 2010 middellijk bestuurder geweest van Bouw State II en III.

3.3. De uitgifte van obligaties door Bouw State II en III was een initiatief van Bouwhuis Vastgoed B.V. (net als Bouw State Holding een dochtervennootschap van Bouwhuis Investments). [appellant zaak1] was aldus middellijk aandeelhouder en bestuurder van in totaal zes vastgoedfondsen, waaronder Bouw State II en III. Deze vastgoedfondsen waren in een groep van vennootschappen georganiseerd, de Bouwhuis Groep.

3.4. De obligatiehouders van Bouw State II en III werden vertegenwoordigd door de Stichting Obligatiehouders Bouw State II en de Stichting Obligatiehouders Bouw State III (hierna tezamen: de Stichtingen Obligatiehouders II en III). [geïntimeerde zaak2] was voorzitter van de Stichtingen Obligatiehouders II en III.

3.5. Bouw State II en III hebben respectievelijk op 11 juli 2007 en 2 oktober 2007 prospectussen uitgegeven. In het prospectus van Bouw State II staat vermeld, voor zover van belang:

“2. DE OBLIGATIE

– De obligatie dient ter gedeeltelijke financiering van de vastgoedportefeuille van Bouw State II BV.

– De obligatie heeft een looptijd van 7 jaar (uiterlijk tot 1 september 2014) met de mogelijkheid voor Bouw State II BV om na het 3e jaar vervroegd gedeeltelijk of geheel af te lossen.

– De obligatie biedt de obligatiehouders een jaarlijks vast rendement van 9% per jaar.

– De obligatie heeft een uitgifteprijs per obligatie van nominaal € 50.000. (excl. 3% emissiekosten).

– Als zekerheid is er een concerngarantie verstrekt door Bouwhuis Investments BV.

– Maandelijkse uitkering van de rente.

– De panden zijn verhuurd aan goede debiteuren.

(...)

– De heer [geïntimeerde zaak2] is bestuursvoorzitter van de Stichting Obligatiehouders Bouw State II.

(...)

De belangen van de obligatiehouders worden vertegenwoordigd door de Stichting Obligatiehouders Bouw State II.

(...)

4. DE STRUCTUUR

(...)

Bouw State II BV is een Nederlandse vennootschap die belegt in diverse objecten in Nederland. Zij doet dit met als doel voor zowel de obligatiehouders (particuliere beleggers) als de aandeelhouders rendement te realiseren.

(...)

4.1. Bouw State II BV

(voorheen Agco onroerend goed III BV)

Bouw State II BV, de uitgevende instelling, is opgericht per 26 april 1979 onder de naam Klatina BV, welke op 15 februari 2001 haar naam wijzigde in Agco Onroerend Goed III BV. Binnen deze vennootschap hebben de afgelopen jaren verschillende activiteiten plaatsgevonden. Er is besloten om deze bestaande vennootschap te gebruiken voor het structureren van Bouw State II BV en de uitgifte van de obligatielening. Hiertoe zullen in augustus 2007 de statuten van Agco Onroerend Goed III BV gewijzigd worden en zal de naam wijzigen naar in Bouw State II.

(...)

Bouw State II BV is een vennootschap naar Nederlands recht. Zij investeert in een vastgoedportefeuille.

Het maatschappelijk kapitaal van Bouw State II BV bedraagt € 45.378,02. Bouw State II zal gedurende de looptijd van het fonds geen dividenduitkeringen verrichten.

(...)

4.3. Stichting Obligatiehouders Bouw State II

De obligatiehouders worden vertegenwoordigd door de Stichting Obligatiehouders Bouw State II. Deze stichting is speciaal opgericht voor het behartigen van de belangen van de obligatiehouders en ziet onder andere toe op de naleving van de obligatievoorwaarden. Hiervoor is tussen Bouw State II BV en voornoemde stichting een trustakte opgesteld. De bestuursvoorzitter van de stichting is de heer [geïntimeerde zaak2], welke is aangesteld door de uitgevende Instelling.

Daarnaast bestaat het bestuur uit twee bestuursleden uit het midden van de obligatiehouders welke in een vergadering van obligatiehouders zal worden gekozen.

(...)

5.1. De vastgoedportefeuille

De vastgoedportefeuille ligt verspreid over Nederland en bestaat uit verhuurde kantoorobjecten.

(...)

6. FINANCIËEL

6.1. De financiële positie

De door Bouw State II BV uitgegeven obligaties dienen ter gedeeltelijke financiering van de vastgoedportefeuille van circa € 28,5 miljoen. (...) Ongeveer 80% van het totale vermogen is hypothecair gefinancierd. De resterende 20% is gefinancierd middels de obligatielening.

Aankoopprijs onroerend goed	€ 26.670.000
Aankoopkosten	€ 1.988.733
Verkrijgingsprijs onroerend goed	€ 28.658.733
Liquidatiereserve	€ 250.000
Fondsinvestering	€ 28.908.733
Hypothecaire geldlening	€ 23.000.000
Eigen vermogen Bouw State B.V.	€ 258.733
Obligatie	€ 5.650.000
Aantal participaties	113

Omdat een vastgoedbelegging risico's en onzekerheden met zich meebrengt, is het verstandig om liquiditeiten aan te houden. Daarom wordt op de aanvangsdatum een liquiditeitsreserve ten bedrage van € 250.000 gevormd. Deze liquiditeitsreserve kan gedurende de looptijd van het fonds onder meer worden gebruikt voor onvoorziene uitgaven.

6.2. Waardering panden

Locatie	Koopsom	Overdrachtsbelasting	Verwervingskosten	Totaal
Leeuwarden	€ 1.025.000		€ 71.750	€ 1.096.750
Breda	€ 4.375.000	(...)	€ 47.250	€ 4.684.750
Rotterdam	€ 1.475.724	(...)	€ 14.757	€ 1.579.024
Woerden (p)	€ 2.175.116	(...)	€ 21.751	€ 2.327.374
Woerden (b)	€ 2.918.728	(...)	€ 29.187	€ 3.123.039
Groningen	€ 2.030.432	(...)	€ 20.304	€ 2.172.562
Leusden	€ 6.360.000	(...)	€ 63.600	€ 6.805.200
Hoofddorp	€ 6.310.000	(...)	€ 181.433	€ 6.870.000
	€ 26.670.000	€ 1.538.700	€ 450.032	€ 28.658.732

6.3. Waardering panden

Onderstaand treft u per locatie een onderbouwing van de waardering van de vastgoedportefeuille.

Leeuwarden

Het pand in Leeuwarden is reeds in het verleden verworven door Bouw State II BV (voorheen Agco onroerend goed III BV). Op 3 augustus 2007 zullen de aandelen in Bouw State II BV (voorheen Agco onroerend goed III BV) worden verworven door Bouw State Holding BV. De in het overzicht vermelde koopsom is gebaseerd op de waarde zoals die aan de houder van het 100% belang is betaald. De overdrachtsbelasting, welke verschuldigd is bij aankoop van het 100% belang, is doorbelast door Bouw State Holding BV aan Bouw State II BV. De kosten zijn in het overzicht als verwervingskosten opgenomen.

(...)

9. TWEDE HYPOTHEEK EN CONCERNGARANTIE

(...)

9.2. Concerngarantie

Er wordt tevens een concerngarantie verstrekt door Bouwhuis Investments BV, de moedermaatschappij van Bouw State II BV. Deze garantie betreft een zekerheidsstelling door Bouwhuis Investments BV, ten behoeve van de Stichting ter zekerheid tot de nakoming van de rente en aflossingsverplichtingen door Bouw State II BV onder de Obligatielening. De jaarrekening van Bouwhuis Investments BV, welke is voorzien van een samenstellingsverklaring en niet is onderworpen aan een accountantscontrole, is als download beschikbaar op de internetsite van Bouw State II BV.

10. WAARDERING VASTGOED

Alle objecten zijn bij aankoop getaxeerd door DTZ Zadelhoff. (...) De getaxeerde onderhandse verkoopwaarde van alle objecten bedraagt € 25.740.000 kosten koper. (...)"

3.6. In het prospectus van Bouw State III staat in grote lijnen hetzelfde vermeld als in het prospectus van Bouw State II. De belangrijkste verschillen zijn:

"2. DE OBLIGATIE

(...)

– De obligatie heeft een looptijd van 7 jaar (uiterlijk tot 1 november 2014) met de mogelijkheid voor Bouw State III BV om na het 3e jaar vroegt gedeeltelijk of geheel af te lossen.

(...)

4. DE STRUCTUUR

(...)Bouw State III BV is een Nederlandse vennootschap die belegt in diverse objecten in Nederland en een in Duitsland gelegen winkelpand.

(...)

4.1. Bouw State III BV

(voorheen Euro Invest Vastgoed BV)

Bouw State III BV, de uitgevende instelling, is opgericht per 18 juli 2000 onder de naam Euro Invest Vastgoed BV. Binnen deze vennootschap hebben de afgelopen jaren verschillende activiteiten plaatsgevonden. Er is besloten om deze bestaande vennootschap te gebruiken voor het structureren van Bouw State III BV en de uitgifte van de obligatielening. Hiertoe zullen in oktober 2007 de statuten van Euro Invest Vastgoed BV gewijzigd worden en zal de naam wijzigen in Bouw State III BV.

(...)

Bouw State III BV is een vennootschap naar Nederlands recht. Zij investeert in een vastgoedportefeuille.

Het maatschappelijk kapitaal van Bouw State III BV bedraagt € 90.756,04.

(...)

4.3. Stichting Obligatiehouders Bouw State III

De obligatiehouders worden vertegenwoordigd door de Stichting Obligatiehouders Bouw State III. Deze stichting is speciaal opgericht voor het behartigen van de belangen van de obligatiehouders en ziet onder andere toe op de naleving van de obligatievoorwaarden. Hiervoor is tussen Bouw State II BV en voornoemde stichting een trustakte opgesteld. De bestuursvoorzitter van de stichting is de heer [geïntimeerde zaak2], welke is aangesteld door de uitgevende Instelling. Daarnaast bestaat het bestuur uit twee bestuursleden uit het midden van de obligatiehouders welke in een vergadering van obligatiehouders zal worden gekozen.

(...)

5.1. De vastgoedportefeuille

De vastgoedportefeuille ligt verspreid over Nederland en Duitsland en bestaat uit verhuurd objecten. Het vastgoed object in Nijmegen betreft een geheel nieuw pand. In alle andere gevallen betreft het bestaand vastgoed.

(...)

6. FINANCIEEL

6.1. De financiële positie

De door Bouw State III BV uitgegeven obligaties dienen ter gedeeltelijke financiering van de vastgoedportefeuille van circa € 33,5 miljoen. (...) Ongeveer 75% van het totale vermogen is hypothecair gefinancierd. De resterende 25% is gefinancierd middels de obligatielening.

Aankoopprijs onroerend goed	€ 31.222.206
Aankoopkosten	€ 2.266.955
Verkrijgingsprijs onroerend goed	€ 33.489.161
Liquidatiereserve	€ 250.000
Fondsinvestering	€ 33.739.161
Hypothecaire geldlening	€ 25.000.000
Eigen vermogen Bouw State B.V.	€ 239.161
Obligatie	€ 8.500.000
Aantal participaties	170

(...)

6.2. Waardering panden

Onderstaand treft u per locatie een onderbouwing van de waardering van de vastgoedportefeuille.

Locatie	Koopsom	Overdrachtsbelasting	Verwervingskosten	Totaal
Kampen	€ 2.202.500	(...)	(...)	€ 2.166.750
Beverwijk	€ 6.657.118	(...)	(...)	€ 7.123.116
Etten-Leur	€ 5.364.706	(...)	(...)	€ 5.793.882
Houten	€ 1.835.294	(...)	(...)	€ 1.982.118
Schiedam	€ 9.500.000	(...)	(...)	€ 10.260.000
Nijmegen	€ 2.400.000	(...)	(...)	€ 2.448.000
Kempen	€ 3.440.088	(...)	(...)	€ 3.715.295
	€ 26.670.000	€ 1.643.330	€ 623.625	€ 33.489.161

(...)

10. WAARDERING VASTGOED

Alle objecten zijn bij aankoop getaxeed door DTZ Zadelhoff. (...) De getaxeerde onderhandse verkoopwaarde van alle objecten bedraagt € 31.170.000 kosten koper. (...).”

3.7. In bijlage IV van beide prospectussen zijn de obligatievoorwaarden opgenomen. Hierin staat, voor zover van belang:

“8. *TRUSTEE* (hof: Stichting Obligatiehouders Bouw State II en III)

8.1. Met uitzondering van het uitbrengen van stem in vergaderingen van Obligatiehouders, alsmede in eventuele andere gevallen die in deze Obligatievoorwaarden of de Trustakte worden genoemd, worden de rechten en belangen van de Obligatiehouders, zowel tegenover de Uitgevende Instelling als tegenover derden (anders dan de Trustee) zonder hun tussenkomst door de Trustee met inachtneming van de Trustakte uitgeoefend en waargenomen en individuele Obligatiehouders kunnen in de situatie als bedoeld in dit lid niet rechtstreeks optreden.

(...)

8.3. De Trustee oefent zijn functie uit buiten medewerking of tussenkomst van de Obligatiehouders, treedt voor hen op in de hoedanigheid van trustee en is verplicht ter vertegenwoordiging van de Obligatiehouders op te komen zo dikwijls hij in die hoedanigheid wordt aangesproken.

(...)

10. UITOEFENING VAN RECHTEN

10.1 Op elk moment, nadat de Obligaties onmiddellijk betaalbaar zijn geworden, kan de Trustee naar zijn oordeel en zonder verdere bekendmaking een procedure tegen de Uitgevende Instelling beginnen waarvan de Trustee meent dat deze nodig is om de bepalingen van deze Obligatievoorwaarden af te dwingen. De Trustee kan deze procedure alleen beginnen wanneer hij hiertoe verzocht is door een schriftelijk besluit van de vergadering van Obligatiehouders en dit besluit naar zijn inzicht voldoende is gewaarborgd. Een Obligatiehouder mag slechts een procedure beginnen tegen de Uitgevende Instelling op het moment dat de Trustee nalaat een procedure te starten binnen een afzienbare tijd en dit verzuim voortduurt.

11. VERGADERING VAN OBLIGATIEHOUDERS STEMMINGEN

11.1. De vergadering van Obligatiehouders wordt bijeengeroepen en gehouden met inachtneming

van het bepaalde daaromtrent in artikel 11 van de Trustakte.(...)”

3.8. Bijlage V van de prospectussen is een akte van statutenwijziging. Hierin staat vermeld, voor zover van belang:

“*Artikel 3. Doel.*

De vennootschap heeft ten doel:

- (a) het verkrijgen, beheren, exploiteren en vervreemden van registergoederen in Nederland;
- (b) het oprichten van, het op enigerlei wijze deelnemen in, het besturen van en het toezicht houden op ondernemingen en vennootschappen;
- (c) het financieren van ondernemingen en vennootschappen;
- (d) het lenen, uitlenen en bijeenbrengen van gelden daaronder begrepen het uitgeven van obligaties, schuldbrieven of andere waardepapieren, alsmede het aangaan van daarmee samenhangende overeenkomsten;
- (e) het stellen van zekerheid voor schulden van anderen en al hetgeen met het voorgaande verband houdt of daaraan bevorderlijk kan zijn, alles in de ruimste zin van het woord.”

