

## **JOR 2008/209**

### **Hoge Raad**

30 mei 2008, C06/302HR; LJN BD2820.

( Mr. Fleers

Mr. Van Buchem-Spapens

Mr. Hammerstein

Mr. Van Oven

Mr. Streefkerk )

(Concl. A-G Wuisman )

1. A. de Boer te Noordwijk,  
en nog 8 anderen,  
eisers tot cassatie,  
verweerders in het incidentele  
cassatieberoep,  
advocaat: mr. E. Grabandt,  
tegen  
TMF Financial Services BV te Amsterdam,  
verweerster in cassatie,  
eiseres in het incidentele cassatieberoep,  
advocaat: mr. R.S. Meijer.

Onrechtmatige daad, Misleidende  
mededelingen bij aanbieden van effecten in  
brochure, Maatstaf voor schadebepaling,  
Causaal verband schade en onrechtmatig  
handelen, Afgeleide schade

[BW Boek 6 - 194]

## **» Samenvatting**

In r.o. 2.11 oordeelde het hof ten aanzien van de door De Boer c.s. (de Investeerders) aan hun vorderingen gegeven grondslag: “De brochure zou wellicht voor het gemiddelde publiek misleidend kunnen zijn, maar van de Investeerders, die allen ervaring hebben in de zakenwereld, mag worden verwacht dat zij weten wat de waarde van prognoses is en dat zij, indien zij enige aarzeling hadden over de haalbaarheid van het project, dit bij de presentatie daarvan aan de orde hadden gesteld. Dat laatste is gesteld noch gebleken, zodat – indien al een of meer van hen door de brochure zijn misleid – dit voor ieders eigen rekening blijft.”

Onderdeel 1a klaagt dat het hof aldus oordelend uit het oog heeft verloren dat de uitgever van een brochure als de onderhavige gehouden is daarin volledige en niet-misleidende mededelingen te geven den dat, zo hij aan die verplichting niet heeft voldaan, het onvolledige of misleidende karakter van de brochure niet wordt weggenomen door de mogelijkheid dat beleggers als De Boer c.s, die ervaring hebben in de zakenwereld, vragen kunnen stellen of nadere mededelingen kunnen verkrijgen. De klacht is gegrond. Bij beantwoording van de vraag of de brochure misleidend is in de zin van art. 6:194 BW had het hof behoren uit te gaan van de vermoedelijke verwachting van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone consument tot wie de brochure zich richt of die zij bereikt.

De onderdelen 6-6f bestrijden de maatstaf die het hof hanteert ter bepaling van de omvang van de door De Boer c.s., als gevolg van hun deelname in het Project geleden schade. Voor zover deze onderdelen klagen dat zonder nadere motivering, die in het arrest van het hof ontbreekt, niet valt in te zien waarom de schade ten gevolge van de onrechtmatige daad van TMF niet bestaat in het verlies van de bedragen die zij via de maatschappijen hebben geïnvesteerd in het Project, zijn zij gegrond. Het oordeel van het hof dat voor een verdergaande schadevergoeding dan in r.o. 2.12.3 geen plaats is omdat het aan TMF verweten onrechtmatige handelen valt in de periode voordat De Boer c.s. (via maatschappijen) in HSI investeerden, levert in ieder geval geen begrijpelijke redengeving hiervoor op, omdat De Boer c.s. aan hun vordering ten grondslag hebben gelegd dat zij op grond van de onrechtmatige gedragingen van TMR in voormelde periode zijn overgegaan tot de investeringen in het Project, dat echter van meet af aan niet levensvatbaar was. In dat licht bezien valt zonder nadere motivering, die evenwel ontbreekt, niet in te zien dat het verlies van

de geïnvesteerde bedragen niet meer als een gevolg van het onrechtmatig handelen van TMF aan haar kan worden toegerekend.

Onderdeel I.2 klaagt dat de door het hof gehanteerde maatstaf voor de bepaling van de te vergoeden schade zou meebrengen dat schade die slechts door de maatschappen rechtstreeks is geleden, vergoed zou worden aan de desbetreffende investeerders in privé, en dat het hof miskent dat De Boer c.s. niet-ontvankelijk zijn in hun vordering tot vergoeding van schade die afgeleid is van de door de maatschappen geleden schade. Deze klachten zijn ongegrond omdat zij miskennen dat De Boer c.s. geen vergoeding vorderen van schade die zij als participanten in de maatschappijen lijden vanwege een door TMF jegens hen persoonlijk gepleegde onrechtmatige daad, waardoor zij uit eigen vermogen geld hebben geïnvesteerd in het Project dat van aanvang af niet levensvatbaar was.

De Hoge Raad vernietigt de arresten van het Hof Amsterdam van 15 december 2005 en 6 juli 2006 en verwijst het geding naar het Hof 's-Gravenhage ter verdere behandeling en beslissing.

[beslissing/besluit](#)

## » Uitspraak

### Conclusie Advocaat-Generaal

(mr. Wuisman)

#### 1. De feiten

1.1. In cassatie kan van de volgende feiten worden uitgegaan: [\[noot:1\]](#)

i Op 23 maart 2000 is de besloten vennootschap Holland Sea View B.V. (HSI) opgericht door de besloten vennootschap Tolsduin B.V. (Tolsduin).

Deze laatste vennootschap was na de oprichting van HSI enig aandeelhouder en tevens bestuurder van HSI. J. Post was bestuurder van Tolsduin.

ii. HSI is opgericht met het oogmerk om met dochtervennootschappen in Spanje op een stuk grond in de nabijheid van een warmwaterbron een kuuroord te ontwikkelen (het Project Thermare of, kort, het Project). [\[noot:2\]](#)

iii. Er zijn adviseurs aangetrokken voor bijstand bij het tot ontwikkeling brengen van het Project. Een van die adviseurs is TMF geweest. TMF heeft geadviseerd over financiële aspecten van het Project; in dat kader heeft zij de financiële prognose van het Project doorgerekend. [\[noot:3\]](#)

iv. Voor het kunnen financieren van de aanloopkosten, die verbonden waren aan het uitwerken en uitvoeren van het Project, zoals de kosten van aankoop van de grond en de bron en management- en adviseurskosten, diende het kapitaal van HSI met gelden van derden te worden verhoogd. Er is een brochure opgesteld, waarin de door TMF doorgerekende prognose van het Project is opgenomen en TMF als financieel adviseur wordt genoemd. Deze brochure is aan potentiële beleggers gepresenteerd. Ongeveer twintig personen zijn bereid gevonden om in het kapitaal van HSI deel te nemen. De Boer c.s., door het hof ook aangeduid met de “Investeerders”, horen daartoe.

v Om fiscale redenen is de deelname in het kapitaal van HSI in deze vorm gegoten dat door hen, die bereid waren geld in het Project te steken, maatschappen zijn opgericht waarvan het doel is om voor gemeenschappelijke rekening het vermogen van de maatschap te beleggen in het Project. [\[noot:4\]](#) Op 17 november 2000 zijn de maatschappen Thermare I t/m V opgericht, op 15 december 2000 de maatschappen Thermare VI en VII en op 22 juni 2001 de maatschap Thermare VIII.

De Investeerders hebben voor een bedrag van in totaal f 2.020.000,= (€ 916.636,=) gelden overgemaakt naar HSI, welke overmakingen voorschotten vormden op de door de respectieve maatschappen te verrichten kapitaalstortingen.

vi. Ieder van de maatschappen zou 5% van het aandelenkapitaal van HSI verwerven. Uit een op 17 november 2000 gesloten aandeelhoudersovereenkomst, [\[noot:5\]](#) waarbij Tolsduin, HSI en de maatschappen Thermare I t/m V partij waren, blijkt dat de aandelen in HSI door Tolsduin aan de maatschappen zouden worden geleverd.

vii. Zoals ook in de brochure vermeld, was het de bedoeling om de kosten, die verder aan het ontwikkelen en realiseren van het Project waren verbonden, te financieren uit de opbrengst van de verkoop in de periode december 2000 tot maart 2001 van timesharingrechten met betrekking tot suites (f 29 miljoen) en de uitgifte van aandelen na januari 2002 (f 95 miljoen). [\[noot:6\]](#) De verkoop van timesharingrechten heeft niet plaatsgevonden. Er zijn plannen ontwikkeld voor een andere opzet van het Project. Deze zijn op een aandeelhoudersvergadering van 29 maart 2001 aan de aandeelhouders gepresenteerd. Een van de plannen (Plan C) hield in de verkoop van de suites zelf, het bouwen van een hotel en het betrekken van een hoteloperator bij het Project voor de medefinanciering en exploitatie van het Project. De aandeelhoudersvergadering heeft met Plan C ingestemd. [\[noot:7\]](#)

viii. De uitvoering van Plan C is niet gelukt. Het Project is (nog) niet gerealiseerd.

ix. De Stichting Toezicht Effectenverkeer heeft Tolstuin een boete van f 200.000,= opgelegd wegens overtreding van artikel 3 Wet toezicht effectenverkeer (Wte 95).

## 2. Het procesverloop

2.1. Bij dagvaarding d.d. 28 november 2002 zijn de Boer c.s. bij de rechtbank Amsterdam een procedure gestart. Zij vorderen daarin, na wijziging van eis bij conclusie van repliek, primair vergoeding van schade ad € 916.636,=, subsidiair vergoeding van schade ad € 916.636,= tegen overdracht van hun aandeel in die maatschappen, waarin zij participeren. Het bedrag wordt gevorderd als vergoeding voor schade die volgens De Boer c.s. TMF hen onrechtmatig heeft toegebracht, doordat zij (a) misleidende mededelingen openbaar heeft gemaakt bij het aanbieden van effecten (artikel 6:194 BW en artikel 3 Wte 95), (b) als effectenbemiddelaar is opgetreden zonder over de daarvoor vereiste vergunning te beschikken (artikel 7 Wte 95) en (c) tekortgeschoten is als financieel adviseur (artikel 6:162 BW).

2.2. Bij vonnis d.d. 24 november 2004 heeft de rechtbank, naar aanleiding van een daartoe strekkend verweer van TMF, de Boer c.s. in hun vordering niet ontvankelijk verklaard. Er van uitgaande dat de vordering van De Boer c.s. gebaseerd is op waardevermindering van de aandelen in HSI, oordeelt de rechtbank aan het slot van rov. 4 dat De Boer c.s. in persoon niet als aandeelhouder kunnen worden aangemerkt. Maar zelfs indien dat het geval zou zijn, dan is het, aldus de rechtbank, toch de vraag of uit de gestelde omstandigheden wel zodanig specifiek onzorgvuldige gedragingen tegen een aantal aandeelhouders van HSI kunnen worden afgeleid dat een vordering, die is gebaseerd op een waardevermindering van de aandelen in HSI als gevolg van een onrechtmatige gedraging van een derde (TMF), aan De Boer c.s. toekomt.

2.3. De Boer c.s. zijn van genoemd vonnis van de rechtbank in appel gekomen bij het hof Amsterdam. In het bijzonder in de door hen voorgedragen grieven III en V bestrijden zij het niet-ontvankelijkheidsoordeel van de rechtbank.

2.4. In rov. 2.5 van zijn arrest van 15 december 2005 oordeelt het hof de grieven III en V gegrond. Na erop gewezen te hebben dat De Boer c.s. in het kader van die grieven tot uitdrukking hebben gebracht de schadevordering niet te baseren op waardevermindering van de aandelen HSI, merkt het hof verder op:

“Hun vordering is erop gebaseerd dat TMF regels heeft overtreden die beogen hen als potentiële beleggers te beschermen. De aan TMF verweten handelingen vallen in de periode waarin de Investeerders nog geen lid van een of meer van de Thermare-maatschappen en daarmee (indirect) aandeelhouder van HSI waren, derhalve in de toetredingsfase die aan dat aandeelhouderschap vooraf ging. Hun schade bestaat eruit dat zij geen tegenwaarde hebben ontvangen voor het bedrag dat zij aan HSI ter beschikking hebben gesteld, aldus de Investeerders.”

[\[noot:8\]](#)

2.5. Het Hof beoordeelt vervolgens of er in de toetredingsfase sprake is geweest van onrechtmatig handelen van TMF jegens De Boer c.s. als door hen gesteld, te weten (rov. 2.3) dat zij:

**a** misleidende mededelingen als bedoeld in de artikelen 6:194 en 195 BW, gelezen in samenhang met artikel 3 Wte 95, heeft openbaar gemaakt;

**b** is opgetreden als effectenbemiddelaar zonder de vergunning als bedoeld in artikel 7 Wte 95;

**c** is tekortgeschoten in haar taak als financieel adviseur.

Omtrent onrechtmatigheidsgrond b. oordeelt het Hof dat TMF als effectenbemiddelaar is opgetreden (rov. 2.7 en 2.8.1, eerste zin), dat voldoende aannemelijk is dat de Investeerders, met uitzondering van drie van hen, door de inspanningen van TMF er toe zijn bewogen

om aan het Project deel te nemen (rov. 2.8.1, tweede zin) en dat het optreden als effectenbemiddelaar jegens die Investeerders, die daardoor tot het deelnemen aan het Project zijn bewogen, onrechtmatig is geweest omdat dat optreden in strijd was met de artikelen 3 en 7 Wte (rov. 2.8.2 t/m 2.9.4). De aansprakelijkheid van TMF voor schade is naar het oordeel van het hof echter niet op de andere twee onrechtmatigheidsgronden te baseren. Ten aanzien van de Investeerders die volgens het hof door TMF tot het deelnemen aan het Project zijn bewogen, oordeelt het hof dat hen wel “eigen schuld” treft. Zij hebben nagelaten zich deugdelijk omtrent het Project te laten informeren, zodat zij 50% van de door hen gelden schade zelf dienen te dragen (rov. 2.14). Ten slotte acht het hof voor de bepaling van de omvang van de schade een deskundigenonderzoek noodzakelijk. Bij de bepaling van die schade gaat het volgens het hof om het mogelijke verschil tussen de betalingen die de betrokken Investeerders hebben gedaan en de werkelijke waarde van de aandelen HSI op de dag dat zij toetraden tot de maatschappen, de verwachtingswaarde op die dag daaronder begrepen (rov. 2.12.3 en 2.15).

Onder aanhouding van iedere verdere beslissing stelt het hof partijen in de gelegenheid om zich uit te laten over de persoon en het aantal van de te benoemen deskundigen.

2.6. Op 6 juli 2006 spreekt het hof opnieuw een tussenarrest uit, waarin het hof overweegt bij de overwegingen en beslissingen in het tussenarrest van 15 december 2005 te blijven, weer punten met betrekking tot de benoeming van deskundigen bespreekt, maar ook bepaalt dat “tegen dit tussenarrest” tussentijds beroep in cassatie kan worden ingesteld.

2.7. De Boer c.s. hebben principaal cassatieberoep ingesteld en TMF incidenteel cassatieberoep, beiden tegen

zowel het eerste als het tweede tussenarrest van het hof. Aan beide zijden zijn de standpunten in cassatie schriftelijk toegelicht.

### **3. Ontvankelijkheid van de cassatieberoepen**

3.1. Het hof verleent in het tweede tussenarrest verlov voor het instellen van een cassatieberoep tegen “dit arrest”, dus het tweede tussenarrest. Is daarmee het uit artikel 401a, lid 2 Rv voortvloeiende verbod van tussentijds cassatieberoep tegen het eerste tussenarrest buiten werking gesteld, zodat het instellen van de cassatieberoepen tegen ook dat tussenarrest rechtens mogelijk is en die beroepen dus in dat opzicht ontvankelijk zijn? Deze vraag dient bevestigend te worden beantwoord. Ook voor het vanaf 1 januari 2002 geldende procesrecht moet worden aangenomen dat een verlov tot instellen van tussentijds beroep in een latere tussenuitspraak in beginsel meebrengt dat beroep kan worden ingesteld van de voorafgaande tussenuitspraken. Dit geldt in het bijzonder in een geval als het onderhavige, waarin de tussenuitspraken zeer nauw samenhangen en het mede om die reden onwenselijk is om de uitspraken procedureel te scheiden. [\[noot:9\]](#)

### **4. Bespreking van de in het principaal en incidenteel beroep aangevoerde klachten**

4.1. Er zijn over en weer vele klachten aangevoerd. Zij zijn vrijwel alle tegen het eerste tussenarrest van het hof gericht. Voor zover niet uitdrukkelijk anders aangegeven, wordt hierna steeds naar dit tussenarrest verwezen. Als van de verste strekking wordt eerst subonderdeel 2 van onderdeel I van het cassatiemiddel in het incidenteel beroep besproken.

### **Subonderdeel 2 van onderdeel I van het cassatiemiddel in het incidenteel beroep**

4.2. In subonderdeel 2 van onderdeel I van het cassatiemiddel in het incidenteel beroep wordt het oordeel van het hof bestreden dat de Investeerders ontvankelijk zijn in hun schadevordering (en deze vordering dus voor een beoordeling ten gronde in aanmerking komt). Betoogd wordt dat de door het hof in rov. 2.12.3 geformuleerde maatstaf ter bepaling of en zo ja welke schade Investeerders hebben geleden, impliceert dat de vordering van Investeerders schade betreft die is afgeleid van de schade, die geleden is door de maatschappen waarin zij participeerden. Het waren immers de maatschappen die in HSI belegden en die, indien zou moeten worden aangenomen dat het Project vanaf het begin niet levensvatbaar is geweest, aandelen zonder waarde verkregen. Vervolgens hadden daardoor ook de Investeerders participaties in de maatschappen zonder waarde. In ieder geval had het hof moeten motiveren waarom een op basis van rov. 2.12.3 aan de resterende Investeerders toekomstige vergoeding niet re vera schade betreft, die afgeleid is van de door Thermare-maatschappen geleden schade.

