OLG Nürnberg, Aussetzungs- und Vorlagebeschluss v. 15.10.2025 – 3 U 321/25 UWG

Titel:

Aussetzungs- und Vorlagebeschluss

Normenketten:

UKlaG § 4, § 8
DelVO Art. 3
AEUV Art. 267
PRIIP-VO Art. 8, Art. 30
AIFM-VO Art. 72, Art. 74, Art. 81
KAG § 168, § 217, § 251
UWG § 3, § 3a, § 5, § 8, § 13

Leitsatz:

Es bedarf einer Vorabentscheidung des EuGH darüber, ob ein offener Immobilienfonds für Privatanleger in Form eines sogenannten PRIIP (Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products) der Vorgabe einer mindestens monatlichen Festsetzung von Preisen des PRIIP iSv Anhang II Teil 1 Nr. 4 lit. c Var. 1 DelVO unterfällt, wenn die ihn verwaltende Kapitalverwaltungsgesellschaft zwar börsentäglich Preise ermittelt, hierbei aber auf eine bis zu 3 Monate zurückliegende Bestimmung der Werte der Immobilien zurückgreift und lediglich die Werte der übrigen Vermögensgegenstände börsentäglich bestimmt. (redaktioneller Leitsatz)

Schlagworte:

Fonds, Immobilienfonds, Anleger, Berufung, Kaufpreis, Vorabentscheidung, Auslegung, Berechnung, Bewertung, Unterlassung, Festsetzung, Verlustrisiko, Erstattung, Zulassung, Sinn und Zweck, nationale Regelung, spekulative Anlage, Risikoklassifizierung, Basisinformationsblatt, Marktrisiko, Verbraucherschutz, Irreführung, Bewertungshäufigkeit, Aussetzungs- und Vorlagebeschluss, offene Immobilienfonds, Neubewertung, Preisfestsetzung, Preis, Gesamtrisikoindikator, Vorlageentscheidung

Vorinstanzen:

LG Nürnberg-Fürth, Endurteil vom 21.02.2025 – 4 HK O 5879/24
LG Nürnberg-Fürth, Versäumnisurteil vom 21.11.2024 – 4 HK O 5879/24

Fundstellen:

AG 2026, 416
BKR 2026, 478
LSK 2025, 42075

Tenor

1. Das Verfahren wird ausgesetzt.

2. Dem Gerichtshof der Europäischen Union wird zur Auslegung von Art. 3 Abs. 1 der „Delegierten Verordnung (EU) 2017/653 vom 08.03.2017 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 durch technische Regulierungsstandards in Bezug auf die Darstellung, den Inhalt, die Überprüfung und die Überarbeitung dieser Basisinformationsblätter sowie die Bedingungen für die Erfüllung der Verpflichtung zu ihrer Bereitstellung“ (nachfolgend: DelVO) i.V.m. Anhang II Teil 1 Nr. 4 lit. c DelVO folgende Frage zur Vorabentscheidung vorgelegt:

Unterfällt ein offener Immobilienfonds für Privatanleger in Form eines sogenannten PRIIP (Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products) der Vorgabe einer mindestens monatlichen Festsetzung von Preisen des PRIIP i.S.v. Anhang II Teil 1 Nr. 4 lit. c Variante 1 DelVO, wenn die ihn verwaltende Kapitalverwaltungsgesellschaft zwar börsentäglich Preise ermittelt, hierbei aber auf eine bis zu 3 Monate zurückliegende Bestimmung der Werte der Immobilien zurückgreift und lediglich die Werte der übrigen Vermögensgegenstände börsentäglich bestimmt?

Entscheidungsgründe

A.

1
Die Parteien streiten darüber, ob die Beklagte bei der Erstellung des gesetzlich vorgeschriebenen Risikoindikators die Risikoklasse für den von ihr aufgelegten und verwalteten offenen Immobilienfonds „“ mit den Klassen „2“ bzw. „3“ zutreffend angegeben hat. In rechtlicher Hinsicht geht es um die Frage, ob es der Vorgabe einer mindestens monatlichen Festsetzung von Preisen des PRIIP i.S.v. Anhang II Teil 1 Nr. 4 lit. c Variante 1 DelVO genügt, wenn die den offenen Immobilienfonds für Privatanleger in Form eines sogenannten PRIIP verwaltende Kapitalverwaltungsgesellschaft börsentäglich Preise auf Grundlage der bis zu 3 Monate zurückliegenden Bestimmung der Werte der Immobilien ermittelt, oder ob für eine Einordnung in Nummer 5 mindestens eine monatliche Bestimmung der Werte aller Vermögensgegenstände des Fonds einschließlich der Immobilien erforderlich ist.

2
Die Klägerin ist als qualifizierter Verbraucherverband in die Liste qualifizierter Einrichtungen nach § 4 UKlaG eingetragen.

3
Die Beklagte ist eine Kapitalverwaltungsgesellschaft. Sie vertreibt und verwaltet Immobilienfonds für Privatanleger und institutionelle Kunden. Sie verwaltet auch den von ihr aufgelegten und hier gegenständlichen Immobilienfonds „“ (im Folgenden: U..), einem Alternativen Investmentfonds (A..). Der Schwerpunkt der Investitionen liegt in Wohnimmobilien. Zum Portfolio des Fonds gehören derzeit 765 Liegenschaften (wie Wohnhäuser, Wohnanlagen und Wohn- und Geschäftshäuser). Zu den weiteren Aktiva des Fonds gehören Wertpapiere, Bankguthaben, Zinserträge, Fest- und Termingelder sowie laufende Mieterträge aus den gehaltenen Immobilien. Sein Aktivvermögen besteht zu ca. 76,92% aus Immobilien.

4
Der Fonds ist in Form eines sogenannten „PRIIP“ ausgestaltet und richtet sich vornehmlich an Kleinanleger. Die Immobilien im gegenständlichen Fonds werden beim Erwerb und in der Folgezeit für bis zu drei Monate mit dem Kaufpreis, anschließend mit dem arithmetischen Mittelwert der Verkehrswerte angesetzt, die von zwei unabhängigen Bewertern ermittelt wurden. Solche Werte lässt die Beklagte für jede Immobilie alle drei Monate ermitteln. Die Beklagte lässt zudem für den U… zu jedem Börsentag einen Ausgabe- und einen Rücknahmepreis errechnen. Der Rücknahmepreis ist derjenige Preis, den der Anleger erhält, wenn er seine Fondsanteile an die Beklagte zurückgibt. Der Rücknahmepreis entspricht, gegebenenfalls reduziert um einen Rücknahmeabschlag, dem Anteilswert am Fonds. Den Wert jedes Anteils errechnet die Beklagte aus dem Nettoinventarwert des Fonds (Gesamtwert der im Fonds enthaltenen Vermögenswerte abzüglich aller Verbindlichkeiten) geteilt durch die Gesamtmenge der in Verkehr gelangten Anteile. Hierbei setzt sie für die Bewertung der Immobilien den Mittelwert der beiden zuletzt erfolgten Bewertungen an und berücksichtigt zudem weitere börsentäglich zu beachtende Faktoren wie zum Beispiel die Liquiditätsanlagen. Insbesondere nimmt sie eine börsentägliche Abgrenzung u.a. von Mietverträgen, Betriebs- und Instandhaltungskosten, Darlehnskosten und Anschaffungsnebenkosten sowie von Rückstellungen, Zinseinnahmen, anderen Kosten und Erträgen vor und berücksichtigt Gewinne oder Verluste aus Immobilienverkäufen sowie die Kursentwicklung von Investitionsanteilen, die als Liquiditätsanlagen gehalten werden.