3.9. Bijlage VI van de prospectussen is een kopie van de akte van oprichting van de Stichting Obligatiehouders Bouw State II en III. Hierin staat vermeld, voor zover van belang:

“*Artikel 3. Doel.*

De Stichting heeft ten doel het optreden als trustee met betrekking tot de Obligatielening, waaronder begrepen het administreren van Obligaties, onder meer door het uitoefenen van de aan die Obligaties verbonden rechten, het innen van de op de Obligaties verschijnende renten en andere uitkeringen en het uitwinnen van de zekerheidsrechten die ten behoeve van de Stichting ter zekerheid van de nakoming van de verplichtingen van de Uitgevende Instelling uit hoofde van de Obligaties zijn gevestigd, het uitkeren van die voordelen en uitkeringen aan de Obligatiehouders, alsmede het verrichten van al hetgeen daarmee verband houdt, één en ander met inachtneming van de trustakte.”

3.10. Bijlage VII van de prospectussen is een kopie van de trustakte. Hierin is opgenomen, voor zover van belang:

“*Artikel 5. Uitkeringen.*

5.1. De Trustee int de hoofdsom van aflosbaar gestelde Obligaties, alsmede de rente en alle andere uitkeringen op de Obligaties, waaronder begrepen uitkeringen op grond van het uitwinnen van zekerheden die ten behoeve van de Trustee in

verband met de verplichtingen van de Uitgevende Instelling uit hoofde van deze Trustakte en de Obligaties zijn gevestigd.

(...)

Artikel 8. Trustee.

(...)

8.4. Met uitzondering van het uitbrengen van een stem in een Vergadering, alsmede in eventuele andere gevallen die in deze Trustakte worden genoemd, worden de rechten en belangen van de Obligatiehouders, zowel tegenover de Uitgevende instelling als tegenover derden (anders dan de Trustee) zonder hun tussenkomst door de Trustee uitgeoefend en waargenomen. Individuele Obligatiehouders kunnen in de situatie als bedoeld in de vorige zin van dit lid niet rechtstreeks optreden.

(...)

8.10. De Trustee is ter zake van de taak die door hem bij deze Trustakte op zich genomen, niet verder aansprakelijk jegens de Obligatiehouders en de Uitgevende Instelling dan voor schade veroorzaakt door grove schuld of grove opzet van de Trustee in de uitvoering van de door hem bij deze Trustakte op zich genomen taken.

Evenmin zal hij verantwoordelijk zijn voor enige daad of nalatigheid van personen of instellingen, te zijner goede trouw ingeschakeld in de uitvoering van zijn werkzaamheden.

(...)

Artikel 11 Vergadering.

(...)

11.2. De Trustee is verplicht een Vergadering bijeen te roepen, indien de Trustee hiertoe een schriftelijk verzoek ontvangt van:

- (a) de Uitgevende Instelling;
- (b) de houders van 30% van het aantal uitstaande Obligaties.

(...)

Artikel 12 Stemmingen.

(...)

12.2. Tenzij het een Gekwalificeerd Besluit betreft, worden besluiten in de Vergadering genomen met een absolute meerderheid van stemmen.

(...)"

3.11. Bijlage VIII van de prospectussen is een kopie van de concerngarantie. In de concerngarantie van Bouw State II staat vermeld, voor zover van belang:

"BI (hof: Bouwhuis Investments) verbindt zich hierbij onvoorwaardelijk en onherroepelijk, bij wijze van zelfstandige verbintenis en derhalve niet

als borg of hoofdelijk medeschuldenaar, jegens de Stichting (hof: Stichting Obligatiehouders Bouw State II) om aan de Stichting te betalen al die bedragen waarvan de Stichting zal stellen dat deze door de Uitgevende Instelling aan hem verschuldigd zijn uit hoofde van of in verband met de tussen de Uitgevende Instelling en de Stichting overeengekomen Trustakte, te vermeerderen met de in verband met dat bedrag verschuldigde rente en kosten, al dan niet ingevolge (i) een in kracht van gewijsde gegane beslissing van de bevoegde rechter, gewezen tegen de Uitgevende Instelling of (ii) een minnelijke regeling tussen de Stichting en de Uitgevende Instelling, zulks met een maximum bedrag van EUR 5.700.000 (...)"

In de concerngarantie van Bouw State III staat hetzelfde vermeld, met dien verstande dat in plaats van het bedrag van € 5,7 miljoen in de garantie van Bouw State III een bedrag van € 8,7 miljoen wordt genoemd.

3.12. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hebben in 2004 hun toenmalig woonhuis verkocht en een deel van de verkoopopbrengst apart gezet als oudedagsvoorziening, met de bedoeling dat [geïntimeerde1 zaak1/appellant1 zaak2] eerder kon stoppen met zijn werk als timmerman.

3.13. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. zijn op de hoogte geraakt met de Bouw State Fondsen naar aanleiding van een reclamespot in mei 2007 en een uitzending van het televisieprogramma Business Class. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hebben vervolgens informatie opgevraagd over Bouw State I. Op 4 juni 2007 hebben [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. een vooraankondigingsbrochure en prospectus van Bouw State I ontvangen van Bouwhuis Vastgoed. In het begeleidend schrijven van Bouwhuis Vastgoed aan [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. van 4 juni 2007 staat vermeld, voor zover van belang:

"Door de enorme onverwachte belangstelling moeten wij u meedelen dat dit fonds vol is aan definitieve deelnemingen en reserveringen. Op dit moment zijn wij het fonds Bouw State II aan het voorbereiden, tegen dezelfde condities en voorwaarden als Bouw State I. Zodra Bouw State II gereed is zullen wij u als eerste informeren."

3.14. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hebben zich op 11 juli 2007 ingeschreven voor Bouw State II door het ondertekenen en invullen van een deelnameformulier. De deelname betrof de koop van een obligatie van € 50.000,- in Bouw

State II. Door het ondertekenen van het deelnameformulier hebben [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. verklaard volledig bekend te zijn en akkoord te gaan met de inhoud van het prospectus en de bijlagen. Ook hebben [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. door het ondertekenen van het deelnameformulier verklaard er mee akkoord te gaan dat de definitieve toekenning van de obligaties pas kan plaatsvinden nadat het deelnameformulier en het totale investeringsbedrag zijn ontvangen en na acceptatie door Bouw State II. De betaling diende uiterlijk op 1 augustus 2007 te zijn verricht. De betaling van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. is op 18 juli 2007 door de Stichting Obligatiehouders Bouw State II ontvangen. De deelname is vervolgens geaccepteerd door Bouw State II. Het prospectus van Bouw State II is op 20 juli 2007 aan [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. verstuurd.

3.15. Op 12 september 2007 hebben [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. zich, na ontvangst van een vooraankondiging, ingeschreven voor Bouw State III door het ondertekenen en invullen van een deelnameformulier. Ook deze deelname betrof de koop van een obligatie van € 50.000,-. Op het deelnameformulier heeft [geïntimeerde1 zaak1/appellant1 zaak2] geschreven “Er is getekend onder voorbehoud van punt 2. Prospectus nog niet ontvangen”. In dat punt 2 van het deelnameformulier staat vermeld dat [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. verklaren volledig bekend te zijn en akkoord te gaan met de inhoud van het prospectus inclusief de bijlagen. Ook hebben [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. door het ondertekenen van het deelnameformulier verklaard akkoord te gaan dat de definitieve toekenning van de obligaties pas kan plaatsvinden nadat het deelnameformulier en het totale investeringsbedrag zijn ontvangen en na acceptatie door Bouw State III. Op 12 september 2007 is [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. voorts telefonisch meegedeeld door Bouw State III dat het prospectus zou worden opgestuurd en dat [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. dat dienden te bestuderen. De uiterste betalingstermijn voor deelname aan Bouwstate III was 15 oktober 2007. Op 17 september 2007 is [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. telefonisch meegedeeld dat het prospectus twee weken later zou worden verzonden. De betaling van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s.

is op 20 september 2007 ontvangen door de Stichting Obligatiehouders Bouw State III. De deelname is geaccepteerd door Bouw State III. Het prospectus van Bouw State III is op 9 oktober 2007 aan [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. verzonden.

3.16. Door het ondertekenen van voornoemde deelnameformulieren hebben [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. en de overige obligatiehouders voorts een onherroepelijke volmacht verleend aan de Stichtingen Obligatiehouders Bouw State II en III, met het recht tot substitutie, om voor en namens hen alle documenten en akten te ondertekenen en alle handelingen te verrichten die noodzakelijk, nuttig of wenselijk mochten blijken om de overeenkomst te effectueren, een en ander met inachtneming van hetgeen in het prospectus is bepaald.

3.17. Op 25 november 2008 heeft [appellant zaak1] een e-mailbericht verstuurd aan (onder meer) de heer [D], voormalig directeur van Bouwhuis Vastgoed, waarin staat:

“(…) Inzake de prognose 2009 is het duidelijk, vastgoed is over dus ik moet hard ingrijpen anders gaan we naar de kloten. Op deze manier kan ik de boel redden en kunnen we geld verdienen met een leuke ploeg op 1 locatie loolaan en komt het goed. Als ik niet ingrijp gaan we failliet juni 2009.

(…)

In fondsen is opgenomen totaal 214.000,- aan beheerskosten.

In fondsen zit een winst ?? 249.000,-

(…)

Aan beheer en winst komt er van de fondsen binnen 463.000

(…)”

3.18. Over voornoemd e-mailbericht heeft [appellant zaak1] tijdens een voorlopig getuigenverhoor – dat op verzoek van een andere obligatiehouder in een ander Bouw State fonds dan Bouw State II of III is gehouden op 4 september 2013 voor rechtbank Gelderland, locatie Zutphen – verklaard:

“Het had geen betrekking op de fondsen zei ik. De mail was om het personeel op te peppen.”

3.19. Bij brief van 23 juli 2009 heeft [appellant zaak1] aan de obligatiehouders van Bouw State II geschreven:

(…)

Omdat in deze tijd tevreden huurders zeer belangrijk zijn, willen wij aan een aantal objecten

van Bouw State II extra onderhoud plegen en voorzieningen aanbrengen. Om het hiervoor benodigde bedrag beschikbaar te krijgen willen wij circa 5 obligaties extra uitgeven, wat eventueel met enkele kan uitlopen tot maximaal 10. (...)

Gezien het grote rentevoordeel op de hypothecaire lening, zal dit verder geen invloed op het fonds hebben, anders dan dat de panden in zeer goede staat van onderhoud zijn, wat de marktwaarde van de panden verhoogt en gezien het feit dat er extra € 50.000,- per jaar extra wordt afgelost zal er qua verhoudingen nagenoeg niets veranderen. (...)

[geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hebben naar aanleiding van het voorgaande toestemming gegeven voor de uitgifte van extra obligaties.

3.20. Begin 2009 is [appellant zaak1] gescheiden van zijn echtgenote. De advocaat van zijn echtgenote (mr. [E]) heeft de Bouwhuis Groep vervolgens in de media beschuldigd van fraude. De voorzieningenrechter van de rechtbank Amsterdam heeft de handelwijze van de advocaat als onrechtmatig gekwalificeerd.

3.21. Op 9 november 2009 heeft in aanwezigheid van [appellant zaak1] en [geïntimeerde zaak2] een vergadering van obligatiehouders plaatsgevonden. In de notulen van de vergadering staat over Bouw State II onder meer vermeld:

“(…)

De heer [appellant zaak1] geeft aan dat er 10 extra obligaties uitgegeven zijn. Er is een voordeel behaald met de koers van de Zwitserse Frank ten opzichte van de euro. Door het vastzetten van de rente voor de resterende looptijd wordt de hypothecaire lening per jaar met € 50.000,- naar beneden gehaald, hetgeen een cashflow van € 50.000,- oplevert waaruit de rente van de extra obligaties wordt betaald.

“(…)

3.22. Voorts staat in de notulen onder het kopje “Rondvraag” vermeld:

“(…)

De heer [appellant zaak1] geeft aan dat de Bouwhuis Groep te lijden heeft gehad van de economische crisis, het faillissement van Housemovie en daaroverheen de actie van de heer [E]. (...)

“(…)

De heer [appellant zaak1] geeft aan dat er geen obligatiegelden gebruikt zijn voor de oprichting van Housemovie. Wel zijn er winsten gemaakt in de fondsen en er zijn in rekening-courant over-

boekingen geweest en het kan zo zijn dat er activiteiten gedeeltelijk betaald zijn uit die gelden. Meneer [F] wil graag weten welke activiteiten dat dan zijn. De heer [appellant zaak1] geeft aan dat dit onder andere ook Housemovie is geweest.

“(…)

Een andere meneer geeft aan dat dit uiteindelijk niet de vraag is, maar ze willen graag weten of er garantiegelden of huuropbrengsten zijn overgeboekt naar een van deze andere BV's, inclusief Bouwhuis Vastgoed B.V. De heer [appellant zaak1] bevestigt dit. (...)

3.23. Na de vergadering van 9 november 2009 zijn alle couponbetalingen aan de obligatiehouders van Bouw State II en III gestaakt. In een brief van 18 november 2009 heeft [appellant zaak1] aan [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. geschreven:

“Op de laatste vergadering d.d. 9 november 2009 hebben wij u toegezegd dat wij u een overzicht zouden doen toekomen van de rekening courant mutaties in de jaren 2008 en 2009. Dit overzicht treft u in bijlage aan. Om te komen tot het exacte rekening courant saldo, dienen deze bedragen te worden vermeerderd met de openingssaldi zoals deze voorkomen in de slotbalans 2007. Deze kunt u vinden op onze internetsite.

Hoewel het conform de statuten van de vennootschappen van de fondsen toegestaan is om financieringen/gelden te verstrekken aan andere vennootschappen, alsmede het uitlenen van gelden alsmede het aangaan van daarmee samenhangende overeenkomsten, betreuren wij de ontstane situatie”.

3.24. Op aandringen van de bancaire financiers is de Bouwhuis Groep nadien herstructureerd. Voornoemde herstructurering is geëffectueerd met het nemen van een herstructureringsbesluit op 2 februari 2010. In het kader van de herstructurering zijn de aandelen in Bouw State Holding en Bouw State Holding II overgedragen aan de STAK, waarin [appellant zaak1] geen zeggenschap heeft. [appellant zaak1] heeft afstand gedaan van alle functies en bevoegdheden binnen de Bouw State Fondsen en binnen de Bouw State Holdings. Capita Fiduciary is per 15 maart 2010 benoemd tot bestuurder van de vastgoedfondsen. Verder is besloten om de vorderingen van de Bouw State Fondsen en de obligatiehouders op de Bouwhuis Groep vennootschappen gedurende twee jaar buiten incasso te stellen.