4.3. Allereerst is het de vraag of in casu wel van afgeleide schade, in de zin van schade die een afgeleide van andere schade is, kan worden gesproken. Ook al hebben de maatschappen in HSI belegd, zij hebben dat niet kunnen doen dan doordat de Investeerders daarvoor geld uit hun vermogen beschikbaar stelden. Aangenomen dat het Project nimmer levensvatbaar is geweest, leden de Investeerders reeds hierbij schade, want er was reeds op het moment van het ter beschikking stellen van de gelden geen uitzicht op het verkrijgen van een tegenwaarde.

4.4. Maar zelfs indien te dezen van afgeleide schade zou moeten worden uitgegaan, dan nog treft subonderdeel 2 geen doel.

Omtrent de mogelijkheid om vergoeding te vorderen voor “afgeleide schade” heeft de Hoge Raad enige regels ontwikkeld. Van “afgeleide schade” is sprake in die gevallen, waarin bijvoorbeeld een aandeelhouder schade in de vorm van waardevermindering van zijn aandelen lijdt, doordat een derde aan de vennootschap waarin de aandelen worden gehouden, nadeel toebrengt en dit nadeel de waarde van de aandelen nadelig beïnvloedt. [\[noot:10\]](#) In een dergelijk geval komt de aandeelhouder geen vordering tot schadevergoeding jegens de derde toe, indien de aandeelhouder schade lijdt louter door het onrechtmatige handelen van de derde jegens de vennootschap. [\[noot:11\]](#) Wanneer evenwel de door de aandeelhouder geleden schade het gevolg is van schending door die derde van een jegens hem geldende specifieke zorgvuldigheidsverplichting, [\[noot:12\]](#) dan komt hem wel een vordering tot vergoeding van de schade jegens de derde toe, ook al houdt die schade verband met schade die ook een ander heeft geleden.

In de onderhavige zaak gaat het niet om een geval van “afgeleide schade” waarbij een vordering tot vergoeding van de schade niet toelaatbaar wordt geacht. De Investeerders beroepen zich namelijk niet er op dat hun aandeel in de maatschappen, waarin zij participeren, geen of minder waarde heeft louter als gevolg van een onrechtmatig handelen van TMF jegens de maatschappen of jegens HSI, waarin de maatschappen aandelen houden. Hun insteek is dat TMF rechtstreeks onrechtmatig tegen hen heeft gehandeld met het hen ertoe te bewegen om, uiteindelijk via de maatschappen, geld in het Project te steken en dat hun schade bestaat uit het niet ontvangen hebben van een tegenwaarde voor het bedrag dat zij via

de maatschappen ter beschikking van HSI hebben gesteld. Zij pretenderen derhalve een schadevordering tegen een derde, die naar hun mening direct tegenover henzelf onrechtmatig heeft gehandeld en daardoor schade heeft veroorzaakt, en baseren hun schadevordering dus niet op een onrechtmatig handelen van een derde jegens een ander. Daardoor mist toepassing die door de Hoge Raad ontwikkelde regel die een vordering tot vergoeding van afgeleide schade niet toelaat. Dat wordt niet anders doordat naar het oordeel van het hof voor de bepaling of er schade is geleden en zo ja welke, de waarde van de aandelen in HSI ten tijde van de toetreding tot de betrokken maatschappen in aanmerking moeten worden genomen. Ook dan blijft onverkort gelden dat de Investeerders hun vordering tot vergoeding van schade baseren op volgens hen onrechtmatig handelen van TMF rechtstreeks tegenover hen.

4.5. Kortom, subonderdeel 2 van onderdeel I van het cassatiemiddel in het incidenteel beroep treft geen doel en geeft geen aanleiding om van behandeling van de overige aangevoerde klachten af te zien.

## **Onderdeel II van het cassatiemiddel in het incidenteel cassatiemiddel**

4.6. In onderdeel II worden de volgende drie thema's aan de orde gesteld:

- heeft TMF jegens De Boer c.s. onrechtmatig gehandeld door zonder vergunning als effectenbemiddelaar in de zin van artikel 7 Wte 95 op te treden?
- indien er sprake is van een onrechtmatig handelen van TMF jegens De Boer c.s. wegens handelen in strijd met artikel 7 Wte 95, kan dan de door hen geleden schade op de voet van artikel 6:98 BW aan TMF worden toegerekend als een gevolg van dat onrechtmatig handelen?

- heeft TMF jegens De Boer c.s. onrechtmatig gehandeld gelet op artikel 3 Wte 95?

## **Onrechtmatig handelen van TMF in verband met artikel 7 WTE 95**

4.7. De bestrijding van het oordeel van het hof dat TMF onrechtmatig jegens De Boer c.s. heeft gehandeld door zonder vergunning als effectenbemiddelaar in de zin van artikel 1, sub b Wte 95 op te treden, [\[noot:13\]](#) geschiedt in de subonderdelen 1.1, 1.2 en 1.3 van onderdeel II met een aantal klachten tegen feitelijke vaststellingen van het hof in rov. 2.7 omtrent de rol die TMF bij het Project heeft gespeeld.

4.7.1. In subonderdeel 1.1 wordt als ontoereikend gemotiveerd aangemerkt het oordeel van het hof dat “onvoldoende bestreden is dat TMF zich heeft ingespannen om investeerders voor het Project te werven.” Ter toelichting wordt verwezen naar stellingen over de hoedanigheid waarin Beunke, die destijds directeur van TMF was, personen heeft benaderd om hen voor het Project te interesseren en over de mate waarin TMF betrokken was bij presentaties over het Project.

De eerstgenoemde stellingen houden in dat de werving/benadering van derden door Beunke een privé-initiatief van hem in de richting van eigen relaties van hem was. Daarbij wordt gewezen op het feit dat Beunke privé aspirant-investeerder in het Project was. Die stellingen tonen echter niet aan dat 's hofs oordeel van onvoldoende betwisting ontoereikend is gemotiveerd. Beunke was, zoals gezegd, als directeur in dienst van TMF en er zijn ook kopieën van diverse door Beunke ondertekende brieven in het geding gebracht, die op briefpapier van TMF zijn geschreven en betrekking hebben op onder meer de werving voor het Project. [\[noot:14\]](#) In het licht hiervan kunnen de

stellingen dat het optreden van Beunke een privé-initiatief was, pas als een voldoende betwisting worden gezien, indien zij feiten en omstandigheden inhouden die voldoende aannemelijk maken dat het optreden van Beunke niettemin als een privé-initiatief moet worden gezien. Dat Beunke voornemens was zelf ook financieel in het Project te participeren, zegt in het licht van de hiervoor genoemde omstandigheden te weinig, terwijl in de stellingen verder geen ter zake doende feiten en omstandigheden worden vermeld.

Wat betreft de stellingen over de betrokkenheid van TMF bij het organiseren van de presentaties, zij houden in ieder geval de erkenning in dat TMF ontmoetings- en vergaderruimtes voor het houden van de presentaties ter beschikking heeft gesteld. [\[noot:15\]](#) Die activiteit kan reeds worden beschouwd als een betrokkenheid van TMF bij het organiseren van presentaties, zodat 's hofs oordeel dat onvoldoende is bestreden dat TMF zich heeft ingespannen om investeerders te werven, voor zover dat betrekking heeft op het organiseren door TMF van presentaties, in ieder geval in zoverre niet onbegrijpelijk is. Bezien in samenhang met de andere door het hof in aanmerking genomen omstandigheden, kan het organiseren van dit facet van de presentaties als mede relevant worden beschouwd voor de beantwoording van de vraag of TMF zich heeft ingespannen om investeerders te werven.

4.7.2. In subonderdeel 1.3 wordt betoogd dat ten aanzien van de in subonderdeel 1.1 aan de orde gestelde punten door TMF (tegen)bewijs is aangeboden en dat aan dat aanbod ten onrechte stilzwijgend is voorbijgegaan.

Dit betoog strandt hierop dat, zoals uit 4.7.1 volgt, deze punten wegens onvoldoende betwisting dan wel erkenning in rechte voor vaststaand moeten worden

gehouden en derhalve niet voor bewijslevering in aanmerking komen. Zie in dit verband artikel 149, lid 1, tweede zin en artikel 154 Rv.

4.7.3. In subonderdeel 1.2 wordt er over geklaagd dat ontoereikend gemotiveerd is 's hofs oordeel in de vierde alinea van rov. 2.7: "Bij een en ander maakte TMF gebruik van een brochure zoals overgelegd als productie 1 bij akte producties (d.d. 11 december 2002)."

Voor zover ter toelichting wordt gewezen op stellingen van TMF dat niet TMF maar HSI/Tolsduin de brochure hebben samengesteld, kan het beroep op die stellingen TMF niet baten omdat het feit dat TMF de brochure niet heeft opgesteld, niet tevens impliceert dat TMF de brochure niet bij haar wervingsactiviteiten heeft gebruikt.

In de dagvaarding in eerste aanleg, onder 2.6, hebben De Boer c.s. gesteld dat Beunke de brochure tijdens of na een presentatie aan gegadigden deed toekomen. Ter illustratie van dit laatste geval is een brief van 21 juli 2000 als productie 2 bij de akte producties d.d. 12 december 2002 in het geding gebracht. In de conclusie van antwoord wordt het door De Boer c.s. gestelde feit dat Beunke de brochure aan gegadigden heeft doen toekomen, op zichzelf niet bestreden. In de conclusie van repliek in conventie, onder 4.7, hebben De Boer c.s. aangevoerd: "dat TMF (de heer Beunke) eisers benaderde, een persoonlijke ontmoeting met hen had en hun in of na die persoonlijke ontmoeting de brochure deed toekomen". Hierop reageert TMF op blz. 19 van de conclusie van dupliek in conventie met: "Niet TMF, maar de heer Beunke als aspirant investeerder benaderde wellicht enkele van de eisers, maar zeker niet alle". Ook deze reactie houdt niet in dat de brochure niet door Beunke is uitgereikt. In de overige processtukken van TMF, ook voor wat betreft die uit de appelprocedure, treft men evenmin

stellingen aan waarin wordt betwist dat Beunke tijdens de toetredingsfase, dus vóór 1 januari 2001, de brochure in handen van gegadigden heeft gesteld.

In het licht van het in de twee vorige alinea's gestelde en in aanmerking genomen dat het hof, zoals hiervoor in 4.7.1 en 4.7.2 uiteengezet, het optreden van Beunke wegens onvoldoende betwisting als een optreden van TMF heeft kunnen beschouwen, is het niet onbegrijpelijk dat het hof in rov. 2.7 oordeelt dat TMF bij een en ander gebruik maakte van de brochure.

4.7.4. De klacht in subonderdeel 1.3 over het passeren van het aanbod van TMF tot leveren van (tegen)bewijs ziet ook op het punt van het gebruik door TMF van de brochure. De klacht faalt echter ook hier, omdat ook dit gebruik wegens onvoldoende betwisting voor vaststaand moet worden gehouden en niet meer voorwerp van bewijslevering kan zijn.

4.8. Het oordeel dat TMF onrechtmatig jegens De Boer c.s. heeft gehandeld door zonder vergunning als effectenbemiddelaar in de zin van artikel 1, sub b Wte 95 op te treden, wordt verder in de subonderdelen 2.1, 2.2, 2.3, 3.1 en 3.2 van onderdeel II bestreden met klachten die er op neerkomen dat de feitelijke vaststellingen in rov. 2.7 niet tot de slotsom kunnen voeren dat het optreden van TMF een optreden als effectenbemiddelaar in de zin van artikel 1 sub b Wte 95 vormt.

4.8.1. Uit de tweede alinea van subonderdeel 2.1 blijkt dat de betwisting van het oordeel dat het optreden van TMF een optreden als effectenbemiddelaar in de zin van artikel 1 sub b Wte 95 vormt, in dit subonderdeel op een andere feitelijke grondslag geschiedt dan in rov. 2.7 vermeld. Er wordt namelijk mede uitgegaan van feiten en omstandigheden die het hof in rov. 2.7 niet vaststelt. Daarop strandt onderdeel 2.1 reeds.



4.8.2. Bij de betwisting in subonderdeel 2.2 van het oordeel dat het optreden van TMF een optreden als effectenbemiddelaar in de zin van artikel 1 sub b Wte 95 vormt, wordt niet van alle door het hof in rov. 2.7 vastgestelde feiten en omstandigheden uitgegaan. Daardoor is ook dat onderdeel gedoemd te falen.

4.8.3. De tegen de slotzin van rov. 2.8.1 gerichte klacht in subonderdeel 2.3: “zo’n bloot condicio sine qua non-verband rechtvaardigt, mede gezien de bovenstaande klachten, zonder méér evenmin ’s Hof’s conclusie dat TMF in casu als effectenbemiddelaar in de zin van artikel 1 sub b Wte is opgetreden”, baat TMF ook niet. Niet alleen is deze klacht mede gebaseerd op de geen doel treffende subonderdelen 1.1 en 1.2, maar ook miskent zij dat ’s Hof’s bestreden oordeel niet louter stoelt op een “bloot condicio sine qua non-verband”. De vaststellingen van het hof in rov. 2.7 wijzen op een vrij intensieve betrokkenheid van TMF tijdens de toetredingsfase bij het bewegen van De Boer c.s. tot het gaan participeren via de Thermare-maatschappen in het kapitaal van HSI. Dat deze intensieve betrokkenheid niet een “beroeps- of bedrijfsmatig werkzaam zijn bij de totstandkoming van transacties in effecten” vormt, valt niet in te zien.

4.8.4. De klachten in de subonderdelen 3.1 en 3.2 falen eveneens. Zij bouwen voort op de hiervoor besproken subonderdelen 1.1 t/m 2.3 van onderdeel II, welke subonderdelen geen doel treffen.

4.9. In subonderdeel 5.2 wordt nog aangevoerd dat het hof niet of niet toereikend gemotiveerd verdisconteert dat op grond van artikel 7 Wte niet tot onrechtmatig handelen van TMF jegens De Boer c.s. kan worden geconcludeerd, omdat dat artikel strekt tot bescherming van kopers van effecten en dat in het onderhavige geval niet De Boer c.s. maar

de maatschappen de kopers van de aandelen in HSI zijn.

De klacht faalt. In artikel 7 is niet bepaald dat het daarin bepaalde alleen geldt voor hen die door koop zelf de eigendom van effecten hebben verkregen. Het artikel beoogt bescherming te bieden aan hen die met betrekking tot effecten transacties aangaan, waardoor zij bij die effecten een beleggersbelang krijgen. Van een dergelijk belang is bij De Boer c.s. sprake. De overdracht van de aandelen aan de maatschappen stoelt alleen op fiscale overwegingen. Daarop wijst het hof ook in rov. 2.9.4, tweede zin, in verband met artikel 3 Wte 95. Het daar overwogene gaat ook voor artikel 7 Wte 95 op.

4.10. Het voorgaande voert tot de slotsom dat de klachten ter bestrijding van het oordeel van het hof dat het optreden van TMF strijdig met artikel 7 Wte 95 en daarmee onrechtmatig is geweest niet opgaan. Anders dan in subonderdeel 5.1 wordt betoogd, volgt uit rov. 2.12 niet, laat staan onmiskenbaar, dat het hof het met artikel 7 Wte 95 strijdige handelen niet reeds voldoende acht om TMF aansprakelijk te houden voor de door De Boer c.s. geleden schade.

### **Toerekening van de schade als gevolg van het met artikel 7 Wte strijdige en daardoor onrechtmatige handelen**

4.11. In subonderdeel 3.3 van onderdeel II wordt bestreden dat de door De Boer c.s. geleden schade, indien er sprake is van een onrechtmatig handelen van TMF wegens overtreding van het verbod van artikel 7 Wte 95, hen [\[noot:16\]](#) op de voet van artikel 6:98 BW als een gevolg van dat onrechtmatig handelen kan worden toegerekend. [\[noot:17\]](#) Die bestrijding bestaat hieruit dat op een zestal (groepen van) omstandigheden wordt gewezen, die volgens TMF het hof ten onrechte niet, althans niet toereikend gemotiveerd in

aanmerking heeft genomen bij zijn oordeel dat TMF de schade van De Boer c.s. als een gevolg van het onrechtmatig handelen kan worden toegerekend.

4.11.1. Voor zover met subonderdeel 3.3 beoogd wordt om rov. 2.8.2 te bestrijden, kan het onderdeel geen doel treffen, omdat in die rechtsoverweging geen op artikel 6:98 BW stoelend oordeel van het hof voorkomt.

4.11.2. De omstandigheden onder (i) zijn in de vorige instanties niet ter sprake gebracht, althans en in ieder geval niet in het kader van de vraag of de geleden schade op de voet van artikel 6:98 BW aan het onrechtmatig handelen van TMF is toe te rekenen. De beantwoording van die vraag vereist een beoordeling van feitelijke aard, waarvoor thans in cassatie geen ruimte is.

4.11.3. De onder (ii) genoemde omstandigheid heeft het hof in aanmerking genomen bij de beoordeling in rov. 2.14 of bij de Boer c.s. sprake is geweest van “eigen schuld”. Eigen schuld bij de gelaedeerde kan worden gezien als een omstandigheid die toerekening van de schade aan de laedens als een gevolg van zijn onrechtmatig handelen geheel of gedeeltelijk in de weg kan staan. [\[noot:18\]](#) Derhalve kan worden geconcludeerd dat het hof de onder (ii) genoemde omstandigheid in het kader van artikel 6:98 BW in aanmerking heeft genomen.