5
Im Basisinformationsblatt des Fonds mit Stand vom 11.12.2023 wies die Beklagte für den U.. einen Gesamtrisikoindikator von „2“ aus, was einer „niedrigen Risikoklasse“ entspricht. Zur Erläuterung hieß es dort ferner: „Das Risiko potenzieller Verluste aus der künftigen Wertentwicklung wird als niedrig eingestuft.“ Ende Juni 2024 wertete die Beklagte nach Vornahme einer Sonderbewertung ihres Immobilienbestandes den Rücknahmepreis von 50,74 € auf 42,26 € pro Anteil ab, was einem Preisrückgang von ca. 16,71% entspricht. Seit dem 01.07.2024 gibt die Beklagte auf ihrem Basisinformationsblatt einen Gesamtrisikoindikator von „3“ („mittelniedrig“) an.

6
Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (kurz: BaFin hat trotz Kenntnis die Risikoeinordnung durch die Beklagte bislang nicht beanstandet.

7
Die Klägerin verlangt von der Beklagten es zu unterlassen, gegenüber Verbrauchern ein Basisinformationsblatt zu verwenden, in dem das Risiko in Bezug auf den streitgegenständlichen Immobilienfonds in Form eines sogenannten PRIIP mit der Risikoklasse „2“ oder „3“ bewertet wird. Sie ist der Meinung, für den streitgegenständlichen Fonds sei die Risikoklasse „6“ und damit die zweithöchste Risikoklasse anzugeben. Die Beklagte tritt dem entgegen.

8
Das Landgericht Nürnberg-Fürth hat der Klage auf Unterlassung und Erstattung der Abmahnkostenpauschale stattgegeben und ein im November 2024 erlassenes Versäumnisurteil aufrechterhalten, da die Risikobewertung des Fonds in den in Rede stehenden Basisinformationsblättern nicht den gesetzlichen Vorgaben entspreche (LG Nürnberg-Fürth, Endurteil vom 21.02.2025 – 4 HK O 5879/24, GRUR-RS 2025, 5923).

9
Hiergegen richtet sich die Berufung der Beklagten, mit der sie beantragt,

1. Das Endurteil des Landgerichts Nürnberg-Fürth vom 21.02.2025 wird aufgehoben.

2. Unter Abänderung des Versäumnisurteils des Landgerichts Nürnberg-Fürth vom 21.11.2024 wird die Klage abgewiesen.

10
Die Klägerin beantragt die Zurückweisung der Berufung.

B.

11
Der Erfolg der Berufung hängt von der Auslegung von Art. 3 Abs. 1 DelVO i.V.m. Anhang II Teil 1 Nr. 4 lit. c DelVO ab. Der Senat hält es daher für erforderlich, vor einer Entscheidung das Verfahren auszusetzen und gemäß Art. 267 Abs. 1 lit. b und Abs. 2 AEUV eine Vorabentscheidung des Gerichtshofs der Europäischen Union einzuholen.

I.

12
Durch die „Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 vom 26.11.2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP)“ (nachfolgend: PRIIP-VO) wurde ein standardisiertes Basisinformationsblatt eingeführt, um das Vertrauen von Kleinanlegern in den Finanzmarkt durch Steigerung der Transparenz wiederherzustellen sowie insbesondere die Verständlichkeit von verpackten Anlageprodukten für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukten für Kleinanleger sowie die Vergleichbarkeit solcher Produkte zu verbessern. Sie ist Ende 2014 in Kraft getreten und seit dem 01.01.2018 anzuwenden.

13
Bei der PRIIP-VO handelt es sich um eine Rahmenverordnung, die zum Teil unbestimmte Vorgaben enthält. Die Vorschriften der PRIIP-VO hinsichtlich der Basisinformationsblätter werden konkretisiert durch die DelVO, welche die EU-Kommission aufgrund der Ermächtigung in Art. 30 PRIIP-VO auf Level 2 erließ. Zur Sicherstellung einer leicht verständlichen, gut lesbaren und einfach vergleichbaren Darstellung der Basisinformationen stellt die DelVO eine einheitliche Vorlage für das Basisinformationsblatt bereit.

14
Nach Art. 8 Abs. 3 lit d UA i PRIIP-VO haben PRIIP-Hersteller im Basisinformationsblatt unter der Überschrift „Welche Risiken bestehen und was könnte ich im Gegenzug dafür bekommen?“ einen Gesamtrisikoindikator anzugeben. Gemäß Art. 3 Abs. 1 DelVO ist dabei für die Darstellung von Risiken die Methodik gemäß Anhang II der DelVO anzuwenden. In Bezug auf die Höhe des mit dem PRIIP verbundenen Risikos sind nach Art. 3 Nr. 2 lit. a i.V.m. Anhang II Teil 3 DelVO folgende Angaben zu tätigen:

15

Höhe des mit dem PRIIP verbundenen Risikos in Form einer Risikoklasse unter Anwendung eines Gesamtrisikoindikators mit einer numerischen Skala von 1 bis 7.

16
Der Gesamtrisikoindikator soll den Verbrauchern eingängig und transparent vermitteln, welches Risiko mit einer konkreten Anlage verbunden ist. Der Gesamtrisikoindikator umfasst die Stufen „1“ bis „7“, wobei „7“ das höchste, „1“ das niedrigste Risiko symbolisiert. Der Gesamtrisikoindikator setzt sich aus einer Aggregation von Marktrisiko-Wert (MRM) und Kreditrisiko-Wert (CRM) zusammen. Beträgt die MRM-Klasse 6, beläuft sich auch der Gesamtrisikoindikator auf 6 – unabhängig von der CRM-Klasse, vgl. Anhang II Teil 3 Ziff. 52 DelVO.

17
Nach Anhang II Teil 1 Nr. 4 lit. c DelVO sind PRIIP bezüglich des Marktrisikos in der „Kategorie 1“ einzustufen, wenn ihre Preise nicht mindestens monatlich festgesetzt werden oder die keine geeignete Benchmark oder keinen geeigneten Stellvertreter haben oder deren geeignete Benchmark oder geeigneter Stellvertreter nicht mindestens monatlich preislich festgesetzt wird.

18
Gemäß Anhang II Teil 1 Nr. 8 DelV unterfallen PRIIPs im Sinne von Nr. 4 lit. c DelV stets der MRM-Klasse zur Bestimmung des Marktrisiko-Werts „6“. Für sie ist gegenüber Verbrauchern im Basisinformationsblatt daher stets mindestens ein Gesamtrisikoindikator von „6“ auszuweisen.

II.

19
Maßgeblich für die Entscheidung im vorliegenden Rechtsstreit ist, was unter dem Begriff „Preise“ des PRIIP im Sinne von Anhang II Teil 1 Nr. 4 lit. c DelVO zu verstehen ist.

20
1. Nach einer Auffassung meint „Preise“ im Sinne von Anhang II Teil 1 Nr. 4 lit. c DelVO ausschließlich die (monatliche) Bestimmung des Nettoinventarwerts (engl. Net-Asset-Value; „NAV“) im Sinne des Werts aller Vermögensgegenstände des Fonds und damit auch der Immobilien. Nach diesem Verständnis ist die börsentägliche Bewertung eines Ausgabe- und Rücknahmepreises, auch wenn dabei die Kurse von Liquiditätsanlagen und Abgrenzungen bestimmter Beträge und Kosten tagesaktuell erfolgen, damit nicht gleichzusetzen, weil hierdurch keine tägliche Neubestimmung des NAV erfolge. Dies setze vielmehr eine mindestens monatliche Bewertung (auch) aller gehaltenen Immobilien voraus.

21
Nach anderer Ansicht erfolgt durch die börsentägliche Neubewertung des Rücknahmepreises eine Festsetzung der Preise im Sinne des Anhangs II Teil 1 Nr. 4 lit. c DelVO. Selbst wenn die „Preise“ i.S.d. DelVO den NAV abbilden müssten, werde der maßgebliche NAV durch den Rücknahmepreis bestimmt.

