



Datum van inontvangstneming : 01/12/2025

Zaak C-677/25

Verzoek om een prejudiciële beslissing

Datum van indiening:

23 oktober 2025

Verwijzende rechter:

Oberlandesgericht Nürnberg (Duitsland)

Datum van de verwijzingsbeslissing:

15 oktober 2025

Verweerster en appellante:

ZBI Fondsmanagement GmbH

Verzoeker en geïntimeerde:

Verbraucherzentrale Baden-Württemberg e. V.

Oberlandesgericht Nürnberg

[OMISSIS]

Zaaknummer:

[OMISSIS]

In het geding tussen

Verbraucherzentrale Baden-Württemberg e. V., [OMISSIS] Stuttgart

– verzoeker en geïntimeerde –

[OMISSIS]

en

ZBI Fondsmanagement GmbH, [OMISSIS] Erlangen

– verweerster en appellante –

[OMISSIS]

wegens staking

neemt het Oberlandesgericht Nürnberg (rechter in tweede aanleg, Neurenberg, Duitsland) [OMISSIS] op 15 oktober 2025 de volgende

Beslissing

1. De behandeling van de zaak wordt geschorst.
2. Het Hof van Justitie van de Europese Unie wordt ter uitlegging van artikel 3, lid 1, van gedelegeerde verordening (EU) 2017/653 van de Commissie van 8 maart 2017 tot aanvulling van verordening (EU) nr. 1286/2014 van het Europees Parlement en de Raad over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (PRIIP's) door de vaststelling van technische reguleringsnormen voor de presentatie, de inhoud, de evaluatie en de herziening van essentiële-informatiedocumenten en de voorwaarden voor het voldoen aan het vereiste om dergelijke documenten te verstrekken (hierna: „gedelegeerde verordening”), gelezen in samenhang met bijlage II, deel 1, punt 4, onder c), bij de gedelegeerde verordening, verzocht om een prejudiciële beslissing over de volgende vraag:

Geldt bij een open vastgoedfonds voor particuliere beleggers in de vorm van een zogenaamd PRIIP (Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products, verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten) het vereiste, dat de koers van het PRIIP ten minste maandelijks wordt vastgesteld als bedoeld in bijlage II, deel 1, punt 4, onder c), variant 1, bij de gedelegeerde verordening, wanneer de kapitaalbeheermaatschappij die het fonds beheert weliswaar iedere beursdag prijzen vaststelt, maar daarbij teruggrijpt op een waardering van het vastgoed van tot drie maanden geleden en alleen de waarden van de overige activa iedere beursdag bepaalt?

Motivering:

A.

Partijen verschillen van mening over de vraag of verweerster bij het opstellen van de wettelijk voorgeschreven risico-indicator de risicoklasse voor het door haar uitgegeven en beheerde open vastgoedfonds „UniImmo: Wohnen ZBI” met de klassen „2” respectievelijk „3” correct heeft aangegeven. Juridisch gezien gaat het om de vraag, of aan het vereiste van een ten minste maandelijks vaststelling van de koers van het PRIIP in de zin van bijlage II, deel I, punt 4, onder c), variant 1, bij de gedelegeerde verordening is voldaan, wanneer de kapitaalbeheermaatschappij die het open vastgoedfonds voor particuliere beleggers in de vorm van een zogenaamd PRIIP beheert, iedere beursdag prijzen vaststelt op basis van de waardering van het vastgoed van tot drie maanden

geleden, dan wel of voor een indeling onder punt 5 ten minste een maandelijkse waardering van alle activa van het fonds, waaronder ook het vastgoed, is vereist.

Verzoekster is als erkende consumentenvereniging geregistreerd op de lijst van erkende instellingen overeenkomstig § 4 UKlaG (Unterlassungsklagengesetz) (Duitse wet betreffende verbodsacties bij inbreuken op het consumentenrecht of bij andere inbreuken).

Verweerster is een kapitaalbeheermaatschappij. Zij verhandelt en beheert vastgoedfondsen voor particuliere beleggers en institutionele klanten. Zij beheert ook het door haar uitgegeven en in casu aan de orde zijnde vastgoedfonds „UniImmo: Wohnen ZBI” (hierna: „UIW”), een alternatief beleggingsfonds (AIF). Het zwaartepunt van de beleggingen ligt op voor bewoning bestemd vastgoed. Op dit moment bestaat de portefeuille van het fonds uit 765 onroerende goederen (zoals woonhuizen, wooncomplexen en woon/bedrijfspanen). Verdere activa van het fonds zijn effecten, banktegoeden, renteopbrengsten, vaste en termijndeposito's en lopende huuropbrengsten uit de aangehouden onroerende goederen. Het actieve vermogen bestaat voor circa 76,92 % uit vastgoed.

Het fonds heeft de vorm van een zogenaamd „PRIIP” en richt zich voornamelijk op retailbeleggers. Het vastgoed in het fonds in kwestie wordt bij aankoop en daarna tot drie maanden lang gewaardeerd tegen aankoopprijs, en vervolgens tegen het rekenkundige gemiddelde van de marktwaarden, zoals vastgesteld door twee onafhankelijke taxateurs. Deze waarden laat verweerster voor elk vastgoed om de drie maanden vaststellen. Verweerster laat bovendien voor het UIW iedere beursdag een uitgifte- en terugkoopprijs berekenen. De terugkoopprijs is de prijs die de belegger ontvangt, wanneer hij zijn fondsaandelen teruggeeft aan verweerster. Deze komt overeen met de waarde van het fondsaandeel, eventueel verminderd met een terugkoopaf trek. De waarde van elk aandeel wordt door verweerster berekend door de intrinsieke waarde van het fonds (totale waarde van alle activa in het fonds minus alle passiva) te delen door het totale aantal uitstaande aandelen. Daarbij gaat zij voor de waardering van het vastgoed uit van de gemiddelde waarde van de beide laatste waarderingen, met inachtneming bovendien van verdere iedere beursdag in acht te nemen factoren, zoals bijvoorbeeld de liquide beleggingen. In het bijzonder bakent zij deze iedere beursdag af van onder andere huurovereenkomsten, exploitatie- en onderhoudskosten, lening- en bijkomende aankoopkosten, voorzieningen, rente-inkomsten, andere kosten en baten, en houdt zij rekening met winsten of verliezen uit de verkoop van onroerend goed en met de koersontwikkeling van beleggingsaandelen die als liquide beleggingen worden aangehouden.