3.25. Blijkens de notulen van een vergadering van de obligatiehouders van Bouw State I – VI van 5 oktober 2010 heeft de heer [G] (hierna: [G]), directeur van Capita Fiduciary, tijdens die vergadering onder meer verklaard:

“(…) In het prospectus wordt gesproken over een concerngarantie, maar doordat de omstandigheden significant zijn gewijzigd is de mogelijkheid om hier aanspraak op te maken nihil.

Ten aanzien van de rekening-courantverhoudingen is er sprake van een vordering op de vennootschappen van dhr. [appellant zaak1]. Deze vordering bedraagt EUR 6,4 miljoen. In het herstructureringsplan is overeengekomen tussen alle betrokkenen dat die vordering op die vennootschappen voor een periode van twee jaar buiten invordering zou worden gesteld.”

Voorts staat in de notulen vermeld:

“5. *Algemene toelichtingen fondsen*

Dhr. [H] geeft een algemene toelichting op de fondsen.

(…)

– Mogelijk extra aflossingen vanwege Loan-to-Value ratio's, het bedrag van de leningen ten opzichte van de waarde van de panden is onverdedigbaar groot, want de panden zijn minder waard.

(…)

– Schuld situatie en vastgoed waarde:

Hypothecaire schuld ca. EUR 103 mln

Obligatieschuld (incl. rente) ca. EUR 36 mln

Onderhandse verkoopwaarde ca. EUR 100 mln

– Onderhandse executiewaarde en executiewaarde bepaald door externe marktpartijen: DTZ en CBRE.

(…)

6. *Toelichtingen per fonds*

Fonds I

(…)

Op een vraag uit de zaal ten aanzien van ontvangen huuropbrengsten antwoordt dhr. [G] dat een bedrag van EUR 6,4 miljoen is onttrokken aan de fondsen of is uitgeleend aan dhr. [appellant zaak1] voor andere activiteiten. Met het geld van de fondsen heeft dhr. [appellant zaak1] EUR 3,5 miljoen geïnvesteerd in House Movie. Dit bedrijf is uiteindelijk failliet gegaan. (…)

(…)

Fonds II

– Nauwelijks debiteuren achterstanden

– Herstel liquiditeitsreserve wordt vertraagd door leegstand Vedior

– Aanzienlijk onderhoud voorzien – additionele uitgifte obligaties – slechts ten dele aangewend voor onderhoud

– Door voornoemde factoren geen rentebetaling in 2011 mogelijk

– Bank heeft aangegeven dat financieringsconstructie te willen herzien (i.v.m. valutarisico's voor de bank)

– Eerste aflopende huurcontracten per oktober 2010

– Leegstand in 4 panden: lopende onderhandelingen voor 3 panden.

(…)

Fonds III

– Nauwelijks debiteuren achterstanden

– Herstel liquiditeitsreserve loopt goed

– Bank heeft aangegeven de financieringsconstructie te willen herzien (i.v.m. valutarisico's voor de bank)

– Eerste aflopende huurcontracten in 2011, veel aflopende huurcontracten in 2012, kan invloed hebben op rentebetalingen in het jaar 2012

– Leegstand Rabobank: contract is opgezegd, moeilijke verhuurmarkt.”

3.26. Volgens de notulen van een vergadering van de obligatiehouders van Bouw State II van 11 april 2011 heeft [G] verklaard:

“(…) De vordering op de heer [appellant zaak1] betreft alles wat aan het fonds is onttrokken. Eerst zijn er gelden naar de moedervereniging Bouw State Holding B.V. overgemaakt en die zijn vervolgens naar Bouwhuis Vastgoed B.V. overgemaakt. Op het niveau van Bouwhuis Holding staat B.V. staat een vordering op Bouwhuis Vastgoed B.V. op de balans. De hoogte van die vordering is ongeveer 7 miljoen euro. (…)”

Op een vraag van de heer [I] welk percentage van de vordering betrekking heeft op Bouw State II heeft [G] geantwoord dat dit circa 2 miljoen euro bedraagt.

3.27. In de notulen van een vergadering van de obligatiehouders van Bouw State III van 11 april 2011 staat vermeld, voor zover van belang:

“4. *Toelichting Jaarrekening 2010*

(…)

De heer [J] leest op pagina 13 van de jaarstukken dat er voor 8,5 miljoen euro aan obligaties is binnengekomen terwijl er slechts 7,5 miljoen euro is besteed.

De heer [G] legt uit dat onderzoek globaal heeft uitgewezen hoe de geldstromen zijn gelopen. Er is ongeveer 7,5 miljoen euro echt in het fonds geko-

men terwijl 950.000 euro is doorgestort naar Bouwhuis Vastgoed B.V. Dat is onderdeel van de vordering van 1,4 miljoen euro op Bouwhuis Vastgoed B.V.

(...)

5. *Liquiditeitspositie fonds/cashflow prognoses 2011-2013*

(...)

– Er was toegezegd om per 1 januari rente te gaan betalen, maar dat is tot nader orde uitgesteld vanwege het faillissement van Impact Retail. Deze huurder betaalde € 730.000 per jaar wat gelijk staat aan ongeveer een derde van alle huurinkomsten van het fonds. Inmiddels is bekend dat er een nieuwe huurder in het pand komt.

(...)

Overigens was in deze huurovereenkomst geen bankgarantie opgenomen terwijl die later in de dossiers wel is aangetroffen. Op grond van die bankgarantie heeft Rabobank € 210.000 uitbetaald. Dat is een onvoorziene meevaller in de cashflow berekening en op grond daarvan overweegt de directie een eenmalige uitkering aan obligatiehouders te doen.”

3.28. Bij brieven van 25 januari 2013 heeft de directie van Bouw State II en III een update aan [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. verzonden waarin staat:

“Zoals u zult hebben vernomen in de media zijn de marktomstandigheden voor vastgoedbeleggingen verder verslechterd ten opzichte van het jaar 2011 en de vooruitzichten voor 2013 zijn bepaald niet rooskleurig. De invloed van de verslechterde omstandigheden hebben in de eerste helft van 2012 een grote impact gehad op de vastgoedportefeuille van het fonds en wij zien helaas nog geen tekenen van verbetering.(...)”

In de brief van de directie van Bouw State II staat verder vermeld:

“Zoals aan u gemeld in het halfjaarbericht zijn wij geconfronteerd met definitieve opzeggingen door de huurders van de objecten in Groningen en Leusden en een faillissement van huurder NIGZ van het object in Woerden. Vooral het wegvallen van de huurders Torex en Duinwijck in Leusden heeft grote gevolgen voor het fonds. Deze huurders maken gezamenlijk 25% uit van de huurinkomsten van het fonds. Hierdoor zal in de tweede helft van het jaar de kasstroom verder verslechteren, tenzij uiteraard de leegstand kan worden ingevuld.”

Daarnaast wordt in de brieven aangegeven dat ten aanzien van de bestaande rekening-courantverhoudingen procedures worden gevoerd tegen Bouwhuis Vastgoed B.V.

3.29. Bij brieven van 25 januari 2013 heeft [geïntimeerde zaak2] aan de obligatiehouders van Bouw State II en III geschreven dat de ING Bank de aan Bouw State II en III verstrekte hypothecaire geldleningen heeft opgeëist. Voorts heeft [geïntimeerde zaak2] geschreven dat de ING Bank een aanbod wilde doen van € 3.750,- per obligatie in Bouw State II en III onder de voorwaarde dat alle obligatiehouders zouden instemmen met verkoop van hun obligaties tegen 7,5% van de nominale waarde. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hebben niet met de regeling ingestemd. Desondanks hebben zij twee maal een bedrag van € 750,- ontvangen onder vermelding van “1e tranche ING”.

3.30. [K] en [L], naast [geïntimeerde zaak2] bestuurders van de Stichting Obligatiehouders Bouw State III, hebben [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. op 4 april 2013 een e-mailbericht gestuurd, waarin staat:

(...)

De laatste weken hebben wij ook vernomen van acties van obligatiehouders uit andere fondsen.

Wij, als bestuur van fonds III, hebben kennis genomen van de argumenten, maar hebben vooralsnog weinig vertrouwen in de motivering en haalbaarheid van claims die deze partijen menen te zien. Wij zijn van mening dat de kans zeer groot is dat dergelijke acties uiteindelijk tot niets zullen leiden. U staat dan als obligatiehouder aan het einde van de rit met (nog meer) lege handen. Momenteel worden juist alle fondsen door deze publiciteit geschaad. Er is bovendien weinig kans dat andere fondsen (I, II, IV,VI) zich bij deze actie zullen aansluiten.

(...)

Het staat u vrij zelf uw keuze te bepalen of u al of niet op het aanbod van ING wilt ingaan. Wij wensen slechts de situatie te benadrukken waarin wij menen ons te bevinden. Verder staan wij als bestuurders van fonds III neutraal ten opzichte van het standpunt dat u uiteindelijk inneemt en eventuele stappen die u wenst te nemen.(...)”

3.31. Op 27 april 2013 heeft [K] nog een e-mailbericht aan [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. gestuurd, waarin staat:

(...)

Hierbij doe ik een laatste poging U te overreden uw obligatie alsnog in te leveren indien U nog iets wilt terugzien van Uw inleg.(...)"

3.32. Op 17 mei 2013 heeft één van de bestuurders van de Stichting Obligatiehouders Bouw State II, [M], [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. een e-mailbericht gestuurd, waarin staat:

"(...) Degenen die niet zijn ingegaan op het aanbod blijven dan in het bezit van een waardeloos (nu ook dus letterlijk) geworden obligatie.(...)"

3.33. In brieven van 16 mei 2014 heeft de advocaat van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. [appellant zaak1] en [geïntimeerde zaak2] aansprakelijk gesteld voor de door [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. geleden schade ten gevolge van het (onrechtmatig) handelen van [appellant zaak1] en [geïntimeerde zaak2]. [appellant zaak1] en [geïntimeerde zaak2] hebben iedere aansprakelijkheid van de hand gewezen.

3.34. In brieven van 9 februari 2016 heeft de advocaat van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. aan de Stichtingen Obligatiehouders Bouw State II en III geschreven, voor zover van belang:

"(...)

De juridische verhoudingen tussen de Stichting en [geïntimeerde1 zaak1/appellant1 zaak2], in de hoedanigheid van obligatiehouder, worden (onder meer) beheerst door de trustakte en obligatievoorwaarden, krachtens welke de Stichting is belast met het behartigen, waarnemen en uitoefenen van de rechten en belangen van alle obligatiehouders. [geïntimeerde1 zaak1/appellant1 zaak2] stelt zich op het standpunt dat hij zelfstandig in rechte [appellant zaak1] en [geïntimeerde zaak2] aansprakelijk mag houden en schade mag vorderen. Voor zover al sprake zou zijn van een private last aan de Stichting, heeft [geïntimeerde1 zaak1/appellant1 zaak2] die last al eerder opgezegd. [geïntimeerde1 zaak1/appellant1 zaak2] bevestigt de opzegging daarvan hierbij middels deze brief.(...)"

3.35. Op 10 januari 2014 is een raamovereenkomst gesloten met betrekking tot de herstructurering van Bouw State II en III tussen ING Bank, STAK, Bouw State Holding, Bouw State Holding III, Bouw State II en III en de Stichtingen Obligatiehouders Bouw State II en III. Hierin staat vermeld, voor zover van belang:

"12.1. Bouw State II en Bouw State III zullen de aan hen verstrekte obligatieleningen afkopen door middel van een afkopsom:

– Bouw State II zal een bedrag van EUR 3.750 per uitstaande obligatie (...) voldoen aan Stichting BS II;

– Bouw State III zal een bedrag van EUR 3.750 per uitstaande obligatie (...) voldoen aan Stichting BS III.(...)"

4. De vorderingen in de procedure bij de rechtbank en de beslissingen daarop

4.1. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hebben tegen [appellant zaak1] en [geïntimeerde zaak2] vorderingen ingesteld, die na wijziging van eis, luiden:

I) te verklaren voor recht dat [appellant zaak1] in zijn hoedanigheid van middellijk bestuurder van Bouw State II en/of Bouw State III jegens hen onrechtmatig heeft gehandeld, II) te verklaren voor recht dat [geïntimeerde zaak2] in zijn hoedanigheid van bestuurder van de Stichting Obligatiehouders II en/of III jegens hen onrechtmatig heeft gehandeld,

III) te verklaren voor recht dat [appellant zaak1] en/of [geïntimeerde zaak2] onrechtmatig hebben gehandeld jegens [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. door misbruik te maken van de trustconstructie,

IV) [appellant zaak1] en [geïntimeerde zaak2] hoofdelijk te veroordelen tot betaling van € 130.003,16, dan wel een door de rechtbank te bepalen bedrag, vermeerderd met wettelijke rente vanaf de datum van de dagvaarding, althans een bedrag aan schadevergoeding, op te maken bij staat,

V) [appellant zaak1] en [geïntimeerde zaak2] in de proceskosten te veroordelen.

4.2. De rechtbank heeft bij vonnis van 19 oktober 2016 een niet-ontvankelijkheidsverweer van [appellant zaak1] en [geïntimeerde zaak2] verworpen en vervolgens bij eindvonnis van 13 december 2017 voor recht verklaard dat [appellant zaak1] in zijn hoedanigheid van middellijk bestuurder van Bouw State II en Bouw State III jegens [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. onrechtmatig heeft gehandeld. De rechtbank heeft [appellant zaak1] op die grond veroordeeld om aan [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. een bedrag van € 108.300,16 als schadevergoeding te betalen, te vermeerderen met de wettelijke rente daarover vanaf 21 mei 2015 tot de dag van volledige betaling en [appellant zaak1] in de proceskosten veroordeeld ten bedrage van € 5.890,19, vermeerderd met wettelijke rente en nakosten. De

overige vorderingen jegens [appellant zaak1] zijn afgewezen. De vorderingen van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. jegens [geïntimeerde zaak2] zijn afgewezen, met veroordeling van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. in de proceskosten van [geïntimeerde zaak2].

5. De beslissing van het hof in beide zaken

5.1. Het hof zal, anders dan de rechtbank heeft gedaan, beslissen dat de vorderingen van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. jegens [appellant zaak1] alsnog moeten worden afgewezen. Het hof zal daarbij wel het verweer van [appellant zaak1] dat [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. jegens hem niet de bevoegdheid hebben de vorderingen in te stellen, verwerpen. Het hof komt in de zaak van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. tegen [geïntimeerde zaak2] tot dezelfde beslissing als de rechtbank, ook over de proceskosten. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. moeten in de zaak tegen [appellant zaak1] diens proceskosten in de procedure bij de rechtbank en bij het hof vergoeden en in de procedure tegen [geïntimeerde zaak2] diens proceskosten in hoger beroep. Het hof zal hierna deze beslissingen motiveren.

