

Zaaknr: 18/00379
Zitting: 8 februari 2019

mr. M.H. Wissink
Conclusie in de zaak van:

Claimstichting Bouwstate V,
advocaat: mr. J.H.M. van Swaaij

tegen

1. H. Wiegel
2. J.E.M. Bouwhuis,
advocaat: mr. K. Aantjes

1. Inleiding

- 1.1 Eiseres tot cassatie in het principale beroep zal hierna worden aangeduid als de Claimstichting. Verweerder in het principale beroep onder 1 (die voorzitter was van de Stichting Obligatiehouders Bouw State V) wordt verder aangeduid als de Voorzitter en verweerder onder 2 (die middellijk bestuurder was van Bouw State V B.V.) als de Bestuurder. Beide verweerders in het principale beroep tezamen zullen ook worden aangeduid als Verweerders. De aan de Bestuurder gelieerde vennootschappen worden hierna aangeduid als B. vennootschappen of als de B. Groep.
- 1.2 Deze zaak betreft obligatiehouders, vertegenwoordigd door de Claimstichting, die hebben geïnvesteerd in het vastgoedfonds Bouw State V dat door de Bestuurder werd geïnitieerd en bestuurd. De Voorzitter diende als voorzitter van de Stichting Obligatiehouders Bouw State V de belangen van de obligatiehouders te behartigen. De obligatiehouders hebben hun inleg (nagenoeg) verloren. De zaak spitst zich toe op een investering in Spaans vastgoed in de periode 2008-2009. De Claimstichting heeft aangevoerd dat het door het fonds uitgegeven prospectus misleidend was, dat de Bestuurder en de Voorzitter onrechtmatig hebben gehandeld jegens de obligatiehouders, en dat zij daarvoor jegens de obligatiehouders aansprakelijk zijn zowel als (middellijk) bestuurder (van het fonds Bouw State V respectievelijk de Stichting Obligatiehouders) als in privé (pro se). Het hof heeft de Claimstichting op een aantal punten gelijk gegeven, maar, anders dan de rechtbank, geoordeeld dat er geen aansprakelijkheid is en de vorderingen daarom afgewezen. Het principale cassatiemiddel van de Claimstichting voert tegen het arrest van het hof vooral

motiveringsklachten aan. Verweerders hebben voorwaardelijk incidenteel cassatieberoep ingesteld. Het principale beroep slaagt naar mijn mening niet. Het incidentele beroep behoeft daarom niet behandeld te worden.

2. Feiten

- 2.1 In het bestreden arrest heeft het hof, voor zover in cassatie van belang, de volgende (soms samengevat weergegeven) feiten vastgesteld.¹

Het fonds Bouw State V

- 2.2 De besloten vennootschap Bouw State V B.V. (hierna: Bouw State V) is een op 8 mei 2008 opgericht beleggingsfonds dat belegt in onroerend goed. Enig aandeelhouder en bestuurder van Bouw State V is Bouw State Holding II B.V. (hierna: Bouw State Holding II). Enig aandeelhouder en bestuurder van Bouw State Holding II was tot 15 maart 2010 (afgekort) B. Investments II B.V. Enig aandeelhouder en bestuurder van B. Investments II B.V. is de Bestuurder
- 2.3 De uitgifte van obligaties door Bouw State V is een initiatief van (afgekort) B. Vastgoed B.V., waarvan de Bestuurder oprichter en enig aandeelhouder is. De belangen van de obligatiehouders van Bouw State V worden vertegenwoordigd door de Stichting Obligatiehouders Bouw State V, waarvan de Voorzitter bij de oprichting is benoemd tot voorzitter. De Bestuurder was middellijk aandeelhouder en bestuurder van in totaal zes vastgoedfondsen, waaronder Bouw State V. De Voorzitter heeft een prominente rol gespeeld bij de verkoop van obligaties ten behoeve van de Bouw State-fondsen, onder meer door op te treden in een reclamespotje. Voorts is hij al bestuurder opgetreden van de Stichting Obligatiehouders Bouw State V.
- 2.4 Bouw State V heeft op 1 juni 2008 een prospectus uitgegeven. Hierin staat vermeld, voor zover van belang:

"(...)

"Doelstelling

Het doel van Bouw State V is door de aankoop, exploitatie en verkoop van vastgoed, (...) een vast beleggingsrendement ten behoeve van de obligatiehouders te realiseren. (...)

De objecten

Ten behoeve van Bouw State V BV en Bouw State Spanje V SL zal een vijftal objecten aangekocht worden. De objecten bevinden zich in de plaatsen Kerkrade, Moordrecht, Helmond, Deventer en Ibiza (ES). De aankoop prijs van de objecten, exclusief overdrachtsbelasting en verwervingskosten, bedraagt € 17.814.984. De totale huuropbrengst voor het eerste jaar bedraagt € 1.394,157. (...)

¹ Gerechtshof Arnhem-Leeuwarden, locatie Leeuwarden, 24 oktober 2017, ECLI:NL:GHARL:2017:9213.

Financiering

De Nederlandse objecten van Bouw State V B.V. zullen worden gefinancierd door middel van een hypothecaire financiering bij SNS Property Finance voor 71% van de getaxeerde waarden. Het restant zal worden gefinancierd door middel van de obligatielening, welke een maximale omvang van € 7.750.000 zal hebben.

(...)

2.13 Risico gerelateerd aan het hypotheekrecht op basis van de Parallel Debt

Uit hoofde van de obligatielening van Bouw State V BV heeft iedere Obligatiehouder een vordering op Bouw State V BV. Tot zekerheid van de nakoming van haar verplichtingen jegens de Obligatiehouders uit hoofde van deze obligatielening, heeft Bouw State V BV een hypotheekrecht (tweede in rang) gevestigd op het vastgoed in Nederland dat Bouw State V BV in eigendom heeft verkregen. Tevens heeft Bouw State V BV een eerste hypotheekrecht verkregen op het Spaans onroerend goed. Vanwege het grote aantal Obligatiehouders is besloten (...) het eerste hypotheekrecht op het Spaans onroerend goed te vestigen, respectievelijk te verpanden ten behoeve van de Stichting, die (...) de belangen van de Obligatiehouders behartigt.

(...)

8. DE BELEGGINGEN

(...)

Bouw State V BV en Bouw State Spanje V SL zullen per 12 juni 2008 juridisch eigenaar worden van de objecten. De objecten zijn alle verkregen van externe partijen. Er is geen sprake van transacties met gelieerde en/of verbonden partijen. (...)"

- 2.5 In bijlage IV van het prospectus zijn de obligatievoorwaarden opgenomen. Bijlage VII van het prospectus is een kopie van de akte van oprichting van de Stichting Obligatiehouders. Bijlage VIII van het prospectus is een kopie van de trustakte.
- 2.6 Door het ondertekenen van een deelnameformulier hebben de obligatiehouders zich verplicht om obligaties van Bouw State V aan te kopen en hebben zij verklaard volledig bekend te zijn en akkoord te gaan met de inhoud van het prospectus en de bijlagen. Ook hebben zij door ondertekening van voornoemd formulier een onherroepelijke volmacht verleend aan de Stichting Obligatiehouders, 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.
- 2.7 Van de Stichting Obligatiehouders is de Voorzitter tot 14 maart 2013 bestuurder geweest. Hij ontving daartoe een vergoeding van € 50.000,- per jaar. De Voorzitter was als zodanig benoemd door de bestuurder van Bouw State V. Tot 22 februari 2010 heeft hij als enig bestuurder van de Stichting Obligatiehouders gefunctioneerd. De Voorzitter heeft als bestuurder van de Stichting Obligatiehouders aan Bouw State V een volmacht gegeven om over de bankrekening van de Stichting Obligatiehouders te beschikken.
- 2.8 De obligaties zijn rond 12 juni 2008 uitgegeven. Naast het bedrag van € 50.000,- per obligatie diende tevens een bedrag van € 1.500,- per obligatie aan uitgiftekosten te worden betaald.

Het onroerend goed op Ibiza

- 2.9 Reeds in 2007, vóór de oprichting van Bouw State V, heeft de Bestuurder de (nog in aanbouw zijnde) penthouses op Ibiza, zoals vermeld in het prospectus, gekocht. De Bestuurder was in die tijd bezig met het oprichten van de verschillende Bouw State-fondsen, waar hij vastgoed voor wilde verwerven. De Bestuurder heeft voor de aankoop van de penthouses te Ibiza drie koopovereenkomsten gesloten met drie verschillende partijen, die op hun beurt elk een koopovereenkomst hadden gesloten met de projectontwikkelaar Valor Real. Gedurende de bouw van de penthouses berustte de eigendom van de penthouses bij Valor Real. Valor Real had ten behoeve van de bouw van de penthouses een bouwkrediet verkregen van de Spaanse Bank BBVA. Tot zekerheid voor de terugbetaling van het bouwkrediet heeft de Spaanse Bank een hypotheekrecht naar Spaans recht verkregen op de - nog te bouwen - penthouses.
- 2.10 De Bestuurder heeft op 7 september 2007 vanaf zijn privébankrekening € 224.582,- betaald aan de eerste koper van Penthouse 28, die dit voor € 922.911,38 had gekocht van Valor Real. De Bestuurder heeft op 31 oktober 2007 vanaf de bankrekening van B. Vastgoed B.V. € 642.499,36 betaald aan de eerste koper van Penthouse 30, die dit voor € 720.313,30 had gekocht van Valor Real. De Bestuurder heeft op 10 september 2007 € 40.000,- contant en € 178.710,- vanaf zijn privébankrekening betaald aan de eerste koper van Penthouse 31, die dit voor € 1.091.400,- had gekocht van Valor Real, en vanaf zijn privébankrekening € 54.570,- aan Valor Real betaald.
- 2.11 Bij e-mailbericht van 8 februari 2008 heeft Valor Real aan de Bestuurder geschreven, onder meer, *"that the state of building was slightly behind schedule"* en *"we calculate that the signing at the notary can take place from 20th of June 2008 on."*
- 2.12 Op 19 juni 2008 heeft Valor Real per e-mail aan de Bestuurder geschreven, onder meer, *"Unfortunately we have to inform you that once again a delay is arose (...) I can therefore confirm herewith that we can signing at the notary from 19 July 2008."*
- 2.13 De Bestuurder heeft de obligatiehouders vervolgens laten informeren dat de levering van de penthouses op Ibiza omstreeks 20 juli 2008 zou plaatsvinden. De penthouses waren rond die datum echter niet gereed. Valor Real heeft nadien nogmaals meerdere keren aan de Bestuurder laten weten dat de penthouses gereed waren voor oplevering, terwijl daarvan in werkelijkheid geen sprake was. Voor de verhuur van de nieuwbouwwoningen moest een vergunning worden verkregen. Vanwege bouwgebreken en het feit dat de penthouses nog niet af waren, kon het voor de

afgifte van die vergunning benodigde certificaat van voltooide bouw niet worden aangevraagd. Voorts was Valor Real inmiddels in financiële moeilijkheden komen te verkeren, waardoor de afbouw van de penthouses in gevaar dreigde te komen.

- 2.14 De eerste vergadering van de obligatiehouders van Bouw State V heeft op 4 december 2008 plaatsgevonden, in aanwezigheid van de Bestuurder en de Voorzitter. Blijkens het verslag van de vergadering heeft een obligatiehouder de volgende vraag gesteld:

"2. Worden er uitsluitend verhuurde objecten aangekocht of ook leegstand en project ontwikkeling?
De [Bestuurder] geeft antwoord: Nee er wordt geen projectontwikkeling en/of leegstaande objecten aangekocht."

- 2.15 Bij aanvang 2009 waren de penthouses nog steeds niet opgeleverd, terwijl het faillissement van Valor Real dreigde. Er was reeds voor meer dan een miljoen euro uitgegeven voor aanbetalingen en kosten en het fonds was nog steeds verstoken van huurinkomsten uit de Spaanse appartementen. De Bestuurder heeft toen als middellijk bestuurder van het fonds met de Voorzitter als bestuurder van de Stichting Obligatiehouders gesproken over het voorgenomen besluit tot overname van het project van Valor Real inclusief diens bouwkrediet (met het daaraan verbonden eerste recht van hypotheek) van bijna 1,2 miljoen euro bij de BBVA Bank. De Voorzitter heeft daarmee op 10 maart 2009 namens de Stichting Obligatiehouders ingestemd en het besluit is tot uitvoering gebracht.

- 2.16 Als gevolg van de overname van het project ten aanzien van de drie penthouses zijn er op 30 maart 2009, 7 mei 2009 en 30 oktober 2009 leveringshandelingen verricht ten behoeve van Ibiza Penthouse Holding SL [dit is de Spaanse vennootschap die later is genoemd Bouw State Spanje V SL,² zoals vermeld in het prospectus. Zij wordt in het arrest ook aangeduid als Bouw State V SL³ en Bouw State V Holding SL⁴; A-G] - nog voordat de penthouses gereed waren - en werd het krediet van Valor Real overgenomen door schuldovernemings. Schuldovernemings heeft eveneens plaatsgevonden in maart, mei en oktober 2009 door het aangaan van indeplaatsstellingsovereenkomsten, waarbij Ibiza Penthouse Holding SL de plaats van Valor Real als schuldenaar van de Spaanse Bank BBVA overnam. Het door de Spaanse Bank BBVA verkregen recht van eerste hypotheek op de penthouses is ongewijzigd gebleven. De overgenomen hypotheekschuld bedroeg € 418.366,83 voor penthouse 28, € 370.558,62 voor penthouse 30 en € 408.959,33 voor penthouse 31, in totaal een bedrag van € 1.197.884,70.

² Rov. 5.2.7.

³ Rov. 5.2.7.

⁴ Rov. 2.8 onder het kopje "Projectontwikkeling?".

2.17 Begin 2009 is de Bestuurder gescheiden. De advocaat van zijn echtgenote heeft de B. Groep vervolgens in de media beschuldigd van fraude, wat later door de voorzieningenrechter in de rechtbank Amsterdam als onrechtmatig is gekwalificeerd.

2.18 Op 9 november 2009 heeft in aanwezigheid van de Bestuurder en de Voorzitter een vergadering van obligatiehouders plaatsgevonden. In het verslag staat vermeld, voor zover hier van belang:

"2. Toelichting algemeen door de [Bestuurder]
 (...) Het negatieve eigen vermogen komt voort uit een geconsolideerde balans wat opgemaakt is voor het echtscheidingsdossier. De vermogenspositie is ernstig aangetast door de economische crisis en al hetgeen wat heeft plaatsgevonden
 4. (...) Vanuit de zaal komt er een vraag over de besturen van de verschillende stichtingen van de Bouw State Obligatiefondsen. (...) De [Voorzitter] bevestigt dat er inderdaad per stichting een bestuur is, maar deze komt met name in actie als er een heel groot probleem is in een van die fondsen en dat is tot nu toe niet gebeurd. (...)"

