

Prospectusaansprakelijkheid: Hoge Raad geeft toetsingsmaatstaf voor misleidingsnorm ex art. 6:194 BW en casseert de door het hof geformuleerde schademaatstaf.

Hoge Raad 30 mei 2008, LJN:BD2820, C06/302HR (De Boer e.a. tegen TMF Financial Services B.V.)

Feiten

In deze zaak heeft de Hoge Raad zich uitgesproken over de vraag welke maatstaf moet worden aangelegd bij de beantwoording van de vraag of sprake is van misleiding als bedoeld in art. 6:194 BW. Zijn oordeel over de door het hof gehanteerde schademaatstaf getuigt van een expliciete erkenning van de partijautonomie. Het hof had, zo volgt uit het oordeel van de Hoge Raad, de door beide partijen nagestreefde 'alles-of-niets'-strategie moeten accepteren.

De volgende feiten zijn in deze zaak relevant.

J. Post, J. Miedema en C. Dorland waren aandeelhouders van Tolsduin B.V. (hierna 'Tolsduin'). Post was enig directeur van Tolsduin. Op 23 maart 2000 heeft Tolsduin Holland Sea View Investments N.V. (hierna 'HSI') opgericht. Tolsduin was na oprichting enig aandeelhouder en enig bestuurder van HSI. Doel van HSI was het – door middel van werkmaatschappijen – ontwikkelen van een stuk grond en een thermale bron gelegen in Almeria, Spanje (hierna 'het Project'). Ten einde het Project tot ontwikkeling te kunnen brengen dienden gelden van derden te worden aangetrokken die zouden bijdragen aan de verhoging van het kapitaal van HSI. Hiertoe werden ongeveer 20 personen, onder wie de 9 eisers in deze zaak (hierna 'De Boer c.s.') benaderd. Tussen 17 november 2000 en 22 juni 2001 zijn, om fiscale redenen, in totaal acht maatschappen opgericht: Thermare I-VIII. De bedoeling was dat De Boer c.s. via deze maatschappen zouden deelnemen in HSI. Iedere maatschap zou 5% van het aandelenkapitaal van HSI verwerven. Op 17 november 2000 hebben partijen een aandeelhoudersovereenkomst gesloten waarin onder meer wordt bepaald dat de aandelen HSI door Tolsduin zullen worden geleverd onder gelijktijdige storting van het verschuldigde bedrag door de maatschappen. De Boer c.s. hebben voor in totaal NLG 2.02.000 (€ 916.636) deelgenomen in de respectieve maatschappen.

Partijen verschillen van mening over de rol die TMF Financial Services B.V. (hierna 'TMF') heeft gespeeld bij het Project. Vast is komen te staan dat TMF HSI heeft geadviseerd over de financiële aspecten van het project. TMF heeft zich tevens ingespannen om investeerders in het Project te vinden. TMF heeft daartoe presentaties georganiseerd en derden benaderd. Een van haar werknemers was aanwezig bij presentaties van het Project in Nederland en een andere werknemer bij een presentatie in Spanje. TMF maakte bij deze presentaties gebruik van een brochure die onder meer een door TMF opgestelde doorrekening van het Project bevatte en een prognose van de (toekomst)mogelijkheden. Eveneens op instigatie van TMF zijn de Thermare-maatschappen opgericht. Zij is betrokken geweest bij de opstelling van de aandeelhoudersovereenkomst en heeft de aandelenbewijzen in HSI ten behoeve van de Thermare-maatschappen in bewaring genomen. TMF werd in de brochure als financieel adviseur genoemd.

In de brochure werd verder vermeld dat het de bedoeling was om de kosten die aan het ontwikkelen en realiseren van het Project waren verbonden, te financieren (i) uit de opbrengst en de verkoop - in de periode van december 2000 tot maart 2001 - van timesharingrechten met betrekking tot suites en (ii) door de uitgifte van aandelen na januari 2002. De verkoop van de 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.

Het Project is tot op heden niet uitgevoerd.