In het essentiële-informatiedocument van het fonds de dato 11 december 2023 heeft verweerster voor het UIW een samenvattende risico-indicator van „2” vermeld, wat een „lage risicocategorie” aanduidt. Met als verdere toelichting: „Het risico van potentiële verliezen als gevolg van de toekomstige waardeontwikkeling wordt als laag beschouwd.” Eind juni 2024 heeft verweerster, na een speciale waardering van haar vastgoedbestand, de terugkoopprijs van 50,74

EUR verlaagd naar 42,26 EUR per aandeel, hetgeen overeenkomt met een prijsdaling van ongeveer 16,71 %. Sinds 1 juli 2024 vermeldt verweerster in haar essentiële-informatiedocument een samenvattende risico-indicator van „3” („middelgroot-laag”).

De Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (federaal bureau voor toezicht op financiële diensten, Duitsland) die hiervan op de hoogte is, heeft desondanks tot dusver de risico-indeling door verweerster niet bekritiseerd.

Verzoekster verzoekt verweerster zich jegens consumenten te onthouden van het gebruik van een essentiële-informatiedocument waarin het risico dat aan het litigieuze vastgoedfonds in de vorm van een zogeheten PRIIP is verbonden, wordt ingedeeld in risicoklasse „2” of „3”. Zij is van mening dat hiervoor de risicoklasse „6”, dat wil zeggen „hoog”, moet worden vermeld. Verweerster betwist dit standpunt.

Het Landgericht Nürnberg-Fürth (rechter in eerste aanleg, Neurenberg- Fürth, Duitsland) heeft de vordering tot staking en tot terugbetaling van het forfaitaire bedrag van de aanmaningskosten toegewezen en een in november 2024 gewezen verstekvonnis gehandhaafd, op grond dat de risicowaardering van het fonds in de betrokken essentiële-informatiedocumenten niet voldeed aan de wettelijke vereisten [OMISSIS].

Hiertegen richt zich verweersters hoger beroep, waarin zij concludeert, dat het het gerecht behage:

1. het eindvonnis van het Landgericht Nürnberg-Fürth van 21 februari 2025 te vernietigen;
2. onder wijziging van het verstekvonnis van het Landgericht Nürnberg-Fürth van 21 november 2024 het beroep te verwerpen.

Verzoekster concludeert tot verwerping van het hoger beroep.

B.

Het slagen van het hoger beroep hangt af van de uitlegging van artikel 3, lid 1, van de gedelegeerde verordening, gelezen in samenhang met bijlage II, deel 1, punt 4, onder c), hierbij. De Senat (verwijzende rechter) ziet zich derhalve genooddaakt om de zaak aan te houden en het Hof van Justitie van de Europese Unie (hierna: „Hof”) overeenkomstig artikel 267, lid 1, onder b), en lid 2, VWEU te verzoeken om een prejudiciële beslissing.

Door verordening (EU) nr. 1286/2014 van het Parlement en de Raad van 26 november 2014 over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (PRIIP's) (hierna: „PRIIP-verordening”) is een gestandaardiseerd essentiële-informatiedocument ingevoerd om het vertrouwen van retailbeleggers in de

financiële markt te herstellen door de transparantie te vergroten en met name om de begrijpelijkheid van verpakte beleggingsproducten voor retailbeleggers en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten voor retailbeleggers, alsook de vergelijkbaarheid van dergelijke producten te verbeteren. Zij is eind 2014 in werking getreden en moet sinds 1 januari 2018 worden toegepast.

De PRIIP-verordening is een kaderverordening die voor een deel onuitgewerkte regels bevat. De bepalingen van de PRIIP-verordening met betrekking tot de essentiële-informatiedocumenten worden geconcretiseerd in de gedelegeerde verordening, die de Commissie op basis van de machtiging krachtens artikel 30 van de PRIIP-verordening op Level 2 heeft vastgesteld. Om te zorgen voor een gemakkelijk te begrijpen, goed leesbare en eenvoudig te vergelijken presentatie van de essentiële informatie voorziet de gedelegeerde verordening in een uniforme template voor het essentiële-informatiedocument.

Op grond van artikel 8, lid 3, onder d), i), van de PRIIP-verordening moeten PRIIP-ontwikkelaars in het essentiële-informatiedocument onder de titel „Wat zijn de risico's en wat kan ik ervoor terugkrijgen?“, een samenvattende risico-indicator vermelden. Overeenkomstig artikel 3, lid 1, van de gedelegeerde verordening moet in dit verband wat de presentatie van risico betreft, de methodologie zoals beschreven in bijlage II van de gedelegeerde verordening worden toegepast. Krachtens artikel 3, lid 2, onder a), juncto bijlage II, deel 3, bij de gedelegeerde verordening moet wat de hoogte van het aan het PRIIP verbonden risico betreft, de volgende informatie worden vermeld:

de hoogte van het risico van het PRIIP in de vorm van een risicoklasse, gebruikmakend van een samenvattende risico-indicator op een schaal van 1 tot en met 7.

De samenvattende risico-indicator moet de consument op begrijpelijke en transparante manier verduidelijken welk risico aan een concrete investering is verbonden. De samenvattende risico-indicator omvat de niveaus „1” tot en met „7”, waarbij „7” het hoogste en „1” het laagste risico aanduidt. De samenvattende risico-indicator bestaat uit een aggregatie van de maatstaf van het marktrisico (MMR) en de maatstaf van het kredietrisico (MKR). Indien de MMR-klasse 6 is, is ook de samenvattende risico-indicator 6 – ongeacht de MKR-klasse, zie bijlage II, deel 3, punt 52, van de gedelegeerde verordening.

Overeenkomstig bijlage II, deel 1, punt 4, onder c), bij de gedelegeerde verordening moet het marktrisico van PRIIP's in „categorie 1” worden ingedeeld, wanneer:

de koers ervan minder regelmatig dan maandelijks wordt bepaald, of waarvoor geen passende referentie- of vervangende waarde bestaat, of waarvoor een passende referentie- of vervangende waarde bestaat die minder regelmatig dan maandelijks wordt bepaald.

Volgens bijlage II, deel 1, punt 8, bij de gedelegeerde verordening vallen in punt 4, onder c), van de gedelegeerde verordening bedoelde PRIIP's voor de bepaling van de maatstaf voor het marktrisico altijd onder MMR-klasse „6”. Hiervoor moet jegens consumenten in het essentiële-informatiedocument daarom altijd ten minste een samenvattende risico-indicator van „6” worden vermeld.

II.

Voor de beslechting van het onderhavige geding is bepalend wat moet worden verstaan onder het begrip „koers” van het PRIIP in de zin van bijlage II, deel 1, punt 4, onder c), bij de gedelegeerde verordening.