2.19 Vanaf november 2009 zijn er geen rentebetalingen meer gedaan aan de obligatiehouders.

Herstructurering en afwikkeling van het fonds Bouw State V

2.20 De banken hebben nadien aan de continuering van de financiering van de B. Groep een eis verbonden, namelijk de aanstelling van een interim-bestuurder. De B. Groep is vervolgens geherstructureerd. De herstructurering is geëffectueerd met het nemen van een herstructureringsbesluit door de besturen van de Stichtingen Obligatiehouders Bouw State Fondsen I tot en met VI op 2 februari 2010 op grond van artikel 10.4 van de trustakte. Het besluit is namens de Stichting Obligatiehouders Bouw State V door de Voorzitter genomen. In het kader van de herstructurering zijn de aandelen in Bouw State Holding en Bouw State Holding II overgedragen aan de Stichting Administratiekantoor Bouw State Beheer (hierna: STAK), waarin de Bestuurder geen zeggenschap heeft. De Bestuurder heeft afstand gedaan van alle functies en bevoegdheden binnen de Bouw State Fondsen en binnen de Bouw State Holdings. Capita Fiduciary is benoemd tot bestuurder van de vastgoedfondsen. Verder is besloten om de vorderingen van de Bouw State Fondsen en de obligatiehouders op de vennootschappen van de B. Groep gedurende twee jaar buiten incasso te stellen.

2.21 In het verslag van de op 26 oktober 2010 gehouden vergadering van de obligatiehouders van Bouw State V staat onder meer vermeld: *"De voorzitter licht aan de hand van een presentatie de situatie rond het fonds toe. (...) De hogere financieringslasten in combinatie met lagere huurinkomsten en ontbreken van reserves heeft geleid tot staking van de obligatierentebetalingen."*

- 2.22 Capita Fiduciary heeft tijdens een vergadering van obligatiehouders op 11 april 2011 besloten de penthouses te koop aan te bieden en de verhuur te staken, omdat de exploitatie van het Spaanse vastgoed naar het oordeel van Capita Fiduciary niet rendabel kon geschieden. Het Spaanse vastgoed is uiteindelijk verkocht voor een bedrag van € 1.490.000,-. Van de verkoopopbrengst is een bedrag van € 1.250,- per obligatie uitgekeerd aan de obligatiehouders. Van het Nederlandse vastgoed is het pand in Deventer verkocht en van de verkoopopbrengst is een bedrag van € 1.000,- per obligatie aan de obligatiehouders uitgekeerd. In totaal is uiteindelijk een bedrag van € 3.750,- per obligatie terugbetaald, waarvan een bedrag van € 500,- door de nieuwe bestuurder is gelabeld als rente. Niet in geschil is dat het fonds tot verdere betalingen niet in staat is.

De Claimstichting

- 2.23 De Claimstichting is op 30 mei 2013 opgericht. Bij de Claimstichting hebben zich 55 deelnemers aangemeld. Zij houden in totaal 99 van de 155 obligaties die door Bouw State V zijn uitgegeven. De deelnemers hebben de Claimstichting krachtens lastgeving de opdracht verstrekt om de door hen geleden schade ten gevolge van onrechtmatig handelen van (onder meer) de Bestuurder en de Voorzitter op hen te verhalen.
- 2.24 Bij brieven van 23 augustus 2013 heeft de Claimstichting de Bestuurder en de Voorzitter aansprakelijk gesteld en hen uitgenodigd tot het voeren van overleg over de te betalen schadevergoeding. De Bestuurder en de Voorzitter hebben afwijzend op het voorstel gereageerd en iedere aansprakelijkheid van de hand gewezen.

3. Procesverloop

- 3.1 De Claimstichting heeft de Bestuurder en de Voorzitter gedagvaard voor de rechtbank Noord-Nederland, locatie Leeuwarden, en, samengevat verklaringen voor recht en veroordelingen tot betaling van schadevergoeding gevorderd. De Bestuurder en de Voorzitter hebben verweer gevoerd. Bij eindvonnis van 23 december 2015 heeft de rechtbank, samengevat, voor recht verklaard (a) dat de Bestuurder in zijn hoedanigheid van middellijk bestuurder van Bouw State V B.V. jegens de Obligatiehouders in Bouw State V B.V. onrechtmatig heeft gehandeld en (b) dat de Voorzitter in zijn hoedanigheid van bestuurder van de Stichting Obligatiehouders Bouw State V B.V. jegens de Obligatiehouders in Bouw State V B.V. onrechtmatig heeft gehandeld. De rechtbank heeft de Claimstichting voor het overige niet-ontvankelijk verklaard.
- 3.2 De Bestuurder en de Voorzitter hebben hoger beroep ingesteld van dit vonnis.

De Claimstichting heeft incidenteel hoger beroep ingesteld en daarbij haar eis gewijzigd in die zin dat zij vordert, naast de in het principaal appel verzochte bekrachtiging van de in het bestreden vonnis gegeven verklaringen voor recht, vernietiging van het vonnis voor het overige en een aantal verklaringen voor recht zoals weergegeven in rov. 4.1 van het bestreden arrest, waaronder (1) dat het door Bouw State V B.V. uitgegeven prospectus misleidend was op een aantal gespecificeerde punten; (2 en 3) dat de Bestuurder, in hoedanigheid van middellijk bestuurder van Bouw State V en pro se, jegens Obligatiehouders in Bouw State V, onrechtmatig heeft gehandeld op een aantal gespecificeerde punten; en (4 en 5) dat de Voorzitter, in hoedanigheid van bestuurder van de Stichting Obligatiehouders Bouw State V en pro se, jegens Obligatiehouders in Bouw State V onrechtmatig heeft gehandeld op een aantal gespecificeerde punten.⁵

Verder vordert de Claimstichting onder meer dat de Bestuurder en de Voorzitter hoofdelijk worden veroordeeld om aan de Claimstichting als lasthebber van de deelnemers te betalen (a) € 4.628.249,- ter zake van de niet terugbetaalde obligatie-inleg, (b) € 1.804.275,- ter zake van de niet betaalde obligatierente, (c) € 1.328.516,- ter zake van de onrechtmatige onttrekkingen, (d) € 177.619,- ter zake van de onrechtmatige obligatierentebetalingen ten laste van de obligatie-inleg; (e) € 6.682.421,- ter zake van het onrechtmatig onthouden van het eerste recht van hypotheek op het Spaanse vastgoed, (f) € 702.501,- ter zake van de niet verschaftte achtergestelde lening, (g) € 139.538,- ter zake van het niet verschaftte eigen vermogen, althans (h) een door het hof in goede justitie te betalen bedrag, een en ander vermeerderd met rente en (proces)kosten.

- 3.3 Het Gerechtshof Arnhem-Leeuwarden heeft recht gedaan op basis van de gewijzigde eis (rov. 4.2). Na een comparitie van partijen te hebben bevolen en gehouden, heeft het hof bij eindarrest van 24 oktober 2017 in het principaal hoger beroep het eindvonnis van de rechtbank vernietigd en de vorderingen van de Claimstichting afgewezen met veroordeling van de Claimstichting in de kosten van beide instanties. Het hof verklaarde verder het incidenteel hoger beroep ongegrond met veroordeling van de Claimstichting in de kosten van dat hoger beroep.
- 3.4 De Claimstichting heeft bij een op 24 januari 2018, tijdig, ingediende procesinleiding cassatieberoep ingesteld tegen het eindarrest van het hof. De Bestuurder en de Voorzitter hebben geconcludeerd tot verwerping van dat cassatieberoep en hebben

⁵ In de memorie van grieven (hierna: MvA) en de memorie van antwoord in principaal appel tevens memorie van grieven in incidenteel appel/akte vermeerdering van eis in het incidenteel appel (hierna: MvA) wordt de Bestuurder aangeduid als appellant sub 1 en de Voorzitter als appellant sub 2. In de dagvaarding in hoger beroep en op het arrest van het hof worden zij in omgekeerde volgorde genoemd.

tevens voorwaardelijk incidenteel cassatieberoep ingesteld.⁶ De Claimstichting heeft geconcludeerd tot verwerping van het voorwaardelijk incidentele cassatieberoep. Partijen hebben vervolgens hun standpunten schriftelijke toegelicht⁷ en gereageerd op elkaar schriftelijke toelichtingen.⁸

4. Bespreking van het principale cassatiemiddel

- 4.1 Het middel bestaat uit vijf onderdelen, waarvan het laatste onderdeel een louter voortbouwende klacht bevat. Alvorens het middel te bespreken, vat ik het arrest van het hof samen.

Ontvankelijkheid Claimstichting

(i) De Claimstichting kan worden ontvangen in al haar vorderingen (rov. 5.1.5). Hiertegen richt zich het voorwaardelijk incidentele cassatiemiddel.

Prospectus

(ii) Uit het prospectus blijkt voldoende duidelijk dat de Spaanse appartementen ten tijde van de uitgifte van het prospectus nog geen eigendom waren van het fonds en dat er (dus) ook nog geen (eerste) hypotheekrecht ten gunste van het fonds op was (en kon zijn) gevestigd (rov. 5.2.7). Hierover klaagt onderdeel 2 van het principale cassatiemiddel.

(iii) Het prospectus is misleidend omdat daaruit niet blijkt dat de appartementen in Ibiza nog in aanbouw waren (met als gevolg dat de op zich juiste taxatiewaardes in afgebouwde staat feitelijk nog niet waren gerealiseerd) en dat uit dien hoofde risico's bestonden, waaronder dat van overschrijding van de opleverdatum (met als gevolg dat de huurstroom pas later op gang zou komen). Redelijkerwijs aannemelijk is dat het niet vermelden van risico's behorend bij het niet (tijdig) opgeleverd zijn van de penthouses van materieel belang is voor de beslissing van de obligatiehouders. (rov. 5.2.7 en 5.2.9). Hiertegen richt zich het voorwaardelijk incidentele cassatiemiddel.

(iv) Voor het overige is onvoldoende gesteld om misleiding aan te nemen (rov. 5.2.8). Hierover klaagt onderdeel 2 van het principale cassatiemiddel.

Aansprakelijkheid van de Bestuurder

(v) De Bestuurder heeft ten aanzien van de oplevering van de penthouses op Ibiza

⁶ In het dossier van Verweerders ontbreekt de brief van 18 november 2014 met producties (nr. 8 in het overzicht van gefourneerde stukken van de Claimstichting). In het dossier van de Claimstichting ontbreken de akte (nr. 2 van de stukken van Verweerders), de aktes overlegging producties (nrs. 3, 11 en 12), alsmede de producties die horen bij de Replik en Dupliek (nrs. 14 en 15, de conclusies zelf zijn wel overgelegd). Voor de beoordeling van het middel maakt dit niet uit.

⁷ Verder te noemen s.t. Claimstichting en s.t. Verweerders.

⁸ Verder te noemen de Replik (van de Claimstichting) en de Dupliek (van de Verweerders).

een inschattingsfout gemaakt, maar is daarvoor niet als middellijk bestuurder van Bouw State V aansprakelijk omdat hem niet het daarvoor vereiste persoonlijk ernstige verwijt kan worden gemaakt (rov. 5.2.13). Hierover klaagt onderdeel 4 van het principale cassatiemiddel.

(vi) Er is onvoldoende gesteld om aan te nemen dat de Bestuurder los van zijn hoedanigheid van middellijk bestuurder, pro se, aansprakelijk is (rov. 5.2.14).

Aansprakelijkheid van de Voorzitter

(vii) De Voorzitter had de obligatiehouders moeten informeren (a) dat in de periode na het uitbrengen van het prospectus de oplevering van de Spaanse appartementen (penthouses) aldoor uitbleef en het fonds daardoor verstoken bleef van huurinkomsten uit deze appartementen en (b) toen de bestuurder van het fonds hem verzocht om namens de Stichting Obligatiehouders in te stemmen met een besluit waarbij de Spaanse appartementen weliswaar door het fonds zouden worden verkregen, maar waarbij wel de projectfinanciering en het daarbij behorende (bouw)risico dienden te worden overgenomen (rov. 5.3.5).

(viii) Of de Voorzitter hiervan persoonlijk een ernstig verwijt treft, behoeft niet te worden onderzocht. Dit niet informeren heeft namelijk niet tot schade geleid (rov. 5.3.7-5.3.10). Hierover klaagt onderdeel 3 van het principale cassatiemiddel.

(ix) De Voorzitter heeft niet als bestuurder onrechtmatig gehandeld in het licht van de in rov. 5.3.11 onder a t/m g bedoelde verwijten (rov. 5.3.12).

(x) Onvoldoende is onderbouwd dat de Voorzitter, los van zijn hoedanigheid van bestuurder van de Stichting, "pro se" onrechtmatig heeft gehandeld (rov. 5.3.13). Hierover klaagt onderdeel 1 van het principale cassatiemiddel.

- 4.2 Ik bespreek het middel in de volgorde van de rechtsoverwegingen waarover wordt geklaagd, dus achtereenvolgens de onderdelen 2, 4, 3 en 1.

Onderdeel 2 (prospectus)

- 4.3.1 Het hof heeft in rov. 5.2.2-5.2.3 eerst het juridisch kader weergegeven voor de beoordeling van de aansprakelijkheid van de Bestuurder als middellijk⁹ bestuurder van Bouw State V en van de Voorzitter als bestuurder van de Stichting Obligatiehouders Bouw State V. Daarvoor geldt, onder meer, het vereiste dat de bestuurder een persoonlijk ernstig verwijt van zijn handelen of nalaten kan worden

⁹ Voor de middellijk bestuurder die aansprakelijk wordt gesteld op basis van art. 2:11 BW geldt in gevallen als het onderhavige dat hij zich kan disculperen door een beroep te doen op het ontbreken van een persoonlijk ernstig verwijt. Zie HR 12 februari 2017, ECLI:NL:2017:275, NJ 2017/215 m.nt. P. van Schilfgaarde (Le Roux), rov. 3.4.3.

gemaakt.¹⁰

Het hof noemt in rov. 5.2.2 ook het juridisch kader voor de beoordeling van de aansprakelijkheid van de Bestuurder en de Voorzitter 'pro se', dat wil zeggen voor zover zij niet in hun hoedanigheid van bestuurder hebben gehandeld. Daarvoor geldt niet het vereiste van een persoonlijk ernstig verwijt. Wel moet komen vast te staan dat het aan de aangesproken persoon verweten onrechtmatig handelen of nalaten jegens de obligatiehouders, geen betrekking had op het handelen of nalaten van de betrokkene bij zijn taakvervulling als bestuurder van een vennootschap (rov. 5.2.2).¹¹

Vervolgens heeft het hof het prospectus getoetst aan het destijds toepasselijke art. 6:194 (oud) BW en beoordeeld of daarin voor de 'maatman-belegger'¹² misleidende, met name onjuiste en onvolledige, mededelingen voorkomen die diens economische gedrag kunnen beïnvloeden (rov. 5.2.5).¹³ Dit wordt in cassatie terecht niet bestreden.