De Boer c.s. stellen dat TMF jegens hen onrechtmatig heeft gehandeld doordat zij:

- a) misleidende mededelingen als bedoeld in de artt. 6:194 en 195 BW, gelezen in samenhang met artikel 3 Wet toezicht effectenverkeer 1995 ('Wte 1995'), heeft openbaar gemaakt;
- b) is opgetreden als effectenbemiddelaar zonder vergunning als bedoeld in art. 7 Wte 1995;
- c) is tekort geschoten 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. De Boer c.s. vorderen veroordeling van TMF tot vergoeding van het totale bedrag van hun deelneming, d.w.z. € 916.636, en subsidiair overdracht van de door De Boer c.s. gehouden aandelen HSI aan TMF.

De rechtbank heeft De Boer c.s. niet-ontvankelijk verklaard. In hoger beroep heeft het hof Amsterdam in zijn (eerste) tussenarrest kort gezegd, geoordeeld, dat de rechtbank De Boer c.s. ten onrechte niet-ontvankelijk heeft verklaard in hun vordering en dat de vorderingen van De Boer c.s. niet op de grondslagen a) en c) toewijsbaar zijn. Ten aanzien van de vorderingen op de grondslag b) heeft het hof geoordeeld dat alle omstandigheden van de zaak de conclusie rechtvaardigen dat TMF met betrekking tot het Project is opgetreden als effectenbemiddelaar in de zin van art. 1 sub b Wte 1995 zonder dat zij over de in art. 7 Wte 1995 bedoelde vergunning beschikte, ook al heeft zij geen overeenkomsten terzake gesloten met De Boer c.s.: 'Het verbod van art. 7 Wte 95 is mede geschreven ter bescherming van niet-professionele beleggers tegen effectenbemiddelaars die niet voldoen aan eisen van onder meer deskundigheid en betrouwbaarheid'. Het hof voegt daaraan toe dat De Boer c.s. weliswaar ervaren zakenlieden zijn, maar dat gesteld noch gebleken is dat zij professionele beleggers zijn. Verder stelt het hof vast dat de brochure niet voldeed aan de krachtens art. 3 Wte 95 gestelde eisen. Daarmee heeft TMF (als effectenbemiddelaar die niet beschikt over de wettelijk vereiste vergunning) bemiddeling verleend bij het totstandkomen van overeenkomsten met een effectenuitgevende instelling waarbij in strijd is gehandeld met art. 3 Wte 1995. Naar het oordeel van het hof betekent een en ander dat TMF onrechtmatig jegens De Boer c.s. heeft gehandeld. Aangezien het hof bovendien aannemelijk acht dat De Boer c.s., met uitzondering van drie van hen,¹ door het optreden van TMF ertoe zijn bewogen in het Project te participeren, is zij gehouden de schade te vergoeden die de Investeerders hierdoor hebben geleden. Voor het bepalen van de (omvang van de) schade acht het hof

¹ De investeerders die volgens het hof daadwerkelijk door TMF zijn bewogen te participeren zullen we aanduiden met de 'Investeerders'.

deskundigenonderzoek noodzakelijk. Hierbij dient van de volgende schademaatstaf te worden uitgegaan: het (mogelijke) verschil tussen de betalingen die de Investeerders hebben gedaan en de werkelijke waarde van de aandelen HSI op de dag dat zij toetraden, de verwachtingswaarde op die dag daaronder begrepen. Volgens het hof is voor verdere schadevergoeding geen plaats. In de eerste plaats niet omdat de Investeerders zich op het standpunt hebben gesteld dat de normschending van TMF is gelegen in handelingen van TMF die plaatsvonden vóórdat zij toetraden tot de maatschappen. In de tweede plaats niet omdat niet is gesteld of gebleken dat TMF invloed kon uitoefenen op het reilen en zeilen van het Project nadat de Investeerders waren toegetreten, terwijl wel voldoende aannemelijk is geworden dat de Investeerders die invloed wel konden uitoefenen en ook daadwerkelijk hebben uitgeoefend.

Met betrekking tot de hiervoor onder a) genoemde onrechtmatigheidsgrond oordeelt het hof dat de door TMF gebruikte brochure wellicht voor het gemiddeld publiek misleidend zou kunnen zijn, maar dat De Boer c.s. – die allen ervaring in de zakenwereld hebben – de inhoud van de brochure op waarde hadden moeten kunnen schatten en dat zij bovendien bij twijfel TMF om opheldering hadden moeten vragen. Het hof heeft in verband hiermee de mate waarin de aan ieder van partijen toe te rekenen omstandigheden hebben bijgedragen tot de door de Investeerders geleden schade vastgesteld op de verhouding 50:50.