- 1 Volgens sommigen wordt onder „koers” in de zin van bijlage II, deel 1, nr. 4, onder c), bij de gedelegeerde verordening uitsluitend de (maandelijkse) bepaling van de intrinsieke waarde (Engels: net asset value; hierna „NAV”), in de zin van de waarde van alle activa van het fonds en dus ook van de onroerende goederen verstaan. Volgens deze uitlegging wordt de dagelijkse waardering van een uitgifte- en terugkoop prijs ter beurse, ook al worden daarbij de koersen van liquide beleggingen en afbakeningen van bepaalde bedragen en kosten actueel per dag vastgesteld, daarmee niet gelijkgesteld, aangezien hierdoor geen dagelijkse nieuwe waardering van de NAV plaatsvindt. Daarvoor is veeleer een ten minste maandelijkse waardering (ook) van alle aangehouden onroerende goederen nodig.

Volgens anderen vindt door de dagelijkse nieuwe waardering van de terugkoop prijs ter beurse een vaststelling van de koers in de zin van bijlage II, deel 1, punt 4, onder c), bij de gedelegeerde verordening plaats. Zelfs wanneer de „koers” in de zin van de gedelegeerde verordening een afspiegeling zou moeten zijn van de NAV, wordt de relevante NAV bepaald door de terugkoop prijs.

Het Landgericht heeft zich bij de eerste opvatting aangesloten en geoordeeld dat het litigieuze vastgoedfonds van verweerster, UIW, moest worden ingedeeld in risicocategorie „6”. Verweerster stelt immers onbetwist niet maandelijks de waarde van alle aangehouden onroerende goederen vast, maar laat de onroerende goederen van het UIW slechts kwartaalsgewijs opnieuw waarderen. In het licht hiervan heeft het Landgericht uiteengezet dat het aanduiden van de risico-indicator met „2” of „3” niet correct was, aangezien bij het litigieuze open vastgoedfonds voor de koers geen passende referentie- of vervangende waarde bestond of de passende referentie- of vervangende waarde ervan minder regelmatig dan maandelijks werd vastgesteld, en bijgevolg ook de andere alternatieven zoals genoemd in bijlage II, deel 1, punt 4, onder c), bij de gedelegeerde verordening niet van toepassing waren.

Deze beslissing heeft aanzienlijke praktische gevolgen. Volgens verweerster is het gangbare praktijk van de beheermaatschappijen van open vastgoedfondsen in Duitsland om de door de fondsen aangehouden onroerende goederen eenmaal per kwartaal, meestal „rollerend”, te laten waarderen. Ook verweerster doet dit zo, door maandelijks een van de drie tranches van haar vastgoedbestand te laten

herwaarden. Geconstateerd kan worden dat bij open vastgoedfondsen op de Duitse markt tot dusver relatief lage samenvattende risico-indicatoren (in de regel tussen 1 en 3) in de essentiële-informatiedocumenten worden aangegeven. Momenteel ligt het marktvolume van open vastgoedfondsen in Duitsland ver boven de 120 miljard euro [OMISSIS]. In de media is veel aandacht besteed aan de beslissing van het Landgericht Nürnberg-Fürth. Er werd onder meer gesproken van een „existentieel gevaar” voor open vastgoedfondsen [OMISSIS], een nieuw „lawinegevaar bij open vastgoedfondsen” [OMISSIS] en een „donderslag voor vastgoedfondsen” [OMISSIS].

- 2 Noch in de PRIIP-verordening noch in de gedelegeerde verordening wordt nader gedefinieerd wat moet worden verstaan onder „koers” in de zin van bijlage II, deel 1, punt 4, onder c), bij de gedelegeerde verordening.

a) De betekenis en de draagwijdte van begrippen waarvoor het recht van de Unie geen definitie geeft, moeten met name (ook) worden bepaald met inachtneming van de context waarin zij worden gebruikt (arrest van het Hof van 18 oktober 2011, Brüstle/Greenpeace, C-34/10, [OMISSIS] punt 31).

aa) Volgens verweerder volgt uit de opzet van de PRIIP-categorieën in bijlage II, deel 1, bij de gedelegeerde verordening dat de regeling van punt 4, onder c), ziet op lineaire en niet-lineaire PRIIP's die alleen daarom niet onder categorie 2 (voor lineaire PRIIP's) of categorie 3 (voor niet-lineaire PRIIP's) vallen, omdat niet is voldaan aan de voorwaarden voor het bestaan van ten minste twee jaar historische dagprijzen, 4 jaar historische weekprijzen of 5 jaar maandprijzen, waarbij alleen categorie 2 (punt 5) de toevoeging „historisch” bevat. Dit wordt in de bewoordingen van punt 4, onder c), verkort weergegeven met: „met een minder regelmatig dan maandelijks bepaalde koers”. Daarbij kan die „koers” zowel betrekking hebben op „PRIIP's” zelf als op „onderliggende beleggingen van PRIIP's” – naargelang het gaat om een lineair PRIIP of een niet-lineair PRIIP. De regeling in punt 4, onder c), heeft een vangnetfunctie in geval er of voor het PRIIP zelf (bij lineaire PRIIP's) of voor de onderliggende beleggingen (bij niet-lineaire PRIIP's) sprake is van een minder regelmatig dan maandelijks bepaalde koers (en niet kan worden teruggevallen op passende referentie- of vervangende waarden waarvan de koers wederom ten minste maandelijks worden vastgesteld). Bij lineaire PRIIP's is dus overeenkomstig bijlage II, deel 1, punt 5, bij de gedelegeerde verordening, de „prijs van het PRIIP” als zodanig bepalend, terwijl bij niet-lineaire PRIIP's moet worden uitgegaan van de „prijs van de onderliggende beleggingen” (bijlage II, deel 1, punt 6, bij de gedelegeerde verordening). Dit onderscheid wordt teniet gedaan, indien men ondanks dat er sprake is van lineaire PRIIP's, van de onderliggende beleggingen uitgaat, dat wil zeggen, in casu, onroerende goederen. Verweerder is kortom van mening dat de bepaling van punt 4, onder c) variant 1, van bijlage II, deel 1, bij de gedelegeerde verordening ten opzichte van de punten 5 en 6 van bijlage II, deel 1, bij de gedelegeerde verordening als vangnetregeling subsidiair is, voor zover in punt 5 en 6 van de beschikbaarheid van ten minste maandelijkse vastgestelde koersen wordt uitgegaan, die bij lineaire PRIIP's overeenkomstig punt 5 op het PRIIP zelf

en bij niet-lineaire PRIIP's overeenkomstig punt 6 op de onderliggende beleggingen betrekking hebben, terwijl in punt 4, onder c), variant 1, ervan wordt uitgegaan dat er geen ten minste maandelijks vastgestelde koersen van het PRIIP (bij lineaire PRIIP's) of van de onderliggende beleggingen van het PRIIP (bij niet-lineaire PRIIP's) beschikbaar zijn.