- 4.3.2 Het middel klaagt over onjuistheid en onbegrijpelijkheid van verschillende oordelen van het hof over het prospectus. Deze oordelen berusten op een lezing van prospectus en op een weging van de door partijen aangevoerde stellingen en de gebleken omstandigheden van het geval. Dergelijke oordelen zijn voorbehouden aan het hof als rechter die in hoogste instantie over de feiten oordeelt. In cassatie kan de juistheid van dergelijke oordelen niet worden onderzocht. Wel kan worden onderzocht of het oordeel blijkt geeft van een onjuiste rechtsopvatting en of het voldoende is gemotiveerd.

Eerste hypotheekrecht

- 4.4.1 Onderdeel 2.1 richt in de subonderdelen 2.1.1 en 2.1.2 klachten tegen de volgende

¹⁰ Zie onder meer HR 18 februari 2000, ECLI:NL:HR:2000:AA4873, NJ 2000/29 m.nt. J.M.M. Maeijer (New Holland Belgium); HR 8 december 2006, ECLI:NL:HR:2006:AZ0758, NJ 2006/659 (Ontvanger/Roelofsen); HR 5 september 2014, ECLI:NL:HR:2014:2628, NJ 2015/21 m.nt. P. van Schilfgaarde (Tulip Air); HR 5 september 2014, ECLI:NL:HR:2014:2627, NJ 2015/22 m.nt. m.nt. P. van Schilfgaarde (RCI Financial Services); HR 30 maart 2018, ECLI:NL:HR:2018:470, NJ 2018/330 m.nt. P. van Schilfgaarde (TMF II), rov. 3.3.2-3.3.3.

¹¹ Vgl. HR 23 november 2012, ECLI:NL:HR:2012:BX5881, NJ 2013/302 m.nt. P. van Schilfgaarde (Spaanse villa); HR 5 september 2014, ECLI:NL:HR:2014:2628, NJ 2015/21 m.nt. P. van Schilfgaarde (Tulip Air), rov. 3.5.3.

¹² Het hof specificeert dit nader: de maatman-belegger is de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger tot wie de mededeling zich richt of die zij bereikt, die bereid is zich in de aangeboden informatie te verdiepen maar niet beschikt over specialistische of bijzondere kennis en ervaring. Vgl. HR 30 mei 2008, ECLI:NL:HR:2008:BD2820, NJ 2010/622 m.nt. J.B.M. Vranken (TMF Financial Services).

¹³ Het hof specificeert dit nader: dat wil zeggen dat 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 desbetreffende rechtshandeling over te gaan. Vgl. HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, NJ 2014/201 m.nt. C.E. du Perron (World Online). Zie ook HR 30 januari 2015, ECLI:NL:HR:2015:178, NJ 2015/377 m.nt. S.D. Lindenbergh, rov. 4.3.3.

oordelen:

"5.2.7 In het prospectus wordt aangaande (de rechten op) het vastgoed en in het bijzonder het Spaanse vastgoed afwisselend gesproken in de toekomstige tijd (zal/zullen worden aangekocht, zoals op pagina's 4, 10, 22) en in de tegenwoordige of onvoltooid verleden tijd (Bouwstate V is eigenaar van het vastgoed, pagina 19, en Bouwstate V SL heeft het recht van eerste hypotheek verstrekt, pagina 28). Het duidelijkst is echter de tekst op pagina 19, in par. 8, waarin wordt vermeld dat Bouwstate V en Bouwstate Spanje V SL per 12 juni 2008 eigenaar zullen worden. Voorts is als bijlage IX bijgesloten een concept van een hypotheekakte. Ten slotte blijkt uit het geheel van de prospectus duidelijk dat de aan te trekken obligaties mede nodig zijn om de aankoop van de panden te financieren. Op grond van dit alles blijkt uit het prospectus voldoende duidelijk dat de Spaanse appartementen ten tijde van de uitgifte van het prospectus nog geen eigendom waren van het fonds en dat er (dus) ook nog geen (eerste) hypotheekrecht ten gunste van het fonds op was (en kon zijn) gevestigd. In zoverre is geen sprake van misleiding, maar dit is ook niet het verwijt dat de Claimstichting in de kern maakt.

Waar het de Claimstichting om gaat, zo is door haar ter zitting van het hof bevestigd, is dat uit het prospectus weliswaar blijkt dat het ging om nieuwbouw (...), maar niet dat de appartementen nog niet opgeleverd waren en er dus uit dien hoofde risico's bestonden (...)."

- 4.4.2 Aansluitend oordeelde het hof in rov. 5.2.7 dat het prospectus wel misleidend was omdat daaruit niet bleek dat de penthouses nog niet opgeleverd waren en dat er dus uit dien hoofde risico's bestonden, waaronder dat van overschrijding van de opleverdatum, met als gevolg dat de huurstroom later op gang zou komen (zie ook rov. 5.2.9).
- 4.5.1 Onder verwijzing naar een door het hof in rov. 2.4 geciteerde passage uit het prospectus en drie door de Claimstichting aangevoerde stellingen a t/m c, klaagt subonderdeel 2.1.1 dat het in 4.4.1 geciteerde oordeel onjuist en/of ontoereikend gemotiveerd is, omdat de (aspirant)obligatiehouders op basis van het prospectus mochten verwachten dat hun inleg (deels) wel gedekt was door een op het Spaanse vastgoed gevestigd eerste recht van hypotheek.
- 4.5.2 Deze klacht slaagt naar mijn mening niet. Op zichzelf terecht wijst de klacht erop dat het prospectus (in paragraaf 2.13 op p. 9) vermeldt dat Bouw State V een eerste hypotheekrecht heeft verkregen op het Spaans onroerend goed. Het hof citeert deze passage in rov. 2.4 (op p. 3 van het arrest). Het hof bespreekt in rov. 5.2.7 echter meerdere, inhoudelijk verschillende passages in het prospectus. Daartoe behoren passages met de strekking als die waarop de klacht doelt, maar ook passages met een andere strekking. Het hof concludeert dat uit het prospectus voldoende duidelijk blijkt dat de Spaanse appartementen ten tijde van de uitgifte van het prospectus nog geen eigendom waren van het fonds en dat er (dus)¹⁴ ook nog geen (eerste) hypotheekrecht ten gunste van het fonds op was (en kon zijn) gevestigd. Deze uitleg

¹⁴ Dit verwijst kennelijk ernaar dat de Spaanse vennootschap (Ibiza Penthouse Holding SL later genoemd Bouw State Spanje V SL) een hypotheekrecht zou vestigen ten behoeve van Bouw State V respectievelijk de Stichting Obligatiehouders Bouw State V.

van het prospectus is aan het hof als feitenrechter voorbehouden en kan in cassatie niet op juistheid worden getoetst. Zij geeft geen blijk van een onjuiste rechtsopvatting. Het oordeel van het hof is niet onbegrijpelijk, uitsluitend omdat het hof een andere lezing dan de Claimstichting voorstond, heeft gegeven aan de verschillende passages van het prospectus.

Het oordeel is niet onbegrijpelijk in het licht van de in de klacht genoemde stellingen a t/m c, die erop neerkomen – zoals onderdeel 2.1.1 het weergeeft – dat de (aspirant)obligatiehouders op basis van het prospectus mochten verwachten dat hun inleg (deels) wel gedekt was door een op het Spaanse vastgoed gevestigd eerste recht van hypotheek.

- 4.5.3 In de s.t. Claimstichting nr. 25 wordt gesteld dat de stelling van de Claimstichting niet was of het, zoals het hof heeft beoordeeld, de (aspirant)obligatiehouders op basis van het prospectus voldoende duidelijk had moeten zijn dat het Spaanse vastgoed “ten tijde van de uitgifte van het prospectus nog geen eigendom [was] van het fonds en dat er (dus) ook nog geen (eerste) hypotheekrecht ten gunste van het fonds op was (en kon zijn) gevestigd”.

Volgens de s.t. was de strekking van de stelling van de Claimstichting dat de (aspirant)obligatiehouders op basis van het prospectus mochten verwachten dat dat eerste hypotheekrecht gevestigd zou zijn op het moment dat Bouw State V het Spaanse vastgoed in eigendom verkreeg, althans op het moment waarop zij mochten verwachten dat het hypotheekrecht gevestigd zou worden.

Naar mijn mening voegt dit laatste een element toe aan de klacht dat niet blijkt uit het cassatiemiddel. Het hof heeft de stellingen van de Claimstichting in ieder geval niet in deze laatst bedoelde zin opgevat. Onbegrijpelijk is dat niet te noemen naar mijn mening.

- 4.6.1 Subonderdeel 2.1.2 klaagt over de slotoverwegingen van de in 4.4.1 geciteerde passage uit rov. 5.2.7.
- 4.6.2 Het hof doelt met deze overwegingen kennelijk op een opmerking van de zijde van de Claimstichting tijdens de zitting bij het hof.¹⁵ Er ontbreekt belang bij de klacht, omdat het hof in rov. 5.2.7 beide bezwaren heeft behandeld. Subonderdeel 2.1.2 faalt daarom.
- 4.7 Subonderdeel 2.2 richt klachten tegen het oordeel in rov. 2.8 dat het prospectus niet misleidend is voor zover het betreft de stellingen van de Claimstichting dat als het ware sprake was van een vorm van projectontwikkeling (subonderdeel 2.2.3), de

¹⁵ Zie het proces-verbaal van de comparitie bij het hof van 22 augustus 2017, p. blad 3, midden (ook geciteerd in de s.t. Verweerders nr. 16).

aanwezigheid van transacties met gelieerde partijen (subonderdeel 2.2.1), het verhuurd zijn van de objecten en de verhuurbaarheid ervan (subonderdeel 2.2.2) en de wijze van aanwending van de obligatie-inleg (subonderdeel 2.2.4). Ik bespreek de klachten in de volgorde waarin het hof deze onderwerpen heeft behandeld.

Projectontwikkeling

4.8 Subonderdeel 2.2.3 klaagt over het volgende oordeel in rov. 2.8:

"Projectontwikkeling?"

Met [Verweerders] is het hof van oordeel dat niet gezegd kan worden, zoals door de rechtbank is geoordeeld, dat, gelet op het nog niet opgeleverd zijn van de objecten, als het ware sprake was van een vorm van projectontwikkeling die op deze wijze binnen het fonds werd gehaald, met alle daarbij behorende risico's. Door [Verweerders] is voldoende onderbouwd dat [de Bestuurder] in de fase voor de totstandkoming van het fonds de rechten van de oorspronkelijke kopers heeft afgekocht en in hun rechten trad voor een nader te noemen meester, dat vervolgens de Spaanse appartementen door Ibiza Penthouse Holding SL (later genaamd: Bouwstate V Holding SL) voorafgaand aan haar oprichting zijn gekocht van de verkopende projectontwikkelaar, Valor Real, en dat Ibiza Penthouse Holding SL die rechtshandeling bij haar oprichting heeft bekrachtigd. De door [Verweerders] overgelegde koopovereenkomsten (producties 33 tot en met 35 bij de memorie van grieven) zijn naar het oordeel van het hof door de Claimstichting onvoldoende gemotiveerd betwist. Aldus trad het fonds niet zelf op"

4.9.1 Volgens subonderdeel 2.2.3 is dit oordeel onjuist en/of ontoereikend gemotiveerd in het licht van de stellingen van de Claimstichting, kort gezegd, dat het prospectus het beeld creëert van een relatief veilige belegging (met gegarandeerd rendement) terwijl de obligatiehouders de facto echter risico's hebben gelopen die zich voordoen bij projectontwikkeling en die zij niet behoefden te verwachten.

4.9.2 Deze klacht gaat naar mijn mening niet op. Het hof heeft geoordeeld dat het fonds niet zelf optrad als projectontwikkelaar, maar dat haar Spaanse vennootschap fungeerde als koper van de projectontwikkelaar. Het hof heeft voorts onderkend dat er risico's waren in verband met het nog niet opgeleverd zijn van de appartementen en in rov. 5.2.7 geoordeeld dat het prospectus in zoverre misleidend was. De obligatiehouders werden dus wel blootgesteld aan bepaalde risico's omdat de appartementen nog niet waren opgeleverd, maar zij liepen deze risico's als (obligatiehouders van de) kopende partij en niet als (obligatiehouders van de) ontwikkelende partij. Dit oordeel is als feitelijk van aard aan het hof voorbehouden. Het geeft geen blijk van een onjuiste rechtsopvatting en is niet onbegrijpelijk te noemen.

Dit wordt niet anders in het licht van de risico's waarop de klacht in dit verband wijst.¹⁶ Het prospectus was niet misleidend ten aanzien van de vraag of er al een eerste hypotheek was (rov. 5.2.7). Het was wel misleidend ten aanzien van het nog niet opgeleverd zijn van de appartementen (rov. 5.2.7). Hiermee hangt samen dat

¹⁶ In de s.t. Claimstichting worden dit projectontwikkelingsrisico's genoemd.

de huurstroom later op gang zou komen (zoals het hof overweegt in rov. 5.2.8 op p. 20 onder het kopje *het verhuurd zijn van de objecten/de verhuurbaarheid*). Dit geldt ook voor het feit dat de taxaties de waarde in afgebouwde staat betroffen (het hof oordeelt in rov. 5.2.8 op p. 21 onder het kopje *de taxatiewaardes* dat dit verwijt samenvalt met het verwijt ter zake waarvan misleiding is aangenomen). Dit geldt ook voor de in rov. 5.2.17 (waarover in cassatie niet wordt geklaagd) besproken problemen met het niet verkrijgen van een woonvergunning, de dreigende insolventie van Valor Real en de noodzaak van herstructurering van het fonds.

