

Aram, Johannes

**Working Paper**

## Konstruktion einer Anleihe mit hypothekarischer Besicherung

Frankfurt School - Working Paper Series, No. 113

**Provided in Cooperation with:**

Frankfurt School of Finance and Management

*Suggested Citation:* Aram, Johannes (2009) : Konstruktion einer Anleihe mit hypothekarischer Besicherung, Frankfurt School - Working Paper Series, No. 113, Frankfurt School of Finance & Management, Frankfurt a. M.,  
<https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-20090420303>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/27883>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

**Frankfurt School – Working Paper Series**

**No. 113**

**Konstruktion einer Anleihe mit  
hypothekarischer Besicherung**

by Johannes Alram und Christoph Schalast (Hrsg.)

Februar 2009



**Frankfurt School of  
Finance & Management**  
Bankakademie | HfB

Sonnemannstr. 9–11 60314 Frankfurt an Main, Germany

Phone: +49 (0) 69 154 008 0 Fax: +49 (0) 69 154 008 728

Internet: [www.frankfurt-school.de](http://www.frankfurt-school.de)

## Abstract

This work describes the legal structuring of a mortgage covered bond in accordance with the regulations of paragraphs 791 cont. and 1184 cont. German Civil Code (Bürgerliches Gesetzbuch). The work shows how to structure the share of common rights of the bond holders according to the regulations of the German Statute Governing Common Rights of Owners of Debt Securities (Schuldverschreibungsgesetz). Furthermore, the work describes how the bond creditors shall have preferences of the mortgages in case of default of the bond and how mortgages shall be limited through lending limit in relation to the market value decline of the real estate building. The market value determination will follow the regulations of paragraph 192 cont. German Building Act (Baugesetzbuch) in connection to the German Value Determining Regulations (Wertermittlungsverordnung). The legal aspects are embodied and tightened in the bond terms which are included in the work. The paper also points out which minimum information of the mortgage covered bond in a prospectus is required. The Federal Financial Supervisory Authority (Bundesaufsichtsamt für Finanzdienstleistungen) scrutinises the prospectus for admission to public offering according to the regulations of the German securities prospectus act (Wertpapierprospektgesetz). Finally, the usability of a recovery rating which measures the probability of default of the mortgages is discussed in the paper.

Key words: Grundbuch- und Gläubigervertretung, Deckung von Hypotheken, Investmentgesetz, Schuldverschreibungsgesetz, Anleihe, Bond, Recovery Rating, Versicherungsaufsichtsgesetz, (Wertpapier-)(Sicherungs-) Hypothek, Wertpapierprospektgesetz, Mortgage backed securities

JEL classification: K12; K19 ; K22, K29;

ISSN: 14369753

Contact:

Dipl.-Inform. Dipl.-Volksw. Dipl.-Kfm.  
Dipl.-Jurist (Univ.) Ass. Jur.  
Johannes Alram, LL.M.  
London, Berlin  
E-mail: AlramJohannes@aol.com

Prof. Dr. Christoph Schalast  
Frankfurt School of Finance & Management  
Academic Director M&A Studiengang  
Sonnemannstraße 9-11  
D-60314 Frankfurt am Main  
c.schalast@frankfurt-school.de