Omdat het UIW een lineair PRIIP is, worden, om de prijs van het aandeel en de terugkoop prijs van het fonds te berekenen, de activa in het fonds (vastgoed, maar ook liquide assets zoals banktegoeden, huur- en rentevorderingen) bij elkaar opgeteld en wordt de som daarvan, na aftrek van de eventuele in het fonds aanwezige schulden, door het aantal uitstaande aandelen gedeeld. Waardeveranderingen van de activa komen dus evenredig tot uiting, namelijk 1:1 in de prijs van het aandeel en van de terugkoop prijs.

bb) Verzoekster betwist deze uitlegging. Bijlage II, deel 1, punt 4, onder c), bij de gedelegeerde verordening heeft voor de vaststelling van categorie 1 voorrang op de andere categorie-indelingen. Deze regeling maakt geen onderscheid tussen lineaire en niet-lineaire PRIIP's, maar ziet uitsluitend op de vraag of er al dan niet een maandelijks „koers” wordt vastgesteld.

b) Bij de uitlegging van een Unierechtelijke bepaling moet ook rekening worden gehouden met de doelstellingen van de regeling waarvan zij deel uitmaakt (arrest van het Hof van 3 september 2015, C-383/14, punt 20).

aa) Het uitdrukkelijke doel van de PRIIP-verordening is het verbeteren van de transparantie van PRIIP's voor retailbeleggers, als maatregel ter bescherming van de belegger en voorwaarde om het vertrouwen van retailbeleggers in de financiële markt te herstellen (overweging 2, eerste zin). Volgens artikel 1 van de PRIIP-verordening heeft deze tot doel retailbeleggers in staat te stellen de essentiële kenmerken en risico's van een PRIIP te begrijpen. Het gestandaardiseerde essentiële-informatiedocument heeft tot doel de retailbelegger in staat te stellen PRIIP's beter te begrijpen (overweging 1 van de gedelegeerde verordening). Aan de hand van de verstrekte informatie moeten retailbeleggers de risico's in verband met beleggingen in PRIIP's kunnen begrijpen en vergelijken, zodat zij hun beleggingsbeslissingen met kennis van zaken kunnen nemen. De met een PRIIP verbonden risico's kunnen uiteenlopen. De belangrijkste risico's zijn marktrisico, kredietrisico en liquiditeitsrisico (overweging 5, eerste zin, van de gedelegeerde verordening).

bb) Volgens het Landgericht verzetten de geest en het doel van bijlage II, deel 1, punt 4, onder c), bij de gedelegeerde verordening zich tegen een opvatting dat de koersvaststelling door middel van iedere beursdag berekende terugkoop prijzen volstaat. De samenvattende risico-indicator wordt gebruikt om de waarderingsmethode die wordt gebruikt om het marktrisico te bepalen, op vereenvoudigde wijze te presenteren. Dit wordt bepaald door de geannualiseerde volatiliteit van de Value at Risk (VaR), met andere woorden aan de hand van de jaarlijkse waardeschommelingen van een investering en het potentiële verlies

gedurende de aangegeven periode. De risicoklasse moet tot uiting brengen met welke waarschijnlijkheid en in welke mate beleggers ingelegde gelden potentieel kunnen verliezen. Indien een koers niet ten minste maandelijks wordt vastgesteld, acht de wetgever het risico van een belegging alleen al in abstracto hoger, dat wil zeggen onafhankelijk van de concrete winst- en verliesgeschiedenis. Daarom moet de wetgever bij de koersvaststelling in de zin van de gedelegeerde verordening een waarderingsmethode voor ogen hebben gehad die consumenten beter informeert over het risico van de betrokken belegging en dus, in het geval van een maandelijkse vaststelling, ook een lagere risicoklasse rechtvaardigt. Een dagelijkse berekening van een terugkoop prijs ter beurse voldoet niet aan deze vereisten. De berekeningsinterval van terugkoop prijzen zegt immers niets over het verliesrisico van de onderliggende investering, aangezien aan de terugkoop prijzen geen dagelijks geactualiseerde, onafhankelijke waarderungen, met name van de aangehouden onroerende goederen, ten grondslag liggen. Integendeel, de aldus berekende terugkoop prijzen zijn steeds gebaseerd op de laatst beschikbare kwartaalswaardering. Het gaat dus slechts om voor iedere beursdag nieuwe schattingen, op grond waarvan geen uitspraak kan worden gedaan over het potentiële risico van een belegging. Voor een maandelijkse prijsbepaling is dus de vaststelling van de NAV leidend, die niet kan worden gelijkgesteld met de berekende terugkoop prijzen.

De presentatie van de samenvattende risico-indicator is gericht op nieuwe of geïnteresseerde beleggers. Hoe korter de waarderingsinterval is, hoe sneller eventuele waardeverminderingen van de aangehouden onroerende goederen kunnen worden opgemerkt en effectief middels een hogere samenvattende risico-indicator aan de consument kunnen worden gecommuniceerd. Een minstens maandelijkse waarderingsinterval maakt dus precies dat mogelijk wat in bijlage II, deel 1, punt 4, onder c), bij de gedelegeerde verordening wordt beoogd: het beter informeren van de consument vóór het nemen van een beleggingsbeslissing, omdat de indeling is gebaseerd op actuelere waarderungen.

De berekening van terugkoop prijzen voor iedere beursdag is geen goede afspiegeling van het risico van de belegging. De berekeningsinterval van terugkoop prijzen zegt immers niets over het verliesrisico van de onderliggende investering, aangezien aan de terugkoop prijzen geen dagelijks geactualiseerde, onafhankelijke waarderungen, met name van de aangehouden onroerende goederen, ten grondslag liggen. Integendeel, terugkoop prijzen zijn altijd gebaseerd op de meest recente kwartaalswaardering, zonder deze door middel van aan de markt aangepaste procedures elke beursdag opnieuw uit te voeren. Het gaat dus slechts om dagelijkse nieuwe schattingen ter beurse, op grond waarvan geen uitspraak kan worden gedaan over het potentiële risico van een belegging.

Het Landgericht overweegt bij wijze van controle als volgt: indien het – om te voldoen aan de vereisten van bijlage II, deel 1, punt 4, onder c), bij de gedelegeerde verordening – enkel zou aankomen op de berekening van de terugkoop prijs, zou een indeling in MMR-klasse 2 zelfs mogelijk zijn wanneer de in het fonds aangehouden onroerende goederen slechts ongeveer om het jaar of

om de twee jaar worden gewaardeerd. Het feit dat dergelijke scenario's in Duitsland op grond van artikel 251, lid 1, eerste volzin, van het Kapitalanlagegesetzbuch (Duits wetboek kapitaalbeleggingen; hierna: „KAGB”) praktisch zijn uitgesloten, kan geen betekenis hebben voor de gedelegeerde verordening, die autonoom volgens het Unierecht moet worden uitgelegd. Veeleer moeten volgens de doelstelling van bijlage II, deel 1, punt 4, onder c), bij de gedelegeerde verordening indelingen die het risico niet adequaat weergeven, worden verhinderd.

