

BEEKHUIZEN | ADVOCATEN

Heden, de _____ (__) maart tweeduizendnegentien (2019),
op verzoek van de stichting STICHTING BOUWFONDSCLAIM,
gevestigd te Amsterdam, woonplaats kiezende op het
kantooradres van Beekhuizen Advocaten, aan De Lairessestraat
155 I te (1075 HK) Amsterdam van welk kantoor mr. A.H.
Beekhuizen deze zaak als advocaat behandelt,

Heb ik,

de besloten vennootschap BOUWFONDS FUND MANAGEMENT B.V.,
gevestigd aan De Beek 18 te (3871 MS) Hoevelaken aldaar mijn
exploot doende en afschrift hiervan latende aan:

GEDAGVAARD

om op woensdag, _____ tweeduizendnegentien des morgens om
_____ uur, niet in persoon maar vertegenwoordigd door een
advocaat, te verschijnen ter terechtzitting van de Rechtbank
Midden-Nederland, locatie Utrecht, sector civiel recht, die
zal worden gehouden in het gerechtsgebouw aan het Vrouwe
Justitiaplein 1 te (3511 EX) Utrecht;

AANGEZEGD

dat indien gedaagde niet uiterlijk op de genoemde zitting bij advocaat verschijnt of het door verschijning verschuldigde griffierecht niet tijdig voldoet, de rechtbank tegen haar verstek zal verlenen en de hierna te formuleren vordering zal toewijzen tenzij de voor de dagvaarding voorgeschreven termijnen en formaliteiten niet in acht zijn genomen en/of de vordering haar onrechtmatig of ongegrond voorkomt.

dat indien gedaagde verschijnt en niet reeds griffierecht verschuldigd is geworden in de hoofdzaak zij een griffierecht verschuldigd zullen worden dat binnen vier (4) weken na verschijning in het geding dient te worden betaald, waarvan de hoogte staat vermeld in de meest recente bijlage behorende bij de Wet griffierechten burgerlijke zaken welke ondermeer wordt gepubliceerd op www.rechtspraak.nl. en dat van een persoon die onvermogend is, een bij of krachtens de wet vastgesteld griffierecht voor onvermogenen wordt geheven, indien hij op het tijdstip waarop het griffierecht wordt geheven heeft overgelegd:

- een afschrift van het besluit tot toevoeging, bedoeld in artikel 29 van de Wet op de rechtsbijstand, of indien dit niet mogelijk is ten gevolge van omstandigheden die redelijkerwijze niet aan hem zijn toe te rekenen, een afschrift van de aanvraag om een toevoeging als bedoeld in artikel 24, tweede lid, van de Wet op de rechtsbijstand, dan wel
- een verklaring van het bestuur van de raad voor rechtsbijstand, als bedoeld in artikel 7, derde lid, onderdeel e, van de Wet op de rechtsbijstand, waaruit blijkt dat zijn inkomen niet meer bedraagt dan de inkomens bedoeld in de algemene maatregel van bestuur krachtens artikel 35, tweede lid, van die wet;

I. BESCHRIJVING VAN PARTIJEN

1. Eiseres, nader ook te noemen: "de Stichting", behartigt de belangen van beleggers die hebben geïnvesteerd in het Bouwfonds Office Value Fund N.V., nader te noemen: "het Fonds). De statuten van eiseres worden hierbij overgelegd (productie 1).
2. De Stichting vraagt in deze procedure een verklaring van recht en een veroordeling tot vergoeding van schade op te maken bij staat. Middels een last ter incasso die beleggers aan de Stichting hebben verstrekt en nog zullen verstrekken, zal de Stichting in de schadestaatprocedure een schadevordering instellen. In deze beschreven hoedanigheid treedt de Stichting op.
3. Het bestuur van de Stichting bestaat thans uit de heer F. van Ammers, zelf een van de beleggers in het Fonds, en zal nog verder worden aangevuld. Een uittreksel van de Stichting uit het Handelsregister van de Kamer van Koophandel wordt hierbij overgelegd (productie 2).
4. Van het Fonds wordt hierbij een uittreksel uit het Handelsregister van de Kamer van Koophandel overgelegd (productie 3). Van het Fonds wordt tevens overgelegd een uittreksel van de historische inschrijvingen van het Fonds (productie 4).
5. Uit het historisch uittreksel van het Fonds kan worden opgemaakt dat vanaf de ingangsdatum van het Fonds (8 oktober 2004) Bouwfonds Fund Management B.V. is opgetreden als bestuurder, totdat het per 2 februari 2016 uit functie is getreden.

II. BESCHRIJVING VAN DE ZAAK

6. Bij de oprichting van het Fonds zijn 2.295 (gewone) aandelen à 100 euro nominaal uitgegeven aan de Stichting Administratiekantoor Bouwfonds Office Value Fund ("de Stichting AK"). Daartegenover heeft de Stichting evenzoveel certificaten uitgegeven aan Bouwfonds Investment Management B.V., enig-aandeelhouder van gedaagde in de Bouwfonds-groep¹. Bij de oprichting zijn ook 5 prioriteitsaandelen uitgegeven aan Bouwfonds Investment Management B.V. Die prioriteitsaandelen gaven recht op goedkeuring van besluiten ten aanzien van het kapitaal van het Fonds (inkoop, vervreemding, reservering of uitkering winst enz.) alsook recht op het doen van een bindende voordracht van benoeming van de directie van het Fonds. Zo hield Bouwfonds de teugels strak in handen en was de invloed van anderen (certificaathouders, Stichting) feitelijk beperkt tot nihil.
7. Op 15 februari 2005 vindt de eerste (publieke) emissie van de door de Stichting gecertificeerde aandelen uit. Ultimo 2005 staan 3.677 certificaten uit. De eerste emissie vond plaats tegen een koers van 10.000 per certificaat, vermeerderd met 2,05% kosten.
8. In 2006 vindt dan een tweede emissie plaats, tegen een koers van 10.821,96, te vermeerderen wederom met 2,05% kosten. Ultimo 2006 bedraagt het aantal uitstaande certificaten 5.574.

¹ Bouwfonds was in 2005 onderdeel van het ABN AMRO concern. In 2006 is de fondsenbeheer-tak (waaronder het Fonds viel) van Bouwfonds door Rabobank overgenomen van ABN AMRO.

9. Het Fonds zou (aanvankelijk) een looptijd hebben van 12 jaar. Vanaf 2005 wordt geïnvesteerd in (bedrijfs)vastgoed. De waarde van de certificaten neemt echter snel af. Ultimo 2009 daalt deze onder de aankoopprijs tot een koers van EUR 9.749, ultimo 2011 is de koers EUR 7.620, ultimo 2012 EUR 4.567, ultimo 2013 EUR 1.598 en ultimo 2014 EUR 591. In 2015 en een groot deel van 2016 is de koers nihil en heeft het Fonds een negatief eigen vermogen. Het Fonds is in die jaren technisch failliet. In oktober 2016 neemt het eigen vermogen plotseling toe als gevolg van een geslaagde herfinanciering (vreemd vermogen) waarbij de eerdere financierer genoeg heeft genomen met een aflossing met een korting op de verstrekte lening. Ultimo 2017 is de koers EUR 4.901.
10. Met "koers" wordt in deze dagvaarding steeds bedoeld een door de beheerder van het Fonds berekende *handelskoers* waarbij het eigen vermogen wordt gedeeld door het aantal uitstaande certificaten. Dat betekent niet dat de certificaten die waarde werkelijk hadden. Het begrip *handelskoers* betekent niet - anders dan men zou denken - een koers waartegen de certificaten konden worden verhandeld. De certificaten waren slechts beperkt overdraagbaar, en dientengevolge al slecht verhandelbaar. De certificaten waren in theorie wel verhandelbaar, maar ze waren niet ter beurse genoteerd zodat nooit sprake is geweest van een liquide markt waarop de certificaten konden worden verkocht. Het Fonds zelf was contractueel verplicht de certificaten in te kopen maar heeft die verplichting al vrij snel opgeschort. Feitelijk waren de certificaten daardoor niet verhandelbaar en was het

voor de beleggers niet mogelijk de certificaten tussentijds te verkopen om verlies te beperken.