22
Das Landgericht schloss sich der ersten Auffassung an und entschied, dass der streitgegenständliche Immobilienfonds der Beklagten, der U.., der Risikoklasse „6“ zuzuordnen sei. Denn die Beklagte nimmt unstreitig keine monatliche Bewertung aller gehaltenen Immobilien vor, sondern lässt die Immobilien des U.. nur quartalsweise neu bewerten. Vor diesem Hintergrund führte das Landgericht aus, dass – nachdem bei dem streitgegenständlichen offenen Immobilienfonds die Preise keine geeignete Benchmark und keinen geeigneten Stellvertreter hätten und deren geeignete Benchmark oder geeigneter Stellvertreter nicht mindesten monatlich preislich festgesetzt würden und daher auch die weiteren Alternativen von Anhang II Teil 1 Nr. 4 lit. c DelVO nicht gegeben seien – die Angabe des Risikoindikators mit 2 bzw. 3 unzutreffend gewesen sei.

23
Die Entscheidung hat erhebliche praktische Auswirkungen. Nach Mitteilung der Beklagten ist es gängige Praxis der Verwaltungsgesellschaften von offenen Immobilienfonds in Deutschland, die von den Fonds gehaltenen Immobilien einmal im Quartal bewerten zu lassen, wobei die Bewertungen im Quartal zumeist „rollierend“ durchgeführt werden. Auch die Beklagte handhabt dies so, indem sie jeden Monat eine von drei Tranchen ihres Immobilienbestandes neu bewerten lässt. In Bezug auf offene Immobilienfonds ist im deutschen Markt bislang eine Angabe vergleichsweise niedriger Gesamtrisikoindikatoren (regelmäßig

zwischen 1 und 3) in den Basisinformationsblättern zu beobachten. Derzeit liegt das Marktvolumen offener Immobilienfonds in Deutschland bei weit über 120 Milliarden Euro (Herrmann, BKR 2025, 429 (431)). Die Entscheidung des Landgerichts Nürnberg-Fürth hat in den Medien große Beachtung gefunden. Dabei wurde u. a. von einer „Existenzgefahr“ für offene Immobilienfonds (https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/urteil-dzbankchef-sieht-existenzgefahrfuer-offene-immobilienfonds/100109742.html), von einer neuen „Lawinengefahr bei offenen Immobilienfonds“ (https://www.investmentcheck.de/lawinengefahr -beioffenen-immobilienfonds/) oder von einem „Paukenschlag für Immobilienfonds“ (https://www.fondsprofessionell.de/sachwerte/news/headline/andauernde-schwindsuchtbei-offenen-immobilienfonds-239925) gesprochen.

24
2. Weder in der PRIIP-VO noch in der DelVO wird näher definiert, was unter „Preise“ im Sinne von Anhang II Teil 1 Nr. 4 lit. c DelVO zu verstehen ist.

25
a) Die Bedeutung und Tragweite von Begriffen, die das Recht der Union nicht definiert, sind insbesondere (auch) unter Berücksichtigung des Zusammenhangs, in dem sie verwendet werden, zu bestimmen (EuGH, Urteil vom 18.10.2011 – C-34/10, GRUR 2011, 1104 Rn. 31 – Brüstle/Greenpeace).

26
aa) Nach der Rechtsauffassung der Beklagten ergebe sich aus der Systematik der PRIIP-Kategorien in Anhang II Teil 1 DelVO, dass die Regelung in Nr. 4 lit. c lineare und nichtlineare PRIIP erfasse, die nur deshalb nicht in die Kategorie 2 (für lineare PRIIP) oder Kategorie 3 (für nichtlineare PRIIP) fallen, weil die Voraussetzungen des Vorliegens von mindestens 2 Jahre an historischen Tagespreisen, 4 Jahre an historischen Wochenpreisen oder 5 Jahre an Monatspreisen nicht gegeben seien, wobei der Zusatz „historisch“ nur bei Kategorie 2 (Nr. 5) enthalten ist. Dies werde im Wortlaut der Nr. 4 lit. c) dahingehend verkürzt wiedergegeben, dass „deren Preise nicht mindestens monatlich festgesetzt werden“. Dabei könne sich „deren Preise“ sowohl auf das „PRIIP“ selbst als auch auf „zugrunde liegende Anlagen von PRIIP“ beziehen – abhängig davon, ob ein lineares PRIIP oder ein nichtlineares PRIIP vorliege. Die Regelung in Nr. 4 lit. c komme eine Auffangfunktion zu für den Fall, dass entweder für das PRIIP selbst (bei linearen PRIIP) oder für die zugrunde liegenden Anlagen (bei nichtlinearen PRIIP) nicht mindestens monatliche Preise vorliegen (und nicht auf geeignete Benchmarks oder Stellvertreter zurückgegriffen werden könne, deren Preise wiederum mindestens monatlich festgesetzt werden). Bei linearen PRIIP komme es somit nach Anhang II Teil 1 Nr. 5 DelVO auf den „Preis des PRIIP“ als solchen an, während bei nicht linearen PRIIP stattdessen auf den „Preis der zugrundeliegenden Anlagen“ abzustellen sei (Anhang II Teil 1 Nr. 6 DelVO). Diese Unterscheidung würde ausgehebelt, falls man trotz Vorliegens von linearen PRIIPs auf die zugrundeliegenden Anlagen, also im Streitfall Immobilien, abstellen würde. Die Beklagte ist zusammengefasst der Rechtsauffassung, dass die Vorschrift der Nr. 4 lit. c) Variante 1 des Anhangs II, Teil 1 der DelVO gegenüber Nr. 5 und Nr. 6 des Anhangs II, Teil 1 der DelVO als Auffangtatbestand subsidiär sei, soweit in Nr. 5 und in Nr. 6 das Vorliegen von mindestens monatlichen Preisen vorausgesetzt wird, die sich bei linearen PRIIP gemäß Nr. 5 auf das PRIIP selbst und bei nichtlinearen PRIIP gemäß Nr. 6 auf die zugrunde liegenden Anlagen des PRIIP beziehen, demgegenüber in Nr. 4 lit. c) Variante 1 vorausgesetzt wird, dass keine mindestens monatlichen Preise des PRIIP (bei linearen PRIIP) oder der zugrundeliegenden Anlagen des PRIIP (bei nichtlinearen PRIIP) vorliegen.

27
Da es sich bei dem U.. um ein lineares PRIIP handele, würden, um den Anteils- und Rücknahmepreis des Fonds zu berechnen, die Vermögensgegenstände im Fonds (Immobilien, aber auch liquide Assets wie Bankguthaben, Miet- und Zinsforderungen) addiert und deren Summe nach Abzug eventuell im Fonds vorhandener Verbindlichkeiten durch die Anzahl der ausgegebenen Anteile geteilt. Wertveränderungen der Vermögensgegenstände würden sich damit proportional, das heißt 1:1 im Anteils- und Rücknahmepreis niederschlagen.

28
bb) Diesem Verständnis widerspricht die Klägerin. Anhang II Teil 1 Nr. 4 lit. c DelVO gehe zur Festlegung der Kategorie 1 den anderen Kategorieeinstufungen vor. Dieser Tatbestand kenne keine Unterscheidung

zwischen linearen und nicht linearen PRIIP, sondern lege allein zugrunde, ob eine monatliche Festsetzung der „Preise“ erfolge oder nicht.

29
b) Bei der Auslegung einer Unionsvorschrift sind auch die Ziele zu berücksichtigen, die mit der Regelung, zu der sie gehört, verfolgt werden (EuGH, Urteil vom 03.09.2015 – C-383/14 Rn. 20).

30
aa) Erklärtes Ziel der PRIIP-VO ist eine Verbesserung der Transparenz der PRIIP, die Kleinanlegern angeboten werden, als Maßnahme des Anlegerschutzes und Voraussetzung für die Wiederherstellung des Vertrauens von Kleinanlegern in den Finanzmarkt (Erwägungsgrund 2 S. 1). Die PRIIP-VO soll nach deren Art. 1 es den Kleinanlegern ermöglichen, die grundlegenden Merkmale und Risiken von PRIIPs zu verstehen. Das standardisierte Basisinformationsblatt soll die Verständlichkeit von PRIIP für Kleinanleger sowie die Vergleichbarkeit solcher Produkte verbessern (Erwägungsgrund 1 DelVO). Anhand der Informationen, die den Kleinanlegern bereitgestellt werden, sollen sie die mit Anlagen in PRIIP verbundenen Risiken verstehen und vergleichen können, um so fundierte Anlageentscheidungen zu treffen. Die mit einem PRIIP verbundenen Risiken können verschiedener Art sein. Die wichtigsten Risiken sind dabei Marktrisiko, Kreditrisiko und Liquiditätsrisiko (Erwägungsgrund 5 S. 1 DelVO).