4.11.4. Voor die onder (iii), (iv) en (v) genoemde omstandigheden waarvan gezegd wordt dat zij niet zijn gesteld, geldt, mede gelet op artikel 24 Rv, dat het hof het niet euvel kan worden geduid dat zij die omstandigheden niet in aanmerking heeft genomen.

Onder (iv) wordt ten onrechte er van uitgegaan dat de attendering en introductie door Beunke van enkele investeerders een spontaan en particulier optreden van

Beunke is geweest. Zie hetgeen hierover hierboven in 4.7.1 is opgemerkt.

4.11.5. Wat de onder (v) en (vi) genoemde omstandigheden betreft, niet alleen hebben zij weinig van doen met het verbod van artikel 7, maar zijn zij ook niet erg relevant. Het hof verwijt TMF gegadigden voor het Project benaderd te hebben met een brochure, waarvan buiten kijf is, aldus het hof in rov. 2.9.2, dat deze niet aan de krachtens artikel 3 Wte 95 gestelde vereisten voor een prospectus voldeed. Dit laatste oordeel van het hof over de brochure bestrijdt TMF niet.

## **Onrechtmatig handelen van TMF in verband met artikel 3 Wte 95**

### **[\[noot:19\]](#)**

4.12. In de subonderdelen 4.1 en 4.2 van onderdeel II wordt opgekomen tegen het oordeel van het hof in de rov. 2.9.2 en 2.9.4 dat het optreden van TMF als effectenbemiddelaar ook onrechtmatig is te achten in verband met artikel 3 Wte 95.

4.12.1. In subonderdeel 4.1 wordt naar aanleiding van rov. 2.9.2 aangevoerd dat artikel 3 Wte 95 zich richt tot aspirant-verkopers van effecten en niet tegen een (rechts)persoon als TMF, die zelf geen effecten aan Investeerders heeft aangeboden of een zodanige aanbieding door middel van advertenties of documenten in het vooruitzicht heeft gesteld.

4.12.2. Achter de Wte steekt onder meer het oogmerk beleggers en spaarders tegen malafide aanbiedingen, onvoldoende informatie en ondeskundig optreden te beschermen onder meer door het bevorderen van informatieverschaffing aan beleggers en spaarders in de vorm van bijvoorbeeld prospectussen, zodat beleggers zich een goed beeld kunnen vormen van de risico's en het te verwachten rendement van de aangeboden effecten. [\[noot:20\]](#) Mede in dit licht moet

artikel 3 Wte 95 worden gezien. Het artikel verbiedt het aanbieden van effecten buiten een besloten kring bij uitgifte van effecten (lid 1) en het aanbieden van effecten buiten besloten kring voor de eerste keer in Nederland (lid 3). Op dit verbod bestaan uitzonderingen. Een er van houdt in dat ter zake van een aanbod een prospectus algemeen verkrijgbaar is dat voldoet aan bij of krachtens algemene maatregel van bestuur te stellen regels (lid 2, sub b).

Wat onder het “aanbieden van effecten” dient te worden begrepen en wie als “aanbieder” geldt, wordt niet in artikel 3 en ook niet in een ander artikel van de Wte nader toegelicht. In de opvolger van de Wte, de per 1 januari 2007 in werking getreden Wet op het financieel toezicht (Wft), treft men voor beide vraagpunten wel een regeling aan. In artikel 5.1 wordt onder a. het aanbieden van effecten aan het publiek omschreven als: “het doen van een tot meer dan een persoon gericht voldoende bepaald aanbod als bedoeld in artikel 217, eerste lid van Boek 6 van het Burgerlijk Wetboek, tot het aangaan van een overeenkomst tot het kopen of anderszins verkrijgen van effecten dan wel een uitnodiging tot het doen van een aanbod op dergelijke effecten”, en onder b. de aanbieder als: “degene die effecten aan het publiek aanbiedt”. [\[noot:21\]](#) Vervolgens wordt in artikel 5.2 bepaald: “Het is verboden in Nederland effecten aan te bieden aan het publiek of effecten te doen toelaten tot de handel op een in Nederland gelegen of functionerende gereguleerde markt, tenzij ter zake van de aanbieding of de toelating een prospectus algemeen verkrijgbaar is dat is goedgekeurd door de Autoriteit Financiële Markten of door een toezichthoudende instantie van een andere lidstaat.” Uit de wetsgeschiedenis van artikel 5.1 blijkt niet dat beoogd is om in dat artikel aan het begrip “aanbieden” een andere betekenis te geven dan in artikel 3 Wte. Nu verder de strekking van de artikelen 5.2 Wft en 3 Wte gelijk is, mag worden aangenomen dat de

omschrijving van de begrippen “aanbieden” en “aanbieder” in artikel 5.1 Wft in essentie ook opgeld doen voor artikel 3 Wte. [\[noot:22\]](#)

4.12.3. Welk handelen heeft het hof in de rov. 2.9.2 en 2.9.4 onrechtmatig geoordeeld? Niet dat TMF als aanbieder van effecten is opgetreden, maar dat zij als effectenbemiddelaar zonder vergunning bemiddeling heeft verleend bij het totstandkomen van overeenkomsten met een effectenuitgevende instelling, waarbij in strijd met artikel 3 Wte 95 is gehandeld. Met “overeenkomsten met een effectenuitgevende instelling” heeft het hof het oog op de overeenkomsten, die mede door Tolsduin met De Boer c.s. zijn afgesloten tot levering aan de maatschappen, waarin zij zouden participeren, van aandelen in HSI in verband met het verstrekken door hen van kapitaal aan HSI. Bij het tot stand brengen van die overeenkomsten, dat gepaard is gegaan met het aanbieden van effecten, is in strijd met artikel 3 Wte gehandeld. Bij het aanbieden van de effecten is namelijk een ondeugdelijk prospectus gebruikt. Dat er in strijd met artikel 3 Wte 95 is gehandeld, vindt, aldus het hof, bevestiging in de boete die de STE aan Tolsduin heeft opgelegd.

4.12.4. Aan het slot van rov. 2.9.2 acht het hof het in de vorige paragraaf vermelde handelen van TMF “in strijd met wettelijke bepalingen en onrechtmatig jegens Investeerders”. Met de zinsnede “wettelijke bepalingen” heeft, zo mag worden aangenomen, het hof het oog op de artikelen 3 en 7 Wte 95. Dat het hof strijd met artikel 7 Wte 95 aanneemt, is om de hierboven uiteengezette redenen correct te achten. Het komt echter niet correct voor om het handelen van TMF ook als in strijd met artikel 3 Wte te beschouwen. In artikel 3 Wte wordt verboden het aanbieden in de hierboven in 4.11.2 genoemde zin. Ook al heeft TMF in het kader van haar bemiddeling bij het tot stand brengen van

de overeenkomsten tussen Tolsduin en De Boer c.s. handelingen verricht, waarmee gestalte gegeven is aan het aanbieden van effecten, toch zijn die handelingen rechtens niet te beschouwen als het doen van een aanbod of het doen van een uitnodiging van een aanbod door TMF. Die handelingen zijn in de context van artikel 3 Wte op te vatten als handelingen van Tolsduin. Naar buiten toe is immers uitgedragen dat Tolsduin de aandelen in HSI hield en dat zij een deel van die aandelen aanbod tegen participatie in het kapitaal in HSI. De plicht om voor een deugdelijke brochure zorg te dragen lag bij Tolsduin als degene die effecten (aandelen in HSI) aanbod.

[\[noot:23\]](#)

4.13. Subonderdeel 4.1 is derhalve terecht voorgedragen. Bij deze stand van zaken behoeft subonderdeel 4.2 geen bespreking.

4.14. Het hierboven onder 4.9 ter sprake gekomen subonderdeel 5.2 richt zich ook tegen hetgeen het hof in de rov. 2.9.2 en 2.9.4 in verband met artikel 3 Wte 95 overweegt en beslist. Om dezelfde redenen als onder 4.9 vermeld treft subonderdeel 5.2 ook hier geen doel.

## **Tussenconclusie**

4.15. Al hetgeen hierboven over en naar aanleiding van onderdeel II van het cassatiemiddel in het incidenteel cassatieberoep voorgedragen cassatiemiddel is opgemerkt, voert tot de slotsom dat het onderdeel terecht is voorgedragen, voor zover daarin het op artikel 3 Wte 95 gebaseerde onrechtmatigheidsoordeel wordt bestreden. De oordelen dat TMF in verband met artikel 7 Wte 95 onrechtmatig heeft geoordeeld en dat de geleden schade, afgezien van eventuele eigen schuld bij De Boer c.s., als een gevolg van dat onrechtmatig handelen aan TMF kan worden toegerekend, worden daarentegen tevergeefs bestreden. Dit betekent dat het feit dat het op artikel 3 Wte 95 stoelende

onrechtmatigheidsoordeel terecht is bestreden, toch niet tot cassatie van de bestreden arresten kan leiden. Er resteert immers nog een andere onrechtmatigheidsgrond, waarop de aansprakelijkheid van TMF voor de door De Boer c.s. geleden schade kan worden gebaseerd.

## **Onderdeel 1 van het cassatiemiddel in het principaal beroep**

4.16. In onderdeel 1 van het cassatiemiddel in het principaal beroep komen De Boer c.s. op tegen het oordeel van het hof in rov. 2.11 van het arrest van 15 december 2005, dat de artikelen 6:194 en 195 BW geen draagkrachtige grondslag vormen voor hun vordering tegen TMF.

Over onderdeel 1 valt meer in het algemeen op te merken dat, voor zover De Boer c.s. daarmee beogen te bereiken dat er een onrechtmatigheidsgrond voor toewijzing van de schadevordering tegen TMF behouden blijft, zij bij het onderdeel geen belang hebben, omdat er al een andere onrechtmatigheidsgrond (het handelen in strijd met artikel 7 Wte) is waarop die schadevordering kan worden gebaseerd.

Niettemin zal hierna bij de klachten in onderdeel 1 worden stilgestaan. Naar de in onderdeel 1 opgenomen klachten wordt namelijk in onderdeel 5 verwezen, in welk onderdeel de beoordeling door het hof in rov. 2.14 van het beroep van TMF op ‘eigen schuld’ bij De Boer c.s. wordt bestreden.

4.17. In artikel 6:194 BW wordt aan het onrechtmatigheidsvereiste van artikel 6:162 BW invulling gegeven door, verkort weergegeven, het openbaar maken of laten maken van misleidende mededelingen over goederen of diensten tot onrechtmatig handelen te verklaren.

De persoon die openbaar maakt, wordt in artikel 6:194 BW ruim omschreven. Als

zodanig geldt ook degene die ten behoeve van een ander, die in de uitoefening van zijn beroep of bedrijf diensten of goederen aanbiedt, mededelingen afkomstig van die ander openbaar maakt. Degene die de mededeling openbaar maakt, hoeft niet de maker van de mededeling te zijn. Het openbaar maken van een mededeling wordt spoedig aangenomen; het in een gestandaardiseerde vorm kennis geven aan meer personen van een mededeling kan al als openbaar maken worden beschouwd. [\[noot:24\]](#)

Bij misleiden gaat het, kort gezegd, om het met hele of halve onwaarheden en/of onvolledigheden in de informatieverstrekking een verkeerde indruk wekken. Niet iedere onwaarheid of onvolledigheid in een mededeling levert zonder meer een misleiding in de zin van artikel 6:194 op. Van de ontvanger van een mededeling wordt enige kritische zin verwacht. Bij de beantwoording van de vraag hoeveel kritische zin mag worden verlangd, speelt mede Europees recht een rol. Achter de artikelen 6:194 e.v. BW steekt namelijk Europese regelgeving inzake misleidende reclame. [\[noot:25\]](#) Hier valt vooral te denken aan Richtlijn 84/450 EEG van de Raad van 10 september 1984 inzake misleidende reclame. [\[noot:26\]](#) Mede in verband met deze Richtlijn heeft het Hof van Justitie in een aantal uitspraken geoordeeld dat, om te bepalen of een benaming, een merk of een reclame-uiting al dan niet misleidend is, moet worden uitgegaan van de vermoedelijke verwachting van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone consument. [\[noot:27\]](#) Dit oordeel vertaalt D.W.F. Verkade in zijn annotatie in NJ 2000, 375 als volgt: “Dit veronderstelt m.i. een consument die uitkijkt wat hij doet, weet dat hij niet alles weet, en weet dat hij niet alles voor zoete koek moet aannemen.” Het Hof spreekt van de verwachting van “een gemiddeld geïnformeerde gewone” consument. Het is niet aannemelijk dat het Hof hiermee

beoogd heeft uit te sluiten dat bij de beoordeling van de aanwezigheid van misleiding in een concreet geval bij een concreet persoon geen rekening zou mogen worden gehouden met de aanwezigheid bij die persoon van bovengemiddelde informatie en daardoor met een grotere omzichtigheid en oplettendheid van die persoon. [\[noot:28\]](#)

4.18. De verwerping van het beroep van De Boer c.s. op de artikelen 6:194 en 195 BW beargumenteert het hof in rov. 2.11 onder meer met:

“De brochure zou wellicht voor het gemiddelde publiek misleidend kunnen zijn, maar van de Investeerders, die allen – onbestreden – ervaring hebben in de zakenwereld, mag worden verwacht dat zij weten wat de waarde van prognoses is en dat zij, indien zij enige aarzeling hadden over de haalbaarheid van het Project, dit bij de presentatie daarvan aan de orde hadden gesteld. Dat laatste is gesteld noch gebleken, zodat – indien al een of meer van hen door de brochure zijn misleid – dit voor ieders rekening blijft.”

Het hof voert hier twee redenen aan voor het niet slagen van het beroep van De Boer c.s. op misleiding in de zin van artikel 6:194 BW. In de eerste plaats hadden zij als personen met ervaring in de zakenwereld, anders dan wellicht het gemiddelde publiek, niet op de prognose in de brochure mogen afgaan. Dat ligt besloten in de opmerking dat van zulke personen verwacht mag worden dat zij weten wat de waarde van prognoses is. Wat het hof hier bedoelt, blijkt overigens duidelijker uit rov. 2.14 waar het hof stil staat bij de “eigen schuld” van De Boer c.s. Het hof overweegt daar:

“Wel is het aannemelijk dat de schade van de Investeerders die zijn toegetreden tot Thermare I–VI, mede is ontstaan omdat zij, ondanks dat zij allen ervaren zakenmensen zijn, aan het Project zijn gaan deelnemen

zonder zich, anders dan van hen mocht worden verwacht, deugdelijk te hebben geïnformeerd. Dat blijkt met name uit de omstandigheid dat zij kennelijk louter zijn afgegaan op de in de brochure opgenomen informatie, terwijl voor hen bij goede lezing kenbaar moet zijn geweest dat met name de door TMF gegeven prognose niet was gefundeerd op deugdelijk, verifieerbaar cijfermateriaal.”

Het hof geeft hier te kennen dat wegens het ontbreken van iedere fundering van de in de brochure opgenomen prognose De Boer c.s. als ervaren zakenmensen de prognose niet “als zoete koek hadden mogen slikken”, maar eerst zich nader terzake hadden moeten laten informeren.

In de tweede plaats, zo voegt het hof voegt in rov. 2.11 er nog aan toe, indien De Boer c.s. wel aarzeling over de haalbaarheid van het Project hebben gehad, dan hadden zij dat bij de presentaties naar voren moeten brengen. Door dat niet te doen – het aan de orde stellen van de haalbaarheid van het Project is namelijk niet gesteld of gebleken – is het (feitelijk) misleid zijn iets wat voor hun rekening blijft.

4.19. In subonderdeel 1b, eerste, tweede en derde zin wordt aangevoerd dat, nu de vraag van misleiding zich voordoet in het kader van de artikelen 3 en 7 Wte 95, het hof ten onrechte “personen met ervaring in de zaken wereld” als een relevante groep in aanmerking neemt. In het verband van de artikelen 3 en 7 Wte 95 dient alleen een onderscheid te worden gemaakt tussen “professionele beleggers” en “niet-professionele beleggers”.

4.19.1. Bij deze klacht wordt uit het oog verloren dat het bij de artikelen 3 en 7 Wte 95 om andere vraagstukken gaat, namelijk in hoeverre effecten zonder het verkrijgbaar stellen van een prospectus mogen worden aangeboden respectievelijk in hoeverre er diensten als effectenbemiddelaar mogen worden

aangeboden zonder een vergunning. In dat kader is het onderscheid tussen professionele en niet-professionele beleggers zinvol. Verder wordt miskend niet alleen dat misleiding in de zin van artikel 6:194 BW zich ook bij professionele beleggers kan voordoen, maar ook dat die misleiding zich niet steeds bij niet-professionele beleggers hoeft voor te doen. De klacht is derhalve gedoemd te falen.

4.20. In subonderdeel 1a, vierde zin, en subonderdeel 1b, laatste zin, wordt er over geklaagd dat, in het licht van de stellingen van de kant van De Boer c.s. omtrent hun maatschappelijke positie (werkkring), de bij hen aanwezig geachte ervaring in de zakenwereld of hoedanigheid van ervaren zakenmensen niet het kennelijke oordeel van het hof kan dragen dat zij niet een doorsnee belegger waren maar voor de beoordeling van het Project relevante deskundigheid bezaten.