IV. DOCUMENTATIE TWEEDE EMISSIE

11. Van de eerste emissie heeft eiseres geen documentatie beschikbaar. Eiseres sluit daarvan bij het prospectus (productie 5), het emissieblad (productie 6), en de reclamebrochure (productie 7).

V. WETTELIJK REGIME (PUBLIEKRECHT)

12. Op de emissies van 2005 en 2006 was een stelsel van publiekrechtelijke regels van toepassing, dat was geworteld in Europese regelgeving. Ten tijde van de emissies gold de Wet toezicht beleggingsinstellingen² (nader: Wtb). De Wtb was geënt op de zgn. ICBE-Richtlijn³.

13. De doelstelling van de ICBE-richtlijn was het beschermen van beleggers⁴, en het stroomlijnen van deze bescherming in de Lidstaten.

14. Artikel 27 van de ICBE-richtlijn (inmiddels niet meer van kracht⁵) hield in dat de beleggingsinstelling onder meer een prospectus moest uitgeven, dat - volgens artikel 28 van de ICBE-richtlijn de gegevens

² Wet van 27 juni 1990, houdende bepalingen inzake het toezicht op beleggingsinstellingen

³ Richtlijn 85/611/EEG van de Raad van 20 december 1985 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's).

⁴ Zie considerans, eerste en tweede paragraaf.

⁵ Opgeven door Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's).

moest bevatten die voor de beleggers noodzakelijk zijn om zich een verantwoord oordeel te kunnen vormen over de hun aangeboden belegging.

15. De ICBE-richtlijn heeft dus geleid tot de inwerkingtreding van de Wtb. De verplichting een prospectus op te stellen was een van de pijlers van de vergunning die men onder de reikwijdte van de Wtb moest aanvragen. Het voorschrift een prospectus op te stellen is verder vormgegeven in het Besluit toezicht beleggingsinstellingen⁶. Over de inhoud van het prospectus staat in artikel 6 lid 2 Btb:

"Het prospectus dient de gegevens te bevatten die voor beleggers noodzakelijk zijn om zich een verantwoord oordeel te kunnen vormen over het aanbod van de beleggingsinstelling en dient daartoe tenminste de gegevens te bevatten als bedoeld in de bij dit besluit horende bijlage B."

15. In de toelichting op het artikel staat hierover:

"Het prospectus dat de beleggingsinstelling zal uitbrengen, moet voor vergunningverlening aan de toezichthouder worden overgelegd. Het prospectus moet ingevolge het tweede lid de gegevens bevatten die in bijlage B van het besluit zijn opgenomen. De overlegging van het prospectus dient er slechts toe om de toezichthouder in staat te stellen het bestaan van het prospectus te constateren alsmede om te kunnen nagaan of de vereiste gegevens zijn opgenomen."

⁶ Voor de eerste emissie: artikel 6 van het Besluit toezicht beleggingsinstellingen, Besluit van 25 september 1990, Stb. 1990, 504.

16. Krachtens artikel 1 van de hierboven genoemde bijlage B bij het Btb moet in het prospectus melding worden gemaakt van de personen die verantwoordelijk zijn voor het prospectus. In het prospectus (productie 5) is dit opgenomen op blad 52:

"Het Prospectus is opgesteld door de Directie. De in het Prospectus opgenomen gegevens zijn, voor zover aan de Directie van het Fonds redelijkerwijs bekend had kunnen zijn, in overeenstemming met de werkelijkheid en er zijn geen gegevens weggelaten waarvan de vermelding de strekking van het Prospectus zou wijzigen. Voorts verklaart de Directie dat zijzelf als beheerder van het Fonds en het Fonds zelf voldoen aan de bij of krachtens de wet gestelde regels en dat het Prospectus voldoet aan de bij of krachtens het Btb 2005 gestelde regels. (...)

De Directie is verantwoordelijk voor de juistheid en volledigheid van de gegevens zoals opgenomen in het Prospectus.

*Hoevelaken, 15 maart 2006
Bouwfonds Vastgoedfondsen Beheer BV"*

17. Op de emissie van 2006 is een iets gewijzigd wettelijke regime van toepassing ten opzichte van de emissie van 2005. Dat komt omdat de betreffende toezichtswetgeving in 2005 is vernieuwd onder

invloed van nieuwe Europese richtlijnen⁷. Op de emissie in 2005 was de Wet toezicht belegginginstellingen en bijbehorende lagere regelgeving van kracht. Op de emissie van 2006 was het per 1 september 2005 gewijzigde Besluit toezicht belegginginstellingen van kracht. Voor de onderhavige casus, die betrekking heeft op (een gebrek in de) informatieverstrekking, is het onderscheid niet van belang.

18. Voor de tweede emissie van medio 2006 gold het toen aangepaste Besluit toezicht belegginginstellingen 2005⁸. Artikel 41 leden 1 en 2 daarvan luiden als volgt:

1. Een beheerder heeft een prospectus beschikbaar over het aanbod van elke door hem beheerde belegginginstelling.

2. Het prospectus bevat de gegevens die voor de beleggers noodzakelijk zijn om zich een verantwoord oordeel te kunnen vormen over het aanbod van de belegginginstelling en de daaraan verbonden kosten en risico's.

19. In artikel 41 lid 5 Btb 2005 staat dan het volgende:

⁷ Met name Richtlijn 2001/107/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 januari 2002 tot wijziging van Richtlijn 85/611/EEG van de Raad tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) met het oog op de reglementering van beheermaatschappijen en vereenvoudigde prospectussen.

5. In het prospectus worden in afzonderlijke paragrafen de gegevens opgenomen over:

a. de kosten van de beleggingsinstelling en de wijze waarop zij ten laste komen van het resultaat van de beleggingsinstelling in mindering worden gebracht op het beheerde vermogen of anderszins direct of indirect ten laste komen van de deelnemers in de beleggingsinstelling, en

b. de aan de beleggingsinstelling verbonden risico's.

20. In de toelichting op artikel 41 Btb 2005 staat (onder meer) het volgende:

" (...)

De toezichthouder verricht geen voorafgaande toetsing van de inhoud van een prospectus van een beleggingsinstelling. Hij kan dan ook niet voor de inhoud van het prospectus verantwoordelijk worden gesteld. Het is de beheerder van de beleggingsinstelling die verantwoordelijk is voor de inhoud van het prospectus en die daar op kan worden aangesproken. Dit geldt evenzeer voor de naleving van hetgeen in een prospectus staat vermeld. In de eerste plaats is de beheerder daar op aanspreekbaar door de deelnemer. Indien civielrechtelijke aansprakelijkheid van de

⁸ Besluit van 23 juli 2005, houdende bepalingen tot uitvoering van de Wet toezicht beleggingsinstellingen (Besluit toezicht beleggingsinstellingen 2005)

*beheerder ontstaat als gevolg van niet-naleving van hetgeen een prospectus vermeldt, kan dat gevolgen hebben voor het oordeel dat de toezichthouder heeft over de betrouwbaarheid of de integriteit van de (mede)beleidsbepalers.
(...)”*

En als toelichting op lid 5 staat nog het volgende:

“Het in afzonderlijke paragrafen bij elkaar opnemen van alle gegevens over aard en omvang van de kosten en de gegevens over de risico’s van de beleggingsinstelling vergroot het inzicht van de belegger in de beleggingsinstelling, maakt het vergelijken van verschillende beleggingsinstellingen makkelijker en draagt zo bij aan de afweging bij zijn keuze voor een beleggingsinstelling.”

21. In artikel 36 Btb 2005 waren regels opgenomen voor het maken van reclame voor beleggingsinstellingen:

“1. Een reclame-uiting over een beheerder of een beleggingsinstelling is inhoudelijk juist en niet misleidend.

2. In een reclame-uiting worden in ieder geval vermeld:

a. de naam van de beheerder of de beleggingsinstelling;

b. het feit dat het een beheerder of een beleggingsinstelling betreft;

c. dat de beheerder of de beleggingsinstelling is geregistreerd bij de toezichthouder; en

d. waar het prospectus, bedoeld in artikel 41, voor het publiek verkrijgbaar is.