Wij bespreken vanwege de beperkte ruimte slechts een drietal cassatiegronden:

- (i) het middel dat zich richt tegen de door het hof toegepaste misleidingsnorm ex art. 6:194 BW;
- (ii) het middel (in het incidenteel beroep) dat zich richt tegen 's hofs oordeel dat TMF onrechtmatig heeft gehandeld door als effectenbemiddelaar - die niet beschikte over de wettelijk vereiste vergunning - bemiddeling te verlenen bij het totstandkomen van overeenkomsten met een effectenuitgevende instelling waarbij is gehandeld in strijd met art. 3 Wte 1995 omdat de brochure niet voldeed aan de volgens art. 3 Wte 1995 aan een prospectus te stellen eisen;
- (iii) de middelen in zowel het incidenteel (a) als het principaal beroep (b) die zich richten tegen de door het hof toegepaste maatstaf ter bepaling van de door de Investeerders geleden schade.

Beslissing

Ad (i) De Hoge Raad oordeelt dat de tegen dit oordeel aangevoerde middelen doel treffen: 'Bij de 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 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.'

Ad (ii) De Hoge Raad acht deze klacht gegrond: 'Art. 3 Wte 1995 verbod (onder meer) bij uitgifte effecten aan te bieden. Dit verbod richtte zich evenals het thans van kracht zijnde art. 5.2 Wft geldende verbod om effecten aan te bieden indien terzake daarvan geen goedgekeurd prospectus algemeen verkrijgbaar is gesteld, tot degene die

effecten aan het publiek wil aanbieden, en niet tot personen die bemiddelen zoals in de onderhavige zaak door TMF is gedaan.'

Ad (iii a) Het middel in het incidenteel beroep voert aan dat de schademaatstaf die het hof hanteert in strijd is met art. 24 Rv. De Investeerders hebben immers aan hun vordering (tot vergoeding van de gehele inleg) ten grondslag gelegd dat zij hebben geïnvesteerd in een Project dat bij aanvang al niet levensvatbaar was waardoor zij geen tegenwaarde voor hun investering hebben ontvangen. De Hoge Raad gaat hier in mee: 'De Boer c.s. hebben het standpunt ingenomen dat de onrechtmatige gedragingen van TMF hen ertoe hebben bewogen te beleggen in een niet levensvatbaar gebleken project en dat hun schade daarin bestaat dat zij geen tegenwaarde hebben ontvangen voor het bedrag dat zij aan HSI ter beschikking hebben gesteld. 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 is (...).'

Ad (iii b) Het middel in het principaal beroep is mede gericht op de onderbouwing die het hof voor de schademaatstaf heeft gegeven. De Hoge Raad acht ook deze klacht gegrond: 'Voor zover deze onderdelen klagen dat zonder nadere motivering (...) 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 (...) hebben geïnvesteerd in het Project, zijn zij gegrond. Het oordeel van het hof (...) dat voor een verdergaande schadevergoeding (...) geen plaats is omdat het aan TMF verweten onrechtmatige handelen valt in de periode voordat De Boer c.s. (...) in HSI investeerden, levert in ieder geval geen begrijpelijke redengeving 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 (...) 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 (...) nog toegevoegde overweging dat gesteld noch gebleken is dat TMF invloed kon uitoefenen op het (...) Project nadat De Boer c.s. daarin waren toetreden, terwijl wel voldoende aannemelijk is geworden dat De Boer c.s. (...) die invloed wel konden uitoefenen en hebben uitgeoefend.'

Commentaar

1. ~~Het oordeel van het Hof over Het oordeel van de Hoge Raad met betrekking tot de door het Hof toe te passen gehanteerde~~ misleidingsnorm houdt in cassatie, ons inziens terecht, wordt ons inziens terecht geen standgecasseerd. Volgens de Hoge Raad had het hof bij de beoordeling van de al dan niet misleidendheid van de gewraakte brochure moeten uitgaan van de 'vermoedelijke verwachting van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende consument tot wie de brochure zich richtte of die de brochure heeft bereikt'. Wij hebben hierbij een tweetal opmerkingen. In eerste de plaats zij aangetekend dat dit het eerste arrest is waarbij de Hoge Raad met betrekking tot art. 6:194 BW de maatstaf (of beter gezegd: maatman) van de 'gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende consument' hanteert. Het introduceren van dit criterium lag overigens in de lijn der verwachtingen, aangezien het Europese Hof van Justitie² bij