- 4.10 Anders dan de tweede klacht van het subonderdeel veronderstelt, heeft het hof zijn oordeel niet louter gebaseerd op het feit dat in het prospectus op p. 22 staat vermeld dat Bouw State V fungeerde als koper van een projectontwikkelaar. Het hof heeft aan de hand van de door hem genoemde omstandigheden geoordeeld dat Bouw State V in werkelijkheid fungeerde als koper van een projectontwikkelaar en voorts, dat dit overeenstemt met hetgeen is vermeld in het prospectus. De klacht faalt dus bij gebrek aan feitelijke grondslag.

Gelieerde partijen

- 4.11 Subonderdeel 2.2.1 klaagt over het volgende oordeel in rov. 2.8:

"Gelieerde partijen/achtergestelde lening?"

Het hof is, anders dan de rechtbank, van oordeel dat het prospectus niet misleidend is wat betreft de daarin gemelde afwezigheid van transacties met gelieerde partijen. Uit de genoemde koopcontracten blijkt dat Ibiza Penthouse Holding SL de appartementen heeft gekocht van de projectontwikkelaar, dus niet van een aan de [B.]-vennootschappen gelieerde partij. [De Bestuurder] in privé en [B.] Vastgoed hadden, zoals door [Verweerders] is gesteld en onvoldoende gemotiveerd is betwist, daaraan voorafgaand aanbetalingen gedaan en kosten gemaakt ten behoeve van de verwerving van de appartementen. Ook heeft de Claimstichting onvoldoende weersproken dat, zoals door [Verweerders] is gesteld, [de Bestuurder] zijn aanspraken uit dien hoofde op Ibiza Penthouse Holding SL op 15 maart 2008 heeft gecedeerd aan [B.] Vastgoed (productie 36 bij memorie van grieven). Aldus ontstond, tezamen met de gelden die [B.] Vastgoed zelf had geïnvesteerd, een vordering van [B.] Vastgoed op Ibiza Penthouse Holding SL van afgerond 1,1 miljoen euro. Het contract waarin deze achtergestelde geldlening is neergelegd, is door [Verweerders] als productie 40 bij memorie van grieven in het geding gebracht. De inhoud daarvan is niet (gemotiveerd) betwist. Het bestaan van de achtergestelde lening ter hoogte van 1,1 miljoen euro is daarnaast met zoveel woorden vermeld in het staatje op bladzijde 23 van het prospectus. Van misleiding is hier om die reden geen sprake."

- 4.12.1 Onder verwijzing naar een door het hof in rov. 2.4 geciteerde passage uit het prospectus en zeven door de Claimstichting aangevoerde stellingen a t/m g, klaagt de eerste klacht van subonderdeel 2.2.1 dat het oordeel onjuist en/of ontoereikend gemotiveerd is.
- 4.12.2 Deze klacht slaagt naar mijn mening niet. Op zichzelf terecht wijst de klacht erop dat het prospectus (in paragraaf 8 op p. 19) vermeldt dat het onroerend goed van externe partijen is verkregen en er geen sprake is van transacties met gelieerde

en/of verbonden partijen. Het hof citeert deze passage in rov. 2.4 (op p. 4 van het arrest). Het hof oordeelt dat de Spaanse vennootschap het onroerend goed heeft gekocht van de projectontwikkelaar Valor Real en dus niet van een aan de B. vennootschappen gelieerde partij. Dit oordeel is aan het hof als feitenrechter voorbehouden en kan in cassatie niet op juistheid worden getoetst. Het geeft geen blijk van een onjuiste rechtsopvatting. Onbegrijpelijk is het oordeel niet te noemen. De in de klacht genoemde stellingen a t/m g maken dat niet anders.

- 4.12.3 Het hof heeft onder ogen gezien dat de Bestuurder contracten van de eerste kopers van de penthouses had overgenomen (rov. 2.12 t/m 2.14), maar de stelling verworpen dat de Bestuurder gold als contractuele wederpartij van Valor Real (stelling a). Daartoe overwoog het hof in rov. 5.2.8 onder het kopje *projectontwikkeling*, kort gezegd, dat de Bestuurder in de fase voor de totstandkoming van het fonds de rechten van de oorspronkelijke kopers heeft afgekocht en in hun rechten trad voor een nader te noemen meester en dat vervolgens de Spaanse appartementen door de Spaanse vennootschap zijn gekocht van de verkopende projectontwikkelaar Valor Real. Het hof verwijst daarnaar in de door subonderdeel 2.2.1 bestreden rechtsoverwegingen.
- 4.12.4 Het hof heeft in rov. 5.2.8 verder verdisconteerd dat de Bestuurder, al dan niet via aan hem gelieerde vennootschappen, aanbetalingen heeft gedaan en kosten heeft gemaakt (stelling b) en dat de Bestuurder, al dan niet via aan hem gelieerde vennootschappen, daarom een financieel belang had bij het Spaanse vastgoed (zie met name de overweging over de achtergestelde lening) (stellingen c en f).
- 4.12.5 De stellingen d, e en f komen er verder op neer dat de Bestuurder in verband met dit financiële belang het ertoe heeft geleid dat het fonds, tegen het belang van de obligatiehouders in, in 2009 het Spaanse vastgoed van de projectontwikkelaar heeft afgenomen. Het hof heeft deze stellingen behandeld en verworpen in rov. 5.2.17 *over het doorschuiven van de penthouses in het fonds in 2009*:

"5.2.17 Het hof overweegt dienaangaande dat als onweersproken gesteld vaststaat dat in begin 2009 was gebleken dat de bouw ver achter lag op schema, dat een woonvergunning uitbleef vanwege bouwgebreken, dat Valor Real in financiële problemen was komen te verkeren en dreigde failliet te gaan, dat reeds voor meer dan een miljoen euro was uitgegeven voor aanbetalingen en kosten, dat het fonds al ruim een halfjaar verstoken was van huurinkomsten uit de Spaanse appartementen en dat het fonds over onvoldoende middelen beschikte om het verschuldigde restant van de koopsom in één keer te voldoen. Onder die omstandigheden is gekozen voor overname van het project van Valor Real inclusief het bouwkrediet, teneinde te waarborgen dat de penthouses alsnog gereed zouden komen, de huurinkomsten daarvan op gang zouden komen en het risico werd ondervangen dat Valor Real failliet zou gaan (wat daarna ook is gebeurd) waardoor de appartementen niet in het fonds zouden komen. Naar het oordeel van het hof zijn onvoldoende feiten gesteld en gebleken die tot de conclusie kunnen leiden dat de bestuurder door het maken van deze keuze en dienovereenkomstig te handelen heeft bewerkstelligd dat Bouwstate V haar

verplichtingen niet meer kon en kan nakomen en dat [de Bestuurder] daarvan persoonlijk een ernstig verwijt kan worden gemaakt.

(...)

Bij de verdere beoordeling stelt het hof voorop dat het er niet om gaat of de obligatiehouders achteraf gezien mogelijk beter af waren geweest, indien op dat moment was besloten af te zien van de Spaanse appartementen (voor zover dat al kon) en ander vastgoed aan te trekken dan wel de inleg pro rata terug te storten (waartoe artikel 4.1 de bestuurder van het fonds de bevoegdheid geeft, niet de verplichting). Het gaat erom of met de kennis van toen de gemaakte keuze niet in het belang kan worden geacht van de vennootschap en haar schuldeisers als geheel (waaronder dus niet alleen de obligatiehouders, maar ook de bank en leveranciers ...), of voorzienbaar was dat de vennootschap als gevolg van de gemaakte keuze haar verplichtingen niet zou (kunnen) nakomen en of de bestuurder ter zake van de gemaakte keuze persoonlijk een ernstig verwijt treft.

(...)

Het enkele feit dat [de Bestuurder] via [B.] Vastgoed bij de gemaakte keuze mogelijk mede een eigen, afgeleid belang had gelet op de achtergestelde lening die door [B.] Vastgoed was vertrekt, is onvoldoende om tot een ander oordeel te komen. Daarmee is immers niet gezegd dat met de gemaakte keuze niet mede de belangen van de obligatiehouders werden gediend. Dat [B.] Vastgoed naast de obligatiehouders en de bank participeerde in het fonds was ook geen geheim, nu de achtergestelde lening uitdrukkelijk wordt genoemd in het prospectus. (...)."

Tegen deze overwegingen wordt in cassatie niet opgekomen. Daarmee is ook gereageerd op de stelling – voor zover deze in het middel besloten ligt¹⁷ – in de s.t. Claimstichting nr. 26, slot, dat uit het overzicht in het prospectus niet blijkt dat de achtergestelde lening voortvloeide uit de door het hof in rov. 2.8 besproken investeringen van de Bestuurder en van B. Vastgoed en dat, gezien die investeringen, het fonds er belang bij zou hebben om de penthouses in eigendom te verkrijgen.

4.12.6 Stelling g komt erop neer dat de obligatiehouders risico's zouden lopen behorend bij projectfinanciering. Dit betreft de hierboven bij subonderdeel 2.2.3 reeds behandelde stelling.

4.13 Volgens de tweede klacht van subonderdeel 2.2.1 laten de hiervoor besproken stellingen a t/m g zich niet anders lezen dan dat, kort gezegd, de Bestuurder in privé (althans B. Vastgoed B.V.) gold als contractuele wederpartij van Valor Real en een financieel belang had om het Spaanse vastgoed te verkrijgen, zodat sprake was van een belangenverstrengeling die de obligatiehouders niet behoefden te verwachten.

De klacht vormt naar mijn mening in wezen een herhaling van de eerste klacht van subonderdeel 2.2.1 en faalt om de eerder aangegeven redenen.

4.14.1 Op het voorgaande voortbouwende, betoogt de derde klacht van subonderdeel 2.2.1 dat uit wat het hof in rov. 5.2.8 overweegt niet, althans niet zonder meer, volgt dat geen sprake is van transacties met gelieerde partijen.

¹⁷ Zie de Dupliek nr. 3.

- 4.14.2 De klacht doelt kennelijk in het bijzonder op (a) de in rov. 5.2.8 onder het kopje *projectontwikkeling* bedoelde transacties van de Bestuurder, die in de fase voor de totstandkoming van het fonds de rechten van de oorspronkelijke kopers had afgekocht en in hun rechten trad voor een nader te noemen meester, en dat vervolgens de Spaanse appartementen door de Spaanse vennootschap zijn gekocht van de verkopende projectontwikkelaar Valor Real en (b) de in rov. 5.2.8 onder het kopje *gelieerde partijen/achtergestelde lening* bedoelde cessie door de Bestuurder van zijn aanspraken uit dien hoofde aan B. Vastgoed en de daar bedoelde achtergestelde geldlening.

Het hof heeft deze transacties onder ogen gezien, maar geoordeeld dat hierbij niet sprake is van transacties met gelieerde partijen als bedoeld in het prospectus. Het hof is er daarbij kennelijk, en niet onbegrijpelijk, van uitgegaan dat geen sprake was van transacties met gelieerde partijen omdat de objecten waren verkregen van externe partijen (namelijk Valor Real).

Huurinkomsten; voorzienbaarheid

- 4.15 Subonderdeel 2.2.2 klaagt over het volgende oordeel in rov. 2.8:

"Het verhuurd zijn van de objecten/de verhuurbaarheid

[Verweerders] hebben voorts voldoende onderbouwd dat de appartementen wel degelijk waren verhuurd (zie het door hen overgelegde huurcontract met Ibiza Penthouse Holding Nederland, prod. 41 bij memorie van grieven). Dat de huurstroom in werkelijkheid niet op gang kwam door de sterk vertraagde oplevering maakt dat niet anders. Dit zou pas misleiding opleveren indien de aanzienlijke vertraging van de oplevering ten tijde van de uitgifte van het prospectus redelijkerwijs voorzienbaar zou zijn geweest, hetgeen niet (voldoende gemotiveerd) is gesteld noch gebleken (zie ook hierna). Op het voorgaande sneuvelt eveneens de - door de Claimstichting overigens ook niet voldoende onderbouwde - stelling dat de appartementen niet goed verhuurbaar waren of alleen maar in de maanden juli en augustus. De huurovereenkomst is immers aangegaan voor 10 jaar voor een huurprijs van € 372.000,- per jaar."

De verwijzing "zie hierna" doelt mijns inziens op rov. 5.2.13 (zie hierna in 4.16.3 en 4.27) en rov. 5.2.22 (zie hierna in 4.17.2 en 4.19.2).

- 4.16.1 Volgens de eerste klacht van subonderdeel 2.2.2 geeft het hof blijk van een onjuiste rechtsopvatting door te overwegen dat het feit dat de huurstroom in werkelijkheid niet op gang kwam door de sterk vertraagde oplevering pas misleiding zou opleveren indien de aanzienlijke vertraging van de oplevering ten tijde van de uitgifte van het prospectus redelijkerwijs voorzienbaar zou zijn geweest. De klacht voert aan (i) dat beoordeeld had moeten worden of de mededeling in het prospectus 'op zichzelf genomen' een misleidend karakter heeft en dat daarbij geen rol speelt wat voor degene die de mededeling openbaar maakt voorzienbaar was of had moeten zijn en (ii) dat het hof niet expliciteert voor wie een en ander voorzienbaar geweest zou moeten zijn.

4.16.2 De klacht verwijst naar de volgende overweging uit het arrest World Online:¹⁸

"(...) Voor de kwalificatie van de mededeling als misleidend, en derhalve als onrechtmatig, is niet vereist dat de belegger daadwerkelijk heeft kennisgenomen van of daadwerkelijk is beïnvloed door de mededeling, maar slechts dat de onjuistheid of onvolledigheid van de mededeling van voldoende materieel belang is om de 'maatman-belegger' te kunnen misleiden. Het gaat er dus om of de mededeling op zichzelf genomen een misleidend karakter heeft. Is dat het geval, dan behoort de uitgevende instelling zich vanwege het misleidende karakter van die mededeling te onthouden van openbaarmaking daarvan, en handelt zij onrechtmatig indien zij de mededeling toch openbaar maakt. Pas in het kader van de vaststelling van de omvang van de aansprakelijkheid jegens een individuele belegger komt aan de orde of en, zo ja, in hoeverre deze bij zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk door de misleidende mededeling is beïnvloed en als gevolg daarvan is benadeeld." [onderstreping toegevoegd; A-G]

De klacht verwijst voorts naar D.W.F. Verkade, *Misleidende reclame* (Mon. BW B49), 1992, p. 40, waar wordt opgemerkt dat misleiding een objectief begrip is en dat de gezindheid van de openbaarmaker respectievelijk diens bedoeling om te misleiden niet relevant is; ook als de openbaarmaker niet wist of kon weten van de misleiding, kan van misleiding sprake zijn.¹⁹

4.16.3 Het hof, dat de maatstaf van het arrest World Online in zijn arrest heeft vooropgesteld (rov. 5.2.5), heeft naar mijn mening niet miskend dat het erom gaat of de mededeling op zichzelf genomen een misleidend karakter heeft, dat wil zeggen of de onjuistheid of onvolledigheid van de mededeling van voldoende materieel belang is om de 'maatman-belegger' te kunnen misleiden.