## Inhaltsverzeichnis

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis .....	5
Abkürzungs- und Rechtsgrundlagenverzeichnis.....	6
1 Einleitung .....	9
1.1 Gegenstand dieser Arbeit .....	10
1.2 Gang der Untersuchung und Aufbau dieser Arbeit.....	10
1.3 Getroffene Annahmen und Abgrenzungen .....	11
1.4 Rechtliche Problemkreise .....	12
2 Begriffsbestimmungen und Struktur der Anleihe .....	13
2.1 Rechtliche Struktur der Anleihe.....	14
2.2 Beteiligte und deren Rollen/Aufgaben und tangierte Rechtsgebiete .....	14
2.3 Verbriefung, Instrumente und Objekte einer Hypothekenanleihe .....	18
2.4 Verfahren der Anleihe.....	18
2.5 Recht der Inhaberschuldverschreibung.....	22
2.6 Grundlagen.....	22
2.6.1 Qualifikation der Anleihe als Wertpapier .....	22
2.6.2 Charakterisierung einer Anleihe .....	24
2.7 Schuldrechtliche Bestimmungen zur Inhaberschuldverschreibung .....	26
2.7.1 Begriff, Einteilung und Schriftform der Inhaberschuldverschreibung .....	26
2.7.2 Gläubigerrechte aus der Inhaberschuldverschreibung und Einwendungen .....	27
2.7.3 Verpflichtung aus der Inhaberschuldverschreibung .....	29
2.7.4 Sonstige bedeutende Normen für Inhaberschuldverschreibungen.....	30
2.8 Sachenrecht der Inhaberschuldverschreibung.....	30
Eigentum, Übertragung und Gutgläubensschutz.....	30
Sachenrechtliche Besonderheiten bei der Girosammelverwahrung.....	31
3 Gesetzliche Regelungen zur Sicherungs- und Wertpapierhypothek.....	35
3.1 Rechtliche Grundlagen zu Grundpfandrechten.....	35
3.2 Taugliches Grundpfandrecht; Hypothek versus Grundschild.....	36
3.2.1 Sicherungshypothek.....	36
3.2.2 Gesamthypothek .....	38
3.2.3 Wertpapierhypothek.....	38
3.3 Hypothekenbestellung und Eintragungsvoraussetzungen.....	40
3.4 Übertragbarkeit der Wertpapierhypothek und Gutgläubensschutz.....	41
4 Rechtliche Grundlagen zur Deckung von Hypotheken.....	43
4.1 Recht der Deckung und Bewertung von Grundstücken und Gebäuden .....	43
4.1.1 Keine Normierung zur Deckung besicherter Schuldverschreibungen.....	43
4.1.2 Anderweitige gesetzliche Normierung zur Deckung von Hypotheken .....	45
4.2 Deckungsgrundsätze aus dem Pfandbriefgesetz .....	46
4.2.1 Bezeichnungsschutz.....	47
4.2.2 Normen zur Deckung von Hypotheken des Pfandbriefgesetzes.....	49

4.3	Recht zum Verkehrswert und zur Verkehrswertermittlung .....	53
4.3.1	Verkehrswert im Baugesetzbuch .....	53
4.3.2	Wertermittlungsverordnungen .....	54
4.4	Wertgrenzen und Grundbuchrang der Sicherungshypothek .....	56
4.5	Anforderungen an den Gutachter und an das Gutachten .....	58
4.6	Grundbuch-, Gläubigervertreter und Treuhänder .....	59
4.6.1	Grundbuchvertreter .....	59
4.6.2	Gläubigervertreter .....	63
4.6.3	Treuhandvertreter .....	65
5	Anlagerestriktionen von institutionellen Anlegern .....	67
5.1	Versicherungsaufsichtsgesetz .....	67
5.2	Investmentgesetz .....	71
5.3	Schlussfolgerung .....	75
6	Konstruktion der hypothekarischen Besicherung .....	76
6.1	Rechtliche Konstruktion im Überblick .....	76
6.2	Anleihebedingungen zur hypothekarischen Besicherung .....	76
7	Prospekt im Zusammenhang mit der Hypothekenanleihe .....	88
7.1	Prospektpflicht für die Hypothekenanleihe .....	88
7.2	Form des Prospekts und anwendbare Schemata .....	92
7.3	Mindestangaben in den Schemata über die Wertpapierhypothek .....	94
7.3.1	Risikofaktoren .....	95
7.3.2	Mindestangaben über die anzubietende Hypothekenanleihe .....	97
7.3.3	Mindestangaben über wesentliche Verträge .....	99
7.3.4	Mindestangaben über einsehbare Dokumente .....	99
7.4	Haftungsgesichtspunkte im Kontext der Wertpapierhypothek .....	100
7.5	Aspekte im Zusammenhang mit dem Billigungsverfahren .....	101
8	Rating der Ausfallwahrscheinlichkeit der Hypothekenanleihe .....	102
8.1	Rating im Allgemeinen .....	102
8.2	Recovery Rating zur Beurteilung der Hypothekenanleihe? .....	102
8.3	Implikationen des Recovery Ratings auf das VAG bzw. InvG .....	105
9	Zusammenfassung und kritische Würdigung .....	106
9.1	Zusammenfassung .....	106
9.2	Kritische Würdigung .....	108
	Literaturverzeichnis (Schrifttum) .....	110