3. Het tweede lid, onderdelen c en d, is niet van toepassing op reclame-uitingen op radio en televisie.

4. De toezichthouder kan nadere regels stellen met betrekking tot het eerste of tweede lid."

22. In de toelichting op dit artikel was (onder meer) het volgende bepaald:

"(...)

Een beleggingsinstelling waarvan de deelnemingsrechten worden aangeboden in combinatie met andere producten heeft op zijn minst een gedeelde verantwoordelijkheid met betrekking tot de reclame-uiting van het gecombineerde product. Deze verantwoordelijkheid dient, indien van toepassing, onder meer tot uitdrukking te komen in een juiste en niet-misleidende presentatie van dit gecombineerde product in de zin van een evenwichtige beschrijving van winstkansen en verliesrisico's. Dit geldt bijvoorbeeld indien de reclame-uiting een beleggingsproduct met een leencomponent betreft."

23. Artikel 36 Btb 2005 was codificatie van een voordien door De Nederlandsche Bank uitgegeven beleidsregel.

24. De Nadere Regeling gedragstoezicht beleggingsinstellingen 2005⁹ is een regeling die strekt tot uitvoering van de in het Btb 2005 voor

de Autoriteit Financiële Markten ('AFM') opgenomen regelgevende bevoegdheid inzake gedragsregels. De regeling bevat (onder meer) aanvullende regels voor het maken van reclame voor belegginginstellingen.

25. Artikel 10 van de regeling luidt als volgt:

Rendementsprognoses

Wanneer in een reclame-uiting

rendementsprognoses worden gepresenteerd:

a. is het bepaalde in artikel 10, onderdelen a, b, f, g en h van overeenkomstige toepassing op de berekeningswijze van de rendementscijfers;

b. wordt in de reclame-uiting vermeld dat het prognoses betreft; en

c. worden de prognoses onderbouwd en wordt het model dat daarbij wordt gebruikt door een deskundige als bedoeld in artikel 2:393, lid 1, van het Burgerlijk Wetboek getoetst op de elementen die zich daartoe lenen. Het resultaat van deze toetsing wordt schriftelijk vastgelegd.

26. Het belang van het uitgifte van een prospectus komt ook goed tot uiting in de zgn.

Prospectusrichtlijn¹⁰. Dat deze strekt tot bescherming van beleggers is opgenomen in de considerans sub (10). Deze was niet van toepassing op de uitgifte van certificaten in een beleggingsinstelling, maar geeft wel goed weer waar

⁹ Staatscourant, Jaargang 2005, Nr. 153,

¹⁰ Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003.

het steeds om draait. Bij een emissie van een financieel product, ongeacht de soort, is van groot belang dat beleggers juist en volledig worden geïnformeerd om zo een afgewogen beslissing te kunnen maken. Vgl. de considerans sub (21):

“Informatie is een wezenlijk element in de bescherming van de belegger: in het prospectus moet een samenvatting worden opgenomen waarin de essentiële kenmerken van en risico's verbonden aan de uitgevende instelling, de eventuele garant en de effecten worden beschreven. Om deze informatie gemakkelijk toegankelijk te maken, moet de samenvatting in niet-technische bewoordingen gesteld zijn en mag deze in de taal waarin het prospectus oorspronkelijk is gesteld normaliter niet meer dan 2 500 woorden tellen.”

27. Uit het voorgaande kan de conclusie worden getrokken dat de beheerder (bestuurder) van het Fonds (gedaagde) verantwoordelijk was voor de uitgifte en de inhoud van het prospectus en het prospectus gegevens dient te bevatten die voor beleggers noodzakelijk zijn om zich een verantwoord oordeel te kunnen vormen over het aanbod van de beleggingsinstelling (het Fonds). Het prospectus dient ertoe om beleggers juist en volledig te informeren over het aanbod. Het prospectus moet aldus voorkomen dat een belegger met een verkeerde voorstelling van zaken contracteert. Tot die gegevens behoren ook gegevens met betrekking tot de kosten en de risico's van de beleggingsinstelling. Het prospectus moest verder weliswaar aan de toezichthouder worden voorgelegd in het kader van

de vergunningverlening, maar deze verricht geen inhoudelijke toets. De beheerder van de beleggingsinstelling is tenslotte ook verantwoordelijk voor de reclame die ervoor wordt gemaakt. De reclame die gedaagde voor het Fonds heeft gemaakt (productie 7) vermeldt dat zij (Bouwfonds Vastgoedfondsen Beheer BV) beleggers de mogelijkheid biedt om certificaten van aandelen te verwerven in het Fonds (blad 2, eerste zin). Reclame voor een beleggingsinstelling moet, in ieder geval als het producten betreft waarin ook een leencomponent is verwerkt, een evenwichtige beschrijving van winstkansen en verliesrisico's bevatten.

VI. WETTELIJKE REGIME (PRIVAATRECHT)

28. Het in het vorige hoofdstuk beschreven publiekrecht werkt door in het privaatrecht en de privaatrechtelijke verhoudingen tussen gedaagde en het Fonds enerzijds en de beleggers waarvoor de Stichting opkomt anderzijds. Dit gebeurt via de open normen van het privaatrecht zoals de redelijkheid en de billijkheid en de onrechtmatige daad. Zo bepaalde de Hoge Raad in de arresten Van de Klundert/Rabobank¹¹ en Kouwenberg/Rabobank¹² dat voor de vaststelling van de (omvang van de) contractuele zorgplicht van de bank mede betekenis toekomt aan de regels van het Reglement voor de Handel in Opties van Euronext, welke regels onmiskenbaar mede strekken ter bescherming van de

¹¹ HR 26-06-1998, ECLI:NL:HR:1998:ZC2686.

¹² HR 11-07-2003, ECLI:NL:PHR:2003:AF7419

belangen van de cliënten van de bank, in dat geval. Uit deze rechtspraak kan men afleiden dat voor (publiekrechtelijke) regels waarvoor geldt dat zij de strekking hebben om de cliënt/belegger te beschermen, aannemelijk is dat zij de privaatrechtelijke zorgplicht (mede) zullen inkleuren.

29. Vastgesteld kan worden dat de toepasselijke wetgeving strekt tot bescherming van de beleggers in kwestie. Beleggers moeten met een juiste voorstelling van zaken contracteren. Zou geen prospectus zijn gepubliceerd, dan zou gedaagde in strijd hebben gehandeld met de wet en deswege aansprakelijk zijn ex artikel 6:162 lid 2 BW. Maar ook indien gedaagde niet handelt overeenkomstig hetgeen het Btb 2005 en de Nadere regeling toezicht belegginginstellingen 2005 voorschrijft handelt zij onzorgvuldig, in strijd met een wettelijke plicht althans maatschappelijk onbetamelijk en is dat nog steeds onrechtmatig.
30. Publiekrechtelijke voorschriften werken ook door in de uit de redelijkheid en billijkheid voortvloeiende precontractuele zorgplicht. De Hoge Raad heeft zich hierover uitgelaten in een Dexia-arrest¹³. In deze uitspraak werd de informatieverstrekking van de financiële onderneming gebaseerd op de precontractuele, uit de eisen van redelijkheid en billijkheid voortvloeiende zorgplicht die ook verder kan reiken dan (in het geval) gedragsregels die in publiekrechtelijke regelgeving zijn neergelegd. Deze ook wel *bijzonder* genoemde zorgplicht bestaat

omdat een financiële dienstverlener bedacht moet zijn op mogelijke lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht bij haar particuliere (potentiële) cliënt/belegger.

31. Deze bijzondere zorgplicht werd in de rechtspraak aanvankelijk aangenomen voor banken, wat gedaagde strikt genomen niet is hoewel zij aanvankelijk onderdeel vormde van het ABN AMRO Bank concern¹⁴ en later van het Rabobank-concern, maar in de rechtspraak is deze bijzonder zorgplicht meer en meer aangenomen voor andere financiële dienstverleners¹⁵. De redengeving is dat ook andere professionele dienstverleners en aanbieders van financiële producten moeten beschermen tegen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht en er daarom geen reden is op hen een andere, minder vergaande zorgplicht van toepassing te achten.
32. Bij de vraag of gedaagde aan de certificaathouders voldoende informatie beschikbaar heeft gesteld in de reclamebrochure en het prospectus dient wat de Stichting betreft voorop te staan dat er voldoende specifieke informatie over de risico's zijn opgenomen, alsook dat de voorgeschotelde

¹³ HR 06-06-2009, NJ 2012, 182.