Het hof heeft geoordeeld dat uit het prospectus voldoende duidelijk was dat de appartementen ten tijde van de uitgifte van het prospectus (op 1 juni 2008) nog geen eigendom waren van het fonds, mede omdat daarin wordt vermeld dat het fonds (Bouw State V) en de Spaanse vennootschap per 12 juni 2008 eigenaar zullen worden (rov. 5.2.7). In rov. 5.2.8 oordeelt het hof verder dat de appartementen al wel waren verhuurd, maar dat de huurstream nog niet op gang was gekomen.

Ten tijde van de uitgifte van het prospectus (1 juni 2008) had Valor Real bij e-mail van 8 februari 2008 aan de Bestuurder laten weten dat de oplevering was vertraagd waarbij een datum van 20 juni 2008 was genoemd voor 'the signing at the notary' (rov. 2.15, hiervoor in 2.11 genoemd). Het bestreden oordeel moet daarom aldus worden begrepen, dat volgens het hof een vertraging van de oplevering van 12 naar 20 juni 2008 voor de maatman-belegger niet van voldoende materieel belang is om deze te kunnen misleiden.

¹⁸ HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, NJ 2014/201 m.nt. C.E. du Perron, *Ars Aequi* 20100336 m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers, JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink (World Online), rov. 4.10.4.

¹⁹ Vgl. voor het huidige recht D.W.F. Verkade, *Misleidende (B2B) reclame en vergelijkende reclame* (Mon. BW B49b), 2011/34; D.W.F. Verkade, *Oneerlijke handelspraktijken jegens consumenten* (Mon. BW B49a), 2016/37-38.

Nadien bleek dat de oplevering herhaaldelijk verdere vertraging opliep (rov. 2.16 e.v., hiervoor in 2.12 e.v. genoemd). Naar het oordeel van het hof was deze verdere vertraging van de oplevering ten tijde van de uitgifte van het prospectus niet voorzienbaar, zodat in zoverre het prospectus op het moment van uitgifte niet misleidend was.²⁰ Deze voorzienbaarheid betreft in ieder geval Bouw State V (het fonds dat het prospectus uitgaf; zie rov. 5.2.10) dan wel de Bestuurder (zie hierover ook rov. 5.2.13). Dit oordeel geeft naar mijn mening geen blijk van een onjuiste rechtsopvatting.

4.17.1 Volgens de tweede klacht van het subonderdeel is de bestreden overweging onvoldoende (begrijpelijk) gemotiveerd in het licht van de stellingen van de Claimstichting, kort gezegd, dat de obligatiehouders mochten verwachten dat de portefeuille zou bestaan uit bestaand verhuurd vastgoed, dat deze vanaf de oprichting van het fonds huurinkomsten zou genereren en dat risico's van vertraagde oplevering zouden worden ondervangen door de concerngarantie.

4.17.2 Het hof kon m.i. een onderscheid maken tussen het verhuurd zijn van de appartementen en het op gang komen van de huurstroom. Ten aanzien van het op gang komen van de huurstroom heeft het hof geoordeeld dat het prospectus misleidend was in verband met het nog niet opgeleverd zijn van de appartementen en daarbij gewezen op de mogelijkheid van het later op gang komen van de huurstroom (rov. 5.2.7), maar dat het prospectus niet misleidend was voor wat betreft de niet voorzienbare sterk vertraagde oplevering en daardoor later op gang gekomen huurstroom (rov. 5.2.8). Daarmee heeft het hof mijns inziens voldoende gereageerd op de stellingen dat het fonds vanaf oprichting fonds huurinkomsten zou genereren.

Over de concerngarantie heeft het hof, in cassatie onbestreden, geoordeeld dat (onvoldoende bestreden is dat) die garantie betrekking had op verschuldigde huurbetalingen en dat derhalve niet uit hoofde van die garantie kon worden geclaimd zolang de appartementen niet waren opgeleverd en dus nog geen huur verschuldigd was (rov. 5.2.22). De klacht dient te falen.

²⁰ Vgl. J.P. Franx, Prospectusaansprakelijkheid uit onrechtmatige daad en contract (diss. Rotterdam), 2017, p. 245-247, die op p. 246 spreekt van het adagium "the prospectus speaks as of its date". Feiten of ontwikkelingen die na de datum van het prospectus zijn voorgevallen of ingezet – en op die datum niet voorzienbaar waren – kunnen het prospectus niet alsnog misleidend maken. Overigens voorziet art. 5:23 lid 1 Wft voor beursgenoteerde effecten in de verplichting om een aanvullend document op te stellen indien tussen het tijdstip van de goedkeuring van een prospectus en de definitieve afsluiting van de aanbieding of, in voorkomend geval, het tijdstip waarop de handel in de desbetreffende effecten op een gereguleerde markt aanvangt indien dat tijdstip later valt, zich een belangrijke nieuwe ontwikkeling voordoet die verband houdt met de informatie in het goedgekeurde prospectus of indien in het prospectus een materiële vergissing of onjuistheid wordt geconstateerd die van invloed kan zijn op de beoordeling van de effecten.

4.18 De derde klacht van het subonderdeel (op p. 19-20 van de procesinleiding) is in wezen een herhaling van de tweede klacht en dient te falen om de eerder gegeven redenen.

4.19.1 Volgens de vierde klacht van het subonderdeel had het hof moeten oordelen over de vraag of het vermelden van de concerngarantie in het prospectus misleidend was. De klacht baseert dit op de positieve zijde van de devolutieve werking van het appel. De klacht veronderstelt dus dat het hof een in eerste aanleg aangevoerde grondslag voor het misleidend zijn van het prospectus over het hoofd gezien.

4.19.2 In de inleidende dagvaarding nrs. 5 en 30, waarop de klacht zich beroept, heeft de Claimstichting onder 2.1.7 de vermelding van de huurgarantie in het prospectus geciteerd en (in nr. 30 onder het kopje 2.6 *Afwijkingen ten opzichte van het prospectus*) onder 2.6.5 opgemerkt: "*Bouw State V heeft geen beroep kunnen doen op de vermeende huurgarantie van [B.] Vastgoed B.V. Hierdoor zijn de "gegarandeerde" huurinkomsten aan Bouw State V onthouden.*" Deze paragrafen maken deel uit van het onderdeel "2. Feiten" van de dagvaarding.

De rechtbank heeft hierin kennelijk niet gelezen dat de Claimstichting zich erop heeft beroept dat de vermelding van de huurgarantie misleidend was (zie de weergave van de stellingen van de Claimstichting in rov. 5.2 van het vonnis van 23 december 2015). Het hof heeft dit kennelijk evenmin in de stukken gelezen. Het hof heeft wel in de stukken gelezen dat de Claimstichting heeft aangevoerd dat de Bestuurder aansprakelijk is omdat in de periode juni t/m november 2008 obligatierente is betaald ten laste van de obligatie-inleg terwijl dat had moeten worden betaald uit de huurinkomsten dan wel de concerngarantie. Het hof heeft dat betoog in rov. 5.2.22 verworpen en daarbij de eerdergenoemde uitleg aan de concerngarantie gegeven.

De lezing die het hof aan de stukken heeft gegeven, met name ook aan de nrs. 5 en 30 van de inleidende dagvaarding, kan niet onbegrijpelijk worden genoemd. Anders dan de klacht veronderstelt, heeft het hof dus niet een grondslag voor het misleidend zijn van het prospectus over het hoofd gezien. De klacht faalt daarom.

Aanwending van de inleg

4.20 Subonderdeel 2.2.4 klaagt over het volgende oordeel in rov. 2.8:

"Wijze van aanwenden van de obligatie-inleg

Voorts blijkt uit het prospectus voldoende helder hoe de obligatie-inleg zal worden aangewend: zie het staatje op bladzijde 23 van het prospectus. Door de Claimstichting is niet voldoende onderbouwd gesteld dat gelden aan het fonds zijn onttrokken voor andere doeleinden dan in het prospectus vermeld (zie hierna), laat staan dat dit de vooropgezette bedoeling was ten tijde van de uitgifte van het prospectus en aldus sprake was van misleiding."

De verwijzing "zie hierna" doelt op rov. 5.2.19, waarin het hof de stelling verwerpt dat sprake is geweest van onrechtmatige onttrekkingen uit het fonds:

"5.2.19 Door de Claimstichting is betoogd (...) dat door diverse vennootschappen uit de [B.] groep bedragen aan het fonds zijn onttrokken. (...) [Verweerders] hebben aangevoerd dat in het prospectus op pagina 23 staat vermeld dat door Bouwstate V een bedrag van € 3.320.000,- zal worden doorgestort naar Bouwstate V SL om de aankoop van het Spaans onroerend goed voor € 3.100.000,- en de overdrachtsbelasting van € 217.000,- te financieren. Dienovereenkomstig is het bedrag van € 2.080.000 in tranches vanaf de rekening van de Stichting Obligatiehouders via de holdings doorgestort naar Ibiza Penthouse Holding SL en zijn al die gelden conform het prospectus besteed aan het aantrekken van de objecten en de daarmee verband houdende kosten. Daarbij geldt volgens [Verweerders] dat "niets is verdwenen in de zakken van" enig tot de [B.] groep behorende vennootschap. Ter staving van dat verweer hebben [Verweerders] als productie 31 bij de conclusie van dupliek een financieel overzicht overgelegd. In de conclusie van dupliek hebben [Verweerders] voorts vanaf randnummer 89 tot en met 112 een uitvoerig gemotiveerde financiële verantwoording gegeven, waarnaar zij in hoger beroep hebben verwezen. Hieruit blijkt volgens [Verweerders] dat de financiering van het onroerend goed binnen Bouw State V conform het prospectus heeft plaatsgevonden en dat alle binnen het fonds beschikbare middelen voor de verwerving van dat onroerend goed en de ontstane extra kosten zijn gebruikt. Voor andere doeleinden waren er volgens hen geen middelen beschikbaar. Naar het oordeel van het hof heeft de Claimstichting in het licht van dit uitvoerige verweer en de genoemde productie haar stelling onvoldoende onderbouwd, terwijl voorts een voldoende concreet en specifiek bewijsaanbod ontbreekt. Nu aldus de gestelde onrechtmatige onttrekkingen niet vaststaan, kan bestuurdersaansprakelijkheid noch aansprakelijkheid pro se op dit onderdeel worden aangenomen."

- 4.21 Volgens de eerste klacht van subonderdeel 2.2.4 is onjuist en/of onbegrijpelijk het oordeel dat uit het prospectus (p. 23) voldoende helder blijkt hoe de obligatie-inleg aangewend zal worden.

Nu deze klacht verder niet wordt uitgewerkt, dient zij te falen.

- 4.22.1 Volgens de tweede klacht hanteert het hof in rov. 5.2.8 een onjuiste maatstaf omdat voor de vraag of het prospectus misleidend is, niet relevant is of sprake was van een "vooropgezette bedoeling" om gelden te onttrekken voor andere doeleinden dan in het prospectus vermeld.
- 4.22.2 De klacht faalt. Er is immers volgens het hof onvoldoende gesteld om aan te nemen dat (a) gelden aan het fonds zijn onttrokken voor andere doeleinden dan in het prospectus vermeld of (b) dat dit de vooropgezette bedoeling was. Aan een toetsing van de vraag of om de onder (a) dan wel (b) genoemde reden sprake was van een misleidend prospectus is het hof daarom niet toegekomen. Ook indien het hof zou zijn uitgegaan van de rechtsopvatting dat de intentie er wel toe deed om te bepalen of het prospectus misleidend is, faalt de klacht omdat het hof die toets niet heeft uitgevoerd bij gebrek aan voldoende stellingen op dat punt. In zoverre ontbreekt dan belang bij de klacht.

4.23.1 Volgens de derde klacht is onbegrijpelijk het oordeel dat de Claimstichting niet voldoende onderbouwd heeft gesteld dat gelden aan het fonds zijn onttrokken voor andere doeleinden dan in het prospectus vermeld. De klacht verwijst daartoe naar zes in de klacht onder a t/m f genoemde stellingen van de Claimstichting.

4.23.2 De klacht moet ook beoordeeld worden in het licht van rov. 5.2.19. De klacht slaagt niet. Op zichzelf terecht vermeldt de klacht dat volgens het prospectus de aankoopprijs voor het Spaanse vastgoed € 3.100.000 bedraagt. Het hof vermeldt dit in de weergave van het prospectus (rov. 2.4 op p. 5 van het arrest) en in rov. 5.2.19. Dat de obligatie-inleg ten behoeve van deze aankoop stond op de rekening van de Stichting Obligatiehouders (stelling a) en dat daarvan € 2.800.000 is opgenomen (stelling d) heeft het hof in rov. 5.2.19 verdisconteerd.

Volgens de Stichting had dit bedrag niet opgenomen hoeven worden voor levering van het Spaanse vastgoed (stellingen b en c) en stonden daartegenover geen aankopen (stelling e), terwijl het bedrag al was opgenomen tot en met 29 december 2008 (stelling b en f). Het hof heeft in rov. 5.2.19 geoordeeld dat Verweerders een uitvoerig gemotiveerde financiële verantwoording hebben gegeven, waaruit volgens Verweerders blijkt dat alle beschikbare middelen zijn aangewend voor de verwerving van onroerend goed en ontstane kosten, en dat de Claimstichting daartegenover haar stellingen onvoldoende heeft onderbouwd. In het licht van de stellingen in de conclusie van dupliek, waarnaar het hof verwijst,²¹ komt het oordeel van het hof niet onbegrijpelijk voor. De klacht faalt daarom.

4.23.3 Dit geldt ook voor de aan het slot van subonderdeel 2.2.4 tegen rov. 5.2.19 geformuleerde klacht, die voortbouwt op de voorgaande klachten. Overigens heeft het hof, anders dan deze klacht veronderstelt, in rov. 5.2.19 niet geoordeeld dat het bedrag van € 2.800.000 "conform het prospectus" is besteed, maar dat Verweerders dit hebben gesteld en dat de Claimstichting daartegenover onvoldoende heeft gesteld.

4.24 Subonderdeel 2.3 bevat alleen een op de subonderdelen 2.1 en 2.2 voortbouwende klacht en dient te falen in het voetspoor van die subonderdelen.