Hieraan doet niet af, dat het UIW ook liquide beleggingen als activa aanhoudt waarvan de waarde daadwerkelijk iedere beursdag door verweerster kan worden vastgesteld. De dagelijkse herwaardering van de liquide beleggingen heeft immers slechts betrekking op een (ondergeschikt) deel van het publiek beleggingsfonds. Daarom waardeert verweerster ook slechts gedeeltelijk iedere beursdag haar intrinsieke waarde. Dit voldoet wederom niet aan de voorschriften van de gedelegeerde verordening, die met „maandelijkse prijsvaststelling” de maandelijkse waardering van de totale intrinsieke waarde bedoelt.

cc) Verweerster daarentegen betoogt dat, wanneer de regeling in bijlage II, deel 1, punt 4, onder c), bij de gedelegeerde verordening naar de geest en het doel wordt uitgelegd, een minstens maandelijkse herwaardering van de door het fonds aangehouden onroerende goederen zelf niet noodzakelijk is om de intrinsieke waarde en hiervan afgeleid de prijs van het UIW in de zin van punt 4, onder c), of punt 5 van bijlage II, deel 1, bij de gedelegeerde verordening ten minste maandelijks te kunnen berekenen.

De volatiliteit van een PRIIP houdt verband met de prijzen van het PRIIP zelf en niet met de prijzen van de onderliggende beleggingen. Afwaarderingen van de beleggingen vinden hun neerslag in de koersen van het PRIIP. De samenvattende risico-indicator is bedoeld om de belegger te informeren over de prijsvolatiliteit van het PRIIP. Het moet dus gaan om de prijs die aan de belegger wordt uitbetaald. Overigens komen eventuele afwaarderingen van de onroerende goederen ook gedurende de cyclus van drie maanden aan het licht en worden deze in de risicoclassificering verwerkt.

De vaststelling van de terugkoop prijs op basis van de per kwartaal te bepalen intrinsieke waarde is even geschikt om de juiste of reële risico-indicatie op een risicoschaal van 1 tot en met 7 te bepalen als de maandelijkse vaststelling van de intrinsieke waarde. Dit geldt te meer, daar tegelijk met de berekening van terugkoop prijzen voor iedere beursdag mede op basis van de intrinsieke waarde, iedere beursdag de intrinsieke waarde op basis van een schatting opnieuw wordt vastgesteld.

Dat is precies wat bij het litigieuze UIW is gebeurd. Bij het UIW worden overeenkomstig § 12, punt 1, van de algemene beleggingsvoorwaarden (bijlage B 2) in beginsel iedere beursdag aandelen uitgegeven en teruggekocht. In dat kader worden iedere beursdag de aan- en terugkoop prijzen ervan vastgesteld (zie § 13,

punt 5, van de algemene beleggingsvoorwaarden). Om deze prijzen te kunnen bepalen, moet de intrinsieke waarde worden berekend. Daartoe worden de beschikbare marktwaarden van de activa (waaronder het vastgoed) bij elkaar opgeteld en schulden hiervan afgetrokken. Zo wordt de intrinsieke waarde van het UIW daadwerkelijk van beursdag tot beursdag „berekend” en niet enkel „geschat”.

Verweerster heeft in juni 2024 een tussentijdse waardering moeten uitvoeren, omdat zij gedwongen was een deel van haar vastgoedbestand op de markt te verkopen. Als gevolg hiervan heeft zij een tussentijdse waardering door externe deskundigen laten uitvoeren, die heeft geleid tot een afwaardering van het fondsvermogen met bijna 17 %. Deze afwaardering is ook rechtstreeks verwerkt in de risicoclassificering van het UIW. Daarmee is – zonder de vermeende noodzaak van een maandelijkse waardering van het onroerend goed van het UIW – voldaan aan de geest en het doel van de samenvattende risico-indicator: een afwaardering van het onroerend goed is aan het licht gekomen en de toegenomen volatiliteit is aan de consument gecommuniceerd in de vorm van een verhoging van de samenvattende risico-indicator van niveau „2” naar niveau „3”.

De indeling van het UIW in risicoklasse „6” is misleidend voor de belegger wat betreft de werkelijke risico's van het fonds. Risicoklasse „6” suggereert immers dat het UIW qua risicostructuur moet worden beschouwd als een hoog riskante en speculatieve belegging. Dat is niet het geval. Integendeel, open vastgoedfondsen, zoals het UIW, beschikken over onroerende goederen met een stabiele waarde die meestal constante ontwikkelingen vertonen. Investerings in vastgoedfondsen zijn in werkelijkheid minder risicorijk, bijvoorbeeld vergeleken met aandelenfondsen of grondstoffenfondsen, die empirisch veel meer volatiliteit vertonen. Bovendien suggereert een hogere risicoklasse voor de belegger ook kansen op een hoger rendement. Dit is echter niet het geval bij open vastgoedfondsen. Deze hebben – bij relatief geringe risico's – slechts een gematigde rendementsverwachting.

dd) Verzoekster is daarentegen van mening dat, wanneer de argumentatie van verweerster wordt gevolgd, de emittent, door elke beursdag de terugkoopprijs te berekenen, naar goeddunken tot een lagere risicoklasse kan komen, terwijl niet is gewaarborgd dat door korte controle-intervallen minstens om de maand op betrouwbare wijze de marktwaarde van de onroerende goederen wordt berekend.

Verweersters stelling dat voor de berekening van de intrinsieke waarde de beschikbare marktwaarden van de activa (waaronder onroerende goederen) bij elkaar worden opgeteld, is onjuist, omdat zij deze marktwaarde van de onroerende goederen niet betrouwbaar kent, maar slechts om de drie maanden een waardering uitvoert. Verweerster kan de waarden dus slechts op basis van de laatste waardering „schatten”. Dit is in strijd met de geest en het doel van de verordeningen.

In 2024 bedroeg het verlies voor de beleggers bijna 17 %. Daarmee heeft zich een risico verwezenlijkt dat in tegenspraak is met een indeling in de risicoklassen 2 en 3.

Op grond van bijlage II, deel 1, punt 4, onder c), bij de gedelegeerde verordening kan verweerster aan een maandelijks waardering van de NAV in de zin van de marktwaarde van de activa ontsnappen door passende referentie- of vervangende waarden ter beschikking te stellen die op hun beurt ten minste maandelijks worden vastgesteld. Zij heeft dus wel degelijk alternatieven om te komen tot een lagere risicoklasse.