31
bb) Nach der Auffassung des Landgerichts stehen Sinn und Zweck von Anhang II Teil 1 Nr. 4 lit. c DelVO einem Verständnis entgegen, dass eine Preisfestsetzung mittels börsentäglich errechneter Rücknahmepreise genüge. Der Gesamtrisikoindikator diene der vereinfachten Darstellung der Bewertungsmethode, welche zur Ermittlung des Marktrisikos herangezogenen wird. Dieses werde anhand der annualisierten Volatilität entsprechend dem „Value-at-Risk“, sprich anhand der jährlichen Wertschwankung eines Investments und dem potenziellen Verlust im angegebenen Zeitraum, gemessen. Die Risikoklasse solle ausdrücken, mit welcher Wahrscheinlichkeit und in welchem Umfang Anleger eingelegte Gelder potenziell verlieren können. Wenn eine Preisfestsetzung nicht mindestens monatlich erfolge, erscheine dem Verordnungsgeber das Risiko einer Anlage schon abstrakt – sprich unabhängig von der konkreten Gewinn- und Verlusthistorie – höher. Der Verordnungsgeber müsse also bei der Preisfestsetzung im Sinne der DelVO eine Bewertungsmethode vor Augen gehabt haben, die Verbraucher besser über das Risiko der betroffenen Anlage informiert, und im Falle einer monatlichen Festsetzung folglich auch eine geringere Risikoklasse rechtfertigt. Diesen Anforderungen werde eine börsentägliche Berechnung eines Rücknahmepreises nicht gerecht. Denn das Berechnungsintervall von Rücknahmepreisen sage nichts über das Verlustrisiko des zugrundeliegenden Investments aus, weil den Rücknahmepreisen keine tagesaktuellen, unabhängigen Bewertungen insbesondere der gehaltenen Immobilien zugrunde liegen. Vielmehr basierten die so ermittelten Rücknahmepreise stets auf der zuletzt verfügbaren Quartalsbewertung. Es handle sich folglich lediglich um börsentägliche Neuschätzungen, die keine Aussage über das Risikopotenzial einer Anlage ermöglichten. Für eine monatliche Preisfestsetzung sei daher die Bestimmung des NAV maßgeblich, der nicht mit den errechneten Rücknahmepreisen gleichzusetzen sei.

32
Adressaten der Darstellung des Gesamtrisikoindikators seien Neuanleger bzw. Anlageinteressenten. Je kürzer das Bewertungsintervall sei, desto schneller können eventuelle Abwertungen der gehaltenen Immobilien aufgedeckt und über einen höheren Gesamtrisikoindikator dem Verbraucher effektiv mitgeteilt werden. Ein mindestens monatliches Bewertungsintervall ermögliche also genau dasjenige, was Anhang II Teil 1 Nr. 4 lit. c DelVO bezwecke: Verbraucher würden vor der Anlageentscheidung besser informiert, weil die Einstufung auf aktuelleren Bewertungen fußt.

33
Die börsentägliche Berechnung von Rücknahmepreisen würde das Risiko der Anlage nicht hinreichend abbilden. Denn das Berechnungsintervall von Rücknahmepreisen sage nichts über das Verlustrisiko des zugrundeliegenden Investments aus, weil den Rücknahmepreisen keine tagesaktuellen, unabhängigen Bewertungen der gehaltenen Immobilien zugrunde liegen. Vielmehr würden Rücknahmepreise stets auf der zuletzt vergangenen Quartalsbewertung basieren, ohne diese mittels marktgeeigneter Verfahren börsentäglich neu vorzunehmen. Es handele sich folglich um börsentägliche Neuschätzungen, die keine Aussage über das Risikopotenzial einer Anlage ermöglichen würden.

34
Das Landgericht nimmt folgende Kontrollüberlegung vor: Würde es – um den Vorgaben aus Anhang II Teil 1 Nr. 4 lit. c DelVO zu entsprechen – ausschließlich auf die Berechnung des Rücknahmepreises ankommen, wäre eine Einstufung in die MRM-Klasse 2 sogar dann möglich, wenn die im Fonds gehaltenen Immobilien nur etwa im ein- oder zweijährigen Turnus bewertet würden. Dass derartige Szenarien in Deutschland durch § 251 Abs. 1 S. 1 KAGB praktisch ausgeschlossen seien, könne für die unionsrechtlich autonom auszulegende DelVO nichts heißen. Vielmehr gebiete es der Zweck von Anhang II Teil 1 Nr. 4 lit. c DelVO, nicht risikoadäquate Einstufungen zu unterbinden.

35
Etwas anderes ergebe sich nicht daraus, dass der U.. auch liquide Anlagen als Vermögenswerte halte, deren Wert die Beklagte tatsächlich börsentäglich bestimmen könne. Denn die tägliche Neubewertung liquider Anlagen beziehe sich nur auf einen (untergeordneten) Teil des Publikumsinvestmentvermögens. Dementsprechend bewerte die Beklagte ihren Nettoinventarwert auch nur teilweise börsentäglich. Das genüge wiederum nicht den Vorgaben der DelVO, die mit „monatlicher Preisfestsetzung“ die monatliche Bewertung des gesamten Nettoinventarwerts meine.

36
cc) Demgegenüber führt die Beklagte aus, dass bei einer Auslegung der Regelung in Anhang II Teil 1 Nr. 4 lit. c DelVO nach ihrem Sinn und Zweck eine mindestens monatliche Neubewertung der vom Fonds gehaltenen Immobilien selbst nicht erforderlich sei, um den Nettoinventarwert und hieraus abgeleitet den Preis des U.. im Sinne der Nr. 4 lit. c) bzw. Nr. 5 des Anhangs II, Teil 1 DelVO mindestens monatlich berechnen zu können.

37
Die Volatilität eines PRIIP beziehe sich auf die Preise des PRIIP selbst und nicht auf die Preise der zugrunde liegenden Anlagen. Abwertungen der Vermögensanlagen schlagen sich in den Preisen des PRIIP nieder. Der Gesamtrisikoindikator solle dem Anleger eine Auskunft über die Volatilität des Preises des PRIIP geben. Daher müsse es sich um den Preis handeln, der dem Anleger ausgezahlt werde. Im Übrigen würden eventuelle Abwertungen der Immobilien auch während des Drei-Monats-Zyklus aufgedeckt und fänden Eingang in die Risikoklassifizierung.

38
Die am quartalsweise festzulegenden Nettoinventarwert orientierte börsentägliche Bestimmung des Rückgabepreises sei zur Festlegung der richtigen bzw. realen Risikoindikation auf einer Risikoskala von 1 – 7 ebenso gut geeignet wie die monatliche Festlegung des Nettoinventarwerts. Dies gelte um so mehr, als mit der auch auf der Grundlage des Nettoinventarwerts erfolgenden Errechnung börsentäglicher Rückgabepreise zugleich eine auf einer Schätzung beruhende börsentägliche Neubestimmung des Nettoinventarwerts erfolge.