¹⁴ Wat gedaagde ook graag liet zien, zie prospectus pagina 29 en de reclamebrochure op verspreide plekken.

¹⁵ Zie hierover Chr. H. van Dijk & F. van der Woude, *Privaatrechtelijke aansprakelijkheid van financiële dienstverleners voor het schenden van informatie-, onderzoeks- en waarschuwingsverplichtingen en de Wet op het financieel toezicht*, AV&S 2009-2, paragraaf 1.3.2. Ook: De bijzondere zorgplicht van de financiële dienstverlener, A.C.W. Pijls, in F.G.M. Smeele en M.A. Verburgh (eds), 'Opgelegde bescherming' in het bedrijfsrecht. Ratio, methodiek en dynamiek van dwingendrechtelijke bescherming van kwetsbare belangen in het bedrijfsrecht, Boom, 2011

rendementen berusten op correcte feitelijke veronderstellingen.

33. Voor de vraag of de reclamebrochure en het prospectus juist en volledig en niet misleidend zijn kende het recht indertijd de bijzondere aansprakelijkheidsbepaling van artikel 6:194 BW, thans gewijzigd. Het artikel bevat een norm voor misleidende mededelingen. Het is van toepassing zowel op de mededelingen in het prospectus als de mededelingen in de reclame die ervoor is gemaakt (de brochure, productie 7).
34. Bij het bepalen van de maatstaf van de vraag of een mededeling in het prospectus en de reclame misleidend is, moet worden uitgegaan van de vermoedelijke verwachting van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger, de maatman-belegger, tot wie de mededeling zich richt¹⁶. In het onderhavige geval geldt dat de certificaten zijn aangeboden en verkocht aan natuurlijke personen en instellingen die tot de categorie particuliere beleggers behoren en geen bijzondere kennis of ervaring hadden met beleggen.
35. Voor vestiging van aansprakelijkheid ex artikel 6:194 (oud) BW moet aan de volgende voorwaarden zijn voldaan:
 - (a) er moet sprake zijn van iemand die handelt uit de uitoefening van beroep op bedrijf, die

¹⁶ Vgl. HR 30 mei 2008, LJN BD2820, HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162 (World Online)

- (b) een mededeling heeft openbaar gemaakt of openbaar heeft laten maken, terzake van goederen of diensten die door hem worden aangeboden, en
- (c) in enig opzicht misleidend is.

36. Uit het voorgaande volgt dat aan de onder (a) en (b) genoemde vereisten is voldaan. Gedaagde heeft bedrijfsmatig gehandeld. Ze heeft er minstens 10 miljoen euro (!)mee verdiend, zoals hieronder zal worden toegelicht. De reclamebrochure is klaarblijkelijk een uitgave van gedaagde en in het prospectus staat dat zij (gedaagde) verantwoordelijk is voor de inhoud daarvan. Hieronder zal uitgebreid worden ingegaan op de vraag of er misleidende mededelingen in staan.
37. Van misleiding zal met name sprake kunnen zijn indien de mededeling (in het prospectus en/of de reclamebrochure) onjuist of onvolledig is. Vgl. artikel 195 BW dat de aanbieder van het product/de dienst de bewijslast oplegt van de juistheid of volledigheid van de feiten die in de mededeling zijn vervat of daardoor worden gesuggereerd.
38. De Stichting stelt zich op het standpunt dat informatieverstrekking aan beleggers onvolledig is geweest ten aanzien van de kosten en de risico's van de belegging, en dat deze onvolledigheid van voldoende materieel belang was om de maatman-belegger te misleiden. De Stichting zal thans toelichten waaruit de onvolledige informatieverstrekking heeft bestaan.

VII. HET CERTIFICAAT EN DE ONVOLLEDIGE INFORMATIEVERSTREKKING
IN RECLAMEBROCHURE EN PROSPECTUS

39. Een wezenlijk onderdeel van de informatieverstrekking in prospectus en reclame bestaat uit voorlichting van potentiële beleggers over de specifieke risico's die zij met de belegging lopen. Geen belegging is zonder risico, maar een belegger kiest een belegging omdat hij bereid is het risico te accepteren dat daaraan kleeft gelet op het potentiële rendement. Dat is in feite steeds weer de afweging die een belegger maakt wanneer hij of zij een beleggingsbeslissing neemt. Juiste en volledige voorlichting over de te lopen risico's is derhalve een wezenlijk onderdeel van de informatieverstrekking.
40. De beheerder van het fonds (gedaagde) is daarin tekortgeschoten.
- A. Onvolledige en misleidende mededelingen ten aanzien van het risicoprofiel*
41. Als men de reclamebrochure bekijkt, dan staat over het risicoprofiel op blad 3, ingekaderd bovenaan: "laag risicoprofiel: door de kwaliteit van de huurders is het risicoprofiel lager dan bij de meeste andere vastgoedbeleggingsalternatieven". Op dezelfde bladzijde van de reclamebrochure staan onder het kopje "Wat zijn de financiële risico's van het fonds?" een aantal algemene risico's. Verder verwijst de reclamebrochure naar het prospectus. Wat de rendementsperspectieven betreft staat in hetzelfde kader bovenaan bladzijde 3:

"aantrekkelijk direct rendement: gemiddeld 6,5% op jaarbasis". Over de combinatie van rendement en risico staat op bladzijde 2 (onder "Wat is Bouwfonds Office Value Fund NV?"): "Op deze wijze wordt een stabiele inkomensstroom gerealiseerd die resulteert in een aantrekkelijk rendement met een beperkt risico." Op de hele bladzijde 4 wordt dan nog uitgebreid gewezen op de kwaliteit van de belegging. Alle kenmerken van de belegging zijn goed of aantrekkelijk en het debiteurenrisico is beperkt. De samenvatting in het kort op bladzijde 5 maakt verder ook geen melding van relevante risico's. Over de kosten van het Fonds is opgenomen: "De jaarlijkse managementkosten bedragen 0,6% per jaar over de gemiddelde marktwaarde van de vastgoedbeleggingen gedurende het jaar. Distributeurs ontvangen jaarlijks een vergoeding van maximaal 0,3% over het door het geplaatste eigen vermogen. Bij verkoop en uitgifte van een certificaat is een kostenvergoeding van 2,05% over de handelskoers verschuldigd. Voor een overzicht van de overige kosten wordt verwezen naar het prospectus."

42. In de reclamebrochure wordt in het geheel niet althans niet expliciet gesproken over de wijze waarop de vastgoedbeleggingen worden gefinancierd, namelijk met - zo heeft de praktijk uitgewezen - een forse financiering met vreemd vermogen. Deze leencomponent komt slechts heel summier aan bod waar het risico van "stijgende rente" wordt genoemd (bladzijde 3 onder "Wat zijn de financiële risico's van het fonds?").

43. Uit de hierboven gegeven toelichting ten aanzien van het publiekrechtelijk kader volgt dat de reclamebrochure van het Fonds omdat het gaat om een product met een leencomponent, een evenwichtige beschrijving van winstkansen en verliesrisico's dient te bevatten. Naar het oordeel van de Stichting is daarvan geen sprake. Relevante risico's van de certificaten worden nauwelijks genoemd, slechts algemene, met een verwijzing naar het prospectus. In reclame zit natuurlijk een element van overdrijving maar de balans tussen winstkansen en verliesrisico's is zoek. Dat klemt temeer omdat de certificaten een hefboomwerking hadden die niet wordt gereleveerd. De Stichting licht dat toe.
44. Het Fonds financierde, zo bleek, de beleggingen (aanvankelijk) met ongeveer 60% vreemd vermogen, in de vorm van financieringen door banken en financieringsmaatschappijen, verzekerd met een hypotheekrecht. Met iedere 4 euro die de certificaathouder investeerde, liep hij dus een risico van 10 euro. Andersom, 1 euro waardedaling van het vastgoed resulteerde in een waarde-afname van het certificaat van (ongeveer) 3 euro (waarbij komt dat de aanvankelijke balans van 70% financiering met vreemd vermogen later nog is verschoven naar een percentage van meer dan 100%). Deze hefboomwerking en daardoor verhoogde risicoprofiel wordt nergens genoemd, niet in de reclamebrochure, maar ook niet in het prospectus. Het prospectus bevat in algemene termen een beschrijving van de financiering van het vastgoed mede met vreemd vermogen, maar niet meer dan dat,

en niet wat dit betekende voor de verstrekkers van eigen vermogen.