- 3 Het Joint Committee European Supervisory Authorities (ESAs) publiceert een geconsolideerde reeks vragen en antwoorden (Q&A's) betreffende het essentiële-informatiedocument van PRIIP's (bijlage B 7). Het is juist dat de Q&A's van de ESAs in de normenhiërarchie op een lagere plaats staan dan de verordening. Dat neemt niet weg dat ze, zo wordt erkend, als zogenaamde Level 3-maatregel dienen als uitleggingshulp [OMISSIS] of interpretatiehulp [OMISSIS].

De Q&A bevatten onder andere de volgende vragen en antwoorden daarbij:

(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 pay-off structure and the availability of data. [xxx]If the pay-off 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 pay-off 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 open-ended 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.

a) Het Landgericht heeft in zijn motivering uiteengezet dat zowel vraag als antwoord 6 betrekking hebben op zogenaamde UCITS (ICBE's). UCITS houden niet rechtstreeks vastgoedactiva aan, het beleggingsspectrum beperkt zich tot liquide activa. Aangezien activa die UCITS mogen aanhouden, liquide zijn, geven dagelijks geactualiseerde marktprijzen in zekere zin hun intrinsieke waarde weer. Dat is juist niet het geval met het litigieuze fonds in de onderhavige zaak.

De achtergrond van vraag 16 is, volgens het Landgericht, een fonds dat zijn intrinsieke waarde (net asset value, afgekort: NAV) slechts jaarlijks laat waarderen, maar vaker dan maandelijks terugkopprijzen (redemption prices) vaststelt. Alleen zo heeft de vraag zin of ook terugkopprijzen „koersen” zijn in de zin van bijlage II, deel 1, punt 4, onder c), bij de gedelegeerde verordening. In dat geval zou het door de vragensteller bedoelde fonds immers aan de vereisten van voornoemde bepaling kunnen voldoen. Het antwoord van de ESAs ziet echter niet op de terugkopprijs, maar op de intrinsieke waarde. Bepalend voor de koersvaststelling in de zin van de gedelegeerde verordening is dus de vaststelling van de intrinsieke waarde. Blijkens het antwoord moet een PRIIP waarvan de intrinsieke waarde niet ten minste maandelijks wordt berekend, worden ingedeeld in categorie 1.

b) Verweerster betoogt daarentegen dat de ESAs in antwoord 6 in ervan uitgaan dat voor de vaststelling van de PRIIP-categorie het PRIIP zelf bepalend is, afhankelijk van het uitkeringsprofiel ervan en de beschikbaarheid van gegevens, waarbij met het laatste het bestaan van prijzen („price data”) wordt bedoeld. Indien het uitkeringsprofiel van een PRIIP (de ESAs gebruiken de term „UCI”) lineair is, valt het PRIIP onder categorie 2, op voorwaarde dat er voldoende „prijzen” beschikbaar zijn. Indien er onvoldoende prijzen beschikbaar zijn, valt het PRIIP onder categorie 1. Noch de vraag noch het antwoord van punt 6 heeft uitsluitend betrekking op „UCITS”. De vraag ziet veeleer op een „Undertaking for Collective Investment (UCI)”. Dit is een instelling voor collectieve belegging (ICB). Het doel hiervan is kapitaal van beleggers aan te trekken om te investeren in verschillende soorten activa (aandelen, obligaties, onroerend goed, enz.). Hieronder vallen derhalve ook open vastgoedfondsen zoals het UIW, zie artikel 4, lid 1, onder a), van richtlijn 2011/61/EU van 8 juni 2011 [OMISSIS]. Enkel als voorbeeld van een PRIIP met een niet-lineair uitkeringsprofiel noemen de ESAs in het antwoord een „structured UCITS” (gestructureerde ICBE).

Het is juist dat de ESAs in antwoord 16 ervan uitgaan dat het aankomt op de frequentie waarmee de intrinsieke waarde („net asset value”) wordt berekend. Indien de intrinsieke waarde minder vaak dan maandelijks wordt berekend (bijvoorbeeld slechts jaarlijks), valt het PRIIP onder PRIIP-categorie 1. Uit het antwoord van de ESAs kan echter niet worden afgeleid dat de intrinsieke waarde van een fonds altijd alleen (volledig) kan worden berekend wanneer tegelijk ook de onderliggende onroerende goederen ervan worden gewaardeerd. Veeleer moet een onderscheid worden gemaakt tussen de berekening van de intrinsieke waarde en de waardering van de activa. In het antwoord brengen de ESAs tot uitdrukking dat, zelfs bij gebreke van dagelijks geactualiseerde marktwwaarden van de

onroerende goederen, moet worden uitgegaan van de intrinsieke waarde als som van de activa van het fonds moest worden genomen. Het Landgericht gebruikt hier een cirkelredenering: zij erkent weliswaar dat het antwoord van de ESAs uitgaat van de intrinsieke waarde, maar is van mening dat deze alleen kan worden berekend wanneer tegelijk ook de onderliggende activa worden gewaardeerd.

c) Verzoekster stelt zich daarentegen op het standpunt dat het antwoord van de ESAs een duidelijk onderscheid maakt tussen de terugkoop prijs enerzijds en de intrinsieke waarde anderzijds. Indien de „koers” in de zin van de gedelegeerde verordening moet worden gelijkgesteld met de terugkoop prijs, had het antwoord betreffende het door de vragensteller bedoelde fonds moeten zijn dat het hoegenaamd geen rol speelt hoe regelmatig de NAV wordt berekend, aangezien de berekening van de dagelijkse terugkoop prijs ter beurse bepalend is voor de indeling in categorie 1.

Uit de beoordeling van verweerster wordt niet duidelijk in hoeverre het onderscheid tussen de intrinsieke waarde in de zin van een berekening van de werkelijke waarde van de onroerende goederen enerzijds en de terugkoop prijs anderzijds hoegenaamd nog van belang is. In dat geval bestaat ook voor fondsen die, zoals in casu, voor het allergrootste deel op vastgoedwaarden zijn gebaseerd, enkel de terugkoop prijs. Zoals de ESAs uitdrukkelijk hebben aangegeven, is dit echter niet het geval; de ESAs maken juist een onderscheid tussen enerzijds de terugkoop prijs en anderzijds de intrinsieke waarde („NAV”).

- 4 Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (hierna: „AIFM-richtlijn”) stelt regels vast voor de vergunningverlening aan, de dagelijkse bedrijfsuitoefening door en de transparantie van beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (abi-beheerders) die alternatieve beleggingsinstellingen in de Unie beheren en/of verhandelen (artikel 1 van de AIFM-richtlijn). Zij bevat onder meer de volgende bepalingen:

Artikel 19 Waardering

[...] 2. De regels voor de waardering van activa en voor de berekening van de intrinsieke waarde per recht van deelneming of aandeel in de abi worden vastgelegd in het recht van het land waar de statutaire zetel van de abi gevestigd is, en/of in het reglement van de abi en/of de statuten. [...]