39
Genau dies sei beim streitgegenständlichen U.. umgesetzt worden. Beim U.. erfolge die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen nach § 12 Ziff. 1 der Allgemeinen Anlagebedingungen (Anlage B 2) grundsätzlich börsentäglich. Hierfür würden börsentäglich die Anteils- und Rücknahmepreise ermittelt (vgl. § 13 Ziff. 5 der Allgemeinen Anlagebedingungen). Um die Anteils- und Rücknahmepreise ermitteln zu können, müsse der Nettoinventarwert berechnet werden. Hierfür würden die verfügbaren Verkehrswerte der Vermögensgegenstände (u.a. der Immobilien) addiert und Verbindlichkeiten abgezogen. Damit werde der Nettoinventarwert des U.. tatsächlich von Börsentag zu Börsentag „berechnet“ und nicht lediglich „geschätzt“

40
Die Beklagte habe im Juni 2024 eine Zwischenbewertung durchführen müssen, weil sie gezwungen gewesen sei, einen Teil ihres Immobilienbestands auf dem Markt zu verkaufen. Infolgedessen habe sie eine Zwischenbewertung durch externe Gutachter vornehmen lassen, die eine Abwertung des Fondsvermögens von fast 17% ergeben habe. Diese Abwertung sei unmittelbar auch in die Risikoklassifizierung des U.. eingeflossen. Damit sei – ohne das angebliche Erfordernis einer monatlichen Bewertung der Immobilien des U.. – der Sinn und Zweck des Gesamtrisikoindikators erfüllt worden: eine Abwertung der Immobilien sei aufgedeckt und die gestiegene Volatilität dem Verbraucher in Form einer Hochstufung des Gesamtrisikoindikators von der Stufe „2“ in die Stufe „3“ mitgeteilt worden.

41
Die Einstufung des U.. in die Risikoklasse „6“ stelle eine Irreführung der Anleger über die tatsächlichen Risiken des Fonds dar. Denn mit der Risikoklasse „6“ werde suggeriert, dass der U.. von seiner Risikostruktur her als hochriskante und spekulative Anlage anzusehen sei. Das sei nicht der Fall. Vielmehr würden offene Immobilienfonds wie der U.. über wertstabile Immobilien verfügen, die zumeist konstante Entwicklungen aufweisen. Das Investment in Immobilienfonds sei beispielsweise im Vergleich mit Aktienfonds oder Rohstofffonds, die empirisch eine deutlich höhere Volatilität aufweisen, tatsächlich geringeren Risiken ausgesetzt. Des Weiteren würde eine höhere Risikoklasse dem Anleger auch höhere Renditechancen suggerieren. Das sei bei offenen Immobilienfonds jedoch nicht der Fall. Diese hätten – bei vergleichsweisen geringen Risiken – nur moderate Renditechancen.

42
dd) Die Klägerin ist hingegen der Auffassung, dass es mit der Argumentation der Beklagten im Belieben des Emittenten stünde, durch börsentägliche Berechnung der Rücknahmepreise eine niedrige Risikoklasse zu erreichen, obwohl nicht sichergestellt sei, dass durch zeitlich geringe Prüfungsabstände mindestens im Monatsrhythmus der Verkehrswert der Immobilien belastbar berechnet werde.

43
Die Ausführungen der Beklagten, dass zur Berechnung des Nettoinventarwerts die verfügbaren Verkehrswerte der Vermögensgegenstände (wie etwa Immobilien) addiert würden, seien unzutreffend, da sie diese Verkehrswerte der Immobilien nicht verlässlich kenne, sondern lediglich eine Bewertung alle drei Monate vornehme. Die Beklagte würde daher die Werte lediglich auf der Basis der letzten Bewertung „schätzen“ können. Dies widerspreche dem Sinn und Zweck der Verordnungen.

44
Im Jahr 2024 habe der Verlust für die Anleger bei fast 17% gelegen. Damit habe sich ein Risiko verwirklicht, das einer Bewertung in die Risikoklassen 2 bzw. 3 entgegenstehe.

45
Die Beklagte könne nach Anhang II Teil 1 Nr. 4 lit. c DelVO einer monatlichen Bewertung des NAV i.S.d. Verkehrswerts der Vermögensgegenstände dadurch entgehen, dass sie geeignete Benchmarks oder Proxys bereitstelle, die ihrerseits mindestens monatlich festgesetzt werden. Sie habe also durchaus Alternativen, um in den Genuss einer niedrigeren Risikoklasse zu gelangen.

46
3. Das Joint Committee der europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) gibt eine konsolidierte Sammlung von Fragen und Antworten (Q& A) in Bezug auf das Basisinformationsblatt von PRIIPs heraus (Anlage B 7). Die Q& A der ESAs stehen zwar in der Normhierarchie unter der Verordnung selbst. Sie dienen aber als sogenannte Level 3-Maßnahme anerkanntermaßen als Auslegungshilfe (Gruber, in Langheid/Wandt, Münchener Kommentar zum VVG, 3. Aufl. 2024, VO (EU) 1286/2014 Art. 1 Rn. 22) bzw. Interpretationshilfe (Buck-Heeb, in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht, 8. Aufl. 2023, VO (EU) 1286/2014 Art. 1 Rn. 46).

47
In den Q& A finden sich u.a. folgende Fragen und dazugehörige Antworten:

(6) What is the meaning of the term „underlying investments“ in Annex II, Part 1, Points 4-6 for a PRIIP that is an Undertaking for Collective Investment (UCI)? In particular, do we need to look at the portfolio of the UCI itself to determine which Category we should consider the PRIIP? The determination of the PRIIPs’ Category addresses the PRIIP itself, and depends on the payoff structure and the availability of data. […]If the payoff of the UCI is linear, it would be classified as Category 2 provided there is enough data available for the calculation. If there is no data, it would be Category 1. If the payoff is not linear (for example a structured UCITS), it would be a Category 3 product, provided the data history requirements are met.

[…]

(16) Are the redemption prices of openended real estate AIFs „prices“ within the meaning of point 5 of Annex II of the Delegated Regulation? The question arises because the redemption price is determined on the basis of the net asset value (NAV) of the respective fund. For the NAV, the market prices of the AIF

properties are determined only once a year. In contrast to UCITS, no market prices of the underlying assets are available on a daily basis.

In accordance with point 4(c) of Annex II, Part 1 of the Delegated Regulation, unless there is an appropriate benchmark or proxy which is priced on at least a monthly basis, where the net asset value is calculated on a less regular basis than monthly (e.g. only yearly), the PRIIP would be Category 1.

48
a) Das Landgericht führte in den Gründen aus, dass sowohl Frage als auch Antwort Nr. 6 sich auf sog. UCITS beziehen würde. UCITS würden nicht unmittelbar Immobilienvermögen halten, das Anlagespektrum von UCITS sei auf liquide Vermögensgegenstände begrenzt. Weil Vermögensgegenstände, die UCITS halten dürfen, liquide seien, würden tagesaktuelle Marktpreise gleichsam ihren Nettoinventarwert abbilden. Genau das treffe auf den hier streitgegenständlichen Fonds nicht zu.

49
Hintergrund der Frage Nr. 16 sei – so das Landgericht – ein Fonds, der seinen Nettoinventarwert (net asset value, kurz: NAV) nur jährlich bewerten lasse, aber öfter als monatlich Rücknahmepreise (redemption prices) bestimme. Nur so ergebe die Frage Sinn, ob auch Rücknahmepreise „Preise“ i.S.v. Anhang II Teil 1 Nr. 4 lit. c) DelVO seien. Denn wäre dem so, könnte der vom Fragesteller gemeinte Fonds die Anforderungen der genannten Vorschrift erfüllen. Die Antwort der ESAs stelle indes nicht auf den Rücknahmepreis, sondern auf den Nettoinventarwert ab. Maßgeblich für die Preisfestsetzung i.S.d. DelVO sei folglich die Bestimmung des Nettoinventarwerts. Ausweislich der Antwort wäre ein PRIIP, dessen Nettoinventarwert nicht mindestens monatlich berechnet werde, der Kategorie 1 zuzuordnen.