6. De motivering van de beslissingen in hoger beroep in zaak I ([appellant zaak1]/[geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s.)

6.1. [appellant zaak1] vordert in het hoger beroep, kort gezegd, vernietiging van de vonnissen van de rechtbank van 19 oktober 2016 en 13 december 2017, niet-ontvankelijkverklaring van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. in hun vorderingen, althans afwijzing daarvan, veroordeling van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. tot terugbetaling van hetgeen [appellant zaak1] op grond van het eindvonnis aan [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. heeft voldaan, vermeerderd met wettelijke rente, en veroordeling van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. in de kosten van het geding bij de rechtbank en het hof, te vermeerderen met wettelijke rente, nakosten en wettelijke rente over die nakosten.

6.2. [appellant zaak1] handhaaft in *grief I* zijn verweer, dat door de rechtbank is verworpen, dat [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. niet bevoegd zijn tot het voeren van deze procedure tegen [appellant zaak1]. Volgens [appellant zaak1] hebben [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2]

c.s. dit recht (die bevoegdheid) exclusief aan de Stichting Obligatiehouders Bouw State II en III gegeven, omdat in de artikelen 8.1 van de obligatievoorwaarden (zie hiervoor onder 3.7) en 8.4 van de trustakte sprake is van een zogenaamde privatieve last. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. zouden om die reden in hun vorderingen niet-ontvankelijk verklaard moeten worden.

6.3. Dit hof heeft in een eerdere procedure al eens een oordeel gegeven over de reikwijdte en strekking van de door [appellant zaak1] genoemde bepalingen. In het arrest in die procedure van 24 oktober 2017 (ECLI:NL:GHARL:2017:9213) is in rechtsoverwegingen 5.1.3-5.1.5 een oordeel gegeven over de uitleg van de in de obligatievoorwaarden en de trustakte voorkomende artikelen met precies dezelfde bewoordingen. In die procedure werd [appellant zaak1], (middellijk) bestuurder van het fonds Bouw State V, net als in deze zaak (door andere obligatiehouders) aansprakelijk gehouden op grond van onrechtmatige daad.

6.4. Het hof oordeelde in die zaak dat uitleg van de bepalingen dient te geschieden aan de hand van de zgn. havigtexnorm (HR 13 maart 1981, ECLI:NL:HR:1981:AG4158), waarbij beslissende betekenis toekomt aan alle omstandigheden van het geval, gewaardeerd naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid en in praktisch opzicht vaak van groot belang is de taalkundige betekenis van de bewoordingen van het geschrift, gelezen in de context ervan als geheel, die deze in het maatschappelijk verkeer normaal gesproken hebben.

6.5. De in die eerdere zaak door het hof bij de uitleg in aanmerking genomen gezichtspunten gelden ook in deze zaak. Het gaat om bedingen met obligatiehouders, zoals [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s., waarvoor niet is onderhandeld en die bedingen kwalificeren als algemene voorwaarden. De rechtbank heeft in deze zaak de bedingen waarom het gaat in rechts-overweging 4.3 van het vonnis van 19 oktober 2016 ook zo gekwalificeerd. Daartegen heeft [appellant zaak1] niet gegriefd, zodat dat in hoger beroep vast staat. Dat brengt mee dat de uitleg van de betreffende bepalingen mede afhankelijk is van objectieve factoren, zoals de bewoordingen waarin de bepalingen zijn gesteld, gelezen in het licht van de obligatievoorwaarden en de trustakte als geheel. De bedingen hebben het verstrekkende gevolg dat [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. van een hen in beginsel toekomende bevoegdheid, namelijk om [appellant zaak1] aan-

sprakelijk te houden op grond van een onrechtmatige daad en schadevergoeding te vorderen en daartoe een procedure te beginnen, geen gebruik zouden kunnen maken. Dat gevolg brengt mee dat terughoudendheid op zijn plaats is als het gaat om de vraag of sprake is van een privatieve last en hoe ver die strekt. In het licht van deze gezichtspunten acht het hof ook in deze zaak de bewoordingen van de bepalingen waarop [appellant zaak1] doelt, meer in het bijzonder de woorden “als tegenover derden”, niet zodanig duidelijk dat [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hadden moeten begrijpen of uit deze woorden moeten afleiden dat zij geen vorderingen tot het verkrijgen van een verklaring voor recht en tot schadevergoeding tegen [appellant zaak1] zouden kunnen instellen en dat slechts de Stichting Obligatiehouders dat zou kunnen doen. Bij dat oordeel is betrokken dat in de beschrijving van de doelstelling van de Stichting Obligatiehouders in artikel 3 van haar statuten (zoals hiervoor geciteerd in 3.9) het instellen van vorderingen als de onderhavige niet is opgenomen. Ook artikel 10.1 van de obligatievoorwaarden kent geen regeling voor procedures als de onderhavige. Het hof volgt [appellant zaak1] evenmin in zijn stelling dat de bepalingen zo moeten worden uitgelegd (en dat [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. dat redelijkerwijze zo hebben moeten begrijpen) dat [appellant zaak1] als persoon valt onder de term “Uitgevende Instelling” die in artikel 8.1 van de obligatievoorwaarden is genoemd. Nu [appellant zaak1] geen feiten en omstandigheden heeft gesteld of gezichtspunten heeft aangedragen die tot een andere uitleg kunnen leiden slaagt het verweer van [appellant zaak1] niet.

6.6. Een beoordeling van de andere onderdelen van de brief, die gaan over het oordeel van de rechtbank dat de bedingen onredelijk bezwarend zijn en daarom buiten toepassing blijven, kan achterwege blijven. De in die onderdelen geformuleerde bezwaren gaan er immers van uit dat de bedingen naar hun inhoud en betekenis in de weg staan aan de processuele bevoegdheden van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. Dat uitgangspunt is hiervoor verworpen. Grief I faalt.

6.7. [appellant zaak1] heeft in de *grieven II tot en met VII* bestreden dat hij aansprakelijk is voor de door [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. gestelde schade van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. Hij is het niet eens met zijn veroordeling door de rechtbank tot het betalen

van schadevergoeding. In reactie daarop hebben [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. bij memorie van antwoord een aantal feitelijke grondslagen gesteld op grond waarvan zij menen dat [appellant zaak1] wel aansprakelijk is voor hun schade. Die grondslagen zijn te onderscheiden in i) het (doen) openbaar maken van misleidende mededelingen voorafgaand aan de beslissingen van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. om deel te nemen in de fondsen met het kopen van de obligaties en ii) onrechtmatige gedragingen nadien.

i) openbaar maken misleidende mededelingen

6.8. De vraag of sprake is van misleidende mededelingen moet worden beantwoord aan de hand van artikel 6:194 (oud) BW omtrent misleidende reclame en niet op grond van de artikelen 6:193a-j BW, zoals die artikelen met ingang van 15 oktober 2008 na implementatie van Richtlijn 2005/29/EG (betreffende oneerlijke handelspraktijken jegens consumenten op de interne markt) zijn komen te luiden. Dit is tussen partijen niet in geschil. Tegen het met dit uitgangspunt overeenstemmende oordeel van de rechtbank in rechtsoverweging 5.7 van het vonnis van 13 december 2017 is geen grief gericht.

6.9. Voor het antwoord op de vraag of sprake is van een misleidende mededeling (in een prospectus) dient tot uitgangspunt dat dient te worden uitgegaan van de vermoedelijke verwachting van een “maatman-belegger”: dat is een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger tot wie de mededeling zich richt of die zij bereikt (vgl. HR 30 mei 2008 («JOR» 2008/209, m.nt. De Jong; *red.*), ECLI:NL:HR:2008:BD2820). Gelet op het arrest van de Hoge Raad van 27 november 2009 («JOR» 2010/43, m.nt. Frielink; *red.*), ECLI:NL:HR:2009:BH2162 (World Online) mag van deze zogenaamde “maatman-belegger” worden verwacht dat hij bereid is zich in de aangeboden informatie te verdiepen, maar niet dat hij beschikt over specialistische of bijzondere kennis en ervaring. Van misleiding zal met name sprake kunnen zijn als de mededeling onjuist of onvolledig is. De feitelijke vaststelling dat sprake is van een onjuiste of onvolledige mededeling brengt echter niet mee dat deze ook misleidend is. Daartoe is nodig dat de mededeling de “maatman-belegger” misleidt of kan misleiden en door haar misleidende karakter zijn economische gedrag kan beïnvloeden. Een mededeling in een

prospectus kan daarom pas als misleidend worden aangemerkt, indien redelijkerwijs aannemelijk is dat de onjuistheid of onvolledigheid van materieel belang is voor de beslissing van de “maatman-belegger” om al dan niet tot de rechtshandeling over te gaan. De rechtbank heeft deze maatstaf ook aangelegd en daartegen is geen grief gericht.

6.10. Voor wat betreft de aansprakelijkheid van [appellant zaak1] op grond van het leerstuk “bestuurdersaansprakelijkheid” heeft het volgende te gelden. Indien een vennootschap tekortschiet in de nakoming van een verbintenis of een onrechtmatige daad pleegt, is uitgangspunt dat alleen de vennootschap aansprakelijk is voor daaruit voortvloeiende schade en dat slechts onder bijzondere omstandigheden, naast aansprakelijkheid van die vennootschap, ook ruimte is voor aansprakelijkheid van een bestuurder van de vennootschap. Voor het aannemen van zodanige aansprakelijkheid is vereist dat die bestuurder ter zake van de benadeling persoonlijk een ernstig verwijt kan worden gemaakt. Het antwoord op de vraag of de bestuurder persoonlijk een ernstig verwijt als zojuist bedoeld kan worden gemaakt, is afhankelijk van de aard en ernst van de normschending en de overige omstandigheden van het geval (zie HR 5 september 2014 («JOR» 2014/325, m.nt. SCJJK; red.), ECLI:NL:HR:2014:2627, NJ 2015, 22, RCI Financial Services/K. en HR 30 maart 2018, ECLI:NL:HR:2018:470, TMF II).

6.11. In deze zaak staat vast dat Bouw State II en III al geruime tijd hun betalingsverplichtingen jegens [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. niet meer nakomen. Niet te verwachten is dat zij op enig moment in staat zullen zijn dit alsnog te doen, en zij bieden geen verhaal. In geval van benadeling van een schuldeiser van een vennootschap door het onbetaald en onverhaalbaar blijven van diens vordering kan volgens vaste rechtspraak (zie met name het arrest van de Hoge Raad d.d. 8 december 2006 («JOR» 2007/38; red.), ECLI:NL:HR:2006:AZ0758, NJ 2006, 659, Ontvanger/Roelofsen) naast de aansprakelijkheid van de vennootschap mogelijk ook, afhankelijk van de omstandigheden van het concrete geval, grond zijn voor aansprakelijkheid van de gene die als bestuurder (i) namens de vennootschap heeft gehandeld dan wel (ii) heeft bewerkstelligd of toegelaten dat de vennootschap haar wettelijke of contractuele verplichtingen niet nakomt. In beide gevallen mag in het algemeen al-

leen dan worden aangenomen dat de bestuurder jegens de schuldeiser van de vennootschap onrechtmatig heeft gehandeld waar hem, mede getit op zijn verplichting tot een behoorlijke taakuitoefening als bedoeld in art. 2:9 BW, een voldoende ernstig verwijt kan worden gemaakt (vgl. HR 18 februari 2000 («JOR» 2000/56; red.), ECLI:NL:HR:2000:AA4873, NJ 2000, 295). De Hoge Raad heeft in genoemd arrest Ontvanger/Roelofsen overwogen dat in de onder (ii) bedoelde gevallen de betrokken bestuurder voor schade van de schuldeiser aansprakelijk kan worden gehouden indien zijn handelen of nalaten als bestuurder ten opzichte van de schuldeiser in de gegeven omstandigheden zodanig onzorgvuldig is dat hem daarvan persoonlijk een ernstig verwijt kan worden gemaakt. Van een dergelijk ernstig verwijt zal in ieder geval sprake kunnen zijn als komt vast te staan dat de bestuurder wist of redelijkerwijze had behoren te begrijpen dat de door hem bewerkstelligde of toegelaten handwijze van de vennootschap tot gevolg zou hebben dat deze haar verplichtingen niet zou nakomen en ook geen verhaal zou bieden voor de als gevolg daarvan optredende schade. Er kunnen zich echter ook andere omstandigheden voordoen op grond waarvan een ernstig persoonlijk verwijt kan worden aangenomen.

6.12. Wat betreft de bestuurdersaansprakelijkheid is van belang dat Bouw State Holding ten tijde van de gewraakte gedragingen de bestuurder was van Bouwstate II en III, dat Bouwhuis Investments bestuurder was van Bouw State Holding en [appellant zaak1] bestuurder van Bouwhuis Investments. Het gaat er derhalve om of Bouw State Holding persoonlijk een ernstig verwijt kan worden gemaakt en deswege als bestuurder onrechtmatig heeft gehandeld. Indien dat het geval is, dan zijn op grond van artikel 2:11 BW ook Bouwhuis Investments en [appellant zaak1] als de toenmalige (indirecte) bestuurders van Bouwstate Holding aansprakelijk. [appellant zaak1] kan dan nog wel aan aansprakelijkheid ontkomen indien hij stelt en bij betwisting bewijst dat hem persoonlijk geen ernstig verwijt treft (zie HR 12 februari 2017 («JOR» 2017/121, m.nt. Leijten; red.), ECLI:NL:HR:2017:275).

6.13. Bij de hierna te bespreken verwijten die [appellant zaak1] worden gemaakt dient het hiervoor genoemde toetsingskader in het achterhoofd te worden gehouden.

Misleidende mededelingen in het interview met Harry Mens en het reclamefilmpje

6.14. [appellant zaak1] heeft in een interview met Harry Mens in het televisieprogramma Business Class dat op 27 mei 2007 werd uitgezonden een toelichting gegeven over de belangrijkste kenmerken van het deelnemen in het – toen nog – enige Bouw State fonds door middel van obligaties, met een gegarandeerd rendement van 9%. Op een vraag van de heer Mens over garanties heeft [appellant zaak1] geantwoord:

“nou verder is het zo dat wij naast dus de kwaliteit van het vastgoed, dat dus de huurcontracten langer lopen als de obligatieovereenkomst op zichzelf, de tweede hypotheek, is er ook nog een concerngarantie van de Bouwhuis Investment Groep, dat is het overkoepelende orgaan, dat als er ooit, wat ik niet verwacht, toch problemen komen dan sta ik persoonlijk garant voor de uitbetaling aan de obligatiehouders.”

Ook heeft [appellant zaak1] desgevraagd bevestigd dat [geïntimeerde zaak2] is benaderd om als voorzitter op te treden van de Stichting Obligatiehouders en dat hem met het oog daarop het dossier is toegestuurd.