## **Abbildungs- und Tabellenverzeichnis**

Abbildung 1: Rechtliche Struktur, Beteiligte, Instrumente, Verfahren und Rechtsgebiete.....	13
Abbildung 2: Verfahren der Anleihe .....	19
Tabelle 1: Verfahrensschritte der Hypothekenanleihe.....	21
Tabelle 2: Relevante Normen nach der VO (EG) 809/2004.....	93
Tabelle 3: Ratingskalen bei einem Recovery Rating bei S&P .....	103

## Abkürzungs- und Rechtsgrundlagenverzeichnis

aA	andere Ansicht
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
ABS	Asset Backed Security
Alt.	Alternative
Art.	Artikel
BaFin	Bundesaufsichtsamt für Finanzdienstleistungen
BayObLG	Bayerisches Oberstes Landesgericht, auch Entscheidungssammlung in Zivilsachen
B.G.B.	Abkürzungsweise für Bürgerliches Gesetzbuch um 1900
BGBL	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BR	Bundesrat
BRS	Baurechtssammlung
BStBl	Bundessteuerblatt
bzgl.	bezüglich
CESR	Committee of European Regulators
d.h.	das heißt
DIN	Deutsche Industrienorm
EG	Europäische Gemeinschaft
EN	Europäische Norm
engl.	englisch
EU	Europäische Union
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
f.	folgende
ff.	fortfolgende
Hrsg.	Herausgeber
IEC	International Electronical Commission
i.d.F.	in der Fassung
i.S.d.	im Sinne des
ISIN	International Securities Identification Number
ISO	International Standard Organisation
i.V.m.	in Verbindung mit
i.Zshg.	im Zusammenhang
JA	Juristische Arbeitsblätter
JR	Juristische Rundschau
JuS	Juristische Schulung
JW	Juristische Woche
KG	Kommanditgesellschaft
KGJ	Jahrbuch für Entscheidungen des Kammergerichts (Band und Seite)
NJW	Neue Juristische Woche
NJW-RR	Neue Juristische Woche-Rechtsprechungs-Report Zivilrecht
LG	Landgericht

LTV	loan-to-value ratio
Nr.	Nummer
OGAW	Abkürzung für „Organismus für gemeinsame Anlage in Wertpapieren“
OHG	Offene Handelsgesellschaft
OLG	Oberlandesgericht
Rdn.	Randnummer
RGBl.	Reichsgerichtsblatt
RG	Reichsgericht
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RL	Richtlinie
RS	Rundschreiben
S.	Seite
SEC	Securities and Exchange Commission
S&P	Standard & Poors
u.a.	unter Anderem
U.S.	United States
VA	Versicherungsaufsicht
VDH	Verband deutscher Hypothekenbanken
vgl.	Vergleiche
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
WKN	Wertpapierkennnummer
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Wertpapiermitteilungen Teil IV
z.B.	zum Beispiel
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
§	Paragrafenzeichen



## Vorwort

Die nachfolgende Untersuchung von Herrn ass. jur. Johannes Alram, LL.M., ist hervorgegangen aus seiner Master Thesis, die er im Mai 2008 im Rahmen des Studiengangs Mergers and Acquisitions an der Frankfurt School of Finance & Management eingereicht hat. Der Verfasser hat die Untersuchung für die jetzige Fassung als Working Paper noch einmal überarbeitet. Die Arbeit ist – soweit ersichtlich – die erste größere wissenschaftliche Untersuchung, die sich mit der Hypothekenanleihe beziehungsweise einer Anleihe mit hypothekarischer Besicherung beschäftigt. Hervorzuheben ist dabei, dass der Verfasser nicht nur alle rechtlichen Fragestellungen, die sich in diesem Zusammenhang ergeben und die teilweise in echtes Neuland führen, im Detail untersucht hat, er hat darüber hinaus auch immer die Praxisrelevanz seiner Überlegungen im Blick, was dem Kernanliegen des M&A Studiengangs der Frankfurt School entspricht.