4.25.1 Volgens subonderdeel 2.4 bevat rov. 2.11 (hierboven in 2.9 geciteerd) een onbegrijpelijke vaststelling van de feiten, indien het hof met de woorden "zoals vermeld in het prospectus" zou hebben bedoeld dat het prospectus zou vermelden dat de Bestuurder reeds in 2007 het (nog in aanbouw zijnde) Spaanse vastgoed zou hebben gekocht.

²¹ Zie met name de conclusie van dupliek nrs. 102-105 en 111.

4.25.2 De klacht berust op een onjuiste lezing van het arrest, omdat het hof dit kennelijk niet heeft bedoeld. Het hof oordeelt in rov. 2.8 meer precies dat de Bestuurder in de fase voor de totstandkoming van het fonds de rechten van de oorspronkelijke kopers heeft afgekocht en in hun rechten trad voor een nader te noemen meester, en dat vervolgens de Spaanse appartementen door Ibiza Penthouse Holding SL voorafgaand aan haar oprichting zijn gekocht van de verkopende projectontwikkelaar, Valor Real. Kennelijk heeft het hof met de woorden "zoals vermeld in het prospectus" slechts bedoeld dat het ging om de in het prospectus bedoelde penthouses op Ibiza.

4.26 De klachten van onderdeel 2 slagen niet.

Onderdeel 4 (bestuurdersaansprakelijkheid van de Bestuurder)

4.27 In rov. 5.2.7 en 5.2.9 heeft het hof geoordeeld dat het prospectus in één opzicht misleidend was. Het hof beoordeelt vervolgens of de Bestuurder daarvan als (middellijk) bestuurder van Bouw State V persoonlijk een ernstig verwijt kan worden gemaakt (rov. 5.2.12), in welk geval de Bestuurder aansprakelijk is voor de misleidende mededeling. Het hof oordeelt in rov. 5.2.13 dat daarvan geen sprake is:

"(...) Door [Verweerders] is het standpunt ingenomen dat er voor de bestuurder geen enkele aanleiding bestond te verwachten dat de oplevertermijn "in relevante mate" overschreden zou worden.

Door [de Bestuurder] is daarover ter zitting van het hof onbetwist verklaard dat Valor Real, van wie de appartementen waren gekocht, een grote speler is op deze markt, die internationaal opereert en met wie [de Bestuurder] in het verleden in diverse projecten zonder problemen had samengewerkt. Door deze partij is bij brief van 8 februari 2008 (...) meegedeeld (zakelijk weergegeven) dat tijdens een bespreking met de aannemer op 28 januari 2008 bleek dat de bouw iets achter liep op het schema, maar dat door het management van de aannemer is beloofd dat de penthouses in april 2008 gereed zijn waarna bij de gemeente de noodzakelijke documenten worden aangevraagd (een bewoonbaarheidsverklaring), hetgeen naar verwachting 30 dagen in beslag zal nemen, en aldus de levering naar verwachting op 20 juni 2008 zal plaatsvinden. Op 1 juni 2008 is het prospectus uitgegeven met daarin vermeld dat op 12 juni 2008 de eigendom zal worden verkregen. Vervolgens stuurde Valor Real op 19 juni 2008 een bericht (...) inhoudende (zakelijk weergegeven), dat helaas weer enig uitstel is opgetreden, omdat de documenten nog niet van de gemeente zijn ontvangen, dat door de gemeente verzekerd is dat dit niet langer dan twee weken zal duren, zodat de levering zal kunnen plaatsvinden op 19 juli 2008. Bij brief van 15 juli 2008 (...) is aan de obligatiehouders doorgegeven dat levering op 20 juli 2008 zal geschieden. [De Bestuurder] heeft ter zitting van het hof verklaard dat hij op deze genoemde mededelingen van Valor Real heeft vertrouwd. Ook hebben [Verweerders] gesteld dat [de Bestuurder] de appartementen met eigen ogen van de buitenkant had gezien en dat hij geen aanleiding had te twifelen aan een tijdige oplevering. (...) Door de Claimstichting is wat dat laatste betreft nog wel betoogd dat [de Bestuurder] nader onderzoek had moeten doen naar de staat van de appartementen, maar naar het oordeel van het hof heeft zij daartoe onvoldoende gronden aangevoerd. [De Bestuurder] is aldus in goed vertrouwen ervan uitgegaan dat de appartementen op 12 juni 2008 zouden worden geleverd en heeft dat vermeld in het prospectus, echter zonder mee te delen dat er nog opgeleverd moest worden en zonder te wijzen op de risico's die daaraan verbonden waren. Daar kan nog bij worden opgemerkt dat Valor Real als datum 20 juni 2008 had genoemd en dus niet 12 juni 2008.

Aldus is naar het oordeel van het hof sprake van onzorgvuldigheid (12 juni in plaats van 20 juni) en van een inschattingfout van [de Bestuurder] door enkel te vertrouwen

op het woord van Valor Real. Als (indirect) professioneel bestuurder van een vastgoedfonds had [de Bestuurder] zich moeten realiseren dat er altijd iets kan misgaan, zolang niet is opgeleverd. Naar het oordeel van het hof is deze inschattingsfout evenwel niet van dien aard dat de bestuurder daarvan een voldoende ernstig persoonlijk verwijt kan worden gemaakt, te meer, nu [de Bestuurder] vertrouwde op het woord van een grote partij met wie hij in het verleden probleemloos had samengewerkt. De Claimstichting denkt daar anders over en hamert in deze context op het feit dat de oplevering in werkelijkheid ernstig is gestagneerd, dat de appartementen uiteindelijk pas in 2009 in het fonds zijn gekomen en dat de huurstroom al die tijd is uitgebleven. Het gaat er echter niet om wat er achteraf gezien is gebeurd, maar om wat de bestuurder ten tijde van diens gewraakte handelen of nalaten voorzag of behoorde te voorzien. Naar het oordeel van het hof kan uit de door de Claimstichting gestelde feiten en omstandigheden niet de conclusie worden getrokken dat de bestuurder in de toenmalige omstandigheden voorzag of had behoren te voorzien dat er een reëel gevaar bestond dat de appartementen aanzienlijk later zouden worden opgeleverd dan was gepland. Het hof komt dan ook tot de slotsom dat op dit onderdeel geen sprake is van een ernstig persoonlijk verwijt aan de zijde van de bestuurder. (...)” [onderstreping toegevoegd; A-G]

4.28 Onderdeel 4 richt in de subonderdelen 4.1 t/m 4.3 klachten tegen het oordeel, dat uit de door de Claimstichting gestelde feiten en omstandigheden niet de conclusie kan worden getrokken dat de bestuurder in de toenmalige omstandigheden voorzag of had behoren te voorzien dat er een reëel gevaar bestond dat de appartementen aanzienlijk later zouden worden opgeleverd dan was gepland. Voor zover deze klachten voortbouwen op onderdeel 2, falen zij in het voetspoor daarvan.

4.29.1 Volgens de eerste klacht van subonderdeel 4.1 gaat het bestreden oordeel langs het eigenlijke punt heen. Bij beantwoording van de vraag of de Bestuurder ter zake van de misleiding door het prospectus een persoonlijk ernstig verwijt treft, is van belang dat hij als bestuurder van het fonds de dagelijkse gang van zaken en de inhoud van het prospectus bepaalde (zoals de rechtbank heeft vastgesteld in rov. 5.18 van het vonnis van 23 december 2015). Uit de in de klacht bedoelde stellingen a t/m f van de Claimstichting volgt dat de Bestuurder wist of behoorde te weten, kort gezegd, dat het prospectus misleidend was en tot een onrechtmatige daad van de rechtspersoon jegens de obligatiehouders zou leiden, zodat hem een persoonlijk ernstig verwijt treft.

4.29.2 De klacht wijst er op zichzelf terecht op dat niet ter discussie staat dat de Bestuurder de inhoud van het prospectus bepaalde. Onbegrijpelijk is het bestreden oordeel echter niet te noemen, ook niet in het licht van de in de klacht genoemde stellingen.

Het hof is uitgegaan van de misleidende mededeling dat het onroerend goed al afgebouwd was (rov. 5.2.7) (stelling b). Dat het onroerend goed niet verhuurd was (stelling b), heeft het hof verworpen (rov. 5.2.8; zie bij subonderdeel 2.2.2). Het hof heeft verdisconteerd dat de Bestuurder ten tijde van het uitbrengen van het prospectus wist dat het Spaanse vastgoed niet afgebouwd was en de oplevering daarom vertraagd was (stellingen b en a) (zie rov. 5.2.13). Het hof heeft geoordeeld dat de Bestuurder in het prospectus had moeten wijzen op de risico's in verband met

het nog niet opgeleverd zijn van de appartementen (stelling d) (zie rov. 5.2.13).

Op de stelling dat deze risico's zich hebben verwezenlijkt (stelling c), heeft het hof in rov. 5.2.13 gemotiveerd gereageerd. Voor zover de stelling dat de aannemer de oplevering nog straffeloos 18 maanden mocht uitstellen (stelling a), verwijst naar de feitelijke gang van zaken, betreft het hetzelfde punt als stelling c. Voor zover stelling a verwijst naar een contractueel recht van de aannemer om de oplevering verder uit te stellen, behoefde het hof daarop niet afzonderlijk in te gaan om de hierna in 4.32.3 genoemde redenen.

De stelling dat de Bestuurder niet op het risico van late levering en de gevolgen daarvan heeft gewezen om te voorkomen dat de beleggingsbeslissing van de obligatiehouders zou worden beïnvloed (stelling f), heeft het hof verworpen. De Bestuurder is er volgens het hof in goed vertrouwen van uitgegaan dat de appartementen op 12 juni 2008 geleverd zouden worden (zij het dat dit onzorgvuldig was, omdat Valor Real 20 juni 2008 had genoemd) en dat hij een inschattingfout heeft gemaakt door op het woord van Valor Real te vertrouwen (rov. 5.2.13). Het hof vindt dit om de in rov. 5.2.13 genoemde redenen echter te weinig voor het aannemen van een persoonlijk ernstig verwijt. De stelling dat daarvan wél sprake is (stelling e) heeft het hof dus gemotiveerd verworpen.

- 4.30.1 De tweede klacht van het subonderdeel veronderstelt dat het hof ervan is uitgegaan dat geen sprake kan zijn van een persoonlijk ernstig verwijt indien de bestuurder weet of behoort te weten, kort gezegd, dat de rechtspersoon een onrechtmatige daad jegens derden zal plegen. De derde klacht veronderstelt dat het hof ervan is uitgegaan dat het niet zou behoeven te beoordelen of de Bestuurder wist of behoorde te weten dat de rechtspersoon een onrechtmatige daad jegens derden zal plegen.
- 4.30.2 Deze klachten falen bij gebrek aan feitelijke grondslag, omdat het arrest geen aanleiding geeft voor de veronderstelling dat het hof van de daarin bedoelde (rechts)opvattingen is uitgegaan.
- 4.31.1 Volgens de vierde klacht van het subonderdeel kan uit het bestreden oordeel niet (zonder meer) volgen dat de Bestuurder geen persoonlijk ernstig verwijt treft. Hij wist of behoorde te weten dat het prospectus misleidend was omdat hij daarin de obligatiehouders meer zekerheid voorspiegelde (een bestaand en verhuurd vastgoed dat gegarandeerd direct huurinkomsten zou opleveren, met een eerste recht van hypotheek) dan daadwerkelijk bestond.
- 4.31.2 In rov. 5.2.8 heeft het hof geoordeeld dat het prospectus niet misleidend was voor wat betreft het verhuurd zijn en voor wat betreft het later op gang komen van de

huurstroom pas misleidend zou zijn indien de aanzienlijke vertraging van de oplevering ten tijde van de uitgifte van het prospectus redelijkerwijze voorzienbaar zou zijn geweest. In rov. 5.2.7 heeft het hof geoordeeld dat het prospectus niet misleidend was voor wat betreft het recht van eerste hypotheek. Deze oordelen worden door het middel naar mijn mening vergeefs bestreden. Tegen deze achtergrond faalt ook de vierde klacht van subonderdeel 4.1.

4.32.1 Volgens de eerste klacht van subonderdeel 4.2 is het bestreden oordeel onjuist of onvoldoende (begrijpelijk) gemotiveerd in het licht van de daarin genoemde essentiële stellingen a t/m h van de Claimstichting, die er kort gezegd op neerkomen dat de Bestuurder voorzag of behoorde te voorzien dat er een reëel gevaar was dat het Spaans vastgoed aanzienlijk later dan gepland zou worden opgeleverd.

4.32.2 De klacht faalt naar mijn mening. De stellingen a, b en c komen erop neer dat de Bestuurder wist van de vertraging ten opzichte van de opleverdatum in april 2008 en dat hij niet op mededelingen van de aannemer mocht vertrouwen. De stellingen e, f en g komen erop neer dat de Bestuurder wantrouwig had moeten zijn omdat hij het vastgoed alleen van buiten mocht bekijken, wat ongebruikelijk is, en dat ongeloofwaardig is dat het vastgoed er van buiten 'zo goed als gereed uitzag'. Stelling h houdt in dat de Bestuurder al voor het uitbrengen van het prospectus serieuze aanwijzingen had dat de opleverdatum van 12 juni 2008 niet gehaald zou worden en daarom niet mocht vertrouwen dat er verder geen noemenswaardige vertraging zou zijn. Het hof heeft dit alles in rov. 5.2.13 verdisconteerd.

4.32.3 Volgens stelling d wist de Bestuurder dat de aannemer contractueel gerechtigd was om de oplevering straffeloos 18 maanden uit te stellen en dat op overschrijding van de oplevertermijn, anders dan gebruikelijk, geen boete gesteld was.

Het hof heeft een oordeel gegeven over het vertrouwen dat de Bestuurder had in de mededelingen van Valor Real over de opleveringsdatum. Dit was volgens het hof weliswaar een inschattingsfout, maar levert geen persoonlijk ernstig verwijt op, mede omdat de Bestuurder vertrouwde op het woord van een grote partij met wie hij in het verleden probleemloos had samengewerkt. Gezien dit feitelijke vertrouwen op de genoemde opleveringsdatum, behoefde het hof op stelling d niet afzonderlijk in te gaan.

4.33.1 Volgens de tweede klacht van het subonderdeel brengen de genoemde stellingen mee dat onbegrijpelijk is het oordeel dat de Claimstichting onvoldoende gronden heeft aangevoerd op grond waarvan de Bestuurder nader onderzoek had moeten doen naar de staat van de appartementen.