4.20.1. In rov. 2.14 oordeelt het hof dat het feit dat de – in de brochure opgenomen – prognose van TMF niet was gefundeerd op deugdelijk, verifieerbaar cijfermateriaal en dat daarin aanleiding had moeten worden gevonden om deugdelijke informatie over het Project in te winnen. Wat De Boer c.s. over hun maatschappelijke positie (werkkring) stellen ter betwisting van de stellingen van TMF dienaangaande, heeft het hof geen aanleiding hoeven te geven om te oordelen dat bij hen niet een zodanig financieel en zakelijk inzicht aanwezig is dat zij het ontbreken van een fundering van de prognose niet hadden kunnen opmerken en ook niet hadden kunnen beseffen dat dit feit noopte om kritisch te staan tegenover dat wat over dat Project in de brochure werd voorgespiegeld (waaronder volgens De Boer c.s. dat drie jaren lang ieder jaar 100% rendement op de investering zou kunnen worden gemaakt!). Niet valt in te zien dat voor het onderkennen van het ontbreken van genoemde fundering vereist is dat men ervaring met projectontwikkeling in Spanje heeft of dat

het hebben van een werkkring in een organisatie met ideële doeleinden daaraan in de weg staat.

4.21. In subonderdeel 1a, eerste en tweede zin, wordt betoogd dat het hof blijkt geeft van een onjuiste rechtsopvatting door voor het al dan niet aanvaarden van misleiding in de zin van artikel 6:194 BW van belang te achten dat er een mogelijkheid was om vragen te stellen. Mede blijkens de toelichting op de klacht [noot:29] wordt hier aangehaakt bij HR 8 mei 1998, NJ 1998, 888, m.nt MA en DWFV (arrest Boterenbrood/Mees Pierson). In rov. 3.5 van dat arrest oordeelt de Hoge Raad dat, indien een uitgever van een prospectus niet aan de verplichting heeft voldaan om in een prospectus volledige en niet-misleidende inlichtingen te geven, “het onvolledige of misleidende karakter van het prospectus niet wordt weggenomen door de mogelijkheid vragen te stellen of nadere inlichtingen te verkrijgen.”

Het beroep op dit oordeel van de Hoge Raad kan De Boer c.s. niet baten. Niet reeds de enkele omstandigheid dat De Boer c.s. vragen hadden kunnen stellen, brengt het hof er toe om misleiding in de zin van artikel 6:194 BW niet te aanvaarden. Het hof besluit hiertoe, reeds omdat De Boer c.s. uit hoofde van hun bijzondere deskundigheid vanwege hun ervaring in de zakenwereld niet zonder meer op de prognose hadden mogen afgaan. Zij hebben niet de omzichtigheid en oplettendheid betracht die van hen had mogen verwacht.

4.22. In subonderdeel 1c wordt geklaagd over miskennis door het hof van de twee in artikel 6:195 BW opgenomen regels inzake de bewijslastverdeling. Deze klachten slagen niet, reeds omdat bij artikel 6:195 BW van de aanwezigheid van misleiding in de zin van artikel 6:194 BW wordt uitgegaan. Hierboven is al uiteengezet dat het hof heeft kunnen oordelen dat er bij De Boer c.s. geen sprake

is van misleiding in de zin van artikel 6:194 BW.

4.23. Met subonderdeel 1d wordt opgekomen tegen de tweede, hierboven in 4.18 genoemde reden om in rov. 2.11 te oordelen dat aan De Boer c.s. geen beroep op misleiding in de zin van artikel 6:194 BW toekomt. Bij die tweede reden wordt voorondersteld dat er bij De Boer c.s. aarzeling over de haalbaarheid van het Project daadwerkelijk heeft bestaan. [noot:30] Gesteld wordt dat, nu er niets gesteld of gebleken is omtrent die aarzeling, het hof door die aarzeling in aanmerking te nemen buiten de grenzen van de rechtsstrijd is getreden en/of ten onrechte ambtshalve feiten heeft aangevuld. Deze klacht, hoezeer op zichzelf genomen terecht voorgedragen, kan De Boer c.s. niet baten. De eerste, hierboven in 4.18 genoemde reden wordt, zoals hierboven uiteengezet, tevergeefs bestreden en kan reeds geheel 's hofs oordeel dragen dat aan De Boer c.s. geen beroep op misleiding in de zin van artikel 6:164 BW toekomt.

4.24. Het voorgaande voert tot de slotsom dat de klachten in onderdeel 1 van het cassatiemiddel uit het principaal beroep geen doel treffen.

## **Onderdeel 2 van het cassatiemiddel in het principaal beroep**

4.25. Onderdeel 2 keert zich tegen rov. 2.10. In die rechtsoverweging oordeelt het hof dat de schadevordering van De Boer c.s. geen grondslag kan vinden in een tekortschieten van TMF in het uitoefenen van haar taak als financieel adviseur. Na voorop gesteld te hebben dat TMF niet als adviseur van De Boer c.s. is opgetreden maar van HSI, overweegt het hof verder: “De Investeerders hebben geen specifieke zorgvuldigheidsnorm gesteld die TMF jegens hen zou hebben geschonden doordat zij tekort (is) geschoten in haar verplichtingen jegens HSI, anders dan

hiervoor is aanvaard.” Met het woord “hiervoor” verwijst het hof naar het handelen van TMF als effectenbemiddelaar, dat naar het oordeel van het hof in strijd met de artikelen 7 en 3 Wte is geweest.

4.26. Ook voor onderdeel 2 geldt dat, voor zover De Boer c.s. daarmee beogen te bereiken dat er een onrechtmatigheidsgrond voor toewijzing van de schadevordering tegen TMF behouden blijft, zij bij het onderdeel geen belang hebben, omdat er al een andere onrechtmatigheidsgrond (het handelen in strijd met artikel 7 Wte) is waarop die schadevordering kan worden gebaseerd.

4.27. In onderdeel 2 komen twee klachten voor:

**a** in het licht van stellingen dienaangaande valt zonder nadere motivering niet in te zien waarom TMF zich niet op een rechtens relevante wijze jegens beleggers heeft gepresenteerd als financieel adviseur;

**b** althans is in het licht van de stellingen omtrent de wijze waarop TMF zich jegens de beleggers heeft gepresenteerd in het kader van haar betrokkenheid bij het project, zonder nadere motivering niet in te zien dat er geen sprake is van onrechtmatig handelen van TMF jegens de beleggers doordat TMF in haar verplichtingen jegens HSI is tekort geschoten.

4.28. Bij beide klachten moet in aanmerking worden genomen dat het hof bij de beantwoording van de vraag of TMF voor de door De Boer c.s. geleden schade aansprakelijk is te houden, zich, overeenkomstig de verduidelijking in appel door De Boer c.s. van de grondslag van hun schadevordering, heeft gericht op dat handelen van TMF dat, naar De Boer c.s. stellen, hen heeft doen besluiten om via maatschappen in HSI te gaan beleggen. Zo merkt het hof – door De Boer c.s. in cassatie niet bestreden – in rov. 2.5 op:

“Hun vordering is erop gebaseerd dat TMF regels heeft overtreden die beogen hen als potentiële beleggers te beschermen. De aan TMF verweten handelingen vallen in de periode waarin de Investeerders nog geen lid van een of meer van de Thermare-maatschappen en daarmee (indirect) aandeelhouder van HSI waren, derhalve in de toetredingsfase die aan het aandeelhouderschap vooraf ging.” Dit alles betekent dat in principe alleen die stellingen van De Boer c.s. voor beschouwing in aanmerking komen die op de “toetredingsfase” betrekking hebben. Die stellingen houden in dat TMF als financieel adviseur bij het Project is opgetreden, zij de haalbaarheid van de aanvankelijk drie investeringsplannen van Post/Tolsduin/HSI heeft onderzocht en, nadat alleen nog het Project was overgebleven, de prognose daarvan heeft doorgerekend, zij de uitgifte van de timesharingrechten en het beleggen via maatschappen heeft bedacht en zich in de brochure jegens De Boer c.s. als financieel adviseur heeft geprofileerd. [\[noot:31\]](#)

4.29. De strekking van klacht a. lijkt te zijn dat in het licht van de stellingen van De Boer c.s. het onbegrijpelijk is dat het hof niet mede een contractuele relatie tussen De Boer c.s. en TMF en wanprestatie van TMF jegens hen heeft aangenomen. In nr. 38, eerste zin, van de Schriftelijke Toelichting van Mr. Grabandt wordt het namelijk onbegrijpelijk geacht dat uitsluitend HSI op grond van wanprestatie kan worden aangesproken.

De hiervoor onder 4.27 genoemde stellingen houden geen feiten en omstandigheden in die onmiskenbaar of althans klemmend wijzen op het bestaan hebben van een contractuele relatie tussen De Boer c.s. en TMF. De stellingen vermelden niets omtrent afspraken tussen De Boer c.s. en TMF betreffende advisering of omtrent door HSI ten behoeve van hen gemaakte bedingen betreffende advisering van hen. Het is



derhalve niet onbegrijpelijk dat het hof niet een contractuele relatie tussen De Boer c.s. en TMF en wanprestatie van TMF jegens hen heeft aangenomen.

4.30. Bij klacht b. gaat het er om of het hof in het wanpresteren van TMF jegens HSI tevens een onrechtmatige daad jegens De Boer c.s. had moeten zien, aangezien het wanpresteren ook een tekortschieten in de vereiste zorg voor de belangen van De Boer c.s. vormde.

4.30.1. Wanprestatie jegens een contractspartij kan tevens een onrechtmatig handelen jegens een derde inhouden. [\[noot:32\]](#) Hieraan wijdt de Hoge Raad in HR 24 september 2004, RvdW 2004, 108, «JOR» 2004, 341 de volgende algemene beschouwing:

3.4. (...) Wanneer iemand zich contractueel heeft gebonden, waardoor de contractverhouding waarbij hij partij is in het rechtsverkeer een schakel is gaan vormen waarmee de belangen van derden, die aan dit verkeer deelnemen, in allerlei vormen kunnen worden verbonden, staat het hem niet onder alle omstandigheden vrij de belangen te verwaarlozen die derden bij de behoorlijke nakoming van het contract kunnen hebben (vgl. HR 3 mei 1946, NJ 1946, 323). Indien de belangen van een derde zo nauw zijn betrokken bij de behoorlijke uitvoering van de overeenkomst dat hij schade of ander nadeel kan lijden als een contractant in die uitvoering tekortschiet, kunnen de normen van hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt, meebrengen dat die contractant deze belangen dient te ontzien door zijn gedrag mede door die belangen te laten bepalen. Bij de beantwoording van de vraag of deze normen zulks meebrengen, zal de rechter de terzake dienende omstandigheden van het geval in zijn beoordeling dienen te betrekken, zoals de hoedanigheid van alle betrokken partijen, de aard en strekking van de desbetreffende overeenkomst, de

wijze waarop de belangen van de derde daarbij zijn betrokken, de vraag of deze betrokkenheid voor de contractant kenbaar was, de vraag of de derde erop mocht vertrouwen dat zijn belangen zouden worden ontzien, de vraag in hoeverre het voor de contractant bezwaarlijk was met de belangen van de derde rekening te houden, de aard en omvang van het nadeel dat voor de derde dreigt en de vraag of van hem kon worden gevergd dat hij zich daartegen had ingedekt, alsmede de redelijkheid van een eventueel aan de derde aangeboden schadeloosstelling.

4.30.2. De opsomming van de Hoge Raad van de “ter zake dienende omstandigheden” is ook voor het onderhavige geval van belang te achten. Van zulke omstandigheden zal het afhangen of op TMF ook jegens De Boer c.s. een zorgverplichting uit hoofde van maatschappelijke betamelijkheid rustte. Van de hiervoor in 4.27 vermelde stellingen kan niet gezegd worden dat zij een zodanig samenstel van feiten en omstandigheden met betrekking tot de toetredingsfase inhouden, dat niet goed te begrijpen valt waarom niet tot het bestaan en door TMF geschonden zijn van een zorgverplichting van haar jegens De Boer c.s. zou kunnen worden geconcludeerd. Het verwijt dat zij TMF vooral maken, is dat zij de haalbaarheid van het Project en van de prognose aangaande het te behalen rendement bepaald onvoldoende heeft onderzocht. Die omstandigheid rechtvaardigt echter nog niet de conclusie dat TMF jegens De Boer c.s. onvoldoende zorg heeft betracht. Daarvoor is mede van belang op welke voorwaarden aan TMF het onderzoek is opgedragen. Is bijvoorbeeld aan TMF opgedragen het onderzoek uit te voeren mede met het oog op de aan potentiële beleggers in een brochure te geven voorlichting? Op dit punt houden de stellingen van De Boer c.s. niets in. Het feit dat TMF zich als financieel adviseur van het Project heeft gepresenteerd, vormt op zichzelf niet reeds een voldoende grondslag

om het onvoldoende onderzoek als een tekort aan zorg tegenover De Boer c.s. aan te merken. En het werven van gegadigden door TMF ( in de persoon van Beunke) onder gebruikmaking van de gebrekkige brochure vormt als zodanig niet een optreden als financieel adviseur.

Kortom, het is niet onbegrijpelijk dat het hof in rov. 2.10 concludeert dat de Investeerders geen specifieke (omstandigheden ter onderbouwing van een) zorgvuldigheidsnorm hebben gesteld die TMF jegens hen zou hebben geschonden doordat zij in haar verplichtingen jegens HSI is tekort geschoten.

4.31. Ook voor onderdeel 2 luidt de slotsom dat de daarin opgenomen klachten geen doel treffen.

### **Onderdeel 3 van het cassatiemiddel in het principaal beroep**

4.32. Ten aanzien van diegenen van de Boer c.s. die op 22 juni 2001 via de maatschap Thermare VIII nog kapitaal in HSI hebben gestort – het gaat om twee Investeerders –, oordeelt het hof in rov. 2.12.1 dat de daaruit geresulteerde schade niet als een gevolg van het in rov. 2.7 omschreven optreden van TMF in de “toetredingsfase” aan TMF kan worden toegerekend. Immers, niet alleen heeft het Project in de periode november 2000 tot juni 2001 een aanmerkelijke ontwikkeling doorgemaakt doordat problemen duidelijk waren geworden, maar ook hebben de twee Investeerders via notulen van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders met de problemen bekend kunnen zijn en hebben zij desondanks in het Project geïnvesteerd.

4.33. In subonderdeel 3b en aan het slot van subonderdeel 3a wordt er over geklaagd, kort gezegd, dat het hof niet duidelijk maakt met welke problemen de twee Investeerders in mei/juni 2001 bekend hadden kunnen zijn en ook niet uit welke

notulen hen van die problemen had kunnen blijken.

Deze klachten stuiten op het volgende af. Mede gelet op het tussen partijen gevoerde debat, lijkt het niet voor redelijke twijfel vatbaar dat het hof met de “problemen” het oog heeft op de na eind 2000 aan het licht getreden problemen met de financiering van het Project. In de brochure was vermeld dat in de financiering van het Project voor een bedrag van f 29 miljoen zou worden voorzien met de opbrengst van de verkoop van timesharingrechten. Maar, zoals het hof in rov. 2.12.1 ook opmerkt, er werd van exploitatie in de vorm van timesharing afgezien door over te gaan op hotel-exploitatie. Daartoe is op de aandeelhoudersvergadering van 21 maart 2001 besloten blijkens de van die vergadering in het geding gebrachte notulen (productie 6 bij de akte d.d. 11 december 2002). Uit die notulen, waarvan niet is gesteld of aannemelijk gemaakt dat de twee Investeerders van hen geen kennis hebben kunnen nemen, blijkt dat nog geen overeenstemming met een hotel-exploitant was bereikt. Anders gezegd, of voldoende financiering voor het Project langs de weg van hotelexploitatie kon worden verkregen, was allerminst zeker.

4.34. In subonderdeel 3c wordt betoogd dat het hof door het in aanmerking nemen van problemen in mei/juni 2001 buiten de grenzen van de rechtsstrijd is getreden, aangezien uit de stellingen van TMF geenszins blijkt dat zij zich op het standpunt stelt dat in mei/juni 2001 al sprake was van problemen.

Deze klacht strandt hierop, dat TMF in haar processtukken bij voortduring gewezen heeft op de hiervoor genoemde koerswijziging op het vlak van de wijze van exploiteren van het beoogde kuuroord en de daardoor veroorzaakte ongewisheid omtrent de financiering van het Project.

4.35. In subonderdeel 3a wordt aangevoerd dat het hof zijn niet-toerekeningsoordeel onvoldoende heeft gemotiveerd. Immers, niet is gesteld en ook is niet vastgesteld (a) dat door de enkele omstandigheid dat Nieboer en De Groot de notulen van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders ontvingen en met problemen bekend konden zijn, de in rov. 2.7 beschreven (onrechtmatige) handelwijze van TMF, waarbij gebruik is gemaakt van de brochure, zijn gewicht bij het aannemen van het oorzakelijke verband heeft verloren en (b) dat een en ander van zodanige aard was dat het de conclusie rechtvaardigt dat de beleggers niet meer mochten afgaan op de informatie die in de uitgebrachte brochure stond.

Deze klacht miskent dat 's hofs oordeel in 2.12.2 juist een vaststelling inhoudt of althans impliceert van dat wat volgens de klacht niet zou zijn vastgesteld. De klacht mist derhalve feitelijke grondslag.