6.15. In een in dezelfde periode op de website van Bouwhuis Vastgoed voorkomend reclamefilmpje heeft [appellant zaak1] gezegd “de zekerheid van een gegarandeerd rendement te bieden”. [geïntimeerde zaak2] voegde daaraan toe: “daar kunt op rekenen”. Een “voice-over” zegt daarop: 9 procent op jaarbasis met het Bouw State Obligatiefonds. Vraag nu de brochure aan, Bouwhuis Vastgoed.”

6.16. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hebben gesteld dat de hiervoor genoemde mededelingen misleidend waren. Op grond van artikel 6:195 BW rust op [appellant zaak1] de bewijslast van de juistheid, volledigheid of anderszins het geoorloofde karakter van de mededelingen. Het hof is van oordeel dat [appellant zaak1] dat afdoende heeft aangetoond en dat [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. onvoldoende hebben gesteld om hen tot tegenbewijs toe te laten. De gewraakte mededelingen zijn van algemene aard en gaan niet in op de specifieke kenmerken van de fondsen en hebben, zo onderkennen [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s., een wervend karakter, bedoeld om belangstelling voor de beleggingsfondsen te wekken. De gewraakte mededelingen moeten in dat licht worden gezien. Een oordeel over kwaliteit van vastgoed is subjectief. Bovendien kan vastgoed naar

haar aard in waarde fluctueren. Gelet hierop mocht de mededeling dan ook niet worden opgevat als een harde garantie. Dat de obligatiehouders bij wijze van zekerheid een recht van tweede hypotheek op het vastgoed kregen is niet onjuist gebleken. Dat er een concerngarantie werd gegeven als zekerheid voor het uitkeren van het rendement aan de Stichting staat ook in de brochure (“aankondiging”) van het betreffende Bouw State obligatiefonds. Dat [appellant zaak1] bij in het televisieprogramma heeft gezegd “Ik sta garant voor de uitbetaling aan de obligatiehouders”, moet in die context worden begrepen. [appellant zaak1] zat daar immers als directeur en aandeelhouder van Bouwhuis Investments. Op de concerngarantie wordt verder ingegaan in 6.26 e.v. Ten slotte valt niet in te zien hoe de gewraakte mededeling van [geïntimeerde zaak2] in het filmpje op de website als een mededeling van [appellant zaak1] is te beschouwen. Een omzichtig opererende en oplettende belegger zal voor een verantwoorde beslissing om deel te nemen in de fondsen meer informatie vragen – zoals de in het filmpje genoemde brochure – en niet enkel afgaan op een dergelijk interview op televisie en een filmpje.

6.17. Voor aansprakelijkheid van [appellant zaak1] in verband met uitlatingen of mededelingen in het interview of het reclamefilmpje is daarom onvoldoende grond. Dat geldt niet alleen voor het handelen van [appellant zaak1] als middellijk bestuurder van Bouw State holding, maar ook als zou moeten worden aangenomen dat de norm van artikel 6:194 BW ook het “eigen handelen” (memorie van antwoord randnummer 144 en 152) en niet het handelen van [appellant zaak1] in hoedanigheid van (middellijk) bestuurder van de uitgevende instelling betreft, wat er ook zij van deze stelling van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s.

6.18. Het hof tekent daarbij overigens aan dat [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. [appellant zaak1] weliswaar “pro se” aansprakelijk achten, maar dat hun vorderingen niet als zodanig zijn ingericht. De bij conclusie van repliek in eerste aanleg gewijzigde en in hoger beroep gehandhaafde vorderingen – zie de onder I gevorderde verklaring voor recht en de daarop voortbouwende vordering onder IV – zijn zo geformuleerd dat die wat betreft het openbaar maken van misleidende mededelingen enkel zien op het handelen van [appellant zaak1] in zijn hoedanigheid van

middellijk bestuurder van Bouw State II en III. Het handelen “voor zichzelf” dat uitmondt in de vordering onder III geldt enkel het verwijt dat [appellant zaak1] misbruik heeft gemaakt van de trustconstructie.

Op welke informatie hebben [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hun deelnamebeslissing gebaseerd?

6.19. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. stellen dat ook de informatie die hen op papier is verstrekt op meerdere punten misleidend is. De vraag of daarvan sprake is, is van belang indien tussen die mededelingen en de deelnamebeslissing van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. voldoende causaal verband bestaat. [appellant zaak1] heeft dat (*grief III*) betwist. Volgens hem hebben [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hun deelnamebeslissing in beide fondsen enkel gebaseerd op het tv-interview en het filmpje op de website en wel voordat zij de beschikking hadden over het prospectus voor de beide fondsen: zij kunnen door de tekst in de prospectussen dan ook niet misleid zijn, aldus [appellant zaak1].

6.20. Het hof overweegt het volgende. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hebben in juli 2007 een obligatie in Bouw State II gekocht. Zij hebben onvoldoende gemotiveerd weersproken de stelling van [appellant zaak1] dat zij op het moment dat zij het deelnameformulier voor Bouw State II hebben verstuurd niet beschikten over het prospectus voor dat fonds. Dat zat niet bij de brief van 4 juni 2017. Het hof gaat daarom van de juistheid van die stelling uit. Zij beschikten toen wel over een vooraankondigingsbrochure van dit fonds, zijnde een samenvatting van het prospectus en over het prospectus van Bouw State I. Pas na hun betaling op 18 juli 2017 ontvingen zij op 20 juli 2007 het prospectus van Bouw State II.

6.21. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hebben gezien die feiten onvoldoende aanneemelijk gemaakt dat zij hun beslissing om een obligatie te kopen in Bouw State II hebben gebaseerd op de inhoud van het bij dat fonds behorende prospectus. Zij hebben weliswaar gesteld dat hun deelnamebeslissing een voorlopige was die, zo begrijpt het hof, nog kon worden teruggedraaid na ontvangst van het prospectus. Maar die, door [appellant zaak1] betwiste, stelling wordt verworpen. Het deelnameformulier biedt daar-

voor geen steun, terwijl ook niet is gebleken dat [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. een dergelijk voorbehoud hebben gemaakt bij hun inschrijving. Ook de gedragingen van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. na ontvangst van het prospectus wijzen er niet op dat de inschrijving slechts een voorlopige beslissing was, en evenmin is gesteld of gebleken dat zij na ontvangst van het prospectus hebben verzocht hun deelname ongedaan te maken, ook niet in de periode tussen 20 juli 2007 en de uiterste betaaldatum van 1 augustus 2007, bijvoorbeeld op grond van het in de memorie van antwoord in randnummer 173 gesuggereerde beroep op dwaling.

6.22. Ten tijde van het versturen van het deelnameformulier voor Bouw State III beschikten [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. ook niet over het bij dit fonds behorende prospectus, maar wel over een bij dit fonds behorende “vooraankondigingsbrochure” en over het prospectus van Bouw State II. Zij kunnen dus hun beslissing om deel te nemen in Bouw State III niet hebben gebaseerd op de inhoud van het bij dat fonds behorende prospectus. Dat blijkt al uit het door [geïntimeerde1 zaak1/appellant1 zaak2] op het deelnameformulier aange tekende voorbehoud (“onder voorbehoud van ontvangst prospectus”). Ook hier geldt bovendien echter dat niet van enige actie van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. is gebleken om de inschrijving in dat fonds na ontvangst van het prospectus ongedaan te maken.

6.23. Daarmee is echter, anders dan [appellant zaak1] voor ogen staat, het doek voor [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. niet gevallen. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. beschikten immers voor de inschrijving in Bouw State II al wel over de vooraankondigingsbrochure en het prospectus van Bouw State I, de vooraankondiging van Bouw State II en, ten tijde van de inschrijving in Bouw State III, ook over het prospectus voor Bouw State II en de vooraankondigingsbrochure voor Bouw State III. De rechtbank heeft in verband daarmee in rechtsoverweging 4.10 van het vonnis van 13 december 2017 overwogen dat [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. (naar aanleiding van hun afgewezen inschrijving in Bouw State (I)) de brief van 4 juni 2007 hebben gekregen van Bouwhuis Vastgoed, waarin is geschreven dat Bouw State II in voorbereiding is, “tegen dezelfde condities en voorwaarden”, en dat de fondsen Bouw State, Bouw State II

en III qua opbouw en structuur niet van elkaar verschillen. Tegen deze feitelijke oordelen van de rechtbank heeft [appellant zaak1] geen als zodanig kenbare grief gericht, zodat van de juistheid daarvan moet worden uitgegaan. Uit de door [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. in het geding gebrachte prospectus van Bouw State I (productie 48 bij memorie van antwoord) blijkt dat inhoud en opbouw van het prospectus in vergelijking met het prospectus van Bouw State II en III inderdaad gelijk is en feitelijk alleen verschilt ten aanzien van het vastgoed (het in de fondsen aan te kopen onroerend goed).

6.24. Gezien deze omstandigheden heeft [appellant zaak1] niet voldoende gemotiveerd, dat [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hun deelnamebeslissingen enkel hebben gebaseerd op het interview in Business Class en het reclamefilmpje en niet op de mededelingen die in de prospectussen en vooraankondigingen zijn gedaan, wat betreft de deelname in Bouw State II op het prospectus van Bouw State I, de brief van 4 juni 2007 en de vooraankondiging en wat betreft Bouw State III op die informatie aangevuld met het prospectus voor Bouw State II.

6.25. Dat heeft voor [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. wel tot gevolg dat hun vorderingen moeten stranden (in zoverre slagen de grieven van [appellant zaak1]) voor zover die zijn gebaseerd op de stelling dat het prospectus voor Bouw State II misleidend is wat betreft de mededelingen die daarin zijn gedaan over de wijze van verwerving – door het kopen van aandelen – van het vastgoed in Leeuwarden (zie daarvoor de memorie van antwoord in 5.5.1 e.v.) en de betaling daarvoor. Mededelingen daarover zijn in het prospectus dat hoorde bij het eerste Bouw State fonds logischerwijs niet gedaan, en ook niet in de vooraankondigingsbrochure voor deelname in Bouw State II. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. beschikten dus op het moment van hun beslissing om deel te nemen in Bouw State II niet over informatie daarover en kunnen daardoor dan ook niet beïnvloed zijn. Daar komt bij dat [appellant zaak1] in de memorie van grieven (69-78) gedocumenteerd en onderbouwd uiteen heeft gezet hoe de verwerving van het pand in Leeuwarden is verlopen en hoe de betaling van de aandelen in de vennootschap (Oenema Beheer B.V.) is verlopen. Daarmee heeft [appellant zaak1] naar het oordeel van het hof afdoende aangetoond

dat het prospectus op dit punt niet onjuist, onvolledig en (daarmee) misleidend was.

Zijn de mededelingen over een concerngarantie misleidend?

6.26. In de genoemde informatie op basis waarvan [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hun deelnamebeslissing hebben gebaseerd is sprake van een concerngarantie, gegeven door Bouwhuis Investments. Volgens [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. was die garantie van Bouwhuis Investments niet reëel, omdat deze vennootschap niet beschikte over voldoende liquide middelen om aan de garantieverplichtingen uit hoofde van Bouw State I, II en III te voldoen, gelet op de omvang van die verplichtingen. Dat de garantie niet reëel was, blijkt volgens [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. ook uit de omstandigheid dat de garantie in 2009, toen de rentebetalingen werden opgeschort, niet is ingeroepen wegens gebrek aan batig saldo.

6.27. Dat de concerngarantie uiteindelijk niet of nauwelijks iets opleverde omdat het vermogen van Bouwhuis Investments intussen was verdampt, maakt naar het oordeel van het hof de mededeling omtrent het bestaan van een concerngarantie op zich nog niet onjuist of onvolledig. Volgens [appellant zaak1] was de verwachting dat Bouwhuis Investments verhaal zou bieden, omdat het een actieve holding was, waar vastgoed in zat. Het hof verwerpt dan ook het in 4.3 (randnummers 175 en 176) van de memorie van antwoord door [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. aan [appellant zaak1] gemaakte verwijt dat hij namens Bouwhuis Investments een verplichting is aangegaan – het geven van een garantie – terwijl hij destijds wist of moest weten dat Bouwhuis Investments die verplichting niet kon nakomen en geen verhaal zou bieden. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hebben ook overigens onvoldoende gesteld om [appellant zaak1] op die grondslag aansprakelijk te achten. Zij hebben niet voldoende onderbouwd dat [appellant zaak1] ten tijde van het verstrekken van de garantie in 2007 over dusdanige wetenschap beschikte dat hij Bouwhuis Investments van het verlenen van de garantie had moeten weerhouden en zich van mededelingen over het bestaan daarvan had moeten onthouden. Ook hebben zij onvoldoende onderbouwd dat [appellant zaak1] op dat moment in 2007 wist of kon weten dat Bouwhuis Investments onder de garantie zou worden

aangesproken, zo ja in welke omvang en voor welke fondsen en Bouwhuis Investments op dat moment geen verhaal zou bieden. Bovendien hebben zij onvoldoende onderbouwd gesteld dat de door hen gestelde schade die zij vergoed willen zien een gevolg is van het stellen van de garantie. 6.28. Ook voor het overige volgt het hof [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. niet in hun stelling dat er sprake is van misleidende mededelingen over de concerngarantie. Een “maatman-belegger” (zie 6.9 van dit arrest) – en ook [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. – moet na zorgvuldige lezing van het prospectus en de daarbij behorende bijlagen hebben begrepen dat – anders dan [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. suggereren – de garantie niet uit een afgescheiden vermogen komt en dat Bouwhuis Investments, evenals de Bouw State Fondsen, bloot stond aan risico’s die zijn verbonden aan het voeren van een onderneming. Daarnaast is het zo dat [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. ten onrechte de volgende tekst over de garantie die in de bijlage bij het prospectus staat vermeld buiten beschouwing heeft gelaten: “BI (*Bouwhuis Investments*) verbindt zich hierbij onvoorwaardelijk en onherroepelijk, bij wijze van zelfstandige verbintenis en derhalve niet als borg of hoofdelijk medeschuldenaar, jegens de Stichting om aan de Stichting te betalen al die bedragen waarvan de Stichting zal stellen dat deze door de Uitgevende Instelling aan hem verschuldigd zijn uit hoofde van of in verband met de tussen de Uitgevende Instelling en de Stichting overeengekomen Trustakte, te vermeerderen met de in verband met dat bedrag verschuldigde rente en kosten, al dan niet ingevolge (i) een in kracht van gewijsde gegane beslissing van de bevoegde rechter, gewezen tegen de Uitgevende Instelling of (ii) een minnelijke regeling tussen de Stichting en de Uitgevende Instelling, zulks met een maximum bedrag van EUR 5.700.000 (...).”

In het prospectus van Bouw State III en ook van Bouw State I staat in de bijlage over de concerngarantie hetzelfde vermeld, zij het met andere bedragen. Uit die bijlage blijkt dus dat de garantie geclausuleerd is, in die zin dat het bedrag dat moet worden uitbetaald aan de Stichting Obligatiehouders afhankelijk is van de uitkomsten van minnelijk overleg of van een gerechtelijke procedure, zodat het bedrag dat onder de garantie moet worden betaald zowel naar omvang als moment van betaling onzeker is. Zeker is wel dat het be-

drag gemaximeerd is. Van een “maatman-belegger” mag bovendien in redelijkheid verwacht worden dat hij de jaarrekening van de vennootschap die zich garant stelt op de website raadpleegt, indien hij er op is gewezen dat dit mogelijk is. Ook van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. mocht dat worden verwacht.