50
b) Demgegenüber führt die Beklagte aus, dass in der Antwort Nr. 6 die ESAs darauf abstellen würde, dass es zur Bestimmung der PRIIP-Kategorie auf das PRIIP selbst ankomme, abhängig von dessen Auszahlungsprofil und Datenverfügbarkeit, wobei mit letzterem das Vorliegen von Preisen („price data“) gemeint sei. Wenn das Auszahlungsprofil eines PRIIP (die ESAs verwende den Begriff „UCI“) linear sei, würde das PRIIP in die Kategorie 2 fallen, vorausgesetzt, dass hinreichend „Preise“ verfügbar seien. Seien nicht hinreichend Preise verfügbar, würde das PRIIP in die Kategorie 1 fallen. Weder die Frage noch die Antwort in Ziff. 6 würden sich lediglich auf „UCITS“ beziehen. Vielmehr werde in der Frage auf ein „Undertaking for Collective Investment (UCI)“ Bezug genommen. Hierbei handele es sich um einen Organismus für gemeinsame Anlagen (OGA). Dieser habe zum Ziel, Kapital von Anlegern zu beschaffen, um es in verschiedene Arten von Vermögenswerten (Aktien, Schuldverschreibungen, unbewegliche Güter usw.) zu investieren. Hierunter würden mithin auch offene Immobilienfonds wie der U.. fallen, vgl. Art. 4 Abs. 1 lit. a) RL 2011/61/EU vom 08.06.2011 (sog. AIFM-Richtlinie). Lediglich als ein Beispiel für ein PRIIP mit einem nichtlinearen Auszahlungsprofil würde die ESAs in der Antwort einen „structured UCITS“ anführen.

51
In der Antwort Nr. 16 würden die ESAs zwar darauf abstellen, dass es darauf ankomme, wie häufig der Nettoinventarwert („net asset value“) berechnet werde. Würde der Nettoinventarwert seltener als monatlich (beispielsweise nur jährlich) berechnet werden, falle das PRIIP in die PRIIP-Kategorie 1. Aus der Antwort der ESAs könne jedoch nicht abgeleitet werden, dass der Nettoinventarwert eines Fonds immer nur dann (vollständig) berechnet werden könne, wenn zugleich die ihm zugrunde liegenden Immobilien bewertet würden. Vielmehr sei zwischen der Berechnung des Nettoinventarwerts und der Bewertung der Vermögensgegenstände zu unterscheiden. Mit der Antwort hätten die ESAs zum Ausdruck gebracht, dass – auch wenn für Immobilien keine tagesaktuellen Verkehrswerte vorliegen – auf den Nettoinventarwert als Summe der Vermögenswerte des Fonds abzustellen sei. Das Landgericht argumentiere hier zirkulär: zwar erkenne es an, dass in der Antwort der ESAs auf den Nettoinventarwert abgestellt wird, meine aber, dass der Nettoinventarwert nur berechnet werden könne, wenn zugleich die zugrunde liegenden Anlagen bewertet werden.

52
c) Die Klägerin stellt sich dagegen auf den Standpunkt, dass die Antwort der ESAs deutlich zwischen dem Rücknahmepreis einerseits und dem Nettoinventarwert andererseits unterscheide. Wäre also der „Preis“ i.S.d. DelVO mit dem Rücknahmepreis gleichzusetzen, hätte die Antwort auf den vom Fragesteller gemeinten Fonds so ausfallen müssen, dass es überhaupt keine Rolle spielen würde, in welchen

Abständen das NAV berechnet werde, da die Berechnung des börsentäglichen Rücknahmepreises entscheidend für die Einstufung in die Kategorie 1 wäre.

53
Mit der Einschätzung der Beklagten wäre nicht erkennbar, welche Bedeutung die Unterscheidung zwischen dem Nettoinventarwert i.S.e. Berechnung des tatsächlichen Werts der Immobilien einerseits und dem Rücknahmepreis auf der anderen Seite überhaupt noch hätte. Es gäbe dann auch für Fonds, die wie der vorliegende zum allergrößten Teil auf Immobilienwerten basieren, nur den Rücknahmepreis. Das sei aber, wie die ESAs ausdrücklich klargestellt haben, nicht der Fall; die ESAs würden gerade zwischen dem Rücknahmepreis einerseits und dem Nettoinventarwert („NAV“) andererseits unterscheiden.

54
4. In der RL 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 08.06.2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds (nachfolgend: AIFM-RL) werden Vorschriften für die Zulassung, die laufende Tätigkeit und die Transparenz der Verwalter alternativer Investmentfonds (alternative investment fund managers – AIFM) festgelegt, die alternative Investmentfonds (AIF) in der Union verwalten und/oder vertreiben (Art. 1 AIFM-RL). Sie enthält u.a. folgende Regelungen:

„Artikel 19 Bewertung

[…](2) Die für die Bewertung der Vermögenswerte und die Berechnung des Nettoinventarwerts je Anteil der AIF geltenden Vorschriften sind in dem Land, in dem der AIF seinen Sitz hat, gesetzlich oder in den Vertragsbedingungen oder der Satzung der AIF geregelt. […] Nach Auffassung der Beklagten wird damit in der AIFM-Richtlinie zwischen der „Bewertung der Vermögenswerte“ und der „Berechnung des Nettoinventarwerts je Anteil“ unterschieden.“

55
5. Die „Delegierte Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission vom 19.12.2012 zur Ergänzung der RL 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Ausnahmen, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebelfinanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung“ (nachfolgend: AIFM-VO) enthält u.a. folgende Regelungen:

„Erwägungsgrund 81

Es gibt Bewertungsverfahren, die täglich durchgeführt werden können, wie die Bewertung von Finanzinstrumenten, doch es gibt auch Bewertungsverfahren, die nicht mit derselben Frequenz durchgeführt werden können, wie sich Emissionen, Zeichnungen, Rücknahmen und Aufhebungen ereignen, beispielsweise die Bewertung von Immobilien. Die Frequenz der Bewertung der von einem offenen Fonds gehaltenen Vermögenswerte sollte der Unterschiedlichkeit der Bewertungsverfahren für die vom AIF gehaltenen Vermögenswertarten Rechnung tragen.“

Artikel 72 Berechnung des Nettoinventarwerts je Anteil

(1) Ein AIFM gewährleistet, dass bei allen von ihm verwalteten AIF der Nettoinventarwert je Anteil bei jeder Ausgabe oder Zeichnung oder Rücknahme oder Annullierung von Anteilen berechnet wird, mindestens aber einmal jährlich. […]

Artikel 74 Häufigkeit der Bewertung von Vermögenswerten offener AIF

(1) Die Bewertung der von offenen AIF gehaltenen Finanzinstrumente erfolgt jedes Mal, wenn der Nettoinventarwert je Anteil gemäß Artikel 72 Abs. 1 berechnet wird.

(2) Die Bewertung anderer Vermögenswerte, die von offenen AIF gehalten werden, erfolgt mindestens jährlich sowie jedes Mal, wenn Belege vorliegen, dass die zuletzt vorgenommene Bewertung nicht mehr fair und oder ordnungsgemäß ist.

56
Die Beklagte meint, dass die vom Landgericht vorgenommene Auslegung der AIFM-VO widerspreche. Denn nach deren Art. 74 Abs. 2 reiche es aus, wenn die Bewertung der Immobilien von Immobilienfonds „mindestens jährlich“ erfolge. Diese Vorschrift werde umgangen, wenn es für eine monatliche Berechnung der Preise des Fonds nach der DelVO auf eine mindestens monatliche Bewertung der Immobilien ankäme.

Daher sei die DelVO kohärent mit dem sonstigen Sekundärrecht der EU auszulegen und anzuwenden. Die DelVO als sekundäres Unionsrecht könne die Regelungen der AIFM-Verordnung nicht derogieren.

57
Denn in Art. 72 und 74 der AIFM-Verordnung werde wie folgt unterschieden:

- Der Nettoinventarwert je Anteil müsse bei jeder Ausgabe oder Rücknahme von Anteilen berechnet werden, mindestens einmal im Jahr (Art. 72 Abs. 1 AIFM-VO);

- Die vom Fonds gehaltenen „Finanzinstrumente“ müssten jedes Mal bewertet werden, wenn der Nettoinventarwert je Anteil berechnet werde (Art. 74 Abs. 1 AIFM-VO);

- Die vom Fonds gehaltenen „anderen Vermögenswerte“ müssten mindestens jährlich sowie jedes Mal, wenn Belege vorliegen, dass die zuletzt vorgenommene Bewertung nicht mehr fair und oder ordnungsgemäß ist, bewertet werden (Art. 74 Abs. 2 AIFM-VO).