Angesichts der Komplexität der Fragestellungen wundert nicht, dass zunächst Gegenargumente – wie die Komplexität aber auch das Marktumfeld, das in Deutschland angesichts attraktiver Konkurrenz eher klein ist – im Vordergrund stehen. Doch auch wenn als Fazit festgestellt wird, dass vermutlich nur wenige Emissionen für eine Hypothekenanleihe in Deutschland denkbar sind, sollten ihre Vorteile, gerade angesichts der aktuellen Finanzkrise, nicht außer Acht gelassen werden. Vorrangig ist hier die höhere Sicherheit der Hypothekenanleihe gegenüber ungesicherten Anleihen zu nennen, die oft keine höhere Rendite aufweisen. Insofern könnte die Hypothekenanleihe im jetzigen Umfeld doch zu einer gewissen Alternative zum Pfandbrief werden, der nicht zuletzt durch die Schieflage der Hypo Real Estate belastet ist. Voraussetzung hierfür ist, dass man sich auf die komplexe Struktur einlässt und dass weitere Arbeiten – wie die von Herrn Alram – zu der Fragestellung entstehen.

Viele der notwendigen Vorarbeiten hat Herr Alram mit der vorliegenden Arbeit geleistet, die wir hiermit der öffentlichen Diskussion übergeben. Autor und Herausgeber freuen sich über Kommentare, Kritik aber auch Zuspruch unter den angegebenen E-Mail-Adressen.

Frankfurt am Main, Februar 2009

Christoph Schalast

## 1 Einleitung

Obgleich der Anteil von Unternehmensanleihen (engl. Corporate Bonds)<sup>1</sup> nur 1% der Gesamtemissionen im deutschen Rentenmarkt<sup>2</sup> ausmacht<sup>3</sup>, hat sich dieser Markt in den letzten Jahren rasant entwickelt<sup>4</sup> und es wurden zuletzt im Februar 2008 Schuldverschreibungen von Unternehmen in Deutschland im Umfang von 1,2 Milliarden Euro begeben<sup>5</sup>. Dabei ist der Anteil von grundpfandrechtlich besicherten Unternehmensanleihen in Deutschland verwindend klein<sup>6,7</sup>.

Ein Grund für die geringe Anzahl solcher Anleihen könnte in der rechtlich schwierigen und aufwendigen Konstruktion der Grundpfandrechtsbesicherung der Anleihe gesehen werden. Auch ergeben sich aus dem Einsatz von immobilien Sicherheiten gegenüber der unbesicherten Anleihe<sup>8</sup> höhere Emissionskosten und Unterhaltungskosten während und am Ende der Laufzeit der Anleihe<sup>9</sup>.

Das Rechtsthema der dinglichen Besicherung von Anleihen ist in der Literatur bislang noch nicht häufig aufgegriffen worden. Die nähere Untersuchung dieses Sachverhalts ist unter rechtswissenschaftlichen Gesichtspunkten interessant<sup>10</sup>.

<sup>1</sup> Unternehmen begeben Anleihen gegen Ausgabe von Schuldverschreibungen zur Beschaffung von Fremdkapital auf dem Kapitalmarkt in Abgrenzung zum Kreditmarkt; siehe auch *Merkl*, 2002, S. 3. Der Begriff Anleihe wird als Oberbegriff für verzinsliche Wertpapiere verstanden, die ein Gläubigerrecht verbrieft, gleich bleibende Zinsen und einen bestimmten Rückzahlungsbetrag einplanen. Vielfach gilt der Begriff Anleihe auch als Synonym für Obligation, Rentenpapier oder Schuldverschreibung.

<sup>2</sup> Der Rentenmarkt (Anleihenmarkt) ist ein Teilmarkt des Kapitalmarktes, auf dem verzinsliche Wertpapiere und Teilschuldverschreibungen gehandelt werden (so genannte Rentenpapiere). Die Begriffe verzinsliche Wertpapiere und Teilschuldverschreibungen werden in den Abschnitten 1.1 und 2.6 erläutert; siehe auch *Zöllner*, 1978, § 27 I 1 und 8.

<sup>3</sup> Siehe *Hagen/Rasche*, 2003, S. 3.

<sup>4</sup> Siehe *Merkl*, 2002, S. 3.

<sup>5</sup> *Deutsche Bundesbank*, 2008, Pressenotiz zu Netto-Tilgungen am Rentenmarkt im Februar 2008, S. 1, Stand 10.04.2008.

<sup>6</sup> Als besicherte Anleihen in dieser Arbeit sollen Unternehmensanleihen verstanden werden, die neben dem Unternehmensvermögen speziell durch Grund und Boden besichert sind, indem darauf Grundpfandrechte zugunsten der Anleger eingetragen werden. Für die Grundpfandrechtsbesicherung werden auch die Synonyme „Realsicherheiten“, „dingliche Sicherheiten“, „hypothekarische Besicherung“ und „immobiliare Sicherheiten“ in dieser Arbeit verwendet.