Volgens verweerster maakt de AIFM-richtlijn aldus een onderscheid tussen de „waardering van de activa” en de „berekening van de intrinsieke waarde per recht van deelneming of aandeel”.

- 5 Gedelegeerde verordening (EU) nr. 231/2013 van de Commissie van 19 december 2012 tot aanvulling van richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad ten aanzien van vrijstellingen, algemene voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening, bewaarders, hefboomfinanciering, transparantie en toezicht (hierna: „AIFM-verordening”) bevat onder meer de volgende bepalingen:

Overweging 81

Er zijn waarderingsprocedures die dagelijks kunnen worden verricht zoals de waardering van financiële instrumenten, maar er zijn ook waarderingsprocedures die niet met dezelfde frequentie als uitgiftes, inschrijvingen, terugbetalingen en intrekkingen kunnen worden uitgevoerd, bijvoorbeeld de waardering van vastgoed. Bij het bepalen van de frequentie van de waardering van de activa die door een open-ended fonds worden aangehouden, moet rekening worden gehouden met de verschillen in waarderingsprocedures met betrekking tot de soorten activa die door de abi worden aangehouden.

Artikel 72 Berekening van de intrinsieke waarde per recht van deelneming of aandeel

(1) Een abi-beheerder zorgt ervoor dat de intrinsieke waarde per recht van deelneming of aandeel voor elke door hem beheerde abi wordt berekend ter gelegenheid van elke uitgifte, inschrijving, terugbetaling of intrekking van rechten van deelneming of aandelen, maar ten minste eenmaal per jaar. [...]

Artikel 74 Frequentie van de waardering van activa van abi's van het open-end-type

1. De waardering van financiële instrumenten die door abi's van het open-end-type worden aangehouden, vindt plaats telkens als overeenkomstig artikel 72, lid 1, de intrinsieke waarde per recht van deelneming of aandeel wordt berekend.

2. De waardering van andere activa van abi's van het open-end-type vindt ten minste eenmaal per jaar plaats en telkens als blijkt dat de laatst bepaalde waarde niet meer getrouw of accuraat is.

Verweerster is van mening dat de door het Landgericht gegeven uitlegging in strijd is met de AIFM-verordening. Krachtens artikel 74, lid 2, van deze verordening volstaat het immers dat de waardering van de onroerende goederen van vastgoedfondsen „ten minste eenmaal per jaar” plaatsvindt. Deze bepaling zou worden omzeild indien een maandelijkse berekening van de prijzen van het fonds op grond van de gedelegeerde verordening afhankelijk zou zijn van een minstens maandelijkse waardering van het onroerend goed. Bijgevolg moet de gedelegeerde verordening worden uitgelegd en toegepast in overeenstemming met andere bepalingen van afgeleid Unierecht. De gedelegeerde verordening, als afgeleid Unierecht, mag niet afwijken van de bepalingen van de AIFM-verordening.

De artikelen 72 en 74 van AIFM-verordening onderscheiden namelijk als volgt:

– De intrinsieke waarde per recht van deelneming of aandeel moet ter gelegenheid van elke uitgifte of terugbetaling van rechten van deelneming of

aandelen worden berekend, maar ten minste eenmaal per jaar (artikel 72, lid 1, van de AIFM-verordening);

– De waardering van de door het fonds aangehouden „financiële instrumenten” vindt plaats telkens als de intrinsieke waarde per recht van deelneming of aandeel wordt berekend (artikel 74, lid 1, van de AIFM-verordening);

– De door het fonds aangehouden „andere activa” moeten ten minste eenmaal per jaar en telkens als blijkt dat de laatst bepaalde waarde niet meer getrouw of accuraat is, worden gewaardeerd (artikel 74, lid 2, van de AIFM-verordening).

Uit deze bepalingen blijkt dat de intrinsieke waarde ook kan worden berekend als de activa van de onderliggende beleggingen niet opnieuw worden gewaardeerd. Anders zou het onderscheid tussen „financiële instrumenten” in artikel 74, lid 1, en „andere activa” in artikel 74, lid 2, van de AIFM-verordening komen te vervallen. Dit blijkt ook uit overweging 81 van de AIFM-verordening.

6 Het KAGB werd op 16 mei 2013 door de Duitse Bondsdag aangenomen en trad voor het overwegende deel op 22 juli 2013 in werking.

a) § 168 KAGB vormt de nationale regeling voor de berekening van de intrinsieke waarde per recht van deelneming of aandeel en voor de waardering van de activa voor in Duitsland geregistreerde (publieke) collectieve beleggingen:

§ 168 KAGB (Waardering; Regelgevende bevoegdheid)

(1) De intrinsieke waarde per recht van deelneming of aandeel wordt berekend door de waarde van de open publieke collectieve beleggingen te delen door het aantal uitstaande rechten van deelneming of aandelen. De waarde van een open publieke collectieve belegging wordt berekend op basis van de betreffende marktwaarden van de activa die er deel van uitmaken, met aftrek van de aangegane kredieten en andere verplichtingen. De marktwaarde van het actief wordt bepaald aan de hand van de desbetreffende wettelijke of voor de markt gebruikelijke procedure.

(2) In het geval van activa die tot de handel aan een beurs of een andere georganiseerde markt zijn toegelaten of daarin zijn betrokken, wordt als marktwaarde de koerswaarde van de activa aangenomen, mits deze een betrouwbare waardering garandeert.

(3) In het geval van activa waarvoor niet aan de voorwaarden van lid 2 is voldaan of waarvoor geen handelbare koers beschikbaar is, moet worden uitgegaan van de marktwaarde die bij zorgvuldige schatting aan de hand van geschikte waarderingsmodellen, rekening houdend met de actuele marktomstandigheden, passend is. [...]

Uit § 168, lid 1, eerste volzin, KAGB blijkt dat de NAV het van verplichtingen gezuiverde beleggingsvermogen is. Aangezien voor onroerende goederen geen handelbare koers beschikbaar is, moet overeenkomstig § 168, lid 3, KAGB voor de waarde van de activa worden uitgegaan van de marktwaarde die bij zorgvuldige schatting aan de hand van geschikte waarderingsmodellen, rekening houdend met de actuele marktomstandigheden, passend is.

b) § 217 KAGB betreft de passende frequentie van de waardering van de activa en de frequentie van de berekening van de intrinsieke waarde:

§ 217 Frequentie van de waardering en berekening; Publicatie

(1) De waardering van de activa en de berekening van de intrinsieke waarde per recht van deelneming of aandeel worden uitgevoerd met een frequentie die passend is bij de activa die deel uitmaken van het beleggingsvermogen en bij de frequentie van uitgifte en terugkoop van de rechten van deelneming of aandelen, maar ten minste eenmaal per jaar.