45. De Stichting is hierom van mening dat geen sprake is van een evenwichtige beschrijving van de winstkansen en de verliesrisico's zoals de wetgeving vereist, de reclamebrochure op dat vlak onvolledig is, maar de reclamebrochure ook onvolledig is omdat het grootste risico dat aan de certificaten kleefde (de hefboomwerking) niet wordt genoemd.
46. Indien ervan moet worden uitgegaan dat gedaagde aansprakelijk is voor misleidende mededelingen in de reclamebrochure, dan stuit dat niet af op de omstandigheid dat het prospectus wél juiste en volledige informatie geeft ten aanzien van hetzelfde onderwerp¹⁷. Gedaagde kan zich ten aanzien van de reclamebrochure ook niet beroepen op het zinnetje: "Wanneer u wilt deelnemen in het fonds, dan dient u zich uitsluitend te baseren op het prospectus (...)" op bladzijde 3 van de reclamebrochure. Van algemene bekendheid is dat potentiële beleggers niet altijd de informatie uit het prospectus zullen raadplegen.
47. Gedaagde kan zich derhalve niet op het standpunt stellen dat beleggers in het prospectus hadden kunnen lezen, dat er grote externe financiering voor het vastgoed zou worden aangetrokken. Die informatie had in de brochure moeten worden vermeld alsook het daarbij behorende risico van de hefboomwerking. Verwijzing naar het prospectus kan

gedaagde überhaupt niet baten, omdat de hefboomwerking ook daarin niet wordt beschreven¹⁸.

48. Beleggers hebben bij de aanschaf van hun certificaten in de veronderstelling geleefd, dat zij - zo heet het immers - een certificaat kochten. Certificaten behoren tot de categorie traditionele effecten. Door de hefboomwerking kochten zij eigenlijk geen effect, maar een derivaat, althans naar risicograad gemeten. Een derivaat is een van een individueel effect (aandelen of certificaten) afgeleid product, waarin een hefboomwerking zit (opties en termijncontracten). Het begrip "certificaat" is dan mede misleidend althans draagt aan de misleiding bij.
49. De Stichting is van mening dat de beleggers ook daadwerkelijk zijn misleid. Als er adequate informatie in de reclamebrochure was opgenomen over de hefboomwerking en het verhoogde risicoprofiel, dan zou de maatman-belegger wel twee keer hebben nagedacht om het product te kopen. De reclamebrochure bracht hem of haar in de veronderstelling dat het een product met een laag risicoprofiel was, maar in feite was sprake van een hoog risicoprofiel, wiskundig althans een risico dat drie keer groter was dan het profiel dat in de reclamebrochure staat. Dat raakt het nemen van een beleggingsbeslissing. Zonder adequate toelichting van de constructie en de hefboomwerking van de

¹⁷ Zie wederom HR in World Online, r.o. 4.25.3

¹⁸ Er wordt in het prospectus wel een "hefboomwerking" genoemd, maar die heeft betrekking op rentelasten die lager zijn dan de inkomsten uit de met vreemd vermogen gefinancierde beleggingen, zie prospectus blad 20 links boven.

certificaten konden beleggers geen verantwoorde beslissing nemen of zij het product wel wilden hebben.

50. Los van de onvolledigheid en de misleiding die besloten lag in de reclamebrochure, was ook het prospectus onvolledig op dit punt. De algemene risico's van beleggen in vastgoed worden wel gereleveerd. De hefboomwerking wordt er niet in beschreven.

51. Met een iets andere invalshoek is nog een factor die het risico van de belegging bepaalt, de *mate* waarin de beleggingen waren gefinancierd met vreemd vermogen. Zoals gezegd, de reclamebrochure rept daar in het geheel niet over. In het prospectus is opgenomen dat dit *maximaal* voor 60% is. Zie het prospectus op bladzijde 19 (onder "Financierings- en renterisico). Ultimo 2008 is dit maximum echter al doorbroken. De uitstaande lening is dan EUR 80.987.500, terwijl de waarde van het vastgoed EUR 129.845.000 is, ofwel ruim 62%. De overschrijding van het percentage van 60% is ontstaan omdat in 2008 extra vreemd vermogen was aangetrokken ten belope van 11,5 miljoen euro in verhouding tot het jaar daarvoor. Het jaar erna stijgt het percentage naar 66%, het jaar daarna 68%, ultimo 2011 is het inmiddels 72%, ultimo 2012 is het 85% en daarna in 2013 en 2014 wordt het meer dan 100%. Later daalt het percentage weer door de beschreven herfinanciering, maar gedurende meerdere jaren en nog vanaf het relatieve begin lag het financieringspercentage boven het maximum van 60%. Het risicogehalte werd daardoor nog groter. Immers,

hoe meer vastgoedbeleggingen worden gefinancierd met vreemd vermogen, hoe groter de hefboomwerking voor de certificaathouders. Is bijvoorbeeld 80% van de vastgoedbeleggingen gefinancierd met vreemd vermogen, dan loopt iedere certificaathouder met 2 euro inleg risico voor 10 euro. Indien gedaagde van mening was dat zij het maximum percentage niet zou kunnen handhaven, dan had zij dat expliciet moeten opnemen, niet alleen in het prospectus maar ook in de reclamebrochure, omdat dat ook een wezenlijk en substantieel risico was dat was verbonden aan de financieringsconstructie.

52. Wat het risico verder beïnvloedt (vergroot) is het volgende. Omdat gedaagde, als beheerder/bestuurder van het Fonds grote leningen aantrok en zij deswege aflossingsverplichtingen aanging, moesten er gaandeweg vastgoedbeleggingen worden verkocht om aan die verplichtingen te kunnen voldoen. In de periode 2014-2017 worden bijvoorbeeld vier van de negen vastgoedobjecten verkocht, waarmee de vastgoedportefeuille bijna wordt gehalveerd (van aankoopwaarde EUR 129.368.758 naar aankoopwaarde EUR 75.967.888). Het volume van de vastgoedbeleggingen nam in een dalende vastgoedmarkt dus af, en de verschaffers van het eigen vermogen (de certificaathouders) kregen dus steeds minder perspectief op koers- en waardeherstel (los van de min of meer toevallig gunstige herfinanciering in oktober 2016, zie paragraaf 8). Het Fonds ging moest de leningen ook (voortijdig) aflossen als de hoogte van de verstrekte lening in verhouding tot de getaxeerde waarde van het onroerend goed boven een bepaald

percentage steeg (de zgn. "LTV" of "Loan-To-Value"), welk scenario zich ook voordoet in een dalende markt. Het effect dat aldus optreedt bij gedwongen verkoop in een dalende markt heet het "inteereffect". Gedaagde heeft niet op dit risico gewezen, noch in de reclamebrochure noch het prospectus. De Stichting verwijst naar een uitspraak van Rechtbank Amsterdam¹⁹, waarin een beleggingsonderneming voor een cliënt op vergelijkbare wijze had belegd, met geleend geld derhalve, een hefboomwerking en gedwongen interen bij dalende koersen. Technisch is de casus vergelijkbaar met de onderhavige. De Rechtbank overweegt onder meer (r.o. 4.4.):

"De stelling van NNEK dat zij aan haar zorgplicht heeft voldaan door [eiser] door middel van de standaardclausules, zoals artikel 5 van de overeenkomst, te wijzen op de risico's die verbonden zijn aan beleggen, wordt verworpen. Gezien de algemene bewoordingen van deze clausules en de specifieke omstandigheid dat, zoals door NNEK is erkend, als gevolg van de Premselaar-methode niet alleen winsten, maar ook verliezen twee keer zo hard doorwerken in de waarde van het eigen vermogen en deze clausules onvoldoende wijzen op het hieraan verbonden risico bij een constant dalende markt, heeft NNEK met genoemde clausules niet voldaan aan haar zorgplicht."