- 4.33.2 Het oordeel van het hof berust op een feitelijke waardering van het gewicht dat tegenover de stellingen van de Claimstichting toekomt aan de verklaring van de Bestuurder, dat hij de appartementen van de buitenkant had gezien en geen aanleiding had te twijfelen aan een tijdige oplevering. Onbegrijpelijk is dat oordeel niet te noemen.
- 4.34 De voortbouwende klacht aan het slot van subonderdeel 4.2 faalt in het voetspoor van de voorgaande klachten.
- 4.35 In het voetspoor van de subonderdelen 4.1 en 4.2 faalt ook de louter voortbouwende klacht van subonderdeel 4.3. Onderdeel 4 gaat daarom niet op.

Onderdeel 3 (bestuurdersaansprakelijkheid van de Voorzitter)

- 4.36 Het hof oordeelde dat de Voorzitter de obligatiehouders had moeten informeren (a) dat in de periode na het uitbrengen van het prospectus de oplevering van de Spaanse appartementen aldoor uitbleef en het fonds daardoor verstoken bleef van huurinkomsten uit deze appartementen en (b) toen de bestuurder van het fonds hem verzocht om namens de Stichting Obligatiehouders in te stemmen met een besluit waarbij de Spaanse appartementen weliswaar door het fonds zouden worden verkregen, maar waarbij wel de projectfinanciering en het daarbij behorende (bouw)risico dienden te worden overgenomen (rov. 5.3.5). Het hof heeft niet onderzocht of de Voorzitter hiervan persoonlijk een ernstig verwijt treft, omdat dit niet informeren niet tot schade heeft geleid (rov. 5.3.10). Onderdeel 3 klaagt in de subonderdelen 3.1 t/m 3.4 over de rov. 5.3.7-5.3.9 en de op basis daarvan door het hof in rov. 5.3.10 bereikte conclusie.

- 4.37 Over het niet-informeren als bedoeld onder (a) overwoog het hof:

"5.3.7 De Claimstichting heeft op dit punt gesteld dat indien de obligatiehouders tijdig en juist waren geïnformeerd, aannemelijk is dat zij op de voet van artikel 4.1 van de Obligatievoorwaarden zouden hebben geëist dat zij hun inleg pro rata (voor zover die betrekking had op de aankoop van de Spaanse appartementen) zouden terugkrijgen. De schade zou dan volgens hen aanzienlijk zijn beperkt. Het Nederlands vastgoed was immers wel aangekocht, zodat van de huurstroom daaruit de obligatierente over dat deel van de inleg betaald had kunnen worden en de inleg bij expiratie van de lening (memorie van antwoord onder randnummer 132 en 161).

5.3.8 Het hof stelt voorop dat de inleg niet geoormerkt was naar Spaanse en Nederlandse panden en dat die inleg ook niet was gesepareerd, maar deel uitmaakte van de totale middelen van het fonds. Er bestond derhalve niet zoiets als een afgezonderd bedrag dat bestemd was voor de aankoop van de Spaanse appartementen, maar er was sprake van één fondsvermogen. Voorts overweegt het hof dat hiervóór (rov. 5.2.17) is vastgesteld dat artikel 4.1 van de Obligatievoorwaarden het bestuur van Bouwstate V niet verplicht tot restitutie van (een deel van) de inleg als binnen zes maanden na 1 juni 2008 de beoogde aankopen

niet doorgaan. Het bestuur heeft in een dergelijk geval slechts de bevoegdheid tot pro rata-aflossing. Daarop strandt de stelling van de Claimstichting.”

- 4.38 Volgens subonderdeel 3.1 is dit oordeel onjuist en/of ontoereikend gemotiveerd om de in de subonderdelen 3.1.1 en 3.1.2 genoemde redenen.
- 4.39.1 Volgens subonderdeel 3.1.1 volgt, samengevat, uit de overweging dat er sprake was van “één fondsvermogen” niet (zonder meer) dat de inleg niet pro rata had kunnen worden terugbetaald.
- 4.39.2 Deze klacht faalt, omdat het hof niet van het door de klacht veronderstelde automatisme is uitgegaan. Het hof wijst immers ook erop dat het bestuur van het fonds bevoegd, maar niet verplicht was tot pro rata-aflossing. Hieraan doen niet af de in de klacht genoemde stellingen a t/m d van de Claimstichting. Uit die stellingen volgt volgens de klacht dat de Claimstichting heeft gesteld dat het bedrag dat was bestemd voor de aankoop van het Spaanse vastgoed terugbetaald kon worden. Dat die mogelijkheid bestond, heeft het hof ook aangenomen.
- 4.40.1 Volgens subonderdeel 3.1.2 volgt, samengevat, uit de overweging dat het bestuur van het fonds bevoegd was tot pro rata-aflossing niet (zonder meer) dat van die bevoegdheid geen gebruik zou zijn gemaakt.
- 4.40.2 Deze klacht faalt, omdat het hof niet van de door de klacht veronderstelde mogelijkheid is uitgegaan. Dat behoefde gezien de overwegingen over de noodoplossing in rov. 5.3.9 geen nadere motivering. In de gekozen noodoplossing ligt immers besloten het besluit van het bestuur van het fonds, met goedkeuring van de Voorzitter, om op een gewijzigde manier door te gaan met het Spaanse vastgoed.
- Hieraan doen niet af de in de klacht genoemde stellingen a en b van de Claimstichting, die erop neerkomen dat het bestuur slechts kon kiezen tussen hetzij het pro rata teruggeven van de inleg, hetzij de aankoop van ander vastgoed en dus niet bevoegd was om deze noodmaatregel te treffen. Het hof heeft deze stelling verworpen door onder meer in rov. 5.2.17 (in cassatie niet bestreden) te overwegen dat het er niet om gaat of de obligatiehouders achteraf gezien mogelijk beter af waren geweest, indien op dat moment was besloten af te zien van de Spaanse appartementen (voor zover dat al kon) en ander vastgoed aan te trekken dan wel de inleg pro rata terug te storten, maar dat het erom gaat of met de kennis van toen de gemaakte keuze niet in het belang kan worden geacht van de vennootschap en haar schuldeisers als geheel.
- 4.41 Over het niet-informereren als bedoeld in 4.36 onder (b) overwoog het hof:

"5.3.9 (...) Door de Claimstichting is niet, althans niet onderbouwd, gesteld dat indien de voorgenomen maatregel aan de obligatiehouders was voorgelegd, zij niet met gekwalificeerde meerderheid daarmee hadden ingestemd. Dit ligt ook niet in de rede nu vaststaat dat Valor Real ten tijde van het treffen van de maatregel op het punt van failliet gaan stond en het gevaar dreigde dat de appartementen daardoor niet in het fonds zouden komen. De overname van het project bood aldus een noodoplossing om de appartementen toch in het fonds terecht te laten komen. Weliswaar had die oplossing door de overname van de hypothecaire lening van Valor Real voor de obligatiehouders tot nadeel dat er financiële verplichtingen voor het fonds bijkwamen, maar het voordeel was dat de aankoop dan veilig gesteld zou worden, de tot dan toe gemaakte kosten niet tevergeefs waren geweest, Bouwstate V er zelf voor zou kunnen zorgen dat de appartementen daadwerkelijk verhuurbaar werden en (naar toen de verwachting was) de huurstroom op gang zou komen, waardoor de rentebetalingen weer voortgezet zouden kunnen worden.

(...)

Ook overigens is (niet) onderbouwd gesteld dat en waarom de obligatiehouders, indien zij destijds volledig waren geïnformeerd, tot het inzicht waren gekomen dat de door het bestuur voorgestelde noodmaatregel niet in hun belang zou zijn en zij om die reden niet met de maatregel hadden ingestemd. Als gezegd staat vast dat restitutie van de inleg door de obligatiehouders niet afgedwongen kon worden. Waar tijdens de comparitie van de kant van de Claimstichting nog is opgemerkt dat met "het voor de aankoop van de Spaanse appartementen bestemde deel van de obligatie-inleg" ook een andere solide belegging had kunnen worden gekocht (pleitaantekeningen onder 5) mist in de processtukken een deugdelijke onderbouwde stellingname daaromtrent, zodat het hof daaraan voorbijgaat.

Bij dit alles dient te worden bedacht dat een en ander beoordeeld dient te worden naar de situatie op dat moment, dus zonder de wetenschap achteraf omtrent de voortwoekerende vastgoedcrisis en de uiteindelijke tegenvallende resultaten en waardeontwikkelingen in het fonds." [cursivering toegevoegd; A-G]

- 4.42.1 Volgens de eerste klacht van subonderdeel 3.1.2 zijn de hierboven gecursiveerde oordelen onjuist en/of onvoldoende (begrijpelijk) gemotiveerd in het licht van de stellingen van de Claimstichting dat, kort gezegd, de noodoplossing niet paste bij hetgeen in het prospectus over de belegging was voorgespiegeld en de overname van het project gepaard ging met grote risico's.
- 4.42.2 Deze klacht faalt. Het hof heeft deze stellingen verwerkt in de aangevallen oordelen. Het ging immers om een noodoplossing om de appartementen toch in het fonds terecht te laten komen in het zicht van het dreigende faillissement van Valor Real. Aan deze oplossing waren voor- en nadelen verbonden, zo overweegt het hof. Het hof kon daarom oordelen, onder meer, dat (niet) onderbouwd is gesteld dat en waarom de obligatiehouders, indien zij destijds volledig waren geïnformeerd, tot het inzicht waren gekomen dat de door het bestuur voorgestelde noodmaatregel niet in hun belang zou zijn en zij om die reden niet met de maatregel hadden ingestemd.
- 4.43 Op het voorgaande stuit ook af de tweede klacht van het subonderdeel, die wijst op de stellingen van de Claimstichting, kort gezegd, (i) dat de obligatiehouders mochten verwachten dat het bestuur zou handelen volgens een van de twee in art. 4.1 van de obligatievoorwaarden bedoelde manieren (pro rata teruggave van de inleg of aankoop ander vastgoed) en (ii) dat de aankoop van ander vastgoed een betere

keuze zou zijn geweest omdat dan (iii) alleen de Bestuurder en een aan hem verbonden vennootschap geld zouden hebben verloren en er (iv) nog geen geld was geïnvesteerd.

Het argument onder (ii) stuit overigens ook af op de overweging in rov. 5.3.9 dat een deugdelijke onderbouwing ontbreekt voor de stelling dat met het voor de aankoop van de Spaanse appartementen bestemde deel van de obligatie-inleg ook een andere solide belegging had kunnen worden gekocht. Het argument onder (iv) stuit overigens ook af op het door subonderdeel 2.2.4 vergeefs bestreden oordeel in rov. 5.2.8 over de aanwending van de inleg.

4.44 De derde klacht van het subonderdeel bouwt alleen voort op de eerste en de tweede klacht en dient daarom ook te falen.

4.45.1 Volgens subonderdeel 3.3 werkt het hof, gezien de in rov. 5.3.5 vastgestelde schendingen van de zwaarwegende²² informatieverplichtingen van de Voorzitter, in rov. 5.3.8 t/m 5.3.10 met een te zware stelplicht ten aanzien van hetgeen de obligatiehouders zouden hebben gedaan indien zij wel zouden zijn geïnformeerd.²³

4.45.2 Het hof heeft in rov. 5.3.9 overwogen (i) dat door de Claimstichting niet, althans niet onderbouwd, is gesteld dat indien de voorgenomen maatregel aan de obligatiehouders was voorgelegd, zij niet met gekwalificeerde meerderheid daarmee hadden ingestemd; (ii) dat het om de door het hof genoemde redenen ook niet in de rede ligt dat de obligatiehouders daarmee niet zouden hebben ingestemd; (iii) dat ook overigens (niet) onderbouwd is gesteld dat en waarom de obligatiehouders, indien zij destijds volledig waren geïnformeerd, tot het inzicht waren gekomen dat de door het bestuur voorgestelde noodmaatregel niet in hun belang zou zijn en zij om die reden niet met de maatregel hadden ingestemd; en (iv) dat een deugdelijke onderbouwing ontbreekt voor de stelling dat met het voor de aankoop van de Spaanse appartementen bestemde deel van de obligatie-inleg ook een andere solide

²² De klacht verwijst daarbij naar HR 29 november 2002, ECLI:NL:HR:2002:AE7011, NJ 2003/455 (Schwandt/Berghuizer Papierfabriek), rov. 3.4.5, en HR 20 juni 2008, ECLI:NL:HR:2008:BC4959, NJ 2009/21 m.nt. J.M.M. Maeijer en H.J. Snijders (NOM/Willemsen), rov. 5.4. Daarin gaat het om de vraag of sprake is van een persoonlijk ernstig verwijt. De omstandigheid dat is gehandeld in strijd met een statutaire bepaling die de rechtspersoon dan wel individuele aandeelhouders beoogt te beschermen, brengt in beginsel bestuurdersaansprakelijkheid mee. Het is echter ook dan mogelijk dat uit de feiten en omstandigheden blijkt dat de bestuurder geen persoonlijk ernstig verwijt kan worden gemaakt.

²³ De klacht verwijst naar HR 15 mei 1998, ECLI:NL:HR:1998:ZC2654, NJ 1998/624, rov. (kennelijk) 3.5.2: "aan een benadeelde die blijvende letselschade heeft opgelopen, geen strenge eisen mogen worden gesteld met betrekking tot het te leveren bewijs van (schade wegens het derven van) de arbeidsinkomsten die de benadeelde in de toekomst zou hebben genoten in de hypothetische situatie dat het ongeval niet zou hebben plaatsgehad: het is immers de aansprakelijke veroorzaker van het ongeval die aan de benadeelde de mogelijkheid heeft ontnomen om zekerheid te verschaffen omtrent hetgeen in die hypothetische situatie zou zijn geschied."

belegging had kunnen worden gekocht. Uit deze overwegingen blijkt naar mijn mening niet dat het hof een te zware stelplicht op de Claimstichting heeft gelegd. Het hof is namelijk ingegaan op de voor- en nadelen van de noodoplossing en heeft onvoldoende aanknopingspunten gezien voor de stelling dat ander onroerend goed gekocht had kunnen worden. Subonderdeel 3.3 gaat niet op.

- 4.46 In het voetspoor van de subonderdelen 3.1 t/m 3.3 faalt ook de louter voortbouwende klacht van subonderdeel 3.4. Onderdeel 3 gaat daarom niet op.