² Voor een opsomming van deze rechtspraak zij verwezen naar HvJ EG 19 september 2006, C-356/04, NJ 2007, 18 (Lidl en Colruyt), paragraaf 78.

herhaling heeft geoordeeld dat voormelde maatman tot uitgangspunt moet worden genomen.³ In de tweede plaats wijzen wij op het belang van de toevoeging dat de omstandigheid dat De Boer c.s. ervaren zakenlieden waren bij het misleidingsoordeel niet relevant is *nu het hof niet heeft vastgesteld dat de kring tot wie de brochure was gericht of die zij heeft bereikt uitsluitend bestaat uit ervaren zakenlieden*. A contrario geredeneerd, indien het hof wel had vastgesteld dat de brochure louter tot ervaren zakenlieden was gericht of uitsluitend ervaren zakenlieden had bereikt, dan had dit bij het misleidingsoordeel moeten worden meegewogen. Van ervaren zakenlieden mag immers enige kritische zin wel worden verwacht. Uit het oordeel van de Hoge Raad is ons inziens maar één conclusie denkbaar. Wanneer een gewraakte mededeling niet tot een afgebakende kring van niet-consumenten⁴ is gericht of de mededeling niet uitsluitend een dergelijke kring bereikt, dan dient de misleidendheid van de mededeling getoetst te worden aan de 'gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende consument'. Bevinden zich binnen deze kring desalniettemin individuele eisers die over meer ervaring en/of deskundigheid beschikken dan vorenbedoelde oplettende maatman, dan laat dit het misleidende karakter van de mededeling onverlet. De eventuele ervaring en/of deskundigheid van individuele eisers zal wel een rol spelen bij het oordeel over het causaal verband en/of de eigen schuld.

2. In het incidentele beroep is opgekomen tegen het oordeel van het hof dat het optreden van TMF als effectenbemiddelaar ook onrechtmatig is te achten *in verband met*⁵ art. 3 Wte 1995. Dit oordeel houdt in cassatie geen stand. Artikel 3 Wte 1995 bepaalde dat het verboden was om in Nederland effecten aan te bieden tenzij terzake een prospectus algemeen verkrijgbaar was. De Vrijstellingsregeling Wte 1995 bevatte een bepaling die inhield dat een aanbieding aan uitsluitend professionele beleggers van de prospectusplicht was vrijgesteld.⁶ Deze vrijstelling bevatte wel de restrictie dat in het aanbod of het informatiememorandum waarin het aanbod werd gedaan werd vermeld dat het aanbod uitsluitend gericht was tot professionele beleggers (*selling restriction*). Daarnaast was op aanbiedingen binnen een zogenoemde besloten kring evenmin een prospectusplicht van toepassing. Het hof heeft geoordeeld dat in casu geen sprake was van een aanbieding binnen besloten kring welk oordeel in cassatie niet in geding is. De Hoge Raad maakt ons inziens een terechte correctie op het oordeel van het hof dat TMF onrechtmatig heeft gehandeld door als effectenbemiddelaar zonder vergunning (hetgeen in strijd is met art. 7 Wte 1995) bemiddeling te verlenen bij het totstandkomen van overeenkomsten met een effectenuitgevende instelling, waarbij in strijd met art. 3 Wte 1995 is gehandeld. Doorslaggevend voor de beoordeling van de vraag of art. 3 Wte 1995 is overtreden is of TMF heeft te gelden als 'aanbieder' van effecten in de zin van dat artikel. Het hof geeft de ons inziens opmerkelijke redenering dat het feit dat TMF art. 3 Wte 1995 heeft overtreden 'zijn bevestiging vindt in de boete die de STE Tolsduin ter

³ Voor de Europeesrechtelijke aspecten van art. 6:194 BW verwijzen wij naar paragraaf 4.17 van de conclusie [van de A-G](#).

⁴ Benadrukt zij dat vanuit civielrechtelijk perspectief binnen de groep 'niet-consumenten' vele subcategorieën onderscheiden kunnen worden.