58
Diese Regelungen würden zeigen, dass der Nettoinventarwert auch dann berechnet werden könne, wenn die Vermögenswerte der zugrunde liegenden Anlagen nicht neu bewertet werden. Ansonsten wäre die Unterscheidung zwischen den „Finanzinstrumenten“ in Art. 74 Abs. 1 und den „anderen Vermögenswerten“ in Art. 74 Abs. 2 AIFM-VO hinfällig. Dies ergebe sich auch aus Erwägungsgrund 81 AIFM-VO.

59
6. Das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) wurde am 16.05.2013 vom Deutschen Bundestag beschlossen und trat überwiegend zum 22.07.2013 in Kraft.

60
a) § 168 KAGB stellt die nationale Regelung für die Berechnung des Nettoinventarwertes je Anteil oder Aktie und die Bewertung von Vermögensgegenständen für in Deutschland registrierte (Publikums-)Investmentvermögen dar:

§ 168 KAGB (Bewertung; Verordnungsermächtigung)

(1) Der Nettoinventarwert je Anteil oder je Aktie ergibt sich aus der Teilung des Wertes des offenen Publikumsinvestmentvermögens durch die Zahl der in den Verkehr gelangten Anteile oder Aktien. Der Wert eines offenen Publikumsinvestmentvermögens ist auf Grund der jeweiligen Verkehrswerte der zu ihm gehörenden Vermögensgegenstände abzüglich der aufgenommenen Kredite und sonstigen Verbindlichkeiten zu ermitteln. Zur Bestimmung des Verkehrswertes des Vermögensgegenstandes ist das jeweilige gesetzliche oder marktübliche Verfahren zugrunde zu legen.

(2) Bei Vermögensgegenständen, die zum Handel an einer Börse zugelassen oder an einem anderen organisierten Markt zugelassen oder in diesen einbezogen sind, ist als Verkehrswert der Kurswert der Vermögensgegenstände anzusetzen, sofern dieser eine verlässliche Bewertung gewährleistet.

(3) Bei Vermögensgegenständen, für die die Voraussetzungen nach Absatz 2 nicht vorliegen oder für die kein handelbarer Kurs verfügbar ist, ist der Verkehrswert, der bei sorgfältiger Einschätzung nach geeigneten Bewertungsmodellen unter Berücksichtigung der aktuellen Marktgegebenheiten angemessen ist, zugrunde zu legen. […]

61
Aus § 168 Abs. 1 S. 1 KAGB ergibt sich, dass es sich beim NAV um das um Verbindlichkeiten bereinigte Investmentvermögen handelt. Weil für Immobilien kein handelbarer Kurs verfügbar ist, ist gemäß § 168 Abs. 3 KAGB für den Wert der Vermögensgegenstände der Verkehrswert zugrunde zu legen, der bei sorgfältiger Einschätzung nach geeigneten Bewertungsmodellen unter Berücksichtigung der aktuellen Marktgegebenheiten angemessen ist.

62
b) § 217 KAGB verhält sich über die angemessene Frequenz der Bewertung der Vermögensgegenstände und der Frequenz der Berechnung des Nettoinventarwertes:

§ 217 Häufigkeit der Bewertung und Berechnung; Offenlegung

(1) Die Bewertung der Vermögensgegenstände und die Berechnung des Nettoinventarwertes je Anteil oder Aktie sind in einem zeitlichen Abstand durchzuführen, der den zum Investmentvermögen gehörenden Vermögensgegenständen und der Ausgabe- und Rücknahmehäufigkeit der Anteile oder Aktien angemessen ist, jedoch mindestens einmal im Jahr.

(2) Die Kriterien zur Bestimmung der Häufigkeit der Bewertung der Vermögensgegenstände und zur Berechnung des Nettoinventarwertes je Anteil oder Aktie bestimmen sich nach den Artikeln 67 bis 74 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013. […]

63
c) § 251 Abs. 1 KAGB trifft Sonderregelungen zur Frage der Häufigkeit der Bewertung der Immobilieninvestitionen:

§ 251 Sonderregeln für die Häufigkeit der Bewertung

(1) § 217 ist mit der Maßgabe anzuwenden, dass der Wert der Vermögensgegenstände im Sinne des § 231 Abs. 1 und des § 234 innerhalb eines Zeitraums von drei Monaten zu ermitteln ist. Sehen die Anlagebedingungen eines Immobilien-Sondervermögens gemäß § 255 Abs. 2 die Rücknahme von Anteilen seltener als alle drei Monate vor, ist der Wert der Vermögensgegenstände im Sinne des § 231 Abs. 1 und des § 234 innerhalb eines Zeitraums von drei Monaten vor jedem Rücknahmetermin zu ermitteln. Abweichend von S. 1 und 2 ist der Wert stets erneut zu ermitteln und anzusetzen, wenn nach Auffassung der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft der zuletzt ermittelte Wert auf Grund von Änderungen wesentlicher Bewertungsfaktoren nicht mehr sachgerecht ist; die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft hat ihre Entscheidung und die Gründe dafür nachvollziehbar zu dokumentieren. […]

64
d) Soweit die Parteien um den Inhalt und die Vorgaben dieser nationalen Vorschriften streiten, ist dies im Vorlageverfahren unter Berücksichtigung des Anwendungsvorrangs des Unionsrechts ohne Belang. Allerdings beruht das KAGB teilweise auf EU-Richtlinien, wie beispielsweise die RL 85/611/EWG des Rates vom 20.12.1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (neugefasst durch die RL 2009/65/EG vom 13.07.2009 und geändert durch die RL 2014/91/EU vom 23.07.2014) oder die bereits erwähnte AIFM-RL.

65
7. Aus Sicht des Senats muss bei der gebotenen Auslegung der Zweck der Bestimmung und die Systematik von Anhang II Teil 1 der DelVO angemessen berücksichtigt werden.

66
Der Verordnungsgeber ging offenbar davon aus, dass sich der Marktrisiko-Wert (MRM) grundsätzlich nach der Volatilität des PRIIP in der Vergangenheit bestimmt, weshalb er in Nr. 2 Werten der VaRäquivalenten Volatilität die MRM-Klassen 1 bis 7 zugewiesen hat. Für lineare und nichtlineare PRIIP, die nach Nr. 5 bzw. Nr. 6 den Kategorien 2 bzw. 3 zugeordnet werden, hat er in Nrn. 9 bis 15 bzw. Nrn. 16 bis 24 nähere Vorgaben für die Ermittlung der Volatilität gemacht. Der Verordnungsgeber hat somit den Grundansatz verfolgt, dass die Volatilität in der Vergangenheit die Grundlage für die Bestimmung der MRM-Klasse sein soll. Wie sich aus Nrn. 5 bzw. Nr. 6 weiter ergibt, hat er dabei vorausgesetzt, dass für die Vergangenheit Preise wenigstens monatlich vorliegen müssen, wobei er – wie sich daran zeigt, dass die Historie dann 5 Jahre betragen muss – den lediglich monatsweise ermittelten Preisen eine geringere Aussagekraft beigemessen hat als täglich ermittelten Preisen, bei denen eine Historie von 2 Jahren genügt. In Kategorie 1 fallen nach Nr. 4 lit. c solche PRIIP, bei denen nicht einmal monatsweise ermittelte Preise vorhanden sind. Der Systematik des Anhangs II Teil 1 der DelVO ist somit immanent, dass bei Nichtvorliegen der Voraussetzungen in Nummern 5 und 6 das PRIIP automatisch an den Anforderungen des Nr. 4 zu messen ist.