53. Generieke waarschuwingen zijn dus niet voldoende. De instelling moet waarschuwen voor de specifieke risico's, en het risico in kwestie is zo'n

¹⁹ Rechtbank Amsterdam d.d. 27 augustus 2003, ECLI:NL:RBAMS:2003:AI6105.

specifiek risico, waarvoor, zo oordeelt de Rechtbank verder (r.o. 4.5): "expliciet en indringend had moeten worden gewaarschuwd".

54. De AFM had al sedert begin 2007 een zgn. leidraad voor financiële ondernemingen die dezelfde ondernemingen wees op het belang van informatieverstrekking in relatie tot de open norm dat deze niet misleidend mocht zijn. Deze Leidraad misleiding wordt hierbij overgelegd (productie 8). Relevant zijn de onder 1, 2, 8, 10 genoemde "valkuilen". Onder 1 staat dat men transparant moet zijn over de kosten. Dat het daaraan heeft ontbroken wordt hieronder toegelicht onder B. Onder 2 staat transparantie over de risico's, met als uitwerking onder de eerste bullet: uit het risico-rendementsprofiel voor de consument onvoldoende blijkt hoe de belegging is opgebouwd. Dat doet zich in de onderhavige zaak bij uitstek voor. Ook interessant is de derde bullet: "Risico's verhullend beschreven. Dat kan bijvoorbeeld het geval zijn wanneer belangrijke risico's wel af te leiden zijn uit de verstrekte informatie, maar niet expliciet worden genoemd. Zoals het in algemene zin beschrijven van de werking van een (ingewikkeld) product, zonder de mogelijkheid expliciet te benoemen dat een consument de inleg kwijt kan raken." Onder 8 wordt dan gewezen op het belang van juiste prognoses (zie hierna sub B). Onder 10 wordt dan weer gewezen op het belang van evenwichtige informatieverstrekking over rendement en risico. Het belang daarvan is al eerder in deze dagvaarding aangestipt.

55. Op de website van AFM²⁰ staat het specifieke risico van beleggingen als de onderhavige treffend omschreven:

"Bij beleggen in vastgoed wordt vaak veel geld bijgeleend van een bank. Beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed zijn extra risicovol omdat vastgoedfondsen veel gebruik maken van geleend geld van de bank. Tegenover iedere euro die jij en andere beleggers inleggen wordt maximaal nog eens één tot twee euro bijgeleend via een hypotheek van een bank. Jouw geld en het geleende geld van de bank wordt gebruikt om het vastgoed te kopen of te laten bouwen. Maar als de waarde van het vastgoed daalt, gaat de waarde van jouw inleg harder achteruit dan als er geen geld geleend zou zijn. En als het mis gaat, is de bank als eerste schuldeiser aan het woord en is het erg onzeker of je jouw inleg terugkrijgt. Het prospectus gaat hier meestal op in. Als de rente op het geleende geld stijgt, maakt het fonds hogere kosten en dat gaat ten koste van de winst. Dit gaat ook op voor indirecte beleggingen in vastgoed omdat de onderliggende fondsen gebruik maken van geleend geld."

56. De AFM vermeldt dit risico onder de vraag:

"Zijn er bijzondere risico's verbonden aan beleggen in vastgoed?". Het antwoord begint met: "Ja, naast de algemene risico's van beleggen gelden de volgende risico's in het bijzonder bij vastgoed", gevolgd (o.m.) door het hierboven genoemde citaat. De AFM

²⁰ <https://www.afm.nl/nl-nl/consumenten/veelgestelde-vragen/beleggen-vastgoed>

onderscheidt de financiering met geleend geld en de hefboom die daardoor ontstaat dus ook als een voornaam, bijzonder risico dat aan beleggen in vastgoed is verbonden. N.B.: in de onderhavige zaak was de hefboom groter dus het risico ook groter dan in het voorbeeld van de AFM. Ervoor gewaarschuwd heeft gedaagde niet.

57. De hele financieringsconstructie, met slechts een beperkt eigen vermogen maar een groot vreemd vermogen, met hefboomwerking voor de certificaathouders en verkoop van vastgoedbeleggingen in een dalende markt waardoor waardeherstel vrijwel onmogelijk werd, was voor de certificaathouders desastreus. Voor deze risico's die in elkaar grijpen en rond elkaar scharnieren hadden de certificaathouders moeten worden gewaarschuwd, bij gebreke waarvan reclamebrochure en prospectus onvolledig zijn en de beleggers zijn misleid.

B. Onvolledige en misleidende mededelingen ten aanzien van het dividend, en de kosten en de invloed van de kosten op de eigenschappen van het Fonds

58. In de reclamebrochure staat over het directe rendement van het Fonds (blad 3, ingekaderd bovenaan): "Aantrekkelijk direct rendement: gemiddeld 6,5% op jaarbasis." Op bladzijde 4 en 5 van de reclamebrochure wordt dit percentage nogmaals genoemd. Er wordt nergens een voorbehoud gemaakt, dat er misschien geen dividend wordt uitgekeerd, noch worden omstandigheden genoemd waaronder de uitkering van dividend kan worden

opgeschort of gestaakt. Op zichzelf is de reclamebrochure daarmee al onvolledig nu het dividend niet doorlopend is uitgekeerd, zoals hieronder wordt toegelicht, en ook misleidend omdat het directe rendement van een belegging behoort tot de wezenlijke eigenschappen van een product waarop een belegger zijn beslissing baseert. N.B.: dit tekent de eenzijdigheid van de reclamebrochure waar vrijwel geen aandacht wordt besteed aan de risico's van de belegging, zie vorige onderdeel A.

59. De toezegging dat 6.5% direct rendement wordt uitgekeerd betekent voor certificaten met een waarde van EUR 10.000, dat jaarlijks 650 euro dividend moet worden uitgekeerd. Voor de certificaten die bij de tweede emissie zijn uitgegeven tegen een nog hogere handelskoers betekent dit dat de dividenduitkering nog hoger zou moeten zijn.
60. De daadwerkelijk uitgekeerd dividenden zijn als volgt.

Jaartal	Dividend
2005	550
2006	650
2007	720,45
2008	129,70
2009	283,45
2010	125,76
2011	244,55
2012	263,02
2013	675,53
2014	0

2015	0
2016	0

61. Slechts in drie jaren is een dividend uitgekeerd dat overeenkomt met het in de reclamebrochure genoemde percentage van 6.5%, de overige tien jaren niet. Certificaathouders hadden mogen verwachten EUR 8.450 (13 keer 650 euro), zij hebben ontvangen EUR 3.642 (afgerond), ofwel 57% minder dan de reclamebrochure in het vooruitzicht heeft gesteld. Dat is zeer substantieel en dat onderstreept dat de certificaathouders zijn misleid.
62. De vraag dringt zich op, ervan uitgaande dat het voorgespiegelde dividend is gebaseerd op een prognose, hoe betrouwbaar die prognose is (geweest), uit het hierboven geciteerde voorschrift voor het weergeven van rendementen in reclame (zie paragraaf 25) volgt dat prognoses moeten worden onderbouwd en het model dat daarbij wordt gebruikt door een deskundige als bedoeld in artikel 2:393, lid 1, van het Burgerlijk Wetboek moet worden getoetst op de elementen die zich daartoe lenen. Het resultaat van deze toetsing moet schriftelijk worden vastgelegd. De Stichting stelt zich primair op het standpunt dat gedaagde deze prognoses niet heeft laten maken, althans niet heeft laten toetsen op juistheid, maar ook dat het een irreële voorstelling van zaken moet zijn geweest.
63. In het prospectus (dat de misleiding in de brochure dus niet kan opheffen) staat over het dividend het volgende (bladzijde 18, linkerkolom):

"Het Fonds stelt zich ten doel een gemiddeld Direct Rendement te realiseren van circa 6,5% op jaarbasis (enkelvoudig), berekend over een beleggingsperiode van 12 jaar na de Aanvangsdatum. Deze doelstelling is onder andere gebaseerd op het bruto aanvangsrendement van het vastgoed, waarbij rekening wordt gehouden met de locatie van het vastgoed, het profiel en de solvabiliteit van de huurders (overheid en financiële instellingen) en de relatief lange looptijd van de huurcontracten."