⁵ De formulering 'in verband met' art. 3 Wte 1995 hebben wij ontleend aan paragraaf 4.12 van de conclusie [van de A-G](#). Deze formulering achten wij gepast, aangezien het hof niet expliciet heeft geoordeeld dat TMF *in strijd heeft gehandeld met* art. 3 Wte 1995.

⁶ Artt. 2 tot en met 9 Vrijstellingsregeling Wte 1995.

zake heeft opgelegd'. De toenmalige toezichthouder STE⁷ heeft Tolsduin een boete van NLG 200.000 opgelegd wegens overtreding van het verbod van art. 3 Wte 1995, hetgeen met zich brengt dat de STE van mening is dat *Tolsduin* heeft te gelden als aanbieder van de effecten HSI en niet TMF. De Hoge Raad oordeelt de klacht van TMF op dit punt dan ook gegrond. Het verbod van van art. 3 Wte 1995 richtte zich tot degene die effecten aan het publiek wil aanbieden 'en niet tot personen die bemiddelen zoals in de onderhavige zaak door TMF is gedaan.'⁸ Een en ander leidt tot de slotsom dat TMF onrechtmatig heeft gehandeld wegens haar handelen in strijd met art. 7 Wte 1995 en niet wegens handelen in strijd met art. 3 Wte 1995.

3. Ook het oordeel van de Hoge Raad over de door het hof gehanteerde schademaatstaf achten wij juist. Hoewel de desbetreffende overwegingen op zichzelf niet mogen verbazen, moet niet uit het oog verloren worden dat achter dit oordeel een fundamenteel beginsel van burgerlijk procesrecht schuilgaat: de partijautonomie. De Boer c.s. stellen zich op het standpunt dat zij door TMF ertoe zijn bewogen om in een Project te beleggen waarvan naderhand is gebleken dat het van meet af aan niet levensvatbaar was. Volgens de Investeerders bestaat hun schade hieruit dat zij geen tegenwaarde hebben ontvangen voor het door hen geïnvesteerde bedrag en daarom vorderen zij schadevergoeding ten bedrage van hun gehele inleg.⁹ De gedachte is dat zij nog over een bedrag ter waarde van hun totale investering in het Project hadden kunnen beschikken wanneer het onrechtmatige handelen van TMF achterwege was gebleven. Wanneer eisers hun vordering als voormeld inkleden, dan staat het het Hof niet vrij om een schademaatstaf te formuleren die tot uitgangspunt neemt dat de schade kan worden gefixeerd op het verschil tussen het bedrag van de inleg en de werkelijke waarde (de verwachtingswaarde daaronder begrepen) van de aandelen van het Project op het moment van toetreding.¹⁰ Door het formuleren van een dergelijke schademaatstaf gaat het hof voorbij aan hetgeen partijen aan hun vordering ten grondslag hebben gelegd, waardoor het hof een met art. 24 Rv. strijdige beslissing neemt. Van belang in dit verband is dat de door het Hof gebezigde maatstaf niet 'gered' kan worden door de in het schadevergoedingsrecht bekende - niet met art. 24 Rv. strijdige - regel dat het meerdere geacht kan worden het mindere in te houden. Zoals A-G Wuisman terecht opmerkt kan deze regel alleen worden toegepast wanneer het meerdere en het mindere op dezelfde grondslag kunnen worden gebaseerd. Dat is hier duidelijk niet het geval. Overigens zou de schademaatstaf van het Hof wel van toepassing zijn geweest indien de Investeerders hadden aangevoerd dat zij een te hoog bedrag voor een weinig kansrijk Project hebben neergelegd. Bij een dergelijke vordering zou ons inziens inderdaad onderzocht moeten worden wat op het moment van toetreding de werkelijke waarde van het Project was. De schade bedraagt dan - afgezien van bijkomende schadeposten - het totale bedrag dat de

⁷ Stichting Toezicht Effectenverkeer.

⁸ Rechtsoverweging 5.3.

⁹ De Investeerders vorderen als het ware hun negatieve contractsbelang. Toegegeven zij evenwel dat het niet geheel zuiver is om te spreken van 'contractsbelang', aangezien er tussen de Investeerders en TMF geen contractuele relatie bestaat.