6.29. Daar komt bij dat [appellant zaak1] heeft gesteld dat i) tijdens de looptijd van de fondsen de waarde van Bouwhuis Investments is gestegen, ii) dat de waarde van de activa van Bouwhuis Investments in 2009 een waarde van ruim 4 miljoen euro vertegenwoordigde, iii) dat dit een sterke verbetering van de solvabiliteit ten opzichte van het jaar 2007 heeft opgeleverd en (iv) dat Bouwhuis Investments, indien aangesproken onder de garantie, haar deelnemingen te gelde had kunnen maken. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hebben dit niet gemotiveerd betwist, en daarmee onvoldoende weersproken de stelling van [appellant zaak1] dat de concerngarantie geen lege huls en geen “wassen neus” was (impliciete kwalificaties [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s.) en dat de mededelingen die daarover openbaar zijn gemaakt niet misleidend zijn door daarbij niet de kanttekening is geplaatst plaats (dagvaarding eerste aanleg, randnummer 62) dat de vermogenspositie van Bouwhuis Investments beperkt was. De stellingen van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. over de concerngarantie vormen daarom onvoldoende grondslag voor aansprakelijkheid voor [appellant zaak1] op grond van onrechtmatig handelen en onvoldoende onderbouwd is dat [appellant zaak1] op het moment van verstrekken van de garantie wist of behoorde te weten dat de mededelingen daarover onjuist of onvolledig waren en om die reden misleidend en dat [appellant zaak1] op dat moment behoorde te weten dat voorzienbaar was dat beleggers als [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. nadeel daarvan zouden ondervinden. Het hof neemt daarbij in ogenschouw dat in die tijd vrijwel niemand de vastgoedcrisis zoals die zich na 2008 heeft gemanifesteerd had zien aankomen. Dat de verwachting van [appellant zaak1] was dat het vastgoed zou blijven renderen, zoals hij ter comparitie heeft verklaard, is dan ook niet ongeloofwaardig.

Inleg in de fondsen, intercompany leningen

6.30. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. stellen dat zij zijn misleid, omdat er minder

middelen en vermogen in de fondsen zijn gebracht dan op grond van de verstrekte informatie mocht worden verwacht. [appellant zaak1] heeft aan de hand van een cijfermatige opstelling, onder verwijzing naar het prospectus en de door Deloitte goedgekeurde jaarrekeningen, uiteengezet dat de fondsen vorm hebben gekregen zoals in het prospectus is verwoord en dat de daarin genoemde onroerende zaken zijn aangekocht met de daartoe bestemde middelen. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hebben dat als zodanig niet bestreden. In dat licht hebben [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. onvoldoende onderbouwd dat onvoldoende eigen vermogen in de fondsen zou zijn gestoken, terwijl zij evenmin toereikend hebben onderbouwd i) waarom sprake is van misleiding of anderszins onrechtmatig handelen, ii) het causaal verband met hun schade en iii) welk persoonlijk ernstig verwijt [appellant zaak1] van dit alles valt te maken. Wat betreft het aanhouden van een liquiditeitsreserve: de stellingen van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. die er op neer komen dat gedurende de looptijd van de fondsen steeds en op elk moment een minimum aan liquiditeit van € 250.000,- zou worden aangehouden als een afgescheiden en onveranderlijk vermogensbestanddeel vindt geen steun in de aan [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. verstrekte informatie. Daar staat in dat een liquiditeitsreserve *bij aanvang van de fondsen* zal worden aangehouden. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. moeten redelijkerwijs hebben begrepen, net als een “maatman-belegger”, dat dit een vermogensbestanddeel is, dat is gebaseerd op prognoses en dat aan fluctuaties onderhevig is. Ook hier geldt daarnaast dat [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. onvoldoende hebben onderbouwd dat i) sprake is van misleiding of anderszins onrechtmatig handelen ii) causaal verband bestaat met hun schade en iii) welk persoonlijk ernstig verwijt [appellant zaak1] van dit alles valt te maken.

6.31. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. stellen terecht dat in de informatie waarover zij beschikten geen mededelingen zijn gedaan over vorderingen op en schulden aan groepsvennootschappen zoals Bouw Fonds Holding of aan andere vennootschappen zoals Bouwhuis Vastgoed. In de jaarrekeningen van Bouw State II en III over het jaar 2007 komen die ook niet voor. Met ingang van het boekjaar 2008 is een jaarlijks

toenemende vordering op grond van artikel 2:383 BW op Bouw State Holding opgenomen. Op grond van de toelichting van [appellant zaak1] op die vordering mocht worden aangenomen dat die vordering is ontstaan in verband met de verwerving van de aandelen in Bouw State II en III door Bouw State Holding van Oenema Beheer respectievelijk Bouwhuis Vastgoed. Dat deze lening een andere achtergrond zou hebben is door [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. niet voldoende gemotiveerd gesteld. Van misleiding is aldus geen sprake, omdat deze verwerving in het prospectus is vermeld. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hebben weliswaar het opnemen van de betreffende vordering in de jaarrekeningen vanaf 2008 “opvallend” genoemd (dagvaarding eerste aanleg, 114), maar niet dat dit onjuist is en aan deze kwalificatie is door hen verder geen duiding gegeven of gevolg verbonden.

Onttrekkingen?

6.32. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. verwijten [appellant zaak1] dat er gelden aan Bouw State II en III zijn onttrokken. Volgens [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. zijn er na de vorming van de fondsen gelden uitgeleend, ook aan Bouw State Holding, en zijn die gelden (vervolgens) doorgesluisd naar Bouwhuis Vastgoed, [appellant zaak1] in privé en andere groepsvennootschappen van [appellant zaak1]. [appellant zaak1] heeft deze stellingen bestreden.

6.33. In de in de feiten (in 3.23) geciteerde brief van 18 november 2009 van [appellant zaak1] aan [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] schrijft [appellant zaak1] met zoveel woorden dat er rekening-courant mutaties zijn geweest in de jaren 2008 en 2009; hij verwijst daarvoor naar een bij de brief gevoegd overzicht. In de memorie van grieven bestrijdt [appellant zaak1] niet dat er geldstromen zijn geweest tussen Bouw State II en III, maar wel dat sprake is van rekening-courant posities die zijn terug te voeren op geldleningen: volgens hem gaat hem om betalingen aan crediteuren van Bouw State II en III, waaronder de obligatiehouders die via de holding aan de crediteuren, van Bouw State II en III zijn verricht.

6.34. Uit het bij de brief van 18 november 2009 behorende overzicht blijkt dat per saldo tot aan 31 oktober 2009 een bedrag van € 1.794.488,- door Bouw State II is overgeboekt aan Bouw State Holding en tot aan diezelfde datum per saldo door Bouw State III een bedrag van € 1.582.111,-. De

stelling dat het hierbij feitelijk gaat, zo begrijpt het hof de uitleg van [appellant zaak1] bij dit overzicht, om betalingen aan crediteuren van Bouw State II en III “via de holding” is door [appellant zaak1] niet onderbouwd. Om welke schulden en welke schuldeisers het daarbij is gegaan is niet duidelijk gemaakt. [appellant zaak1] heeft ook niet toegelicht waarom voor deze indirecte manier van betaling is gekozen. Het verweer van [appellant zaak1] dat de fondsen bij aanvang over voldoende middelen beschikten om de onroerende zaken aan te kopen en kosten te voldoen en er geen geld beschikbaar was om uit de huuropbrengsten de door [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. gestelde betalingen te doen overtuigt daarbij niet zonder meer, omdat daarmee niet is verklaard dat kennelijk toch betalingen zijn verricht aan Bouw State Holding.

6.35. Er moet daarom vanuit worden gegaan dat sprake is geweest van betalingen door Bouw State II en III aan Bouw State Holding in de jaren 2008 en 2009, zonder dat sprake is van de daarvoor door [appellant zaak1] aangevoerde redenen. Uit de bevindingen in het kader van de herstructurering van de fondsen volgt verder dat sprake was van vorderingen van Bouw State Holding op Bouw State Vastgoed van ruim 6 miljoen euro, die vervolgens gedurende een periode van twee jaar niet zijn opgeëist. [appellant zaak1] heeft destijds als bestuurder van Bouw State Holding de vorderingen erkend en heeft met het uitstel van betaling ingestemd. [appellant zaak1] bestrijdt de vorderingen als zodanig ook niet. Wel bestrijdt hij dat die vorderingen zijn ontstaan omdat gelden aan Bouw State II en III zijn onttrokken en via Bouw State Holding zijn doorgesluisd naar Bouw State Vastgoed B.V.

6.36. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hebben gesteld dat van dat doorsluizen, niet alleen naar Bouw State Vastgoed, maar ook naar [appellant zaak1] zelf, sprake is. Daarvoor hebben zij gewezen op mutatieoverzichten van de bankrekening van Bouw State Vastgoed, waaruit volgens hen blijkt dat in de periode van 16 juli 2007 tot en met 16 mei 2008 Bouw State Vastgoed € 4.417.000,- van Bouw State Holding heeft ontvangen en € 2.234.250,- heeft betaald, zodat zij per saldo € 2.182.750,- heeft ontvangen. Voor de periode daarna kunnen [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. slechts gissen naar wat er gebeurd is. Daarnaast hebben zij gewezen op een betaling van € 122.750,- van de Stichting Obligatiehouders

Bouw State III aan Bouw State Vastgoed en overboekingen van Bouw State Holding aan [appellant zaak1] zelf. [appellant zaak1] heeft tijdens het pleidooi terecht opgemerkt dat de mutatieoverzichten betrekking hebben op de bankrekening van Bouw State Vastgoed, maar hij heeft daarmee niet inhoudelijk bestreden dat de door [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. genoemde overboekingen kloppen.

6.37. Met het door [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. gestelde is echter vooralsnog onvoldoende bewezen dat de gelden die door Bouw State Holding zijn overgemaakt aan Bouw State Vastgoed afkomstig zijn uit Bouw State II en III. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hebben een specifiek en concreet bewijstaanbod gedaan, zodat zij in beginsel in de gelegenheid moeten worden gesteld dat bewijs te leveren. Op hen rust immers overeenkomstig de hoofdregel van artikel 150 Rv de bewijslast van deze aan hun vorderingen ten grondslag gelegde feiten en omstandigheden.

6.38. Het hof zal hen echter niet toelaten tot deze bewijslevering, omdat het te leveren bewijs niet van belang is voor de uiteindelijke beslissing op hun vorderingen: ook al zouden zij er in slagen te bewijzen dat de betalingen van Bouw State Holding aan Bouw State Vastgoed zijn gedaan met gelden die afkomstig zijn uit Bouw State II en III, dan leidt dat niet tot toewijzing van de vorderingen jegens [appellant zaak1] in privé.

6.39. Naar het oordeel van het hof hebben [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. namelijk onvoldoende feiten en omstandigheden gesteld waaruit kan volgen dat de betalingen aan Bouw State Holding tot gevolg hebben gehad dat Bouw State II en III om die reden niet aan hun verplichtingen hebben kunnen voldoen en, in het verlengde daarvan, dat ten tijde van het verrichten van deze betalingen redelijkerwijs voorzienbaar was voor Bouw State Holding (en [appellant zaak1]) dat die verplichtingen door Bouw State II en III niet zouden kunnen worden nagekomen en dat zij daarvoor geen verhaal zouden bieden en dat [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. dus nadeel daarvan zouden ondervinden. Het hof betreft daarbij dat [appellant zaak1] er op heeft gewezen dat tot en met eind 2009 door de fondsen de verschuldigde rente aan [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. is betaald. Bovendien was in verband met de betaling van de inleg en rente een recht van tweede hypotheek gevestigd op het

vastgoed en een garantie gegeven. Dat is door [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. niet weersproken. Zij hebben in het licht daarvan niet voldoende onderbouwd gesteld dat voorzienbaar was dat in de jaren na 2009 als gevolg van en ten tijde van de betalingen geen rente meer betaald zou worden en dat aan het einde van de termijn waarvoor de obligaties waren uitgegeven voorzienbaar was dat onvoldoende kapitaal zou resteren om de inleg aan [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. terug te betalen. Uit de door [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. overgelegde stukken blijkt ook niet dat de door ING ingezette herstructurering werd ingezet vanwege liquiditeitstekorten als gevolg van betalingen aan groepsvennootschappen. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hebben geen concreet en specifiek bewijsaanbod gedaan dat betrekking heeft op het gevolg van betalingen aan Bouw State Holding en de voorzienbaarheid van de schade die daaruit voor [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. zou kunnen voortvloeien.

6.40. In deze omstandigheden bestaat onvoldoende grond voor aansprakelijkheid van Bouw State Holding als bestuurder van Bouw State II en III en, in het verlengde daarvan van Bouwhuis Investments en van [appellant zaak1] op grond van artikel 2:11 BW.

6.41. Naast aansprakelijkheid van [appellant zaak1] op grond van het leerstuk “bestuurdersaansprakelijkheid” hebben [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. als juridische grondslagen voor die aansprakelijkheid gewezen op de aansprakelijkheid die aan de orde was in het arrest HR 23 november 2012 («JOR» 2013/40, m.nt. Van Andelen Rutten; *red.*), ECLI:NL:HR:2012:BX5881, NJ 2013/302 (Spaanse Villa), zoals nader geduid in HR 5 september 2014, ECLI:NL:HR:2014:2628, en op het leerstuk van de groepsaansprakelijkheid (artikel 6:166 BW). In hetgeen is aangevoerd ziet het hof geen aanleiding om het handelen van [appellant zaak1] niet te toetsen aan de verzwaarde maatstaf die geldt voor bestuurdersaansprakelijkheid: [appellant zaak1] handelde naar het oordeel van het hof als (middellijk) bestuurder en niet tevens in een andere hoedanigheid uit hoofde waarvan hij aansprakelijk zou kunnen zijn. De stelling dat [appellant zaak1] aansprakelijk is op de grondslag van groepsaansprakelijkheid loopt reeds stuk op de omstandigheid dat door [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. onvoldoende is gesteld omtrent voorzienbaarheid van

schade ten tijde van de gedragingen, zijnde de betalingen aan Bouw State Holding en het causaal verband tussen die gedragingen en de schade die [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hebben geleden. Los daarvan, ook voor deze vorm van aansprakelijkheid geldt dat, als het gaat om een bestuurder die wordt aangesproken als lid van een groep waarvan door hem bestuurde vennootschappen de andere deelnemers zijn, zijn handelen moet worden getoetst aan de hogere eisen die gelden voor bestuurdersaansprakelijkheid.