<sup>7</sup> Wertet man die in der Datenbank der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin) hinterlegten Prospekte der im Umlauf befindlichen Emissionen aus, kommt man lediglich auf eine Hand voll hypothekarisch besicherter Anleihen.

<sup>8</sup> Unbesicherte Anleihen zeichnen sich dadurch aus, dass ihnen außer der Personalsicherheit durch das begebende Unternehmen keine weiteren Sicherheiten zugrunde liegen (z.B. dingliche Sicherheiten) und somit ein Totalausfall der Anleihe nicht ausschließbar ist.

<sup>9</sup> Vgl. *Hielscher/Laubacher*, 1998, Finanzierungskosten. Demnach fallen Kosten der Grundpfandrechtsbesicherung an (Eintragung der Hypotheken), Gutachterkosten eines vereidigten Sachverständigen; Beurkundungsgebühr; Kosten im Zusammenhang mit der Löschung der Hypotheken, Kosten durch die Grundbuchvertretung; vgl. auch *Jungnickel*, 2005, S. 34 bis 36.

<sup>10</sup> Eigens festgestellte Erkenntnis im Rahmen der angestellten Literaturrecherche für diese Arbeit.

## 1.1 Gegenstand dieser Arbeit

Gegenstand dieser Masterarbeit ist die rechtliche Konstruktion der Besicherung des Grundpfandrechts einer Anleihe in Form von Anleihebedingungen unter Herausarbeitung der rechtlichen Grundlagen nach deutschem Recht zur Deckung und der Bewertung von Grundstücken, auf welchen Grundpfandrechte eingetragen werden sollen. Außerdem werden die Vertretungsmöglichkeiten der Gläubiger einer solchen Anleihe<sup>11</sup> hinsichtlich der Ausübung und Geltendmachung ihrer Rechte aus der Anleihe thematisiert.

Weiterhin wird untersucht, ob sich eine solche Anleihe zur Vermögensanlage bei Versicherungsunternehmen bzw. Kapitalanlagegesellschaften eignet und ob die Ausfallwahrscheinlichkeit des dinglichen Sicherungsguts einem eigenständigem Rating zugeführt werden kann und wenn ja, welche Bedeutung einem solchen Rating zukommt.

## 1.2 Gang der Untersuchung und Aufbau dieser Arbeit

Die Aufgabenstellung lässt sich in die folgenden Teilbereiche untergliedern. Als Erstes gilt es, der Frage nachzugehen, welche gesetzlichen Grundlagen für eine dinglich besicherte Anleihe bestehen und welcher Regelungsgehalt kautelarrechtlich im Rahmen der Anleihebedingungen<sup>12</sup> zu erarbeiten ist. Im Einzelnen betrifft dies das Grundpfandrecht, das Recht der Deckung von Grundpfandrechten<sup>13</sup> und die Bewertung von Grundstücken<sup>14</sup>, sowie die Gläubigerrechte im Zusammenhang mit der dinglichen Besicherung. Weiterhin ist zu überprüfen, ob die Anleihe einer gesetzlichen Bezeichnungsbeschränkung unterliegt, ob sich die grundpfandrechtlich besicherte Anleihe in der in dieser Arbeit aufgezeigten Form für die Anlage in gebundenes Vermögen<sup>15</sup> bei den institutionellen Anlegern<sup>16</sup>, die dem Versicherungsaufsichts- (VAG)<sup>17</sup> bzw. Investmentgesetz (InvG)<sup>18</sup> unterliegen, eignet bzw. wie die Anleihe bei Eignung ausgestattet sein müsste, dass sie sich zur Vermögensanlage des gebundenen Vermögens dieser Investorenkreise anbietet.

---

<sup>11</sup> Soweit in dieser Arbeit von Anleihe die Rede ist, wird auf eine grundpfandrechtlich besicherte Anleihe abgestellt.

<sup>12</sup> Bedingungen, zu denen eine Anleihe durch eine Emittentin begeben wird, z.B. Festlegung des Zinssatzes, der Laufzeit, der Zurückzahlung, Gesamtbetrag, Einteilung, etc. und im Zusammenhang mit dinglich besicherten Anleihen die Grundpfandrechtsbedingungen.