¹⁰ Het hof introduceert de begrippen 'werkelijke waarde' en 'verwachtingswaarde' zonder deze begrippen nader uit te werken. Naar wij aannemen zal bedoeld zijn dat de aandelen op het moment van toetreding van de investeerders in het economische verkeer een bepaalde (markt)waarde vertegenwoordigden. Zie hierover paragraaf 4.45 van de conclusie van A-G Wuisman.

Investeerders voor het Project hebben betaald (dat als gevolg van de misleidende voorstelling van zaken veel te hoog was) minus de werkelijke waarde van het Project.

Tot slot van deze noot willen wij met betrekking tot het processuele debat over de schadevaststelling nog één interessante kwestie aansnijden. In de onderhavige casus zien we een aansprekend voorbeeld van een door de procespartijen gevolgde 'alles-of-niets' strategie. De Boer c.s. stellen zich op het standpunt dat zij voor hun initiële investering geen tegenwaarde hebben ontvangen en eisen hun gehele inleg terug. Ook de processtrategie van TMF komt erop neer dat het recht op schadevergoeding van de Investeerders afhankelijk wordt gesteld van de al dan niet levensvatbaarheid van het Project op het moment van hun toetreding. Gegeven het oordeel van de Hoge Raad en gegeven deze strategie zal het processuele debat bij het verwijzingshof zich - althans, voor wat betreft de schadevaststelling - toespitsen op de vraag of het Project op moment van toetreding enige kans van slagen had. In concreto zal de vraag centraal staan of de geplande uitgifte van time sharing rechten op het moment van toetreding (enigszins) haalbaar was. Komt in rechte vast te staan dat op het bewuste tijdstip het Project niet (meer) levensvatbaar was, dan wordt de schade in beginsel¹¹ vastgesteld op het bedrag van de inleg. Wordt daarentegen geoordeeld dat er op het moment van toetreding nog enige kans van slagen was, dan krijgen de Investeerders niets.¹² Men bedenke dat de bewijslast (en dus het bewijsrisico!) ten aanzien van de al dan niet levensvatbaarheid van het Project op de voet van art. 150 Rv. op de eisende partij rust.¹³ Dit illustreert dat de door de Investeerders nagestreefde alles-of-niets benadering niet van elk risico geschoond is. Want stel nu eens dat in het vervolg van de procedure komt vast te staan dat het Project op het bewuste tijdstip 50% kans van slagen had. Het Project was met andere woorden voor 50% levensvatbaar. Dit betekent dat niet kan worden gezegd dat het Project al vanaf het begin ten dode was opgeschreven, maar tegelijkertijd beantwoordde het bij lange na niet aan de voorgespiegelde verwachtingen. In dit scenario krijgen de Investeerders echter niets. Gegeven de in het incidentele cassatieberoep tegen de door het hof geïntroduceerde schademaatstaf aangevoerde klachten, lijkt TMF doelbewust op een dergelijk scenario aan te sturen.

Voor degenen die met een alles-of-niets strategie niet zoveel op hebben, was ons inziens een andere (wellicht minder principiële) vorderingsgrondslag denkbaar geweest. Een vorderingsgrondslag die enerzijds niet aanstuurt op een 'alles-of-niets' beslissing, maar die anderzijds de weg van toekenning van schadevergoeding ten bedrage van de gehele inleg open houdt. De redenering is dan als volgt. In rechte staat vast dat de Investeerders door het onrechtmatige handelen¹⁴ van TMF zijn bewogen om in het Project te investeren.¹⁵ Laten we er nu voor het gemak van uitgaan dat in de procedure na verwijzing inderdaad komt vast te staan dat het Project ten tijde van de toetreding van de Investeerders voor 50% levensvatbaar was. Wanneer de Investeerders simpelweg de

¹¹ Indien er schadevergoeding wordt toegekend zal op de voet van art. 6:101 BW waarschijnlijk nog een eigen schuld correctie plaatsvinden. Dat laten we hier buiten beschouwing.

¹² Aldus ook A-G Wuisman, zie paragraaf 4.45 conclusie.

¹³ Met betrekking tot de stelling van de Investeerders dat het Project van meet af aan nul kans van slagen had zien wij geen ruimte voor een omkering van de bewijslast.