6.42. Het aannemen van aansprakelijkheid van [appellant zaak1] op grond van de afzonderlijke grondslag dat onduidelijkheden en verwarring over uitlatingen over de fondsen niet zijn gecorrigeerd (memorie van antwoord, 4.1.3) acht het hof in het licht van het voorgaande onvoldoende met feiten en omstandigheden onderbouwd.

6.43. Het hoger beroep van [appellant zaak1] slaagt al op voorgaande gronden. De overige grieven hoeven daarom niet afzonderlijk behandeld te worden.

6.44. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hebben in de procedure bij de rechtbank, los van de hiervoor behandelde verwijten, [appellant zaak1] ook nog aansprakelijk gehouden op de grond dat hij samen met [geïntimeerde zaak2] misbruik heeft gemaakt van de trustconstructie. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hebben er in hoger beroep niets meer over aangevoerd. De rechtbank heeft de stellingen van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. als onvoldoende adequaat onderbouwd verworpen. Het hof heeft in hetgeen door [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. is aangevoerd geen aanleiding gevonden om anders te oordelen dan de rechtbank heeft gedaan (ook al geldt niet langer de overweging van de rechtbank dat geen belang bestaat om aansprakelijkheid van [appellant zaak1] op deze grond te beoordelen; [appellant zaak1] is immers niet meer op andere gronden aansprakelijk).

7. De motivering van de beslissingen in hoger beroep in zaak II ([geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s./ [geïntimeerde zaak2])

7.1. Vooraf stelt het hof vast dat [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. bij memorie van grieven – tijdig – hun eis hebben gewijzigd, die – samengevat – is komen te luiden als volgt:

– vernietiging van het vonnis van de rechtbank Noord-Nederland van 13 december 2017, en opnieuw rechtdoende:

– te verklaren voor recht dat [geïntimeerde zaak2] jegens [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. onrechtmatig heeft gehandeld,

– [geïntimeerde zaak2] te veroordelen om aan [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. te betalen een bedrag van € 115.843,41 dan wel een bedrag aan schadevergoeding, op te maken bij staat en te vereffenen volgens de wet,- [geïntimeerde zaak2] in de proceskosten te veroordelen. [geïntimeerde zaak2] heeft tegen de eiswijziging geen bezwaar gemaakt. Het hof ziet ook ambtshalve geen redenen om de eiswijziging niet toe staan wegens strijd met een goede procesorde, zodat het hof over de gewijzigde eis zal beslissen.

7.2. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hebben in het principaal appel zeven grieven geformuleerd. Met grief VII heeft het hof bij de vaststelling van de feiten al rekening gehouden en die grief is daarmee uitgewerkt. De andere zes grieven lenen zich voor gezamenlijke beoordeling.

7.3. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. stellen zich op het standpunt dat [geïntimeerde zaak2] om verschillende redenen onrechtmatig jegens heeft gehandeld en dat hij daarom aansprakelijk is voor de schade die zij daardoor stellen te hebben geleden. Tegen het oordeel van de rechtbank in 7.1 van het vonnis van 13 december 2017 dat [geïntimeerde zaak2] en [appellant zaak1] niet onrechtmatig hebben gehandeld door misbruik te maken van de trustconstructie is niet gegriefd door [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s., zodat daarover in hoger beroep niet meer geoordeeld hoeft te worden.

7.4. Tussen partijen is niet in geschil dat [geïntimeerde zaak2] niet betrokken is geweest bij het opstellen van de bij Bouw State II en III behorende prospectussen en vooraankondigingen. Verwijten aan het adres van [geïntimeerde zaak2] in verband met het openbaar maken van de inhoud daarvan zijn dan ook niet terecht. Wat betreft de concerngarantie stuiten de verwijten aan zijn adres ook af op wat het hof hiervoor in de zaak I over de concerngarantie heeft overwogen, te weten dat die niet misleidend was.

7.5. Het hof volgt [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. ook niet in hun standpunt dat [geïntimeerde zaak2], een bijzondere zorgplicht heeft die hij heeft geschonden. Aan [geïntimeerde

zaak2] kan een bijzondere zorgplicht jegens potentiële beleggers in fondsen als de onderhavige niet worden toegedicht louter omdat [appellant zaak1] hem op basis van zijn reputatie heeft gezocht voorzitter te worden van de Stichting Obligatiehouders in beide fondsen. Niet gesteld of gebleken is immers dat [geïntimeerde zaak2] een maatschappelijke functie had met specifieke of bijzondere deskundigheid op het gebied van beleggingen in vastgoedfondsen, waaraan een dergelijke zorgplicht kan worden ontleend. Ook het optreden van [geïntimeerde zaak2] in het reclamefilmpje en het daarin uitspreken van de tekst “daar kunt u op rekenen!” zijn als zodanig niet misleidend, noch anderszins onrechtmatig. Het moet voor de “maatman-belegger”(zie hiervoor 6.9) redelijkerwijs duidelijk zijn dat hij voor zijn beleggingsbeslissing niet enkel op deze betrekkelijk inhoudsloze mededeling kan afgaan. Of [geïntimeerde zaak2] is te beschouwen als handelaar in de zin van artikel 6:194 BW kan daarbij in het midden blijven. Noch op grond van dat artikel noch op grond van artikel 6:162 BW heeft [geïntimeerde zaak2] jegens [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. met zijn optreden en uitlating in het reclamefilmpje onrechtmatig gehandeld.

7.6. Voor het handelen van [geïntimeerde zaak2] als voorzitter van het bestuur van de Stichting Obligatiehouders Bouw State II en III geldt de norm die het hof heeft geformuleerd in 6.10 en 6.11 voor bestuurdersaansprakelijkheid. [geïntimeerde zaak2] is slechts dan aansprakelijk als voorzitter naast de Stichtingen, indien hem gelet op alle omstandigheden van geval, van het tekortschieten van deze Stichtingen in de nakoming van contractuele verbintenissen jegens [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. of onrechtmatig handelen van die stichtingen een ernstig persoonlijk verwijt valt te maken.

7.7. Zoals de rechtbank in de rechtsoverwegingen 6.5 en 6.7 van het bestreden vonnis terecht heeft geoordeeld hadden de Stichtingen Obligatiehouders II en III op grond van de prospectussen, de obligatievoorwaarden en de trustakte geen toezichthoudende rol, waarbij de stichtingen dienden toe te zien op de juiste naleving van de prospectussen en of dienden toe te zien op de structuur, aankopen en geldstromen binnen de Bouw State fondsen. De taak van de Stichtingen was beperkt in die zin dat zij tot doel hadden om de administratie met betrekking tot de obligatie-

leningen bij te houden, de obligatiehouders te vertegenwoordigen tegenover de fondsen en namens hen diverse rechten uit te oefenen, zoals het innen van renten en uitkeringen, en zekerheidsrechten uit te oefenen. Verdergaande, toezicht houdende taken, zijn aan de stichtingen niet toebedeeld, althans daarover is niets gesteld of gebleken. In die omstandigheden kan, zo al zou kunnen worden geoordeeld dat de stichtingen jegens [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. tekort zijn geschoten of onrechtmatig hebben gehandeld, niet tot het oordeel worden gekomen dat [geïntimeerde zaak2] als voorzitter persoonlijk een ernstig verwijt kan worden gemaakt van dergelijk tekortschieten of onrechtmatig handelen. Het hof heeft daarbij mede betekenis gehecht aan de (niet door [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. weersproken) stelling van [geïntimeerde zaak2] dat hij zich heeft verdiept in de prospectussen en de structuur van de fondsen, zich heeft laten adviseren door accountants van Deloitte, die mede op verzoek van [geïntimeerde zaak2] de prospectussen hebben doorgerekend en beoordeeld op betrouwbaarheid en nadien de jaarrekeningen van de fondsen hebben opgesteld over de jaren 2007 en 2008. Dat wijst niet op onzorgvuldig handelen van [geïntimeerde zaak2].

7.8. Het door [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. aan [geïntimeerde zaak2] gemaakte verwijt dat hij heeft toegestaan dat een onvoorwaardelijke volmacht werd verstrekt aan de Bouw State fondsen om te beschikken over de bankrekeningen van de stichting maakt dit niet anders. Niet gesteld of gebleken is dat [geïntimeerde zaak2] op het moment van het verstrekken van de volmacht wist of behoorde te weten dat daarvan misbruik zou worden gemaakt of dat dergelijk misbruik voorzienbaar was, met niet verhaalbare schade van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. tot gevolg.

Ook het feit dat [geïntimeerde zaak2] zou hebben toegestaan dat gelden aan de fondsen werden onttrokken levert die aansprakelijkheid niet op. Die onttrekkingen staan allereerst niet vast (zie hiervoor 6.35 en 6.36). Daarnaast is onvoldoende gesteld door [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. op grond van welke feiten en omstandigheden [geïntimeerde zaak2] daarover wetenschap had behoren te hebben, en zo ja, op welk moment, en wat hij had kunnen of moeten doen ter voorkoming daarvan. Dat geldt ook voor de vraag of en in hoeverre [geïntimeerde zaak2] wist

of behoorde te weten dat het nakomen van de verplichtingen door de Bouw State fondsen jegens [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. in gevaar zou komen en deze geen verhaal zouden bieden voor de schade die daaruit voor [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. zou ontstaan.

7.9. In de gestelde omstandigheden van het geval ziet het hof onvoldoende grond om [geïntimeerde zaak2] aansprakelijk te houden, in hoedanigheid van voorzitter van het bestuur van de stichtingen, noch pro se op grond van artikel 6:162 of 6:166 BW. Het hof verwijst daarvoor ook naar wat is overwogen in 6.41, laatste volzin.

7.10. Voor zover de grieven van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. in deze zaak mede zijn gebaseerd op wat in zaak I is aangevoerd stranden zij indien zij strijdig zijn met wat het hof in zaak I heeft overwogen en beslist. Ook voor het overige slaagt het hoger beroep van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. niet.

7.11. Aan de voorwaarde voor het incidenteel hoger beroep is niet voldaan, zodat het hof dat niet hoeft te beoordelen. Inhoudelijk zou het in dat beroep aan de orde gestelde ontvankelijkheidsverweer zijn verworpen op de gronden zoals die in 6.3-6.6 in zaak I zijn beschreven.

8. De gevolgen voor de vonnissen van de rechtbank in beide zaken

8.1. Het hof zal in zaak I het vonnis van de rechtbank van 13 december 2017 van de rechtbank vernietigen. Als de in het ongelijk te stellen partij zal het hof in die zaak [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. in de proceskosten van [appellant zaak1] in de procedure bij de rechtbank veroordelen. (...; *red.*).

8.2. In zaak II zal het hof het vonnis waarvan beroep bekrachtigen.

9. De proceskosten in hoger beroep

9.1. Wat betreft de kosten voor de procedure in hoger beroep zal het hof [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. veroordelen in de proceskosten, zowel die van [appellant zaak1] als die van [geïntimeerde zaak2]. (...; *red.*) Voor een proceskostenveroordeling in verband met het voorwaardelijk incidenteel hoger beroep in zaak II ziet het hof geen grond.

9.2. Het hof zal ook de door [appellant zaak1] gevorderde wettelijke rente over de proceskosten en de nakosten, met wettelijke rente, toewijzen zoals

hierna vermeld. [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. hebben die vordering als zodanig niet bestreden. [geïntimeerde zaak2] heeft een veroordeling van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. om dergelijke kosten aan hem te vergoeden niet gevorderd.

9.3. Het hof zal [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. tot slot veroordelen om aan [appellant zaak1] terug te betalen wat hij op grond van het nu te vernietigen vonnis aan hen heeft voldaan. Ook die vordering is door [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. niet bestreden.

10. De beslissing

Het hof, recht doende in hoger beroep:

In zaak I ([appellant zaak1]/[geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s.) 200.233.661/01

– vernietigt het vonnis van de rechtbank Noord-Nederland van 13 december 2017 en doet opnieuw recht;

– wijst de vorderingen van [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. af;

– veroordeelt [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. om aan [appellant zaak1] terug te betalen wat hij op grond van de vernietigde vonnissen van de rechtbank aan hen heeft betaald, te meerderen met de wettelijke rente vanaf dag van betaling tot aan de dag van terugbetaling;

– veroordeelt [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. in de kosten van beide instanties (...; *red.*);

– veroordeelt [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. in de nakosten (...; *red.*);

In zaak II ([geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s./[geïntimeerde zaak2]) 200.234.024/01

– bekrachtigt het vonnis van de rechtbank Noord-Nederland van 13 december 2017;

– veroordeelt [geïntimeerden zaak1/appellanten zaak2] c.s. in de kosten van het hoger beroep (...; *red.*);

In zaak I en zaak II

– verklaart dit arrest voor zover het de hierin vermelde veroordelingen betreft uitvoerbaar bij voorraad;

– wijst het meer of anders gevorderde af.

NOOT

1. Het draait in deze uitspraak om de vastgoedfondsen Bouw State II en III, die vanaf 2007 obligaties van € 50.000 per lening hebben uitgege-

ven aan beleggers. Volgens de prospectussen was het doel van de fondsen om door aankoop, verhuur en verkoop van nationaal en internationaal vastgoed een vast rendement te realiseren op de obligaties. Na de economische crisis vallen de fondsen in 2013 om en blijken de obligaties waardeloos. Twee particuliere beleggers, een timmerman en zijn echtgenote, stellen onder meer de bestuurder van de fondsen aansprakelijk, omdat zij de uitlatingen in de media en de prospectussen misleidend vinden. In een eerdere zaak over het Bouw State V-fonds bleef dat verwijt van een claimstichting aan dezelfde bestuurder tot aan de Hoge Raad zonder resultaat (ECLI:NL:HR:2019:448). In deze zaak, waarin de feitelijke grondslag van de verwijten verschilt, stelt de rechtbank de beleggers wél in het gelijk, maar vernietigt het hof de veroordeling van de bestuurder tot terugbetaling van de inleg aan de beleggers.

2. Tussen de partijen staat niet ter discussie dat een wettelijke verplichting voor Bouw State II en III ontbrak om een openbaar prospectus uit te geven, zoals destijds opgenomen was in hoofdstuk 5.1 van de Wft (oud) en per 21 juli 2019 is vastgelegd in de rechtstreeks werkende Prospectusverordening (Verordening 2017/1129). Hoewel deze wetgeving alleen geldt voor het aanbieden van effecten aan het publiek of toelating van effecten tot de beurs, werken de daarin genoemde normen ook door in de civielrechtelijke vraag of een prospectus misleidend is, zoals tot 2008 algemeen werd geregeld in art. 6:194 BW (oud) en vanaf 2008 specifiek is geregeld in art. 6:194 BW (nieuw) voor misleidende reclame (bij zakelijke beleggers) en art. 6:193a-j BW voor de oneerlijke handelspraktijk (bij particuliere beleggers). Deze vraag over misleiding zal ook bij de vordering tegen een bestuurder eerst beantwoord moeten worden.