#### **Onderdeel 4 van het cassatiemiddel in het principaal beroep**

4.36. In rov. 2.12.2 oordeelt het hof ten aanzien van nog een andere Investeerder dat diens schade als gevolg van het beleggen in HSI niet als een gevolg van het optreden van TMF tijdens de "toetredingsfase" kan worden toegerekend. [\[noot:33\]](#) Maar dit oordeel rust op een andere grond. Deze Investeerder was, zo merkt het hof op, sedert 23 oktober 2000 als subsidieadviseur bij het Project betrokken en uit dien hoofde op de hoogte van het reilen en zeilen van het Project. Niet is gebleken, aldus het hof, dat TMF hem benaderd heeft om in het Project geld te stoppen, terwijl wel vaststaat – mede blijkens een uitspraak van hem bij pleidooi – dat hij op grond van zijn kennis van en enthousiasme voor het Project heeft besloten aan het Project deel te nemen.

4.37. De overweging dat niet gebleken is dat TMF hem heeft benaderd, wordt in subonderdeel 4a bestreden. Met het in aanmerking nemen van dit feit is, zo wordt betoogd, het hof buiten de grenzen van de rechtsstrijd getreden en/of heeft het hof in strijd met zijn taak feitelijke gronden aangevuld. Althans, de beslissing is in het licht van de stellingen van partijen onbegrijpelijk.

4.38. Blijkens het proces-verbaal van de zitting van 12 september 2005 bij het hof heeft de voorzitter aan de aanwezige appellanten, onder wie de Investeerder waarom het hier gaat, gevraagd op welke wijze zij zijn benaderd voor potentiële deelname aan het project en door wie. Twee appellanten noemen Beunke, maar de Investeerder waarom het hier gaat antwoordt: "Ik kende alleen Ronald van Franck, directeur van Koninklijke Linde. Hij heeft mij geïntroduceerd. Post is bij mij komen praten over subsidies. Ik was subsidieadviseur en ben daarna pas in het project gestapt. Van de andere appellanten kende ik niemand." Het is voldoende aannemelijk dat het hof op dit antwoord zijn bestreden oordeel heeft gebaseerd. In het licht van dat antwoord is het oordeel niet onbegrijpelijk. Omdat van het debat deel uitmaakte de vraag of het optreden van TMF in oorzakelijk verband stond met de gestelde schade, kan niet gezegd worden dat het hof door met het antwoord rekening te houden buiten de grenzen van de rechtsstrijd is getreden of, zoals in subonderdeel 4d wordt gesteld, het bestreden oordeel een verrassingsbeslissing oplevert. Verder past dat rekening houden ook bij artikel 22 Rv, welk artikel de rechter de bevoegdheid geeft partijen te bevelen bepaalde stellingen toe te lichten.

Kortom, de klachten tegen het oordeel dat niet gebleken is dat TMF hem heeft benaderd, slagen niet.

4.39. Omdat het hiervoor in 4.34 besproken oordeel al geheel de beslissing kan dragen

dat er geen oorzakelijk verband bestaat tussen de schade van de Investeerder waarom het hier gaat en het optreden van TMF, kunnen de klachten in de subonderdelen 4b, 4c en 4d reeds geen doel treffen bij gebrek aan belang. Deze klachten kunnen dan ook onbesproken blijven.

## **Onderdeel 5 van het cassatiemiddel in het principaal beroep**

4.40. Ten aanzien van die Investeerders voor wier schade het hof TMF aansprakelijk houdt, is het hof in rov. 2.14 van oordeel dat zij 50% van de schade toch zelf moeten dragen wegens “eigen schuld” van die Investeerders. Als ervaren zakenmensen hadden zij niet op de brochure mogen afgaan, nu het bij goede lezing voor hen kenbaar moet zijn geweest dat met name de daarin voorkomende prognose niet was gefundeerd op deugdelijk, verifieerbaar cijfermateriaal. Daartegen wordt met onderdeel 5 opgekomen.

4.41. De klachten in de subonderdelen 5a, 5b en 5c stelen allen op de stelling dat er te dezen alleen een onderscheid kan worden gemaakt tussen professionele en niet-professionele beleggers en er geen ruimte is voor het in aanmerking nemen van de categorie “ervaren zakenmensen”. De stelling snijdt geen hout. Hierboven in 4.19 en 4.19.1 is dat reeds toegelicht. Doordat de klachten op een ondeugdelijke grondslag berusten, falen zij.

4.42. Subonderdeel 5d bevat twee klachten.

De eerste klacht houdt in dat onbegrijpelijk is het oordeel dat bij goede lezing van de brochure kenbaar moet zijn geweest dat met name de daarin opgenomen prognose van TMF niet was gefundeerd op deugdelijk verifieerbaar cijfermateriaal. Dit oordeel is niet onbegrijpelijk. De vaststelling van het hof dat een deugdelijke, cijfermatige onderbouwing

ontbreekt, blijkt zonder meer uit de brochure.

De tweede klacht over de verdeling van de schade op basis van 50/50% strandt niet alleen omdat zij tegen een waardering van feitelijke aard opkomt, maar ook ten onrechte uitgaat van een aansprakelijkheid van TMF op grond van de artikelen 3 Wte 95 (zie hierboven onder 4.11 t/m 4.13) en 6:194 en 195 BW (zie hierboven onder 4.16 t/m 4.24).

## **Subonderdeel 1 van onderdeel I van het cassatiemiddel in het incidenteel beroep**

4.43. Het hof oordeelt in rov. 2.12.3 als vervolg op zijn eerdere beslissing dat TMF tegenover een aantal Investeerders onrechtmatig heeft gehandeld en uit dien hoofde aansprakelijk is te houden voor de uit dat handelen voortgevloeide schade, dat nader dient te worden onderzocht of, en zo ja, welke schade deze Investeerders hebben geleden, doordat zij zijn gaan deelnemen aan het Project. De bij de nadere bepaling van de schade te hanteren maatstaf omschrijft het hof als: het mogelijke verschil tussen de betalingen die deze Investeerders hebben gedaan en de werkelijke waarde van de aandelen HSI op de dag dat zij toetraden tot de Thermare-maatschappen I–VI, de verwachtingswaarde op die dag daaronder begrepen.

4.44. De toewijzing aan enkele tot de Thermare-maatschappen toegetreden Investeerders van een op de in rov. 2.12.3 aangegeven voet nader te bepalen schadevergoeding wordt in subonderdeel 1 van onderdeel I bestreden op de grond dat met genoemde toewijzing het hof een met artikel 24 Rv strijdige beslissing heeft genomen. De Investeerders hebben voor hun inleg een vergoeding gevorderd met als uitgangspunt dat zij geïnvesteerd hebben in een Project dat van meet af aan niet levensvatbaar was en zij derhalve voor hun

inleg geen tegenwaarde hebben ontvangen. Hiermee strookt niet het toekennen van een vergoeding voor schade, waarbij ter bepaling van de omvang van die schade de waarde van de aandelen HSI per de datum van toetreding tot de Thermare-maatschappen I – VI in aanmerking wordt genomen.

4.45. Deze, door De Boer c.s. ook niet bestreden klacht komt gegrond voor. De Investeerders hebben in appel bij het opnieuw formuleren van de grondslag van hun schadevordering inderdaad aangevoerd, dat zij er toe bewogen zijn om in een project van HSI te beleggen waarvan hen naderhand is gebleken dat het niet levensvatbaar was (dagvaarding in appel, onder 5.1), en dat de schade hieruit bestaat dat zij geen tegenwaarde hebben ontvangen voor het bedrag dat zij ter beschikking van HSI hebben gesteld (dagvaarding in appel, onder 10.5). Met deze grondslag strookt niet een vaststelling van de schade langs de weg die het hof in rov. 2.12.3 aangeeft. Die weg maakt het mogelijk ook een schadevergoeding toe te kennen in het geval dat het Project wel levensvatbaar was maar met minder gunstige perspectieven voor wat het rendement betreft. In dit laatste geval kunnen de aandelen in HSI en de participaties in de maatschappen wel waarde hebben maar een lagere waarde dan het bedrag van de inleg. Dat geval, waarbij allerlei andere, voor de bepaling van de waarde van de aandelen van belang zijnde, factoren een rol kunnen spelen, hebben Investeerders niet mede aan hun schadevergoedingsvordering ten grondslag gelegd, zodat dat geval en de daarbij een rol spelende factoren ook geen onderdeel van het debat tussen partijen hebben kunnen zijn. De regel dat het meerdere geacht kan worden het mindere in te houden, gaat hier niet op, omdat die regel alleen opgeld doet wanneer voor het meerdere en het mindere dezelfde grondslag kan worden aangehouden.

[\[noot:34\]](#)

In het licht van de door De Boer c.s. aan hun schadevordering gegeven grondslag moet het toekennen van een vergoeding van schade aan Investeerders afhankelijk worden gesteld van het wel of niet levensvatbaar zijn van het Project. Blijkt het Project levensvatbaar te zijn geweest, dan is er geen ruimte voor schadevergoeding, omdat door Investeerders niet een vordering tot vergoeding van schade op die voet is ingesteld.

### **Onderdeel 6 van het cassatiemiddel in het principaal beroep**

4.46. Met onderdeel 6 wordt eveneens opgekomen tegen de maatstaf die het hof in rov. 2.12.3 voor de bepaling van de schade formuleert, alsmede tegen de onderbouwing die het hof voor die maatstaf in rov. 2.13 geeft.

4.47. Bij de maatstaf houdt het hof als tijdstip voor het bepalen van de schade aan het tijdstip waarop die Investeerders, die naar het oordeel van het hof aanspraak op vergoeding van schade kunnen maken, tot een maatschap zijn toegetreden. Het gaat om twee tijdstippen: 17 november en 15 december 2000. Die beslissing onderbouwt het hof in rov. 2.13 met (a) een verwijzing naar hetgeen het in rov. 2.12 (eerste alinea, tweede zin) heeft overwogen – kort gezegd, voor het onrechtmatig handelen van TMF beroepen de Investeerders zich op optreden van TMF vóór het toetreden tot de maatschappen – en (b) de overweging dat niet gesteld of gebleken is dat TMF invloed kon uitoefenen op het reilen en zeilen van het Project nadat de Investeerders tot de maatschappen waren toegetreden, terwijl wel voldoende aannemelijk is geworden dat de Investeerders via de onderscheiden maatschappen die invloed wel konden uitoefenen en ook daadwerkelijk hebben uitgeoefend. Vooral in de subonderdelen 6a t/m 6c en 6e wordt het door het hof aangehouden tijdstip voor de bepaling van

de schade en de onderbouwing daarvoor bestreden.

4.47.1. Met het reilen en zeilen van het Project na de toetreding van de Investeerders tot een maatschap heeft het hof het oog op de aanmerkelijke wijziging van de opzet van het Project na de twee tijdstippen. Die wijziging betreft in het bijzonder de overstap van uitgifte van timesharingrechten naar verkoop van suites en hotelexploitatie. De overstap betekende een aanmerkelijke keer in het Project, in het bijzonder voor wat betreft de verdere financiering van de ontwikkeling en uitvoering van het Project.

4.47.2. Anders dan in subonderdeel 6c. wordt betoogd, is niet onbegrijpelijk dat het hof niet gesteld of gebleken acht dat TMF invloed op het reilen en zeilen van het Project kon uitoefenen, nadat de Investeerders tot de onderscheiden maatschappen waren toegetreden. Dat wat in het subonderdeel naar voren wordt gebracht wijst wel er op dat TMF nog bij het Project betrokken was, maar geeft niet aan dat die betrokkenheid ook neerkwam op een uitoefenen van daadwerkelijke invloed op het reilen en zeilen van het Project.

4.47.3. De omstandigheden dat het Project na 15 december 2000 een duidelijk andere opzet heeft gekregen dan die welke het Project had in de periode waarin TMF de Investeerders bewoog tot het investeren in het Project, en dat niet gebleken is van een daadwerkelijke invloed van TMF op die wijziging terwijl de Investeerders daarop wel invloed hebben kunnen uitoefenen en hebben uitgeoefend, hebben het hof kunnen doen besluiten de peildatum voor het bepalen van de schade op 17 november en 15 december 2000 vast te stellen. Wat met het Project nadien is gebeurd en de gevolgen daarvan voor het Project, vallen immers onder genoemde omstandigheden niet meer toe te rekenen aan het handelen van TMF, waarop de Investeerders zich

voor de aansprakelijkheid van TMF jegens hen beroepen. Het hof geeft hiermee geen blijk er van te zware eisen te stellen aan het causaal verband (in de zin van artikel 6:98 BW), zoals in subonderdeel 6e wordt betoogd, terwijl evenmin gezegd kan worden dat 's hofs oordeel onvoldoende gemotiveerd is, zoals vooral in de subonderdelen 6a en 6b wordt aangevoerd.

4.48. De klacht in subonderdeel 6d dat het hof niet duidelijk maakt waarom de vordering tot schadevergoeding, voor zover die inhoudt een vergoeding van de schade tegen levering van de aan de Investeerders geleverde aandelen (in HSI), strandt reeds hierop dat aan de Investeerders geen aandelen zijn geleverd en zij dus niet in staat zijn om de aandelen in HSI te leveren.

4.49. Bij de klacht in subonderdeel 6f over het onaanvaardbaar onduidelijk zijn van het begrip “verwachtingswaarde” – een klacht die op zichzelf niet ongegrond voorkomt; onduidelijk is niet alleen wat het begrip inhoudt maar ook welke factoren bij de bepaling van de waarde in aanmerking moeten worden genomen – ontbreekt het vereiste belang bij gegrondbevinding van subonderdeel 1 van onderdeel I van het cassatiemiddel in het incidenteel beroep. Dan speelt namelijk de waarde van de aandelen bij het bepalen van de schade geen rol meer. De schade dient te worden bepaald op de voet dat de betrokken Investeerders in een Project hebben belegd dat niet levensvatbaar is gebleken en dat zij voor de belegging geen tegenwaarde hebben ontvangen. Een en ander dient wel te worden beoordeeld naar de aard en opzet van het Project per 17 november en 15 december 2000. Daarbij zal in het bijzonder van gewicht zijn welke kans van slagen de uitgifte van de timesharingrechten op die tijdstippen had. Partijen hebben over dat punt gedebatteerd, maar het hof is er niet op ingegaan.

## **Onderdeel 7 van het cassatiemiddel in het principaal beroep**

4.50. In onderdeel 7 wordt er terecht over geklaagd dat de weergave van het hof op blz. 7 van het arrest van 15 december 2005 van het voor de initiële investeerders te behalen rendement: in drie jaar een rendement op hun investering van 100%, onbegrijpelijk is in het licht van het debat daarover tussen partijen. De Boer c.s. hebben in de loop van de procedure meer malen gesteld dat hen is voorgehouden: gedurende drie jaren een rendement van (meer dan) 100% per jaar. [\[noot:35\]](#) Die stelling is door TMF noch in eerste aanleg, noch in appel bestreden. Zij volstaan met aan te voeren dat, omdat het Project niet conform de Brochure is uitgevoerd, niet meer kan worden vastgesteld of de daarin vervatte prognoses rooskleurig waren of niet. [\[noot:36\]](#)

## **Onderdeel 8 van het cassatiemiddel in het principaal beroep**

4.51. Onderdeel 8 dat zich keert tegen het tussenarrest van 6 juli 2006, bevat geen zelfstandige klachten. Het doel van het onderdeel is onmiskenbaar te bevorderen dat, wanneer het tussenarrest van 15 december 2005 geen stand houdt, dan het op dat arrest voortbouwende tussenarrest van 6 juli 2006 hetzelfde lot zal zijn beschoren.

## **5. Afsluitende opmerking**

5.1. Wat levert het voorgaande op met het oog op de door beide partijen nagestreefde vernietiging van de twee tussenarresten?

In subonderdeel 4 van onderdeel II van het cassatiemiddel in het incidenteel beroep wordt terecht bestreden dat het hof het optreden van TMF in de toetredingsperiode onrechtmatig acht als zijnde in strijd met artikel 3 Wte 95 (zie hierboven onder 4.11 t/m 4.12). Maar omdat, naar het voorkomt, niet met succes het oordeel van het hof wordt bestreden dat genoemd optreden ook in strijd is met artikel 7 Wte en daarmee evenzeer onrechtmatig, en er dus een

grondslag voor aansprakelijkheid wegens onrechtmatig handelen overeind blijft, hoeft de gegrondheid van genoemd subonderdeel 4 op zichzelf niet tot vernietiging van de bestreden tussenarresten te leiden.

De subonderdelen 1d en 6f van het cassatiemiddel in het principaal beroep worden op zichzelf terecht voorgedragen, maar treffen bij gebrek aan belang geen doel (zie hierboven onder 4.23, respectievelijk 4.49).

Subonderdeel 1 van onderdeel I van het cassatiemiddel in het incidenteel beroep keert zich terecht tegen de maatstaf die het hof in rov. 2.12.3 aanreikt om te bepalen of en, zo ja, welke schade is geleden (zie hierboven onder 4.43 t/m 4.45). Gegrondbevinding van dit subonderdeel moet leiden tot vernietiging van beide tussenarresten.

Onderdeel 7 van het cassatiemiddel in het principaal beroep is eveneens terecht voorgedragen (zie hierboven onder 4.50), hetgeen meebrengt dat in ieder geval vernietiging van het tussenarrest van 15 december 2005 dient te volgen.

## **6. Conclusie**

Op grond van het voorgaande wordt geconcludeerd tot vernietiging van beide bestreden tussenarresten, die het hof Amsterdam in de onderhavige zaak heeft uitgesproken.

Hoge Raad

(...; red.)