¹⁴ Naar de huidige stand van het geding is de normschending door TMF gelegen in het overtreden van art. 7 Wte 1995 en zeer waarschijnlijk in art. 6:194 BW. Benadrukt zij dat het verwijzingshof in theorie nog tot het oordeel kan komen dat art. 6:194 BW niet is overtreden.

¹⁵ De tegen dit oordeel van het hof aangevoerde incidentele cassatieklachten falen.

tengevolge van het onrechtmatige handelen van TMF geleden schade vorderen, bestaat er een gereede kans dat zij alsnog hun gehele inleg vergoed krijgen. Bij een dergelijk (neutrale) vorderingsgrondslag zal de rechter bij de schadevaststelling namelijk een tweetal situaties met elkaar moeten vergelijken: de feitelijke situatie zoals die is nadat de normschending heeft plaatsgevonden en de hypothetische situatie zoals die zou zijn geweest indien de normschending was uitgebleven. In de feitelijke situatie wordt de vermogenspositie van de Investeerders op nul gesteld. Het Project is volledig mislukt en de Investeerders hebben hun gehele inleg verloren. In de hypothetische situatie zouden de Investeerders in het geheel niet in het Project hebben geïnvesteerd, dus in deze situatie wordt hun vermogenspositie gelijk gesteld aan het bedrag van hun oorspronkelijke investering.¹⁶ Deze vermogensvergelijking voert tot de conclusie dat de schade - die in *condicio sine qua non* verband staat met de normschending - gelijk is aan de waarde van de initiële investering. Wanneer evenwel rekenschap wordt gegeven van de omstandigheid dat het Project op het moment van toetreding niet reeds ten dode was opgeschreven (maar in plaats daarvan (nog) 50% kans van slagen had), is de vraag gewettigd of de gehele schade voor vergoeding in aanmerking komt. Te verwachten is dan dat TMF op de voet van art. 6:98 BW zal aanvoeren dat (redelijkerwijs) niet het gehele bedrag van de inleg haar als schade kan worden toegerekend. Hierbij zal TMF zich beroepen op de - naar wij aannemen in rechte vaststaande - omstandigheid dat zij na toetreding van de Investeerders geen invloed meer op het Project heeft uitgeoefend en dat de Investeerders er zelf voor hebben gekozen om in te stemmen met de wijziging van de opzet van het Project.¹⁷ TMF zal daarmee het niet realiseren van de 50% kans op succes voor rekening van de Investeerders willen laten komen. Hoewel een dergelijk verweer op materiële gronden zeker kans van slagen heeft, moet bedacht worden dat de 'argumenteerlast' in het kader van art. 6:98 BW (en de bewijslast van de bij wijze van verweer aangevoerde feiten) op de aansprakelijke partij rust. Het zal dus aan TMF zijn om te bewijzen dat het wijzigen van de opzet van het Project (onder de gegeven omstandigheden) als een onverstandige beleidsbeslissing is aan te merken. Een niet te onderschatten bewijslast, zo lijkt ons. Slaagt TMF niet in dit bewijs, dan zullen de Investeerders alsnog hun gehele inleg terugkrijgen. Het interessante is dat de Investeerders in dit scenario volledige compensatie krijgen, hoewel niet is komen vast te staan dat het Project van meet af aan niet levensvatbaar was. De onderhavige casus laat mooi zien hoe het processuele debat soms kan uitmonden in een door beide partijen gewenste - niet vrij van risico's zijnde - alles-of-niets strategie. Een strategie die de bewijslast van een van de partijen noemenswaardig kan verzwaren, hetgeen uiteindelijk een doorslaggevend verschil kan maken in de materiële uitkomst van de procedure.

Mr. drs. A.C.W. Pijls en Prof.mr. H.M. Vletter-van Dort

¹⁶ Weliswaar is niet uitgesloten dat de aansprakelijke partij aanvoert dat de eisende beleggers het bedrag ter hoogte van (een deel van) hun inleg in het Project sowieso verloren zouden hebben - bijvoorbeeld door het mislukken van een alternatief investeringsproject - maar benadrukt zij dat de bewijslast voor een dergelijke (externe) schadeoorzaak in beginsel op de aansprakelijke partij rust.

¹⁷ Opgemerkt zij dat een dergelijk verweer ook in de sleutel van de schadebeperkingsplicht ex art. 6:101 BW kan worden geplaatst.