<sup>13</sup> Unter Deckung von Grundpfandrechten werden die für die Anleihe erlaubten Wertgrenzen und der Rang der Grundpfandrechte auf den zu belastenden Grundstücken verstanden; im Weiteren siehe Kapitel 5 und im Speziellen Abschnitt 4.4.

<sup>14</sup> Es geht hierbei um die Ermittlung des Wertes von Grundstücken, auf denen Grundpfandrechte eingetragen werden sollen. Im Weiteren siehe Abschnitte 4.1 und 4.2.

<sup>15</sup> Gebundenes Vermögen ist Sondervermögen und darf nur in bestimmte Anlageformen investiert werden; im Weiteren siehe Kapitel siehe Abschnitt 5.1.

<sup>16</sup> Als institutionelle Anleger werden Teilnehmer am Kapitalmarkt verstanden, die als Institutionen eigene oder fremde Gelder mit großen Investitionsvolumina verwalten (Kreditinstitute, Versicherungen, Investmentfonds, etc.).

<sup>17</sup> Unternehmen, die den Betrieb von Versicherungsgeschäften zum Gegenstand haben, Pensionsfonds, und Versicherungs-Zweckgesellschaften, vgl. § 1 Abs. 1 VAG, InvG; im Weiteren siehe Kapitel 5.1.

<sup>18</sup> Kapitalanlagegesellschaften gemäß § 6 Abs. 1 Satz 1 InvG; im Weiteren siehe Kapitel 5.2.

Schließlich wird herauskristallisiert, ob für die Hypothekenanleihe für ein öffentliches Angebot<sup>19</sup> bzw. die Einbeziehung in den Freiverkehr einer deutschen Börse eine Prospektspflicht besteht, und wenn ja, welche Anforderungen an die Erstellung eines Prospekts<sup>20</sup> bestehen und wie sich ein Rating<sup>21</sup> der Grundpfandrechtsbesicherung einer solchen Anleihe darstellt.

Hierzu ist die Arbeit wie folgt aufgebaut. Als erstes werden im nächsten Abschnitt die Struktur einer Anleihe mit grundpfandrechtlicher Besicherung, die Beteiligten, die Instrumente, die Prozesse und die tangierten Rechtsgebiete aufgezeigt. Es folgt ein Kapitel, in dem die für eine dinglich besicherte Anleihe wesentlichen gesetzlichen Grundlagen zur Inhaberschuldverschreibung, die der Anleihe zugrunde liegen soll, herausgearbeitet werden. Als nächstes kommt ein Kapitel, das sich inhaltlich mit dem Grundpfandrecht, mit den gesetzlichen Tatbeständen zur Bewertung von Immobilien, mit den Anlagevorschriften von institutionellen Anlegern, die dem VAG bzw. InvG unterliegen, mit der Bewertung der den Hypotheken zugrunde liegenden Immobilien durch einen Sachverständigen und den Vertretungsmöglichkeiten zur Ausübung der Gläubigerrechte<sup>22</sup> und zu Verfügungen über die Hypotheken im Namen der Schuldverschreibungsgläubiger<sup>23</sup> bzw. der Eigentümer der Grundstücke auseinandersetzt. Anschließend werden in einem weiteren Kapitel die für eine solche Anleihe typischen Anleihebedingungen zur Regelung der dinglichen Besicherung aufgestellt und die mit einem öffentlichen Angebot oder der Einbeziehung der Anleihe im Freiverkehr einer deutschen Börse<sup>24</sup> verbundenen Besonderheiten aus der hypothekarischen Besicherung im Zusammenhang mit einem Prospekt behandelt. Es wird dann noch auf das Recovery Rating<sup>25</sup> der Grundpfandrechtsbesicherung der Anleihe eingegangen. Die Arbeit schließt mit einer kritischen Würdigung.

### 1.3 Getroffene Annahmen und Abgrenzungen

Im Zusammenhang mit der rechtlichen Konstruktion werden nachfolgende Prämissen aufgestellt. Die Anleihe soll sich als Kreditfazilität dergestalt eignen, dass die Anlagegelder zur freien Verfügung stehen, sie aber insbesondere zum Erwerb von Grundstücken oder Immobilien verwendet werden können. Die hier gewählte grundpfandrechtliche

<sup>19</sup> Weitläufiger Begriff im Rahmen der Platzierung als Gegenstück zur Privatplatzierung.