## **3. Uitgangspunten in cassatie**

3.1. In cassatie kan van het volgende worden uitgegaan.

i. Op 23 maart 2000 heeft de besloten vennootschap Tolsduin B.V. (hierna:

Tolsduin) de naamloze vennootschap Holland SeaView Investments N.V. (hierna: HSI) opgericht. Tolsduin was na de oprichting van HSI enig aandeelhouder en tevens bestuurder van HSI. J. Post was bestuurder van Tolsduin.

ii. HSI is opgericht met het oogmerk om door middel van dochtervennootschappen een stuk grond en een thermale bron nabij Almeria in Spanje te ontwikkelen (het Project).

iii. TMF heeft HSI geadviseerd over financiële aspecten van het Project.

iv. In verband met de kosten van het Project, zoals de kosten van aankoop van de grond en de bron en management- en adviseurskosten, diende het kapitaal van HSI met gelden van derden te worden verhoogd. Er is een brochure opgesteld, waarin een door TMF opgestelde begroting van de financiering, de kosten en de baten van het Project is opgenomen. TMF werd in de brochure als financieel adviseur genoemd. De brochure is aan potentiële beleggers gepresenteerd. Ongeveer twintig personen (hierna: de beleggers), onder wie De Boer c.s., zijn bereid gevonden om in het kapitaal van HSI deel te nemen.

v. De deelname in HSI is, om fiscale redenen, in deze vorm gegoten dat de beleggers maatschappen hebben opgericht waarin zij geld inbrachten dat die maatschappen hebben geïnvesteerd in het Project door elk voor 5% in het aandelenkapitaal van HSI deel te nemen. Op 17 december 2000 zijn de maatschappen Thermare I–V opgericht, op 15 december 2000 de maatschappen Thermare VI en VII en op 22 juni 2001 de maatschap Thermare VIII. De Boer c.s. hebben in totaal f 2.020.000,= (€ 916.636,=) overgemaakt naar HSI, welke overmakingen voorschotten vormden op de door de respectieve maatschappen waarvan zij deel uitmaakten te verrichten kapitaalstortingen.

vi. Volgens een op 17 november 2000 gesloten aandeelhoudersovereenkomst, waarbij Tolsduin, HSI en de maatschappen Thermare I–V partij waren, zouden de aandelen in HSI door Tolsduin aan de maatschappen worden geleverd.

vii. Zoals in de brochure is vermeld, was het de bedoeling om de kosten, die verder aan het ontwikkelen en realiseren van het Project waren verbonden, te financieren uit de opbrengst van de verkoop in de periode december 2000 tot maart 2001 van timesharingrechten met betrekking tot suites (f 29 miljoen) en de uitgifte van aandelen na januari 2002 (f 95 miljoen). De verkoop van timesharingrechten heeft niet plaatsgevonden. Op een aandeelhoudersvergadering van 29 maart 2001 hebben de aandeelhouders ingestemd met een andere opzet van het Project, inhoudende de verkoop van de suites zelf, het bouwen van een hotel en het betrekken van een hoteloperator bij het Project voor de medefinanciering en exploitatie daarvan.

viii. HSI is er niet in geslaagd het Project uit te voeren.

ix. De Stichting Toezicht Effectenverkeer heeft Tolsduin een boete van f 200.000,= opgelegd wegens overtreding van artikel 3 Wet toezicht effectenverkeer 1995 (hierna: Wte 95).

3.2. Aan hun vorderingen als hiervoor in 1 omschreven hebben De Boer c.s. in hoger beroep ten grondslag gelegd dat TMF onrechtmatig jegens hen heeft gehandeld doordat zij:

**a** misleidende mededelingen als bedoeld in de art. 6:194 en 6:195 BW, gelezen in samenhang met art. 3 Wte 95, heeft openbaar gemaakt;

**b** is opgetreden als effectenbemiddelaar zonder de vergunning als bedoeld in art. 7 Wte 95 en



c is tekortgeschoten in haar taak als financieel adviseur.

De Boer c.s. stellen dat zij als gevolg van die onrechtmatige handelingen ertoe zijn bewogen te beleggen in het Project, ofschoon dat niet levensvatbaar was.

3.3.1. Het hof heeft in zijn tussenarrest van 15 december 2005 (hierna wordt, tenzij anders wordt vermeld, steeds verwezen naar de rechtsoverwegingen van dit tussenarrest), kort gezegd, geoordeeld dat de vorderingen van De Boer c.s. niet op de grondslagen (a) en (c) toewijsbaar zijn, maar ten aanzien van de vorderingen op de grondslag (b) geoordeeld (rov. 2.9.2) dat TMF als effectenbemiddelaar die niet beschikte over de door art. 7 Wte 95 bedoelde vergunning bemiddeling heeft verleend bij het tot stand komen van overeenkomsten met een effectenuitgevende instelling waarbij is gehandeld in strijd met art. 3 Wte 95, hetgeen naar het oordeel van het hof onrechtmatig was jegens De Boer c.s. zodat (rov. 2.12) TMF gehouden is de schade te vergoeden die De Boer c.s. door dat onrechtmatige handelen hebben geleden.

3.3.2. Daarbij oordeelde het hof evenwel dat de vorderingen van De Boer c.s. stranden voorzover zij betrekking hebben op de investeringen van Nieboer en De Groot in de maatschap Thermare VIII, omdat Nieboer en De Groot eerst op 22 juni 2001 tot die maatschap zijn toegetreden, op een tijdstip waarop reeds problemen duidelijk waren geworden en niet langer werd gestreefd naar exploitatie door timesharing maar naar exploitatie door hotelexploitatie, en omdat de eventuele schade die Nieboer en De Groot door hun deelname in deze maatschap hebben geleden redelijkerwijs niet aan TMF kan worden toegerekend als gevolg van haar werkzaamheden in deze (rov. 2.12.1).

3.3.3. Het hof achtte de vorderingen van De Boer c.s. ook niet toewijsbaar voorzover die betrekking hebben op Middelburg (die in de maatschap Thermare VII heeft deelgenomen), omdat Middelburg als subsidieadviseur bij het Project betrokken was en uit dien hoofde bekend was met het reilen en zeilen daarvan, en niet is gebleken dat TMF hem heeft benaderd om geld daarin te steken (rov. 2.12.2).

3.3.4. Wat betreft de schade die De Boer c.s., met uitzondering van Middelburg, alsmede Nieboer en De Groot ten aanzien van Thermare VIII, eventueel hebben geleden doordat zij zijn gaan deelnemen aan het Project oordeelde het hof dat het gaat om het (mogelijke) verschil tussen de betalingen die deze beleggers hebben gedaan en de werkelijke waarde van de aandelen HSI op de dag dat zij toetraden tot de maatschappen Thermare I–VI, de verwachtingswaarde daaronder begrepen (rov. 2.12.3). Voor het vaststellen van de omvang van die schade achtte het hof een deskundigenonderzoek nodig (rov. 2.15).

3.3.5. Voorts heeft het hof geoordeeld dat aannemelijk is dat de schade van De Boer c.s. als beleggers via de maatschappen Thermare I–VI mede is ontstaan doordat zij, ervaren zakenmensen, hebben nagelaten zich deugdelijk te informeren, hoewel bij goede lezing van de brochure voor hen kenbaar moet zijn geweest dat met name de door TMF gegeven prognose niet was gefundeerd op deugdelijk, verifieerbaar, cijfermateriaal. Het hof heeft in verband hiermee de mate waarin de aan ieder van partijen toe te rekenen omstandigheden hebben bijgedragen tot de door deze beleggers geleden schade vastgesteld op de verhouding 50:50 (rov. 2.14).

3.3.6. In het tussenarrest van 6 juli 2006 heeft het hof geoordeeld dat het nog onvoldoende is voorgelicht omtrent de visie van partijen over de persoon van de te benoemen deskundige en dat de

vraagstelling aan de deskundige beperkt zal zijn tot de algemene vraag zoals deze – op grondslag van rov. 2.12.3 van het tussenarrest van 15 december 2005 – door TMF is geformuleerd.

#### **4. Beoordeling van het middel in het principale beroep**

4.1. In rov. 2.11 oordeelde het hof ten aanzien van de door De Boer c.s. (door het hof aangeduid als “de Investeerders”) aan hun vorderingen gegeven grondslag (a): “Van de brochure geven twee pagina’s een ‘artists impression’, op drie pagina’s worden de historische achtergronden van de bron en de bedoelingen van het Project geschetst, twee pagina’s – die door TMF zijn opgesteld – bevatten de financiële prognose voor het Project, en voorts worden nog exploitatieprijzen van vergelijkbare projecten vermeld. De brochure zou wellicht voor het gemiddelde publiek misleidend kunnen zijn, maar van de Investeerders, die allen – onbestreden – ervaring hebben in de zakenwereld, mag worden verwacht dat zij weten wat de waarde van prognose’s is en dat zij, indien zij enige aarzeling hadden over de haalbaarheid van het Project, dit bij de presentatie daarvan aan de orde hadden gesteld. Dat laatste is gesteld noch gebleken, zodat – indien al een of meer van hen door de brochure zijn misleid – dit voor ieders eigen rekening blijft.”

4.2. Onderdeel 1a klaagt dat het hof aldus oordelend uit het oog heeft verloren dat de uitgever van een brochure als de onderhavige gehouden is daarin volledige en niet-misleidende mededelingen te geven en dat, zo hij aan die verplichting niet heeft voldaan, het onvolledige of misleidende karakter van de brochure niet wordt weggenomen door de mogelijkheid dat beleggers als De Boer c.s., die ervaring hebben in de zakenwereld, vragen kunnen stellen of nadere mededelingen kunnen verkrijgen. De klacht is gegrond. Bij beantwoording van de vraag of de brochure

misleidend is in de zin van art. 6:194 BW had het hof behoren uit te gaan van de vermoedelijke verwachting van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone consument tot wie de brochure zich richt of die zij bereikt. De omstandigheid dat De Boer c.s. ervaring in de zakenwereld hebben behoort derhalve bij de beantwoording van de hiervoor bedoelde vraag geen gewicht in de schaal te werpen, nu het hof niet heeft vastgesteld dat de kring van personen tot wie de brochure zich richtte of die zij heeft bereikt uitsluitend bestaat uit personen die ervaring in de zakenwereld hebben.

4.3. In het licht van het voorgaande zijn ook de onderdelen 1b, 1c en 1d, voorzover die erover klagen dat het hof bij de beoordeling of de brochure misleidend is in de zin van art. 6:194 BW niet de juiste maatstaf heeft gehanteerd, gegrond. De onderdelen behoeven voor het overige geen behandeling.

4.4. Onderdeel 2 heeft betrekking op de door De Boer c.s. aan hun vordering gegeven grondslag die hiervoor in 3.2 als (c) is aangeduid, te weten dat TMF is tekortgeschoten in haar taak als financieel adviseur. Het hof heeft (in rov. 2.10), vooropstellend dat TMF niet als financieel adviseur van De Boer c.s. is opgetreden maar als financieel adviseur van HSI, geoordeeld dat deze grondslag de vordering van De Boer c.s. niet kan dragen omdat De Boer c.s. geen specifieke zorgvuldigheidsnorm hebben gesteld die TMF jegens hen zou hebben geschonden doordat zij is tekortgeschoten in haar verplichtingen jegens HSI, anders dan het hof in het kader van grondslag (b) (optreden als effectenbemiddelaar zonder de vergunning als bedoeld in art. 7 Wte 95) heeft aanvaard. Het onderdeel wijst erop dat De Boer c.s. hebben aangevoerd dat TMF zich als financieel adviseur heeft geprofileerd, en dat zij tevens hebben gewezen op de door Post ondertekende brief van 22 mei 2001 waarin melding

wordt gemaakt van gesprekken over verdere financiering waarbij TMF betrokken was. In het licht van die stellingen valt, aldus het onderdeel, niet in te zien waarom TMF zich niet op een rechtens relevante wijze jegens De Boer c.s. heeft gepresenteerd als financieel adviseur, althans dat de wijze waarop TMF zich heeft gepresenteerd niet meebrengt dat zij onrechtmatig heeft gehandeld jegens De Boer c.s. doordat zij is tekortgeschoten in haar verplichtingen jegens HSI. Voorzover deze klacht bedoelt te betogen dat het hof van een onjuiste rechtsopvatting blijkt geeft door te oordelen dat tussen De Boer c.s. en TMF als adviseur geen contractuele relatie is ontstaan, faalt zij, omdat het hof kennelijk heeft beslist, en zonder schending van enige rechtsregel kon beslissen, dat de hier bedoelde stellingen van De Boer c.s. niet duiden op de totstandkoming van een contractuele relatie tussen TMF en De Boer c.s. Ook het oordeel van het hof dat de hier bedoelde stellingen geen feiten en omstandigheden opleveren die meebrengen dat TMF een buitencontractuele zorgverplichting jegens De Boer c.s. hebben geschonden getuigt niet van een onjuiste rechtsopvatting. De rechtsklachten van het onderdeel falen derhalve. Hetzelfde geldt voor de motiveringsklachten, nu het hof zonder nadere motivering mocht beslissen zoals het in rov. 2.10 heeft gedaan.

4.5. De onderdelen 3a–3c en 4a–4e falen op de gronden, vermeld in de nummers 4.32–4.39 van de conclusie van de Advocaat-Generaal.

4.6. De onderdelen 5a–5c zijn gericht tegen het hiervoor in 3.3.5 weergegeven oordeel van het hof in rov. 2.14. Zij steunen kennelijk op de opvatting dat vermindering op de voet van art. 6:101 BW van de schadevergoedingsplicht wegens onrechtmatig handelen als bedoeld in art. 6:194 of wegens overtreding van de art. 3 en 7 Wte 95 op de grond dat de schade mede een gevolg is van de aan de

benadeelde toe te rekenen omstandigheid dat die nagelaten heeft zich deugdelijk te informeren, rechtens slechts toelaatbaar is indien die benadeelde een professionele belegger is. De onderdelen falen nu die opvatting geen steun vindt in het recht. Anders dan deze onderdelen betogen mocht het hof de omstandigheid dat De Boer c.s. ervaren zakenmensen zijn van belang achten voor zijn oordeel dat de door De Boer c.s. geleden schade mede een gevolg is van hun nalatigheid dat zij louter zijn afgegaan op de in de brochure opgenomen informatie zonder zich deugdelijk te informeren, hoewel voor hen bij goede lezing kenbaar moet zijn geweest dat met name de door TMF gegeven prognose niet was gefundeerd op deugdelijk, verifieerbaar cijfermateriaal. Ook de motiveringsklachten van deze onderdelen, die blijkbaar op dezelfde onjuiste rechtsopvatting steunen, falen.

4.7. Onderdeel 5d voert een motiveringsklacht aan tegen het oordeel van het hof, in dezelfde rov. 2.14, dat voor De Boer c.s. bij goede lezing kenbaar moet zijn geweest dat met name de door TMF gegeven prognose niet was gefundeerd op deugdelijk, verifieerbaar cijfermateriaal. Deze klacht is ongegrond, nu het onderhavige oordeel van het hof in het licht van de tot de processtukken behorende brochure geenszins onbegrijpelijk is en geen nadere motivering behoefde.

4.8. De onderdelen 6–6f bestrijden de maatstaf die het hof in rov. 2.12.3 hanteert ter bepaling van de omvang van de door De Boer c.s., met uitzondering van Middelburg alsmede Nieboer en De Groot ten aanzien van Thermare VIII, als gevolg van hun deelname in het Project geleden schade (zie 3.3.4 hiervoor). Voorzover deze onderdelen klagen dat zonder nadere motivering, die in het arrest van het hof ontbreekt, niet valt in te zien waarom de schade ten gevolge van de onrechtmatige daad van TMF niet – zoals De Boer c.s. primair hebben aangevoerd – bestaat in het verlies van de

bedragen die zij via de maatschappen hebben geïnvesteerd in het Project, zijn zij gegrond. Het oordeel van het hof in rov. 2.13 dat voor een verdergaande schadevergoeding dan in rov. 2.12.3 omschreven geen plaats is omdat het aan TMF verweten onrechtmatige handelen valt in de periode voordat De Boer c.s. (via de maatschappen) in HSI investeerden, levert in ieder geval geen begrijpelijke redengeving hiervoor op, omdat De Boer c.s. aan hun vordering ten grondslag hebben gelegd dat zij op grond van de onrechtmatige gedragingen van TMF in voormelde periode zijn overgegaan tot de investeringen in het Project, dat echter van meet af aan niet levensvatbaar was. In dat licht bezien valt zonder nadere motivering, die evenwel ontbreekt, niet in te zien dat het verlies van de geïnvesteerde bedragen niet meer als een gevolg van het onrechtmatig handelen van TMF aan haar kan worden toegerekend. Evenmin een begrijpelijke redengeving is de door het hof daaraan (eveneens in rov. 2.13) nog toegevoegde overweging dat gesteld noch gebleken is dat TMF invloed kon uitoefenen op het reilen en zeilen van het Project nadat De Boer c.s. daarin waren toetreden, terwijl wel voldoende aannemelijk is geworden dat De Boer c.s. via de onderscheiden maatschappen die invloed wel konden uitoefenen en hebben uitgeoefend. De overige klachten van deze onderdelen behoeven geen behandeling.

4.9. Onderdeel 7 bestrijdt met een motiveringsklacht het oordeel van het hof (rov. 2.7) dat de slotsom van de door TMF opgestelde prognose was dat initiële investeerders in drie jaar een rendement op hun investering van 100% kunnen behalen. Deze klacht is gegrond. De Boer c.s. hebben in de feitelijke instanties aangevoerd en TMF heeft niet betwist dat de prognose uitkwam op een rendement gedurende drie jaar van 100% per jaar. In dat licht is voormeld oordeel van het hof onbegrijpelijk. Onderdeel 8, dat op onderdeel 7 voortbouwt, slaagt eveneens.