3. Art. 6:194 en 6:193a-j BW hanteren dezelfde systematiek: de belegger moet aantonen dat het prospectus onjuiste of onvolledige mededelingen bevat, die de beleggingsbeslissing van de geobjectiveerde "maatman-belegger" materieel kan beïnvloeden. Richt het prospectus zich tot zowel particuliere als zakelijke beleggers, dan wordt de gemiddelde particulier tot uitgangspunt genomen als maatman-belegger («JOR» 2008/209, m.nt. De Jong (*Boer/TMF*) r.o. 4.2). Voor het vaststellen van aansprakelijkheid is niet vereist dat de belegger ook aantoonde dat hij het

prospectus daadwerkelijk heeft gelezen («JOR» 2010/43, m.nt. Frielink (*World Online*) r.o. 4.10.4). Vervolgens zal beoordeeld moeten worden of de bestuurder van de misleiding een ernstig verwijt treft, omdat de wettelijke bewijslastomkering in art. 6:193j en art. 6:195 BW in afwijking van art. 150 Rv voor de onrechtmatigheid (lid 1) en de toerekenbaarheid (lid 2) niet geldt. Voor een rechtstreekse toetsing aan deze regelingen bestaat namelijk geen ruimte bij de bestuurder die in zijn functie heeft gehandeld (vgl. J.R. Hurenkamp, 'Bestuurdersaansprakelijkheid voor een misleidend prospectus – een (nieuwe) tussenstand?', *MvO* 2019/10.2). Bij het causaal verband tussen de misleiding en de schade kan de rechter vervolgens het vermoeden tot uitgangspunt nemen dat het *condicio sine qua non*-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing tot aankoop van de effecten (al dan niet tegen andere voorwaarden) aanwezig is. Pas ná deze vaststelling van aansprakelijkheid komen dan de concrete omstandigheden waarin de belegger verkeert alsnog in beeld bij de begroting en toerekening van de *omvang* van de schade (art. 6:97 en art. 6:98 BW) volgens de "gewone" bewijsregels (*World Online*, r.o. 4.11.1).

4. De concrete toets op welke informatie de beleggers wel of niet hebben vertrouwd, komt volgens de hoofdregel dus pas aan bod bij de begroting van de schade. Niettemin vangen zowel de rechtbank als het hof hun oordeel daarmee aan. Zij stellen namelijk eerst vast welke informatie de beleggers hebben geraadpleegd: de beleggers hebben na het zien van het televisieprogramma *Business Class* het prospectus over Bouw State I opgevraagd, waarop inschrijving door grote belangstelling niet meer mogelijk was. Dat was nog wel mogelijk bij Bouw State II en III "tegen dezelfde condities en voorwaarden" volgens de vooraankondigingsbrochures die de beleggers ontvingen. Hierop schreven de beleggers zich met hun gehele oudedagsvoorziening in op deze fondsen, nog voordat zij de prospectussen over Bouw State II en III hadden ontvangen. In deze gang van zaken ziet de rechtbank voldoende aanleiding om de prospectussen over Bouw State II en III op misleiding te toetsen, terwijl het hof de toets beperkt tot de uitlatingen in het televisieprogramma *Business Class* en het prospectus over Bouw State I waarover de beleggers wél beschikten.

5. De reden dat de rechtbank en het hof hun toets in feite achterstevoren beginnen, is dat de bestuurder het specifieke verweer had gevoerd dat de beleggers ten tijde van hun deelnamebeslissing nog niet beschikten over de prospectussen over Bouw State II en III. Omdat de beleggers in deze zaak schadevergoeding vorderden, was de vraag op welke informatie zij wel of niet hadden vertrouwd daarmee een toets die hoe dan ook zou volgen in de procedure. Het kan dan de proces-economie dienen om met deze vaststelling te starten, zodat vervolgens nog enkel de informatie waarop daadwerkelijk is vertrouwd en tot schade heeft geleid, inhoudelijk getoetst hoeft te worden op de misleiding en het ernstig verwijt aan de bestuurder. De vraag of een prospectus dat men niet heeft geraadpleegd, misleidend is, kan dan bij gebrek aan belang al sneuvelen (art. 3:303 BW). Omdat de informatie in het prospectus over Bouw State I dat het hof toetst, genoeg gelijkluidend is aan de informatie in de prospectussen over Bouw State II en III die de rechtbank toetst, leidt dat overigens in deze zaak inhoudelijk gezien niet tot een andere materiële beoordeling.

6. Het is de vraag of het achterstevoren starten met deze toets meer in het algemeen kan worden aanvaard. Hoewel dat de proces-economie in individuele procedures kan dienen, kan dat op lange termijn averechts uitwerken in de rechtspraak. Men zou dan gestimuleerd kunnen worden om nog uitsluitend – zoals in *World Online* – namens een collectieve groep beleggers ex art. 3:305a BW te procederen en/of te volstaan met de vordering tot een verklaring voor recht over de onrechtmatigheid, waarna de zaak in de regel wordt geschikt en men aan de individuele schadebegroting – waaronder de vaststelling of de informatie wel of niet geraadpleegd is – niet meer toekomt. Bovendien is het maar de vraag of die enkele vaststelling of informatie wel of niet geraadpleegd is vóór een deelnemingsbeslissing steeds afdoende is om de informatie niet te hoeven toetsen. Het kan immers zo zijn dat beleggers indirect op de informatie hebben vertrouwd, bijvoorbeeld omdat de informatie een breed vertrouwen onder het belegend publiek heeft gewekt, waarop de belegger is afgegaan en/of die de beurskoers heeft beïnvloed. Of wanneer het een "zittende" belegger betreft, aan wie de kans is ontnomen om op basis van de betreffende informatie (of daaruit voortvloeiende ontwikkelin-

gen in de markt) te besluiten om zijn belegging wel of niet aan te houden. Bij beursgenoteerde beleggingen doen die situaties zich al gauw voor. Daarvoor blijven de standaardregels uit World Online dus van groot belang, om de bescherming van de belegger niet illusoir te maken. Dat is in deze zaak – een “besloten” belegging in vastgoedfondsen zonder dergelijke direct openbare (prijz)ontwikkelingen in de markt – niet aan de orde, waardoor men zich kan afvragen in hoeverre die standaardregels uit World Online steeds een-op-een moeten gelden voor dit soort niet-openbare prospectussen over beleggingen in vastgoed.

7. De rechtbank komt vervolgens bij de beoordeling van de informatie tot het oordeel dat de bestuurder aansprakelijk is voor de schade van de beleggers. Volgens de rechtbank is van investeringen in een vastgoedportefeuille, zoals de prospectussen Bouw State II en III vermelden, geen sprake. Het gaat in werkelijkheid om het verstrekken van obligatieleningen (voor aandelentransacties en *intercompany* financiering), waarbij de prospectussen onvoldoende de risico's vermelden die daarmee samenhangen. Bij dat oordeel speelt een belangrijke rol dat het in de prospectussen geschetste beeld is dat wordt geïnvesteerd in getaxeerd en met zekerheden gedekt (gefinancierd) vastgoed, met de vermelding van het potentiële rendement, hetgeen wezenlijke onderdelen zijn waarop de maatman-belegger zijn beleggingsbeslissing zal baseren. Daarnaast liepen de beleggers grotere risico's dan werd voorgespiegeld, omdat de liquide middelen, garanties en het eigen vermogen te laag waren om verliezen op te vangen, of zelfs ontbraken. Verder acht de rechtbank het afgeven van de concerngarantie (in werkelijkheid een “lege huls”) door de bestuurder aan de beleggers misleidend en van materieel belang voor de beleggingsbeslissing. De rechtbank concludeert dat de bestuurder ernstig verwijtbaar heeft gehandeld, omdat hij bij het uitgeven van de prospectussen en de concerngarantie al wist of behoorde te weten dat die informatie te rooskleurig was en beleggers op het verkeerde been zou zetten. Dit geponde verwijt aan de bestuurder *ten tijde van* de uitgifte van het prospectus verschilt van de eerdergenoemde zaak over het Bouw State V-fonds (ECLI:NL:HR:2019:448), waarin de bestuurder door de claimstichting vooral werd verweten hoe hij *ná* uitgifte van het prospectus het vastgoed-

project had aangekocht en aangestuurd, waardoor de vordering hoofdzakelijk op *hindsight bias* onderuit ging.

8. Na de vaststelling van de misleiding neemt de rechtbank het eerdergenoemde causaliteitsvermoeden uit World Online tot uitgangspunt tussen de misleidende informatie en de beleggingsbeslissing. De rechtbank, die bij de toets van misleiding nog in het midden liet óf de prospectussen over Bouw State II en III vóór de deelnemingsbeslissing waren geraadpleegd, gebruikt dit vermoeden voor haar opvolgende oordeel dat de beleggers zonder de misleiding niet waren ingestapt én hun schade daarmee bestaat uit de volledige inleg. Dit laatste oordeel is in mijn ogen te kort door de bocht, omdat bij de *omvang* van de schade zoals gezegd wél relevant is op welke informatie *concreet* is vertrouwd door de belegger volgens de “gewone” bewijsregels. En dat leek hier niet het geval, omdat de beleggers enkel over het prospectus over Bouw State I beschikten toen zij besloten tot hun inleg. Daarvoor biedt het causaliteitsvermoeden dan geen remedie. De rechtbank had haar oordeel evenwel kunnen stoelen op de overweging dat de inhoud van de prospectussen onderling niet verschilde zodat het prospectus Bouw State I – die dezelfde misleidende informatie omvatte – de beleggingsbeslissing in dit geval *concreet* heeft beïnvloed door de mededeling in de vooraankondigingsbrochures dat de prospectussen Bouw State II en III qua voorwaarden gelijk zouden zijn. Deze *concrete* toets bij de schadebegroting past de rechtbank overigens wél toe bij de opvolgende verwerping van het verweer van de bestuurder dat de beleggers zonder de misleiding elders zouden hebben belegd en hun inleg ook zouden zijn kwijtgeraakt. Dat verweer acht de rechtbank niet aannemelijk, omdat de twee particuliere beleggers geen beleggingservaring of -achtergrond hebben.

9. Het hof vangt het oordeel aan met de uitdrukkelijke vaststelling dat de beleggers enkel op het prospectus van Bouw State I en de mededelingen in het televisieprogramma *Business Class* zijn afgegaan. Het besluit tot deelname staat enkel met die informatie in causaal verband, zodat het hof de toetsing – anders dan de rechtbank – tot enkel die informatie beperkt, waartegen overigens geen grief was gericht. Dat laat zich dus goed verklaren. Het hof komt vervolgens tot de afwijkende conclusie dat geen sprake is van mis-

leiding. De uitspraken van de bestuurder in het televisieprogramma dat sprake is van *“een gegarandeerd rendement”* en dat hij zich garant stelt voor de uitbetaling aan de obligatiehouders, zijn van algemene aard, subjectief en in een promotionele context gedaan. Het hof acht dat onvoldoende voor misleiding, omdat de *“omzichtige opererende en oplettende belegger zal voor een verantwoorde beslissing om deel te nemen in de fondsen meer informatie vragen (...) en niet enkel afgaan op een dergelijk interview en een film-pje.”* Omdat men zich in dit televisieprogramma ook richt tot particuliere beleggers, is die maatman-belegger als ondergrens de maatstaf. Het hof neemt dus aan dat die gemiddelde particuliere belegger dit soort wervende informatie moet kunnen doorzien.

10. Vervolgens komt het hof tot het oordeel dat de inhoud van het prospectus over Bouw State I ook niet misleidend is. Anders dan de rechtbank oordeelt over de gelijklopende prospectussen over Bouw State II en III, oordeelt het hof dat de inhoud van het prospectus voldoende duidelijk is en aansluit op de realiteit van de omschreven investeringen. Wat betreft de concerngarantie oordeelt het hof dat die weliswaar op een gegeven moment niet meer liquide bleek, maar dat ten tijde van de uitgifte van het prospectus daar nog niets op wees en in de aanloop naar het prospectus de waarde van de fondsen juist steeg. Bovendien zou de maatman-belegger na een zorgvuldige lezing hebben begrepen dat de garantie geclausuleerd was en niet zonder risico's. Ik vraag mij af of het hof hier nog steeds de juiste maatman-belegger op het oog heeft, de particulier als ondergrens, gezien de expertise en ervaring die een belegger nodig zal hebben om dit soort ingewikkelde constructies zelf te kunnen doorgronden. Daarbij sneuvelen de verwijten in deze zaak – net zoals in Bouw State V (ECLI:NL:HR:2019:448) – dus deels op *hindsight bias*, waar het hof overweegt dat niemand de vastgoedcrisis destijds heeft zien aankomen en deze concerngarantie geen soelaas meer bood. Dat is terecht, want het intreden van die crisis en ineenstorten van de vastgoedmarkt kunnen een prospectus niet met terugwerkende kracht misleidend doen zijn bij uitgifte. Tot slot wijst het hof het verwijt dat sprake is geweest van onttrekkingen af, omdat – als daarvan al sprake is geweest – onvoldoende onderbouwd is dat de bestuurder daarvan een ernstig verwijt treft.

11. Waar het hof de toetsing van de causaliteit correct toepast, kan ik het oordeel van de rechtbank dat de informatie voor deze twee particuliere beleggers misleidend was, ook goed begrijpen. De informatie was ingewikkeld en niet *“rechttoe rechtaan”*, wat bij een actieve werving onder particuliere beleggers wel het geval zou moeten zijn. Dat de misleiding mogelijk van onvoldoende kaliber is om de bestuurder een ernstig verwijt te maken, waar het hof bij de toetsing niet meer aan toekomt, was in mijn ogen dan ook een betere afwijzingsgrond geweest.

mr. J.R. Hurenkamp
advocaat bij Wijn & Staal te Utrecht

177

Toezicht op accountants en beroep op zwijgrecht bij boeteoplegging

Rechtbank Rotterdam
21 februari 2020, zaaknr. ROT 19/1076,
ECLI:NL:RBROT:2020:1506
(mr. Vrolijk, mr. Van Spengen, mr. Neuwahl)
Noot mr. V.H. Affourtit

Bestuurlijk boete wegens niet voldoen aan norm van beheerste en integere uitoefening van accountantsbedrijf. Beroep op zwijgrecht uitsluitend voor statutair bestuurders. Matiging boete in verband met overschrijding termijn voor beslissing over oplegging boete.

[Wta art. 21; Bta art. 32]

Het is niet in geschil dat de verklaringen onder dwang zijn afgelegd en dat de cautie achterwege is gebleven. Omdat bij boeteoplegging aan een rechtspersoon het zwijgrecht volgens de AFM slechts aan de bestuurders van de rechtspersoon toekomt, heeft de AFM alleen de verklaringen van de bestuurders van [eiseres] van het bewijs uitgesloten.

Uit de uitspraak van de ABRvS 27 juni 2018 (ECLI:NL:RVS:2018:2115) volgt dat de cautieplicht niet geldt bij het horen van werknemers van een rechtspersoon. Dit heeft de Afdeling recent nog eens bevestigd in haar uitspraken van 21 augustus 2020.