(2) De criteria voor het bepalen van de frequentie van de waardering van de activa en de berekening van de intrinsieke waarde per recht van deelneming of aandeel worden vastgesteld overeenkomstig de artikelen 67 tot en met 74 van de AIFM-verordening. [...]

c) § 251, lid 1, KAGB bevat bijzondere regels met betrekking tot de frequentie van de waardering van de vastgoedbeleggingen:

§ 251 Bijzondere regels voor de frequentie van de waardering

(1) § 217 is van toepassing, met dien verstande dat de waarde van de activa als bedoeld in § 231, lid 1, en § 234 binnen een periode van drie maanden moet worden vastgesteld. Indien de beleggingsvoorwaarden van een gemeenschappelijk vastgoedfonds overeenkomstig § 55, lid 2, voorzien in de terugkoop van rechten van deelneming of aandelen minder vaak dan om de drie maanden, moet de waarde van de in § 231, lid 1, en § 234 bedoelde activa binnen een periode van drie maanden vóór elke terugkoopdatum worden vastgesteld. In afwijking van volzin 1 en 2 moet de waarde altijd opnieuw worden berekend en bepaald, wanneer volgens de abi-beheermaatschappij de laatst vastgestelde waarde niet langer passend is vanwege gewijzigde essentiële waarderingsfactoren; de abi-beheermaatschappij moet haar besluit en de motivering daarvan op begrijpelijke wijze documenteren. [...]

d) Voor zover partijen het oneens zijn over de inhoud en de vereisten van deze nationale bepalingen, is dit, gelet op de voorrang van het Unierecht, irrelevant voor de prejudiciële procedure. Het KAGB is echter deels gebaseerd op EU-richtlijnen, zoals 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 (zoals herschikt bij

richtlijn 2009/65/EG van 13 juli 2009 en gewijzigd bij richtlijn 2014/91/EU van 23 juli 2014) of de reeds genoemde AIFM- richtlijn.

- 7 Volgens de Senat moet bij de uitlegging naar behoren rekening worden gehouden met het doel van de bepaling en de opzet van bijlage II, deel 1, bij de gedelegeerde verordening.

De wetgever was kennelijk van mening dat de waarde van de maatstaf voor het marktrisico (MMR) in beginsel wordt bepaald op basis van de volatiliteit van het PRIIP in het verleden, om welke reden hij in punt 2 aan waarden van de VaR-equivalente volatiliteit de MMR-klassen 1 tot en met 7 heeft toegewezen. Voor lineaire en niet-lineaire PRIIP's, die volgens punt 5 respectievelijk punt 6 in de categorieën 2 respectievelijk 3 worden ingedeeld, heeft hij in de punten 9 tot en met 15 respectievelijk 16 tot en met 24 nadere eisen gesteld aan de vaststelling van de volatiliteit. De wetgever heeft dus in essentie beoogd dat de volatiliteit in het verleden als grondslag moet dienen voor de bepaling van de MMR-klasse. Zoals verder blijkt uit de punten 5 respectievelijk 6 is hij er in dit verband van uitgegaan dat er voor het verleden ten minste maandelijkse prijzen moeten zijn, waarbij hij – zoals blijkt uit het feit dat de geschiedenis dan 5 jaar moet zijn – minder relevantie toekent aan de slechts maandelijks vastgestelde prijzen dan aan dagelijks vastgestelde prijzen, waarvoor een tweejarige geschiedenis volstaat. In categorie 1 vallen overeenkomstig punt 4, onder c), PRIIP's waarbij niet eens maandelijks vastgestelde prijzen beschikbaar zijn. Het is dus inherent aan de opzet van bijlage II, deel 1, bij de gedelegeerde verordening dat het PRIIP bij gebreke van de in de punten 5 en 6 genoemde voorwaarden automatisch moet worden getoetst aan de vereisten van punt 4.

Indien tegen deze achtergrond terugkooprijzen zouden volstaan die weliswaar dagelijks maar uitsluitend op basis van waarderingen van tot 3 maanden geleden worden berekend, zou de gegevensbasis voor de bepaling van de volatiliteit slechter zijn dan die welke in de punten 5 en 6 nog net als relevant wordt beschouwd. De terugkooprijzen, die enkel wat betreft de waardering van liquide beleggingen en afbakeningen van bepaalde bedragen en kosten iedere beursdag geactualiseerd worden, zouden immers gedurende een periode van drie maanden gebaseerd zijn op een en dezelfde waardering van het vastgoed, hetgeen ertoe leidt dat schommelingen tijdens die periode niet op betrouwbare wijze opgemerkt worden. Daarmee bestaat mogelijk het gevaar dat in werkelijkheid de volatiliteit reeds in het verleden groter was en dit alleen niet door de taxateur is opgemerkt vanwege de relatief lange tijdsinterval tussen de vaststelling van de waarde van alle activa van het fonds, met inbegrip van de onroerende goederen. Dit gevaar is in ieder geval in een geval als het onderhavige, waarin de onroerende goederen meer dan 3/4 van de activa vertegenwoordigen, reëel en niet te verwaarlozen.

Wat betreft verweersters argument dat zij de terugkooprijzen op wettelijk toegestane wijze vaststelt overeenkomstig de bepalingen van de artikelen 72 en 74 van de AIFM-verordening gelezen in samenhang met § 217 en § 251 KAGB, die een driemaandelijkse waardering van het vastgoed mogelijk maken (en in geval

van gewijzigde essentiële waarderingsfactoren een tussentijdse waardering voorschrijven, zie artikel 74, lid 2, van de AIFM-verordening juncto § 251, lid 1, derde volzin, KAGB), wijst de Senat erop dat een onderscheid moet worden gemaakt tussen de wettelijke vereisten ten aanzien van de waarderingsfrequentie en de – niet noodzakelijkerwijze daarmee samenhangende – vereisten ten aanzien van de risicoclassificering. Een kapitaalbeheermaatschappij voldoet dus mogelijk aan de Europese vereisten inzake de frequentie van de berekening van de terugkoop prijs wanneer zij jaarlijks de onroerende goederen waardeert om de terugkoop prijzen te bepalen – of aan de Duitse voorschriften in geval van een driemaandelijks waardering. In dat geval moet zij echter onder omstandigheden rekening houden met het – daarvan losstaande – gevolg van een indeling in een andere risicoklasse.

III.

De prejudiciële vraag is relevant voor de beslechting van het geding.

1. [OMISSIS] [procesbevoegdheid]
2. Indien de risicowaardering door verweerster niet in overeenstemming zou zijn met de vereisten van de PRIIP-verordening en van de gedelegeerde verordening, zou verzoekster zich kunnen beroepen op de door haar aangevoerde rechten [OMISSIS].

[OMISSIS] [opmerkingen over het nationale recht inzake vorderingen tot staking door consumentenorganisaties]

[OMISSIS] [handtekeningen]