## **5. Beoordeling van het middel in het incidentele beroep**

5.1. Onderdeel I.1 is, evenals de onderdelen 6–6f van het middel in het principale beroep, gericht tegen het oordeel van het hof (rov. 2.12.3, zie ook 3.3.4 hiervoor) dat de schade die De Boer c.s., met uitzondering van Middelburg alsmede Nieboer en De Groot ten aanzien van Thermare VIII, hebben geleden doordat zij zijn gaan deelnemen in het Project bestaat in het (mogelijke) verschil tussen de betalingen die deze investeerders hebben gedaan en de werkelijke waarde van de aandelen HSI op de dag dat zij toetraden tot de maatschappen Thermare I–VI, de verwachtingswaarde op de dag dat zij toetraden daaronder begrepen. Het onderdeel klaagt terecht dat het hof aldus buiten de grondslag is getreden die De Boer c.s. aan hun vordering hebben gegeven. De Boer c.s. hebben, naar het hof heeft onderkend, het standpunt ingenomen dat de onrechtmatige gedragingen van TMF hen ertoe hebben bewogen te beleggen in een niet levensvatbaar gebleken project (rov. 2.3) en dat hun schade daarin bestaat dat zij geen tegenwaarde hebben ontvangen voor het bedrag dat zij aan HSI ter beschikking hebben gesteld (rov. 2.5). Er is dan ook slechts plaats voor toewijzing van hun vordering die strekt tot vergoeding van hun gehele inleg, indien komt vast te staan dat het Project niet levensvatbaar was (waarbij de vergoedingsplicht van TMF uiteraard wel verminderd kan worden voorzover die schade mede een gevolg is van, kort gezegd, “eigen schuld”). Het voorgaande brengt mee dat ook het tussenarrest van 6 juli 2006, dat voortbouwt op dat van 15 december 2005, moet worden vernietigd.

5.2. Onderdeel I.2 klaagt, kort gezegd, dat de door het hof gehanteerde maatstaf voor de bepaling van de te vergoeden schade zou meebrengen dat schade die slechts door de maatschappen rechtstreeks is geleden, vergoed zou worden aan de desbetreffende

investeerders in privé, en dat het hof miskent dat De Boer c.s. niet-ontvankelijk zijn in hun vordering tot vergoeding van schade die afgeleid is van de door de maatschappen geleden schade. Deze klachten zijn ongegrond omdat zij miskennen dat De Boer c.s. geen vergoeding vorderen van schade die zij als participanten in de maatschappen lijden vanwege een door TMF jegens die maatschappen gepleegde onrechtmatige daad. Hun vordering is immers gebaseerd op een door TMF jegens hen persoonlijk gepleegde onrechtmatige daad, waardoor zij uit eigen vermogen geld hebben geïnvesteerd (zij het via de maatschappen) in het Project dat van de aanvang af niet levensvatbaar was.

5.3. Onderdeel II.4.1 betoogt dat onjuist is het in de rov. 2.9.2 en 2.9.4 neergelegde oordeel van het hof dat TMF, naast haar onrechtmatig handelen dat daarin bestaat dat zij als effectenbemiddelaar is opgetreden zonder te beschikken over de in art. 7 Wte 95 bedoelde vergunning, ook onrechtmatig heeft gehandeld door als effectenbemiddelaar die niet beschikte over de wettelijk vereiste vergunning bemiddeling te verlenen bij het tot stand komen van overeenkomsten met een effectenuitgevende instelling waarbij is gehandeld in strijd met art. 3 Wte 95, omdat de brochure niet voldeed aan de volgens art. 3 Wte 95 aan een prospectus te stellen eisen. Deze klacht is gegrond. Art. 3 Wte 95 verbod (onder meer) bij uitgifte effecten aan te bieden. Dit verbod richtte zich, evenals het thans krachtens art. 5.2 van de Wet op het financieel toezicht geldende verbod om effecten aan te bieden indien terzake daarvan geen goedgekeurd prospectus algemeen verkrijgbaar is, tot degene die effecten aan het publiek wil aanbieden, en niet tot personen die bemiddelen zoals in de onderhavige zaak door TMF is gedaan. Onderdeel II.4.2 behoeft gezien het voorgaande geen behandeling.

5.4. Onderdeel II.5.2 betoogt dat het hof in de rov. 2.8.2, 2.9.2 en 2.9.4 heeft miskend dat de normen van de art. 7 en 3 Wte 95 slechts strekken ter bescherming van de kopers van effecten, en niet van investeerders als De Boer c.s. die niet persoonlijk maar via de Thermare-maatschappen hebben deelgenomen. Dit betoog gaat niet op, omdat het verbod van art. 7 Wte 95 bescherming beoogt te bieden aan een ieder die met betrekking tot effecten transacties aangaat waardoor hij bij die effecten een beleggersbelang krijgt.

5.5. De overige klachten van het middel kunnen niet tot cassatie leiden. Zulks behoeft, gezien art. 81 RO, geen nadere motivering nu de klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

## **6. Beslissing**

De Hoge Raad:

in het principale en in het incidentele beroep:

vernietigt de arresten van het gerechtshof te Amsterdam van 15 december 2005 en 6 juli 2006;

verwijst het geding naar het gerechtshof te 's-Gravenhage ter verdere behandeling en beslissing;

compenseert de kosten van het geding in cassatie aldus dat iedere partij de eigen kosten draagt.

## **» Noot**

1. In dit arrest oordeelt de Hoge Raad onder meer over de vraag: (i) wanneer een brochure misleidend is in de zin van art. 6:194 BW (zie nr. 4 hierna); (ii) welke maatstaf moet worden aangelegd bij de bepaling van de schade die door de

misleidde investeerders is geleden en welke schade nog in causaal verband staat met het onrechtmatig handelen (nr. 6–8 hierna); (iii) of er sprake was van “eigen schuld” aan de zijde van de investeerders (nr. 5 hierna); en (iv) of er sprake is van vergoeding van “afgeleide schade” nu de beleggers niet direct, maar via een maatschap hebben geïnvesteerd in een door middel van de brochure aangeprezen project (nr. 9 hierna). Daarmee bevat het arrest verschillende voor de rechtswetenschap en -praktijk belangrijke overwegingen.

2. Kort gezegd waren de feiten als volgt. De naamloze vennootschap HSI is opgericht met het oogmerk om een stuk grond en een thermale bron in Spanje te ontwikkelen (“het project”). TMF heeft HSI geadviseerd over de financiële aspecten van het project. Het kapitaal van HSI diende in verband met de kosten van het project met gelden van derden te worden verhoogd. Er is een brochure opgesteld met daarin een door TMF opgestelde begroting van de financiering, de kosten en de baten van het project. TMF werd genoemd als financieel adviseur. De brochure is aan potentiële beleggers gepresenteerd en ongeveer twintig beleggers – De Boer c.s. – zijn bereid gevonden om in het kapitaal van HSI deel te nemen. Om fiscale redenen is de participatie aldus vormgegeven dat de beleggers via maatschappen (Thermare I t/m VIII) hebben geïnvesteerd in HSI. De Boer c.s. hebben in totaal € 916.636,= als voorschot op te verrichten kapitaalstorting overgemaakt naar HSI. De kosten van het project hadden gefinancierd moeten worden door verkoop van “timesharingrechten” met betrekking tot suites (men wordt daarbij voor een bepaald gedeelte van het jaar rechthebbende op de suite) in de periode van december 2000 tot maart 2001 en uitgifte van aandelen na januari 2002. De verkoop van timesharingrechten heeft echter niet plaatsgevonden. Op een

aandeelhoudersvergadering van 29 maart 2001 hebben de aandeelhouders ingestemd met een andere opzet van het project (de suites zelf zouden worden verkocht), maar uiteindelijk is HSI er niet in geslaagd het project uit te voeren.

3. De beleggers stellen dat TMF onrechtmatig jegens hen heeft gehandeld doordat zij (a) misleidende mededelingen openbaar heeft gemaakt als bedoeld in art. 6:194 en 195 BW in samenhang met art. 3 Wte 1995 (oud), (b) is opgetreden als effectenbemiddelaar zonder de vergunning als bedoeld in art. 7 Wte 1995 (oud) en (c) is tekortgeschoten in haar taak als financieel adviseur. Volgens De Boer c.s. zijn zij als gevolg van de onrechtmatige handelingen ertoe bewogen te beleggen in het project, hoewel dat niet levensvatbaar was. Zij vorderen daarom schadevergoeding voor een bedrag van € 916.636,= (het betaalde voorschot). Het hof heeft de vordering alleen op grondslag (b) toewijsbaar geoordeeld. Voorts heeft het hof twee beleggers die eerst op 22 juni 2001 tot de maatschap Thermare VIII zijn toegetreden schadevergoeding ontzegd, omdat op dat tijdstip reeds problemen duidelijk waren geworden en de eventuele schade van deze beleggers niet meer in causaal verband stond met de werkzaamheden van TMF. Ook de vordering van een belegger die als subsidieadviseur bij het project betrokken was, wordt afgewezen, omdat hij uit hoofde van zijn functie bekend was met het reilen en zeilen van het project en niet gebleken is dat TMF hem heeft benaderd om geld te steken in het project. Tegen het arrest van het hof wordt door De Boer c.s. cassatie ingesteld; TMF gaat in incidenteel cassatieberoep.

4. Het hof had ten aanzien van grondslag (a) van de vordering tot schadevergoeding geoordeeld dat de brochure niet misleidend was voor de investeerders. De brochure zou volgens het hof wellicht voor het gemiddelde publiek misleidend kunnen

zijn, maar van de investeerders – die ervaren zakenmensen waren – mocht worden verwacht dat zij weten wat de waarde van prognoses is en dat zij bij twijfel over de haalbaarheid van het project dit bij de presentatie daarvan aan de orde hadden gesteld. Indien al een of meer van de investeerders is misleid, moet dit volgens het hof voor ieders eigen rekening blijven. De Hoge Raad casseert op dit punt (r.o. 4.2), hoewel de A-G daartoe geen aanleiding zag. Bij de beantwoording van de vraag of de brochure misleidend is in de zin van art. 6:194 BW had het hof volgens de Hoge Raad moeten uitgaan van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone consument tot wie de brochure zich richt of die zij bereikt. De omstandigheid dat De Boer c.s. ervaren zakenmensen waren behoort geen rol te spelen, nu het hof niet heeft vastgesteld dat de kring van personen tot wie de brochure zich richtte of die zij heeft bereikt uitsluitend bestaat uit personen die ervaring hebben in de zakenwereld. Deze oordelen van de Hoge Raad lijken mij juist. Het is voor het eerst dat de Hoge Raad het criterium aanlegt van de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone consument bij toepassing van art. 6:194 BW. De regeling van art. 6:194 e.v. BW is gebaseerd op Europese regelgeving inzake misleidende reclame, zodat bij de uitleg van die bepalingen de rechtspraak van het Europese Hof van Justitie van belang is. Het Hof van Justitie had in HvJ EG 16 juli 1998, NJ 2000, 374, m.nt. Verkade het nu door de Hoge Raad overgenomen criterium geformuleerd. In de Nederlandse rechtspraak was het criterium ook al eerder aangelegd (zie bijvoorbeeld de World Online-zaak Hof Amsterdam 3 mei 2007, «JOR» 2007/154, m.nt. Den Boogert, r.o. 2.24.2). Juist is ook de overweging van de Hoge Raad dat de ervaring van beleggers in beginsel niet relevant is bij beoordeling van de vraag of de brochure misleidend was, nu deze brochure zich niet alleen richtte tot personen die ervaring hebben in de

zakenwereld (in dit laatste geval zou de ervaring wel relevant zijn bij de beantwoording van de vraag of er sprake was van een misleidende brochure). De ervaring van een individuele belegger komt dan eerst aan de orde bij toepassing van het leerstuk van de eigen schuld (zie ook r.o. 4.6). Zo is het doorgaans ook indien schadevergoedingsacties worden ingesteld tegen beursgenoteerde uitgevende instellingen wegens misleidende berichtgeving, zoals in de World Online-zaak. Deze systematiek maakt het mogelijk om in een collectieve actie ex art. 3:305a BW een verklaring voor recht te vorderen omtrent het onrechtmatig handelen, en in (individuele) vervolgprocedures vragen omtrent causaliteit, schade en eigen schuld te behandelen.

5. Het hof had met betrekking tot grondslag (b) van de vordering geoordeeld dat de schade van De Boer c.s. mede is ontstaan doordat zij als ervaren zakenmensen hebben nagelaten zich deugdelijk te informeren. De mate waarin de aan ieder van partijen toe te rekenen omstandigheden hebben bijgedragen had het hof vervolgens vastgesteld op 50:50. Dit is een toepassing van het leerstuk van de eigen schuld ex art. 6:101 lid 1 BW. In het cassatiemiddel werd de stelling ingenomen dat, nu de vraag van misleiding zich voordoet in verband met art. 3 en 7 Wte 1995 (oud), ten onrechte “personen met ervaring in de zakenwereld” als relevante groep in aanmerking werden genomen door het hof. Deze artikelen maken namelijk alleen een onderscheid tussen professionele en niet-professionele beleggers. Terecht oordeelt de Hoge Raad dat een vermindering van de vergoedingsplicht ex art. 6:101 BW niet slechts toelaatbaar is indien de benadeelde een professionele belegger is (r.o. 4.6). De omstandigheid dat De Boer c.s. ervaren zakenmensen waren is ook van belang indien zij als niet-professionele beleggers zouden moeten worden aangemerkt, omdat misleiding zich ook bij niet-professionele beleggers niet steeds hoeft voor te doen

(vgl. nr. 4.19.1 van de conclusie van A-G Wuisman).

6. Zowel in het principale als in het incidentele cassatieberoep wordt geklaagd over de maatstaf die het hof heeft aangelegd bij de bepaling van de omvang van de schade die door de investeerders is geleden. Volgens het hof ging het om het (mogelijke) verschil tussen de betalingen die deze beleggers hebben gedaan en de werkelijke waarde van de aandelen HSI op de dag dat zij toetraden tot de maatschappen Thermare I–VI, de verwachtingswaarde daaronder begrepen. De Boer c.s. hadden primair echter aangevoerd dat hun schade bestond in het verlies van de in de maatschappen geïnvesteerde bedragen. Het hof beoogde met de door hem geformuleerde maatstaf de vergoedingsplicht te beperken.

7. De Hoge Raad casseert het arrest van het hof op verschillende punten met betrekking tot de aangelegde maatstaf. In het incidentele cassatieberoep oordeelt hij dat het hof buiten de grondslag is getreden die De Boer c.s. aan hun vordering hebben gegeven (r.o. 5.1). De Boer c.s. hadden gesteld dat zij door de onrechtmatige gedragingen van TMF zijn bewogen te beleggen in een niet levensvatbaar project en dat hun schade daarin bestaat dat zij geen tegenwaarde hebben ontvangen voor het geïnvesteerde bedrag. Gegeven die stelling had het hof volgens de Hoge Raad de vordering slechts kunnen toewijzen indien komt vast te staan dat het project inderdaad niet levensvatbaar was. Dit oordeel van de Hoge Raad komt mij juist voor. Gegeven de stellingen van beleggers mocht het hof niet ambtshalve een alternatieve maatstaf aanleggen voor de bepaling van de schade. Het hof had moeten vaststellen of het project levensvatbaar was. Volgens de A-G moet dit worden beoordeeld naar het moment waarop de beleggers tot de maatschappen zijn togetreden (zie nr. 4.49 van de conclusie). De Hoge Raad laat zich hier

niet over uit, maar het oordeel van de A-G is mijns inziens juist. Deze kwestie illustreert het belang van het processuele debat voor de aan te leggen schademaatstaf (zie ook nr. 4.45 van de conclusie van de A-G). Indien beleggers hadden gesteld dat hun schade gelegen was in het verschil tussen de betalingen die zij hebben gedaan en de werkelijke waarde van de aandelen HSI op de dag dat zij toetraden tot de maatschappen (de verwachtingswaarde daaronder begrepen), had het hof naar mijn mening in beginsel wel de bestreden schademaatstaf mogen aanleggen. De A-G merkt echter op dat onduidelijk is wat het begrip “verwachtingswaarde” betekent en welke factoren bij de bepaling van die waarde in aanmerking moeten worden genomen (nr. 4.49 van de conclusie). Dit is inderdaad een moeilijk punt indien er, zoals hier, geen sprake is van een marktprijs. Indien de effecten genoteerd zijn aan de beurs, kan voor de bepaling van de schade aansluiting worden gezocht bij de koers die tot stand zou zijn gekomen zonder de misleidende voorstelling van zaken, zoals bepaald met behulp van een koersstijging op het moment dat de misleidende berichtgeving wordt verspreid dan wel een koersdaling na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap (zie mijn bijdragen in *Ondernemingsrecht* 2007-6, p. 240–241 en *Ondernemingsrecht* 2007-14, p. 520–522). In zoverre speelt het door de A-G gesignaleerde probleem minder bij effecten met een marktprijs, indien beleggers stellen dat hun schade gelegen is in het verschil tussen de aankoopprijs en de werkelijke waarde van de effecten op het moment van aankoop (de kunstmatige inflatie in de koers van het aandeel).