64. Het prospectus biedt dus ook geen houvast over de vraag of er überhaupt serieuze prognoses zijn gemaakt, deze zijn gecertificeerd en daarvan schriftelijk verslag is gedaan.
65. Voor de vraag of de prognoses, indien deze bestaan, reëel zijn geweest, moet niet alleen naar de inkomsten van het Fonds worden gekeken, zoals de passage in het prospectus doet, maar ook naar de uitgaven. Bedacht moet worden, dat de certificaathouders met elkaar ook in dit opzicht opdraaiden voor vergoedingen die ten aanzien van alle vastgoedbeleggingen werden gemaakt, ook die ten aanzien van de met vreemd vermogen gefinancierde vastgoedbeleggingen. Om een voorbeeld te geven, de "managementvergoeding" van gedaagde bedroeg 0,15% per jaar, over de gehele vastgoedportefeuille (alle vastgoedbeleggingen bij elkaar). Voorts had gedaagde een "asset managementvergoeding bedongen" van 0,45% per jaar, wederom over de gehele vastgoedportefeuille. Daarnaast ontving gedaagde (onder meer) 25% van

alle verkoopwinst op de vastgoedtransacties en ontving gedaagde ook 1,5% vergoeding op de aankopen in de vastgoedportefeuille. Gedaagde had er dus een eigen belang bij dat de vastgoedportefeuille zo groot mogelijk zou zijn. Daarmee stimuleerde zij ook haar eigen inkomsten. Er was dus sprake van belangenverstrengeling.

66. Bij elkaar genomen had dit een heel ongunstig effect voor de certificaathouders. De total expense ratio (TER) (alle kosten die in enig jaar ten laste van het Fonds werden gebracht, exclusief transactiekosten en rente, gedeelde door het gemiddeld gestorte kapitaal) was door de jaren heen substantieel. In percentages uitgedrukt²¹ was dat percentage als volgt.

Jaartal	TER
2005	3,6%
2006	6,0%
2007	5,9%
2008	5,9%
2009	6,3%
2010	6,2%
2011	9,1%
2012	4,8%
2013	4,9%
2014	4,4%
2015	Niet bekend
2016	Niet bekend
2017	Niet bekend

67. Gemiddeld genomen gaat het om een percentage van 5,7% kosten die jaarlijks ten laste van de verlies- en winstrekening kwam. In totaal gaat dus in tien jaar 57% van het eigen vermogen van het Fonds op aan kosten. Buiten beschouwing blijven dan nog de rentelasten en transactiekosten. De rentelasten waren substantieel. De Stichting legt hierbij het jaarverslag 2014 over (productie 9). Daarin staan op bladzijde 24 de rentelasten van 2013 en 2014. De betaalde rentebedragen waren respectievelijk EUR 1.865.906 en 1.555.230. Als men die bedragen extrapoleert en meetelt met de kosten, dan heeft het Fonds in tien jaar tijd meer kosten gemaakt en vergoedingen betaald dan het eigen vermogen groot was.
68. Van de totale kosten is een aanzienlijk deel in de zakken van gedaagde terecht gekomen. Zij ontving een "structureringsvergoeding" van EUR 750.000, een vergoeding van in totaal 0,6% per jaar voor "management" en "asset management" over de gehele vastgoedportefeuille, 25(!) van de winst bij verkoop²² en 1,5% bij de aankoop van vastgoed. De structureringsvergoeding en de beheervergoeding (2005-2015) van 0,6% betekende alleen al een vergoeding van EUR 7.250.000 voor gedaagde. De "aankoopvergoeding" van 1,5% laat zich ook kwantificeren. Er is in totaal voor ongeveer 130

²¹ Ontleend aan de jaarverslagen van het Fonds. Vanaf 2015 werd het percentage niet meer gepubliceerd.

²² Winst en verlies werden bij verkoop niet gesaldeerd. Als de ene beleggingen in winst zou resulteren dan zou gedaagde daarvan 25% krijgen. Het verlies op een andere tegelijk verkochte belegging zou daarop geen invloed hebben. Dat verlies zou geheel ten laste van de certificaathouders worden gebracht.

miljoen vastgoed gekocht. Dat betekent een aankoopvergoeding van 1.950.000 miljoen euro. Dan komt het totaal uit op EUR 9.200.000, meer dan 15% van het eigen vermogen bij plaatsing van de certificaten.

69. De vraag is hoe het Fonds met dergelijk hoge kosten nog een fatsoenlijk rendement zou moeten maken, direct in de vorm van 6,5% dividend en indirect (in de vorm van waardevermeerdering van de vastgoedbeleggingen) van 1,5% op jaarbasis (zie reclamebrochure bladzijde 4, onder "Aantrekkelijk rendement").
70. De Stichting neemt wat dit betreft primair het standpunt in dat de reclamebrochure onvolledig en misleidend was door geen risico's te vermelden bij het voorgeschotelde dividend en het indirecte rendement van 1,5%. Subsidiair is de Stichting van mening dat op gedaagde de bewijslast rust dat de door haar voorgeschotelde rendementen correct en reëel zijn. De wet schrijft immers voor dat de beheerder van een beleggingsinstelling in het bezit moet zijn van schriftelijk gecertificeerde prognoses. Alleen gedaagde heeft die in haar bezit (of niet). Ook ingevolge artikel 6:195 BW rust op gedaagde de bewijslast van de juistheid van de gegeven prognoses. Slaagt gedaagde er niet in te bewijzen dat de prognoses correct en reëel waren, dan is de reclamebrochure ook in dit opzicht onvolledig en misleidend geweest (rendementsperspectieven zijn immers net als de specifieke risico's van wezenlijke invloed bij het maken van een beleggingsbeslissing), en het

prospectus overigens ook, omdat het prospectus dezelfde rendementen vermeldt.

VIII. LITERATUUR EN JURISPRUDENTIE

71. Er is veel geschreven en er is veel jurisprudentie over het maken van reclame voor financiële producten en de aansprakelijkheid van de aanbieders daarvoor. Het is niet allemaal van belang. De feitelijke vraag die voorligt is enerzijds of de reclamebrochure en het prospectus, ieder voor zich, juist en volledig waren nu voor een belangrijk risico (eigenlijk een keten van risico's) niet was gewaarschuwd en voorts of de in de reclamebrochure en het prospectus afgegeven prognoses op juiste feitelijke veronderstellingen berusten.
72. Franx²³ is van mening dat informatie over risico's van financiële producten behoort tot de categorie inschattende mededelingen, die zijn gebaseerd op feiten of aannames. Zijn die feiten of aannames niet juist en volledig, dan is de betreffende mededeling hoe dan ook misleidend. Beoordeling van de onderhavige casus moet vanuit dat perspectief hetzelfde lot delen. Het risico dat in de financieringsconstructie besloten lag, was ten tijde van het uitbrengen van het prospectus bekend althans had bekend moeten zijn omdat de constructie als zodanig ook bekend was.

²³ J.P. Franx, in zijn proefschrift Prospectusaansprakelijkheid uit onrechtmatige daad en contract, Recht en Praktijk, Financieel Recht 15, Kluwer 2017, paragraaf 7.7.