Onderdeel 1 (aansprakelijkheid van de Voorzitter pro se)

- 4.47.1 In rov. 5.3.4 overwoog het hof over de taak van de Voorzitter:

"(...) De trustee (de Stichting Obligatiehouders) is in het leven geroepen om de administratie met betrekking tot de obligatieleningen bij te houden, de obligatiehouders te vertegenwoordigen tegenover het fonds (Bouwstate V) en om namens hen rechten uit te oefenen, renten en uitkeringen te innen en zekerheidsrechten uit te oefenen (artikel 3 statuten van de Stichting Obligatiehouders, overweging B aan het begin van de trustakte, artikelen 3.3, 5, 8 en 10 van de trustakte). Op pagina 17 van het prospectus is vermeld dat de stichting onder andere toeziet op de naleving van de obligatievoorwaarden. Het hof is niet gebleken dat de stichting een verdergaande toezichthoudende taak is toebedeeld, met name niet ten aanzien van de operationele gang van zaken binnen het fonds (vergelijkbaar met die van een Raad van Commissarissen bij een vennootschap, zie artikel 2:140 lid 2 BW). Dat [de Voorzitter] ter zitting van de rechtbank heeft verklaard toezicht te hebben gehouden maakt het voorgaande niet anders, evenmin als het gegeven dat hij door zijn prominente rol bij de verkoop van de obligaties in combinatie met zijn publieke bekendheid mogelijk bij beleggers verwachtingen heeft gewekt inzake de betrouwbaarheid van het fonds."

- 4.47.2 In rov. 5.3.11 geeft het hof weer welke verwijten de Claimstichting de Voorzitter, naast de bij onderdeel 3 besproken informatieverzuimen, nog meer maakt:

"5.3.11 De Claimstichting heeft in grief III van het incidenteel appel betoogd dat [de Voorzitter] ook anderszins als bestuurder onrechtmatig heeft gehandeld, namelijk door:

- a. na te laten te controleren of alle panden door Bouw State V waren verkregen;
- b. geen toezicht te houden op de naleving van de obligatievoorwaarden;
- c. geen controle uit te oefenen op de geldstromen, waardoor de onrechtmatige onttrekkingen mogelijk waren en de kosten in het fonds veel hoger waren dan in het prospectus voorgesteld;
- d. het afgeven van een algemene volmacht ten aanzien van de rekening van de Stichting Obligatiehouders, waardoor [de Bestuurder] vrijelijk over de obligatie-inleg kon beschikken en onrechtmatige opnames kon doen;
- e. het niet en/of onjuist informeren van de obligatiehouders;
- f. niet te acteren toen de in het prospectus voorgestelde zekerheden niet werden gevestigd;
- g. geen nakoming van de concerngarantie te verlangen.

Voorts heeft de Claimstichting betoogd dat [de Voorzitter] ook pro se onrechtmatig heeft gehandeld (grief IV incidenteel appel) en dat niet alleen voor recht moet worden verklaard dat [de Voorzitter] onrechtmatig heeft gehandeld, maar ook dat hij aansprakelijk is, met veroordeling van [de Voorzitter] tot betaling van schadevergoeding.

Het hof tekent daarbij nog aan dat de Claimstichting in eerste aanleg nog meer verwijten aan het adres van [de Voorzitter] heeft gemaakt (zie inleidende dagvaarding onder 42), maar dat die niet terugkeren in de gewijzigde eis in hoger beroep, zodat het hof ervan uitgaat dat deze zijn prijsgegeven."

Het hof oordeelt in rov. 5.3.12 dat de in Grief III in het incidentele appel genoemde verwijten niet opgaan, behoudens het onder e bedoelde verwijt ter zake van de informatieverzuimen (zie rov. 5.3.5). Verder overweegt het hof:

"5.3.13 Het hof acht voorts onvoldoende onderbouwd dat [de Voorzitter], los van zijn hoedanigheid van bestuurder van de Stichting, "pro se" onrechtmatig heeft gehandeld. Grief IV in het incidenteel appel faalt."

4.48 Onderdeel 1 bevat in de subonderdelen 1.1 t/m 1.4 klachten tegen rov. 5.3.13.

4.49.1 Subonderdeel 1.1 klaagt in de eerste plaats, samengevat, dat het hof zijn oordeel in rov. 5.3.13 onvoldoende heeft onderbouwd in het licht van de stellingen a t/m g van de Claimstichting, waaruit volgt dat de Voorzitter bewust zijn reputatie heeft ingezet om personen te bewegen als obligatiehouder te gaan beleggen. In het licht van de prominente rol van de Voorzitter bij de verkoop van de obligaties (rov. 5.3.4), had hij de plicht om zich bij zijn handelen rekenschap te geven van de belangen van derden. Die plicht bracht mee, of kon meebrengen, dat de Voorzitter zich er ten minste van vergewiste dat het prospectus de (aspirant)obligatiehouders niet zou misleiden. Het hof heeft deze betamelijkheidsnorm miskend (p. 5, onderaan, van de procesinleiding).

4.49.2 Het hof heeft de rol van de Voorzitter bij de verkoop van de obligaties en diens publieke bekendheid onder ogen gezien (rov. 2.3 en 5.3.4). Het hof heeft geoordeeld dat het prospectus op één punt misleidend was, namelijk voor zover het betrof het feit dat de appartementen op Ibiza nog in aanbouw/niet opgeleverd waren (rov. 5.2.7 en 5.2.9). Het in de klacht bedoelde verwijt kan daarom alleen hierop betrekking hebben.

Dat ten tijde van de uitgifte van het prospectus de aanzienlijke vertraging van de oplevering redelijkerwijs voorzienbaar was, is niet voldoende gemotiveerd gesteld of gebleken (rov. 5.2.8 op p. 20). De Bestuurder ging er in goed vertrouwen van uit dat de appartementen nog op 12 juni 2008 – toen de obligaties werden uitgegeven – geleverd zouden worden (rov. 5.2.13). De Voorzitter was ermee bekend dat in de periode na het uitbrengen van het prospectus de oplevering van het Spaanse onroerend goed aldoor uitbleef – waarmee het hof doelt op de verdere vertraging na 20 juni 2008 – en het fonds daardoor verstoken bleef van huurinkomsten uit deze appartementen, en had de obligatiehouders daarover moeten informeren (rov. 5.3.5). Gezien deze overwegingen heeft het hof niet aangenomen dat de Voorzitter voorafgaand aan of ten tijde van de uitgifte van het prospectus en de obligaties wist

of behoorde te weten dat een aanzienlijke vertraging van de oplevering redelijkerwijs voorzienbaar was.²⁴ Bij die stand van zaken bestond er voor de Voorzitter pro se geen gehoudenheid om onderzoek te doen naar de toestand van het Spaanse vastgoed. De klacht gaat niet op.

4.50.1 Aansluitend klaagt subonderdeel 1.1 in de tweede plaats (sub (i) op p. 6 van de procesinleiding) dat niet valt in te zien waarom de stellingen a t/m g slechts zouden zien op de taak van de Voorzitter als bestuurder, maar tot deze taak tevens zou behoren het werven van potentiële beleggers om obligatiehouder te worden.

4.50.2 Deze klacht faalt. Het oordeel van het hof dat de stellingen a t/m g slechts zien op de taak van de Voorzitter als bestuurder berust op een aan het hof voorbehouden, en bepaald niet onbegrijpelijke uitleg van de gedingstukken. Deze stellingen zijn immers uitdrukkelijk aangevoerd in het kader van Grief III in het incidentele appel. De stelling dat de taak van de Voorzitter tevens was om potentiële beleggers te werven, stuit af op rov. 5.3.4. Deze overweging wordt in cassatie niet (specifiek) bestreden.

4.50.3 Subonderdeel 1.1 bevat in de slotalinea (op p. 7 van de procesinleiding) nog een klacht voor het geval het hof zou hebben geoordeeld dat tot de taak van de Voorzitter als bestuurder wel behoorde het werven van potentiële beleggers om obligatiehouder te worden. Deze klaagt faalt bij gebrek aan feitelijke grondslag, omdat het klaagt over een oordeel dat het hof niet heeft gegeven.

Het feit dat de "wervende werkzaamheden" van de Voorzitter niet tot diens bestuurstaak behoorden, betekent overigens op zichzelf niet dat (onbegrijpelijk is het oordeel dat onvoldoende is gesteld om aan te nemen dat) er sprake is van aansprakelijkheid pro se.²⁵

4.51 Verder bevat subonderdeel 1.1 klachten (sub (ii) en (iii) op p. 6 en 7 van de procesinleiding) die in wezen een herhaling zijn van de hierboven al besproken eerste klacht van het subonderdeel en die om daar genoemde redenen dan ook moeten falen. Subonderdeel 1.1 faalt daarom.

4.52.1 Volgens subonderdeel 1.2 kan uit het in deze zaak toepasselijke art. 6:194 (oud) BW in combinatie met de in subonderdeel 1.1 genoemde stellingen a t/m g volgen dat de Voorzitter een misleidende mededeling openbaar heeft gemaakt of laten maken en wel door zijn in rov. 5.3.4 bedoelde rol bij de verkoop van de obligaties.

²⁴ De s.t. Claimstichting nr. 20 verwijst ook naar rov. 5.3.5 over de situatie na deze periode.

²⁵ De Replik nr. 2 lijkt dit te betogen.

- 4.52.2 Deze klacht moet reeds falen, omdat zij niet verwijst naar stukken in het geding waaruit volgt dat de Claimstichting heeft betoogd dat de Voorzitter uit hoofde van art. 6:194 (oud) BW aansprakelijk is als degene die een misleidende mededeling openbaar heeft gemaakt of laten maken. Gezien de hierboven in 4.49.2 bedoelde overwegingen van het hof, was er voor het hof ook geen aanleiding om het beroep van de Claimstichting op aansprakelijkheid pro se van de Voorzitter op grond van onrechtmatige daad, mede te beoordelen in het licht van diens eventuele aansprakelijkheid uit hoofde van een onrechtmatige daad als bedoeld in art. 6:194 (oud) BW.
- 4.53.1 Subonderdeel 1.3 combineert de (met name eerste) klacht van subonderdeel 1.1 met de overweging van het hof in rov. 5.3.5 over de informatieverzuimen van de Voorzitter. Subonderdeel 1.3 leidt daaruit af dat de Voorzitter pro se de (aspirant)obligatiehouders in de waan heeft gebracht en gelaten dat sprake zou zijn van een betrouwbaar fonds.
- 4.53.2 Subonderdeel 1.1 faalt, zodat daarop geen beroep kan worden gedaan. Verder faalt de klacht voor zover zij inhoudt dat het hof de in rov. 5.3.5 bedoelde informatieverzuimen had moeten beoordelen niet alleen in het kader van de aansprakelijkheid van de Voorzitter als bestuurder, maar ook in het kader van diens aansprakelijkheid pro se. Blijkens rov. 5.3.1 en 5.3.5 is het hof er terecht van uitgegaan dat dit verwijt, ook in de opvatting van de Claimstichting, moest worden beoordeeld in het kader van de aansprakelijkheid van de Voorzitter als bestuurder.
- 4.54.1 Volgens subonderdeel 1.4 is onjuist of onvoldoende (begrijpelijk) gemotiveerd de overweging in rov. 5.3.11, dat het hof ervan uitgaat dat de in eerste aanleg aan het adres van de Voorzitter nog meer gemaakte verwijten, die niet terugkeren in de gewijzigde eis in hoger beroep, zijn prijsgegeven.
- 4.54.2 De klacht faalt. Zij verwijst naar in eerste aanleg gemaakte verwijten over, kort gezegd (i) de prominente rol van de Voorzitter en de inzet van diens reputatie bij de verkoop van de obligaties; (ii) de taak van de Voorzitter om de belangen van de obligatiehouders te bewaken; en (iii) de informatieverzuimen van de Voorzitter. Deze verwijten zijn genoemd in de inleidende dagvaarding nr. 42 onder a, b, c en h.²⁶ Het hof heeft hierover geoordeeld in rov. 5.3.13, 5.3.4 en 5.3.5. De door de klacht bestreden overweging van het hof ziet dus kennelijk op de andere in de inleidende dagvaarding nr. 42 gemaakte verwijten (voor zover die verwijten niet door het hof in zijn arrest zijn beoordeeld).

²⁶ Zo volgt uit de voetnoten bij subonderdeel 1.4.

4.54.3 Subonderdeel 1.4 faalt ook, voor zover daarin wordt betoogd dat de in de inleidende dagvaarding nr. 42 bedoelde verwijten ook ten grondslag liggen aan de door de Claimstichting gestelde aansprakelijkheid pro se van de Voorzitter. De verwijten in de inleidende dagvaarding nr. 42 staan uitdrukkelijk in het teken van de aansprakelijkheid van de Voorzitter als bestuurder en het hof heeft in de gewijzigde eis sub 5 en 7 van de Claimstichting²⁷ niet gelezen dat deze verwijten in hoger beroep ook ten grondslag werden gelegd aan het betoog van de Claimstichting over de aansprakelijkheid van de Voorzitter pro se. Deze aan het hof voorbehouden lezing van de processtukken is niet onbegrijpelijk te noemen.

4.55 Onderdeel 1 gaat niet op.

Onderdeel 5; slotsom

4.56 Nu de onderdelen 1 t/m 4 niet slagen, geldt hetzelfde voor onderdeel 5 dat hierop voortbouwt. De slotsom is dat het principaal beroep moet worden verworpen.

5. Bespreking van het incidentele cassatiemiddel

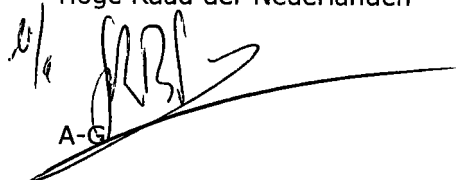
5.1 Het incidentele middel betreft het oordeel in rov. 5.1.4, 5.1.5 en de eerste volzin van rov. 5.4.2 dat de Claimstichting ontvankelijk is in haar vorderingen en het oordeel in rov. 5.2.7 dat het prospectus op één punt misleidend is.

5.2 Verweerders hebben incidenteel cassatieberoep ingesteld onder de voorwaarde dat het principale cassatieberoep van de Claimstichting leidt tot vernietiging van het bestreden arrest. Nu niet aan deze voorwaarde is voldaan, behoeft het incidentele middel geen bespreking.

6. Conclusie

De conclusie strekt tot verwerping van het principale cassatieberoep.

De Procureur-Generaal bij de
Hoge Raad der Nederlanden


A-G

²⁷ Memorie van antwoord in principaal appel tevens memorie van grieven/akte houdende vermeerdering van eis in incidenteel appel, p. 79.