67
Würden vor diesem Hintergrund Rücknahmepreise genügen, die zwar täglich ermittelt werden, jedoch nur auf Grundlage von bis zu 3 Monaten zurückliegenden Bewertungen, wäre die Datenbasis für die Volatilitätsermittlung schlechter als die, die in Nr. 5 und Nr. 6 gerade noch als aussagekräftig angesehen wird. Die lediglich hinsichtlich der Bewertung von Liquiditätsanlagen und Abgrenzungen bestimmter Beträge und Kosten börsentäglich aktualisierten Rücknahmepreise würden nämlich über einen Zeitraum von 3 Monaten hinweg auf ein und derselben Bewertung der Immobilien beruhen, was dazu führt, dass

Schwankungen innerhalb dieses Zeitraums nicht zuverlässig erkannt werden. Es besteht damit möglicherweise die Gefahr, dass in Wirklichkeit bereits in der Vergangenheit die Volatilität höher war und lediglich aufgrund des relativ langen Zeitintervalls zwischen der Bestimmung des Werts aller Vermögensgegenstände des Fonds einschließlich der Immobilien durch den Bewerter nicht erkannt wurde. Diese Gefahr ist jedenfalls in einem Fall wie dem vorliegenden, in dem die Immobilien mehr als 3/4 des Aktivvermögens ausmachen, gegeben und nicht zu vernachlässigen.

68
In Bezug auf den Vortrag der Beklagten, wonach sie in rechtlich zulässiger Weise den Rücknahmepreis nach den Vorschriften der Art. 72, 74 AIFM-Verordnung i.V.m. § 217, 251 KAGB, die eine quartalsweise Bewertung der Immobilien ausreichen lassen (sowie im Falle einer Änderung von wesentlichen Bewertungsfaktoren eine Zwischenbewertung vorschreiben, vgl. Art. 74 Abs. 2 AIFM-Verordnung i.V.m. § 251 Abs. 1 S. 3 KAGB) ermittle, weist der Senat darauf hin, dass zwischen den rechtlichen Vorgaben für die Bewertungshäufigkeit und den – nicht notwendigerweise damit zusammenhängenden – Anforderungen an die Risikoklassifizierung zu unterscheiden ist. Eine Kapitalverwaltungsgesellschaft genügt daher möglicherweise den europäischen Vorgaben über die Häufigkeit der Berechnung des Rücknahmepreises, wenn sie eine jährliche Bewertung der Immobilien für die Ermittlung der Rücknahmepreise – bzw. den deutschen Vorgaben bei einer quartalsweisen Bewertung – vornimmt. Dann muss sie aber unter Umständen mit der – davon losgelösten – Folge der Einstufung in eine andere Risikoklasse rechnen.

III.

69
Die Vorlagefrage ist entscheidungserheblich:

70
1. Die Klagebefugnis und Aktivlegitimation der Klägerin ergeben sich aus § 8 Abs. 3 Nr. 3 UWG i.V.m. § 4 UKlaG.

71
2. Sollte die Risikobewertung durch die Beklagte nicht den Vorgaben der PRIIP-VO und der DelVO entsprechen, würden der Klägerin die geltend gemachten Ansprüche nach § 3 Abs. 1, § 3a, § 8 Abs. 1 S. 1, § 13 Abs. 3 UWG zustehen.

72
a) Die streitgegenständliche Angabe des Gesamtrisikoindikators eines Fonds in einem standardisierten Basisinformationsblatt stellt eine geschäftliche Handlung i.S.d. § 2 Abs. 1 Nr. 2 UWG dar.

73
b) Bei einem Verstoß gegen Art. 3 Abs. 1 DelVO i.V.m. Anhang II Teil 1 DelVO ist die geschäftliche Handlung der Beklagten gemäß § 3 Abs. 1 UWG unzulässig.

74
aa) Die Unzulässigkeit gemäß § 3 Abs. 1 UWG würde sich bei einem Verstoß gegen die Vorgaben der PRIIP-VO und der DelVO aus der Unlauterkeit nach § 3a UWG (Rechtsbruch) ergeben.

75
Gemäß § 3 Abs. 1 UWG sind unlautere geschäftliche Handlungen unzulässig. Nach § 3a UWG handelt unlauter, wer einer gesetzlichen Vorschrift zuwiderhandelt, die auch dazu bestimmt ist, im Interesse der Marktteilnehmer das Marktverhalten zu regeln, und der Verstoß geeignet ist, die Interessen von Verbrauchern, sonstigen Marktteilnehmern oder Mitbewerbern spürbar zu beeinträchtigen.

76
Die hier zu prüfenden Vorschriften der PRIIP-VO und der DelVO sind unzweifelhaft dazu bestimmt, im Interesse der Marktteilnehmer das Marktverhalten zu regeln.

77
Die Vorschriften der PRIIP-VO und der DelVO sind anwendbar, da es sich bei dem Immobilienfond U… der Beklagten unstreitig um ein sogenanntes PRIIP handelt.

78

Ein Verstoß dagegen wäre auch geeignet, die Interessen von Verbrauchern, sonstigen Marktteilnehmern oder Mitbewerbern spürbar zu beeinträchtigen. Der Verbraucher, bei dem es sich nach dem Wesen des PRIIP und nach den eigenen Angaben der Beklagten in den Basisinformationsblättern typischerweise um einen „Kleinanleger“ handelt, wird sich in erster Linie an der Risikoeinstufung im Informationsblatt orientieren, um das Risiko einzuschätzen. Die Einstufung nach der Risikoklasse ist für den Verbraucher ein entscheidendes Kriterium, um auf den ersten Blick das Risiko verlässlich einschätzen zu können.

79
bb) Darüber hinaus würde sich, sollte die Beklagte den Vorgaben der PRIIP-VO und der DelVO nicht genügen, die Unzulässigkeit gemäß § 3 Abs. 1 UWG aus einem Verstoß gegen das Irreführungsverbot nach § 5 Abs. 1, Abs. 2 Nr. 1 UWG ergeben.

80
Nach § 5 Abs. 1 UWG handelt unlauter, wer eine irreführende geschäftliche Handlung vornimmt, die geeignet ist, den Verbraucher oder sonstigen Marktteilnehmer zu einer geschäftlichen Entscheidung zu veranlassen, die er andernfalls nicht getroffen hätte. Dabei ist gemäß § 5 Abs. 2 Nr. 1 UWG eine geschäftliche Handlung irreführend, wenn sie unwahre Angaben enthält oder sonstige zur Täuschung geeignete Angaben über die wesentlichen Merkmale der Ware oder Dienstleistung enthält.

81
Die Einstufung nach der MRM-Klasse ist – wie ausgeführt – für den Verbraucher ein entscheidendes Kriterium, um das Risiko der Anlage verlässlich einschätzen zu können. Bei einer unzutreffenden Angabe des MRM-Risikoklassenwerts liegt somit eine Irreführung über wesentliche Merkmale der Ware oder Dienstleistung vor.

82
cc) Dagegen steht ein Verstoß gegen die – grundsätzlich vorrangig zu prüfenden (vgl. BGH GRUR 2022, 930 Rn. 23 – Knuspermüsli II) – Informationspflichten mit unionsrechtlicher Grundlage nach § 3, § 5a, § 5b Abs. 4 UWG i.V.m. Art. 3 Abs. 1 i.V.m. Anhang II, Teil 1 DelVO nicht im Raum. Denn Gegenstand des Unterlassungsbegehrens ist nicht das Vorenthalten einer wesentlichen Information, weil die Beklagte einen Gesamtrisikoindikator in klarer, verständlicher und eindeutiger Weise angibt. Streitgegenständlich sind vielmehr die Grundlagen für die Ermittlung dieser Informationen, nämlich in welche Kategorie PRIIP bezüglich des Marktrisikos – und daraus folgend in welche Risikoklasse Investmentfonds in dem den Verbrauchern zur Verfügung zu stellenden Basisinformationsblatt – einzustufen sind.

83
c) Der geltend gemachte Unterlassungsanspruch würde sich bei einer Zuwiderhandlung aus § 8 Abs. 1 S. 1 UWG und der Anspruch auf Zahlung der Abmahnkostenpauschale aus § 13 Abs. 3 UWG ergeben.