73. De in de reclamebrochure en het prospectus opgenomen prognoses (indien niet reeds het primaire standpunt van de Stichting wordt aanvaard dat de mededelingen over de ongeclausuleerd in het vooruitzicht gestelde rendementen onvolledig en misleidend waren) behoren tot de zgn. committerende mededelingen. De feiten die daaraan ten grondslag liggen moeten ook juist en volledig zijn, bij gebreke waarvan de mededeling hoe dan ook misleidend is.
74. Er zijn veel rechtszaken geweest over een financieel product dat de naam "Winstverdriedubbelaar" droeg, of in bredere zin producten waarin sprake was van een hefboomwerking, bijvoorbeeld omdat werd belegd met geleend geld. De winstverdriedubbelaar was een in het product verwerkte hefboom, omdat mede met geleend geld werd belegd. Zie bijvoorbeeld Rechtbank Den Haag (sub 12)²⁴:
- "Reeds gelet op die omstandigheid mocht van een deskundige als Dexia worden verwacht dat de potentiële afnemers van dit aangeboden effectenlease-product indringend werden gewezen op de daaraan verbonden grote risico's, ook al heerste er destijds onder velen de verwachting dat de aandelenkoersen min of meer aanhoudend zouden blijven stijgen."*
75. In een uitspraak van de Rechtbank Noord-Holland²⁵ aangespannen door de Vereniging Woekerpolis tegen SRLev (voorheen Reaal) kwam ook een hefboomwerking

²⁴ Rechtbank Den Haag 18-12-2004, ECLI:NL:RBSGR:2004:AS4404

²⁵ Rechtbank Noord-Holland d.d. 20 december 2017, ECLI:NL:RBNHO:10528.

van een financieel product aan de orde, inclusief het "inteeffect" (zie paragraaf 52), dat ook in de onderhavige zaak speelt. De Rechtbank oordeelde dat het hefboom- en inteeffect niet kan worden gekwalificeerd als een algemeen beleggingsrisico, maar dat het een verborgen, bijzonder risico is. "Het is immers buiten kijf dat bij een tegenvallende beursontwikkeling (...) aan die negatieve ontwikkeling juist door het hefboom- en inteeffect een versterkte negatieve werking op de vermogensopbouw wordt uitgeoefend." (r.o. 4.48) En vervolgens:

"Van SRLev kon verlangd worden dat zij de consument op uitdrukkelijke en begrijpelijke wijze zou informeren over het hefboom- en inteeffect en de mogelijke nadelen ervan. Zij had, als bij uitstek deskundig te achten dienstverlener, zich de belangen van de particuliere afnemer ook in die zin behoren aan te trekken dat zij de in redelijkheid van haar te vergen maatregelen dient te treffen om de wederpartij te beschermen tegen eigen lichtvaardigheid en gebrek aan inzicht."

76. De casus verschilt in zoverre met de onderhavige dat gedaagde op grond van de van toepassing zijnde publiekrechtelijke regelgeving moest waarschuwen voor de specifieke risico's. Met andere woorden, de publiekrechtelijke voorschriften zijn veel gedetailleerder.
77. In dezelfde zin als de Rechtbank Noord-Holland valt te noemen een uitspraak van de Geschillencommissie Financiële Dienstverlening d.d. 16 september 2016,

nr. 2016-426²⁶. Zie overweging 4.8 e.v., alsook Geschillencommissie Financiële Dienstverlening d.d. 5 januari 2017, nr. 2017-16 (productie 10). Ten aanzien van het hefboomeffect in combinatie met het inteereffect zie ook de uitspraak van de uitspraak van de Rechtbank Amsterdam²⁷.

78. Het mag duidelijk zijn dat bij het toetsen van reclame-materiaal en prospectus een zwaar accent rust op de specifieke beleggingsrisico's. Het maakt nogal verschil of een product wordt verkocht als hebbende een laag risicoprofiel met een stabiel rendement van 6,5% (zoals is gebeurd), of dat wordt gezegd: *Let op, iedere euro waardedaling betekent voor u drie euro of meer verlies, wij zullen vastgoed eventueel met verlies moeten afstoten zodat u uw oorspronkelijke investering dan vrijwel zeker niet kunt terugverdienen en het dividend is onzeker.*

IX. CAUSAAL VERBAND (CONDITION SINE QUA NON), 6:98 BW EN SCHADE

79. Gedaagde heeft zorgplichten geschonden die erop gericht zijn de certificaathouders te behoeden voor het lichtvaardig aangaan van de belegging. Gedaagde heeft aan de certificaathouders een belegging aangeboden die door haar werd geprezen met een laag risicoprofiel en een aantrekkelijk rendement. Wezenlijke risico's, materieel relevant voor de

²⁶

https://www.kifid.nl/fileupload/jurisprudentie/GeschillenCommissie/2016/uitspraak_2016-426_bindend.pdf

²⁷ Zie voetnoot 14.

oordeelsvorming omtrent de door de certificaathouders te nemen beleggingsbeslissing, zijn niet in de reclamebrochure opgenomen. De certificaathouders zouden de belegging niet hebben gekocht als zij juist en volledig zouden zijn voorgelicht. Dan waren zij immers tot de conclusie gekomen dat het product geen laag risicoprofiel, maar eerder een hoog risicoprofiel had met bovendien een onzeker rendement.

80. In het World Online arrest²⁸ heeft de Hoge Raad geoordeeld dat de gewone regels inzake stelplicht en bewijslast ten aanzien van het csqn-verband van toepassing zijn, maar dat met het oog op effectieve rechtsbescherming en gelet op de met de prospectusvoorschriften beoogde bescherming van potentiële beleggers als uitgangspunt moet dienen dat het csqn-verband aanwezig moet worden geacht. Het vereiste csqn-verband is in de onderhavige zaak aanwezig.
81. De certificaathouders hebben schade geleden. De waarde van de certificaten was gedaald tot nul, juist vanwege de hefboomwerking die in de certificaten besloten lag. Door een min of meer toevallige herfinanciering is de waarde van het certificaat weer wat hersteld. Hierbij moet worden opgemerkt dat gedaagde de waarde van een certificaat koppelt aan de handelskoers (zie paragraaf 10), maar dat dit niet betekent dat de certificaten die waarde in het economisch verkeer ook hebben want het is geen (bied)koers waartegen iemand bereid is de certificaten te kopen.

Uitgaande niettemin van de handelskoers hebben de certificaathouders een verlies geleden van meer dan 50% op ieder certificaat dat zij hebben gekocht. De totale schade van alle certificaathouders bedraagt - uitgaande van dezelfde premisse - 30 tot 35 miljoen euro.

82. Voor de hieronder te eisen verklaring voor recht heeft de Stichting voldoende aannemelijk gemaakt dat de certificaathouders schade hebben geleden als gevolg van de misleidende mededeling.

X. BEWIJSAANBOD

83. Het antwoord op de vraag of de certificaathouders zijn misleid is, vergt geen bewijslevering. Dat betreft een interpretatie die de Rechtbank zelf moet uitvoeren, eventueel daarin gesteund door een getuige-deskundige. De Stichting biedt van al haar feitelijke stellingen die zij ten grondslag heeft gelegd aan haar vordering bewijs aan, door middel van het horen van getuigen, de aanstelling van een getuige-deskundige en het produceren van nadere stukken en akten.

MITSDIEN:

Dat het de Rechtbank Midden-Nederland behage bij vonnis, voor zover mogelijk uitvoerbaar bij voorraad te verklaren voor recht dat gedaagde misleidende mededelingen heeft gedaan in de reclamebrochure alsook in het prospectus in verband met de emissie(s) van het Office Value Fund N.V. en dat zij verplicht

²⁸ Zie voetnoot 15.

is de daardoor veroorzaakte schade te vergoeden, nader op te maken bij staat en te vereffen volgens de wet.

Productieoverzicht

Productie 1: statuten Stichting Bouwfondsclaim

Productie 2: uittreksel KvK van de Stichting

Productie 3: uittreksel KvK van het Fonds

Productie 4: uittreksel KvK historie van het Fonds

Productie 5: prospectus 2^e emissie Fonds

Productie 6: emissieblad 2^e emissie Fonds

Productie 7: reclamebrochure 2^e emissie Fonds

Productie 8: Leidraad misleiding AFM

Productie 9: jaarverslag Fonds 2014

Productie 10: Uitspraak Geschillencommissie Financiële
Dienstverlening d.d. 5 januari 2017, nr.2017-16.