8. De Hoge Raad oordeelt in het principale cassatieberoep ook anders over de noodzaak van beperking van de vergoedingsplicht ex art. 6:98 BW die het hof met de aangelegde schademaatstaf beoogde. Het hof motiveerde deze noodzaak aldus dat de aan TMF verweten



gedragingen betrekking hadden op de periode waarin de investeerders nog geen aandeelhouders waren in HSI, en dat TMF geen invloed kon uitoefenen op het reilen en zeilen van het project nadat de investeerders daartoe waren toegetreden (terwijl de investeerders die invloed wel konden uitoefenen en ook hebben uitgeoefend). In het licht van de stellingen van beleggers dat zij door de misleidende brochure tot investering zijn bewogen valt volgens de Hoge Raad echter niet in te zien dat het verlies van de geïnvesteerde bedragen – aangenomen dat het project van meet af aan niet levensvatbaar was – niet meer als een gevolg van het onrechtmatig handelen van TMF aan haar kan worden toegerekend (r.o. 4.8). De door het hof gegeven motivering is naar mijn oordeel inderdaad niet begrijpelijk. In misleidingszaken valt het oordeel over het causaal verband uiteen in een aantal stappen. Voor vestiging van aansprakelijkheid is in beginsel vereist dat een belegger aantoont dat de transactie zonder het onrechtmatig handelen niet of niet tegen dezelfde voorwaarden tot stand zou zijn gekomen (transactiecausaliteit; te streng is mijns inziens de eis dat een belegger daadwerkelijk door het handelen van de aangesproken partij moet zijn beïnvloed, zoals verwoord door Pijls in *Ondernemingsrecht* 2008-9, p. 346). Vervolgens moet hij stellen dat hierdoor (vermogens-)schade is ontstaan in de zin van art. 6:95 en 96 BW. Ten slotte geldt voor wat betreft de vestiging en omvang van de aansprakelijkheid dat alleen schade die de aansprakelijke partij ex art. 6:98 BW redelijkerwijs kan worden toegerekend voor vergoeding in aanmerking komt (zie Asser-Hartkamp 2004 (4-I), nr. 433, 434, 437). In deze zaak hadden eisers gesteld dat zij door het onrechtmatig handelen van TMF waren bewogen om geld te investeren in het project, waarmee de eerste hobbel zou zijn genomen. Indien tevens moet worden aangenomen dat het project van de aanvang af niet levensvatbaar bleek te zijn, is ook de tweede hobbel genomen. De

schadeomvang is dan het ingelegde bedrag. De omstandigheden die het hof aanvoert kunnen een op art. 6:98 BW gebaseerde beperking van de rechtens vergoedbare schade niet dragen. In geval van zuivere vermogensschade speelt de voorzienbaarheid van de schade een belangrijke rol (Asser-Hartkamp 2004 (4-I), nr. 435). Dat TMF geen invloed meer kon uitoefenen nadat de beleggers waren ingestapt, doet er niet aan af dat voor TMF redelijkerwijs voorzienbaar zou kunnen zijn dat het project niet levensvatbaar was en dat beleggers dus schade zouden lijden door hierin te investeren. Overigens merk ik nog op dat de wijze waarop eisers hun vordering hebben ingekleed riskant is. Indien na verwijzing namelijk niet blijkt dat het project van meet af aan niet levensvatbaar was, strandt hun vordering (zie ook nr. 4.45 van de conclusie van de A-G). Gegeven het feit dat zij door onrechtmatig handelen van TMF waren bewogen om in het project te investeren, hadden zij er mijns inziens verstandiger aan gedaan om simpelweg de ten gevolge van het onrechtmatig handelen van TMF feitelijk geleden schade te vorderen. Deze bestaat dan in het verschil tussen enerzijds de vermogenspositie op het moment van het aanhangig maken van de rechtszaak (die nul is), en anderzijds het investeringsbedrag. Daarmee voorkomen eisers dat zij moeten aantonen dat het project van meet af aan geheel niet levensvatbaar was. Het was dan aan TMF geweest om aan te tonen dat deze schade(omvang) niet aan haar kan worden toegerekend uit hoofde van art. 6:98 BW (zie Asser-Hartkamp 2004 (4-I), nr. 436b) of art. 6:101 BW. Zie hierover ook Pijls en Vletter-van Dort, *Ondernemingsrecht* 2008-9, p. 367-368.

9. Het arrest bevat nog een overweging van de Hoge Raad omtrent het complexe leerstuk van de afgeleide schade. In het incidentele beroep werd door TMF betoogd dat de door het hof gehanteerde maatstaf voor de bepaling van de te vergoeden

schade tot gevolg zou hebben dat beleggers “afgeleide schade” vergoed krijgen. De schade die alleen door de maatschappen rechtstreeks is geleden, zou vergoed worden aan de investeerders in privé. Zoals bekend is vaste jurisprudentie dat afgeleide schade niet voor vergoeding in aanmerking komt (zie HR 2 december 1994, NJ 1995, 288, m.nt. Maeijer en laatstelijk HR 2 november 2007, «JOR» 2007/302, m.nt. Assink). Terecht oordeelt de Hoge Raad in r.o. 5.2 dat TMF miskent dat De Boer c.s. geen vergoeding vorderen van schade die zij als participanten in de maatschappen lijden vanwege een door TMF jegens die maatschappen gepleegde onrechtmatige daad. Hun vordering is gebaseerd op een jegens hen persoonlijk gepleegde onrechtmatige daad, waardoor zij uit eigen vermogen geld hebben geïnvesteerd (zij het via de maatschappen) in het project dat van de aanvang af niet levensvatbaar was.

10. Volledigheidshalve wijs ik erop dat de Hoge Raad in deze zaak nog oordeelt dat het verbod van art. 3 Wte 1995 (thans art. 5:2 Wft) zich richt tot degene die effecten wil aanbieden aan het publiek, en niet tot personen als TMF die bemiddelen (r.o. 5.3). De onrechtmatigheid van het handelen van TMF kan dus niet (mede) worden gebaseerd op handelen in strijd met dat verbod, zoals het hof had gedaan. Tevens oordeelt de Hoge Raad dat de norm van art. 7 Wte 1995 – het verbod om zonder vergunning als effectenbemiddelaar op te treden (vgl. thans onder meer art. 2:96 e.v. Wft) – bescherming beoogt te bieden aan een ieder die met betrekking tot de effecten transacties aangaat waardoor hij bij die effecten een beleggersbelang krijgt (r.o. 5.4), dus ook aan investeerders als De Boer c.s. die niet persoonlijk maar via de Thermare-maatschappen hebben deelgenomen.

11. Ten slotte vermeld ik dat naar aanleiding van de (kader)richtlijn oneerlijke handelspraktijken binnenkort de Wet oneerlijke handelspraktijken (Wet

OHP; zie kamerstuk 30 928) in werking zal treden. Deze regeling verbiedt oneerlijke handelspraktijken (praktijken voor, gedurende en na een transactie) van handelaren jegens consumenten. De Wet OHP wordt opgenomen voor de huidige regeling betreffende misleidende en vergelijkende reclame en ondergebracht in een nieuwe afdeling 3a in Titel 3 van Boek 6 BW. Aangezien daarmee voor misleidende reclame ten opzichte van consumenten een afzonderlijke regeling is getroffen, zal in de toekomst naar verwachting minder vaak een beroep worden gedaan op de regeling van misleidende reclame van art. 6:194 e.v. BW. Zie over deze Wet OHP de mooie bijdrage van Pijls in Ondernemingsrecht 2008-9 p. 342-349.

B.J. de Jong, wetenschappelijk medewerker  
Van der Heijden Instituut

## » Voetnoten

### [\[1\]](#)

De vermelde feiten zijn voor een belangrijk deel ontleend aan de rov. 2.2.1 t/m 2.2.7 van het arrest d.d. 15 december 2005 van het Hof Amsterdam en ook aan rov. 1 van het vonnis d.d. 24 november 2004 van de rechtbank Amsterdam

### [\[2\]](#)

Aanvankelijk maakte het Project onder de naam “Sun Springs” deel uit van een groter business plan van J. Post. Deze overwoog ook het opzetten via HSI van een breedbeeldtelevisiezender en een cruise-onderneming. Zie in dit verband de conclusie van antwoord in eerste aanleg, sub 5.2 en prod. 6 bij die conclusie

### [\[3\]](#)

In rov. 2.7 van zijn arrest van 15 december 2005 heeft het hof vastgesteld dat TMF HSI over de financiële aspecten van het

Project heeft geadviseerd. Deze vaststelling is in cassatie niet bestreden. TMF heeft zelf aangevoerd dat tot het adviseren heeft behoord het doorrekenen van eerst de prognose van ieder van de drie onderdelen van het in noot 2 genoemde grotere businessplan en, toen twee onderdelen vervielen en het Project alleen overbleef, nog eens van de prognose van het Project in het aangepaste businessplan; zie conclusie van antwoord in eerste aanleg, sub 5.4 en 5.5

[\[4\]](#)

Prod. 25 bij de memorie van grieven in appel van De Boer c.s. bevat de statuten van een aantal maatschappen

[\[5\]](#)

De aandeelhoudersovereenkomst is als prod. 19 bij de memorie van grieven van de Boer c.s. in het geding gebracht

[\[6\]](#)

Zie blz. 7 van de brochure onder het hoofd financiering

[\[7\]](#)

Hoewel de stellingen van partijen over de koerswijziging nogal uiteenlopen, blijkt uit die stellingen voldoende dat wat onder (VII) omtrent de koerswijziging wordt vermeld (zie onder meer enerzijds de memorie van grieven, sub 2.19 en de pleitnotities in appel van Mr H.A. Savornin Lohman, sub 2.5 t/m 2.9 en anderzijds de memorie van antwoord, sub 2.5 t/m 2.8 en de pleitnotitie in appel van Mr. C.C. J. Muller en Mr. N.A. van Loon, sub 2.5 en 2.8) en uit de notulen van de aandeelhoudersvergadering van 29 maart 2001, die als productie 6 bij de dagvaarding in eerste aanleg zijn overgelegd

[\[8\]](#)

De laatste zin correspondeert met de slotzin van 10.5 van de dagvaarding in appel

[\[9\]](#)

Zie in dit verband: HR 17 december 2004, NJ 2006, 229 m.nt. HJS en de conclusie van A-G Wesseling-van Gent voor dit arrest en voor HR 17 december 2004, NJ 2005, 511, m.nt. DA. Zie verder nog Asser Procesrecht/Veegens-Korthals Altes-Groen, 2005, nr. 59, blz. 130

[\[10\]](#)

Zie in dit verband rov. 3.3 van HR 29 november 1996, NJ 1997, 178

[\[11\]](#)

Men zie de arresten: HR 2 december 1994, NJ 1995, 288, m.nt. Ma; HR 29 november 1996, NJ 1997, 178; HR 14 juli 2000, NJ 2001, 685, m.nt. S.C.J.J. Kortmann; HR 13 oktober 2000, NJ 2000, 699, m.nt. Ma; HR 15 juni 2001, NJ 2001, 573 m.nt. Ma; HR 16 februari 2007, NJ 2007, 256, m.nt. Ma. Men zie voorts over afgeleide schade meer in het algemeen M.J. Kroeze, Afgeleide schade en afgeleide actie, 2004, uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, nr 45

[\[12\]](#)

Een voorbeeld hiervan vormt HR 2 mei 1997, NJ 1997, 662, m.nt. Ma. Uit de vingerwijzingen van de Hoge Raad in rov. 3.5 van HR 16 februari 2007, NJ 2007, 256 kan worden afgeleid dat een “specifieke zorgvuldigheidsnorm” niet snel kan worden aangenomen

[\[13\]](#)

In dat artikel wordt omschreven wie “effectenbemiddelaar” in de zin van de Wte 95 zijn. Hier is vooral van belang de omschrijving onder 10, die als volgt luidt:

“degene die als tussenpersoon, anders dan op grond van een overeenkomst als bedoeld onder c, beroeps- of bedrijfsmatig werkzaam is bij de totstandkoming van transacties in effecten.”

[\[14\]](#)

Zie in dit verband de producties 2, 3, 4 en 5 bij de akte producties d.d. 11 december 2002. Zie ook productie 10, een faxbrief d.d. 31.10.2002 van de zijde van de voor TMF optredende raadsman waarin wordt opgemerkt dat Beunke zich ten behoeve van Tolsduin heeft ingespannen potentiële kopers te vinden voor aandelen in het kapitaal van HSI

[\[15\]](#)

Zie bijvoorbeeld conclusie van antwoord in eerste aanleg, sub 5.6

[\[16\]](#)

Met uitzonderring van de eisers die het hof in de rov. 2.12.1 en 2.12.2 noemt

[\[17\]](#)

Niet alleen het inleidende gedeelte van het subonderdeel maar ook de toelichting op het subonderdeel – (zie de Schriftelijke Toelichting van Mr. Meijer, sub 56 en 57) – geven aan dat bedoeld is te klagen over schending van artikel 6:98 BW

[\[18\]](#)

Zie losbladige bundel Schadevergoeding (R.J.B. Boonekamp), art. 98, aant. 44

[\[19\]](#)

Men zij er op bedacht dat artikel 3 Wte 95 na de invoering van de wet enige malen is gewijzigd. Daar het gaat om een handelen van TMF in 2000/2001, moet in de onderhavige zaak worden uitgegaan van

artikel 3 Wte zoals het op dat moment luidde

[\[20\]](#)

Zie TK 1988–1989, 21 038, nr. 3, Memorie van Toelichting bij het wetsontwerp Wte, blz. 2 en 4

[\[21\]](#)

Zie voor een toelichting op deze omschrijvingen TK 2005–2006, 29 708: nr. 19, blz. 560/561; nr. 37, blz. 60/61; nr. 41, blz. 87/88

[\[22\]](#)

Een gelijke opvatting over artikel 3 Wte huldigen: C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door het effectenrecht, vierde druk, 2002, blz. 70 e.v. en zesde druk, 2006, blz. 51 e.v.; L.J. Hijmans van den Bergh, Aanbieding van effecten: enige opmerkingen over de spanning tussen regelgeving en praktijk, bijdrage in Onderneming en Effecten, serie Onderneming en Recht, nr. 13, 1998, blz. 12 e.v

[\[23\]](#)

Men kan zich nog afvragen of het meewerken van TMF aan het aanbieden door Tolsduin van aandelen in strijd met artikel 3 Wte 95 niet is te beschouwen als in strijd met hetgeen in het maatschappelijk verkeer betamelijk is. Maar, daargelaten of daartoe het enkele feit van het meewerken al voldoende is, lijkt het hof in rov. 2.9.2 niet op die grondslag tot onrechtmatig handelen van TMF jegens Investeerders te concluderen. Het hof rept daar niet van schending van een van wettelijke bepalingen afgeleide maatschappelijke zorgplicht

[\[24\]](#)

Zie voor een en ander de losbladige bundel Onrechtmatige daad (Van Nispen), art. 194, aant. 5 en 6

[\[25\]](#)

Zie daarover meer in de conclusie van A-G D.W.F. Verkade, onder 4.4 en 4.5 voor HR 23 november 2007, Rechtspraak.nl, LJN: BB5073 en Jol 2007, 780

[\[26\]](#)

Deze Richtlijn is gewijzigd bij Richtlijn 97/55 EG van het Europese Parlement en de Raad van 6 oktober 1997 teneinde ook te voorzien in een regeling voor vergelijkende reclame

[\[27\]](#)

In deze zin reeds HvJ 16 juli 1998, C-10/96, onder 31, NJ 2000, 374, m.nt. DWFV onder NJ 2000, 375. Zie verder nog HvJ 13 januari 2000, C-220/98, onder 27; HvJ 8 april 2003, C-44/01, onder 55; HvJ 19 april 2007, C-381/05, onder 23

[\[28\]](#)

Mr. Grabandt lijkt in zijn Schriftelijke Toelichting onder 28 en 29 een tegengesteld standpunt in te nemen

[\[29\]](#)

Zie de Schriftelijke Toelichting van Mr Grabandt, onder 21

[\[30\]](#)

Het hof gaat dus bij de tweede reden er niet van uit dat de brochure bij De Boer c.s. twijfel had moeten wekken. Onder 34 van de Schriftelijke Toelichting van Mr. Grabandt wordt dat element, anders dan in subonderdeel 1d zelf, wel opgebracht

[\[31\]](#)

Zie in dit verband vooral de Pleitnotities in appel van Mr. H.A. Savornin Lohman, onder 6.1 t/m 6.3. Het aldaar gestelde kan als een globale samenvatting worden gezien van stellingen over het optreden van TMF in de toetredingsfase in eerdere processtukken

[\[32\]](#)

Zie over dit thema in het algemeen: Asser-Hartkamp, 4-II, 2005, nr. 383b en losbladige bundel Verbintenissenrecht (H.J. Snijders/J.C. van der Steur/E.B. Rank-Beerenschot), art. 249–257, Alg., aant 98

[\[33\]](#)

Deze Investeerder is op 15 december 2000 tot de maatschap Thermare VII toegetreden, wat aannemelijk doet zijn dat zijn kapitaalstorting ook omstreeks die tijd heeft plaatsgevonden

[\[34\]](#)

Zie HR 5 januari 1996, NJ 1996, 449, m.nt. HER, rov. 3.5 en Hugenholtz-Heemskerk, 2006, blz. 123

[\[35\]](#)

Zie dagvaarding in eerste aanleg, sub 2.7; conclusie van repliek, sub 6.9; pleitnotities Mr. H.A. de Savornin Lohman in eerste aanleg, sub 3.5; Pleitnotities Mr. H.A. de Savornin Lohman in appel, sub 4.9 en 4.10

[\[36\]](#)

Zie memorie van antwoord, sub 4.15