<sup>20</sup> Ein Prospekt auch Börsen-, Emissions- oder Wertpapierprospekt genannt, stellt eine schriftliche Zusammenstellung von Informationen über zu emittierende Wertpapiere dar; wann eine Prospektspflicht besteht, regelt das Wertpapierprospektgesetz; siehe Kapitel 8.

<sup>21</sup> Rating ist englisch und heißt übersetzt „Bewertung“, „Einschätzung“. Im hier gebrauchten Sinne geht es um das Rating des Sicherheitenguts, nämlich des Grundpfandrechts, wohingegen das Unternehmensrating und das Rating der Anleihe vernachlässigt werden; siehe Kapitel 9.

<sup>22</sup> Es geht hierbei um die Frage, wie die gemeinsamen Rechte der Gläubiger von Schuldverschreibungsinhabern ausgeübt werden können; siehe Abschnitt 4.6.2.

<sup>23</sup> Es geht hierbei um die Frage, wer Verfügungen über die Grundstücke, auf denen Grundpfandrechte eingetragen sind für den Eigentümer und die Gläubiger der Schuldverschreibungsinhaber trifft; siehe Abschnitt 4.6.1.

<sup>24</sup> Der Freiverkehr ist ein spezielles Marktsegment an einigen Börsenplätzen in Deutschland für den geringere Anforderungen gelten als im organisierten Markt; Über die Einbeziehung der Hypothekenanleihe in den Freiverkehr einer deutschen Börse siehe Abschnitt 6.2.

<sup>25</sup> Recovery Rating ist eine Bewertung hinsichtlich der Ausfallwahrscheinlichkeit des dinglichen Sicherungsguts bzw. der wahrscheinlich einbringbaren Befriedigungsquote im Falle der Verwertung.

Besicherungsform schließt keine Forderungsbesicherung aus Mieteinnahmen aus den Immobilien mit ein<sup>26</sup>.

Die Grundpfandrechte sollen während der Laufzeit der Anleihe austauschbar sein. Lediglich die Ansprüche aus der Kapitalrückzahlung der Anleihe sollen dinglich besichert sein, jedoch die Zinsansprüche nur insoweit, als der Eigentümer nur dann einen Lösungsanspruch bei dem Grundpfandrecht haben soll, wenn die Zinsen der vorangegangenen Zinsläufe vollständig beglichen sind. Die Erträge aus den mit Grundpfandrechten belasteten Grundstücken müssen nicht Zweck gerichtet für die Zins- bzw. Kapitalrückzahlungen verwendet werden. Es wird unterstellt, dass die Anleihe ausschließlich in Deutschland öffentlich angeboten wird, die den Grundpfandrechten zugrunde liegenden Grundstücke oder Immobilien ausschließlich in Deutschland belegt sind, keine Projektierungen im Immobilienbereich zulässig sind und ein Einbezug in einer Börse ausschließlich in Deutschland erfolgt und nur im Marktsegment des Freiverkehrs. Auf die Voraussetzungen für die Einbeziehung einer Anleihe in den Freiverkehr deutscher Börsen wird in dieser Arbeit nicht eingegangen. Auch werden hier die Standardmerkmale<sup>27</sup> einer Anleihe nicht weiter behandelt. Der Schwerpunkt dieser Arbeit liegt in der rechtlichen Konstruktion der Grundpfandrechtsbesicherung und der Regelungen im Zusammenhang mit der Ausübung und Geltendmachung der Gläubigerrechte aus der dinglichen Besicherung. Auf finanzwirtschaftliche Aspekte der Anleihe wird in dieser Arbeit nicht eingegangen.

## 1.4 Rechtliche Problemkreise

Während das Hypothekenrecht im Zusammenhang mit Inhaberschuldverschreibungen aufgrund einschlägiger gesetzlicher Normierungen und einer gefestigten Rechtsprechung als weitgehend unproblematisch gilt, müssen die Regelungen zur Deckung der Grundpfandrechte, zur Bewertung der den Grundpfandrechten zugrunde liegenden Grundstücke und zur Ausübung der Gläubigerrechte aus dem dinglichen Sicherungsgut rechtlich gestaltet werden. Zwar gibt es im öffentlichen Recht Gesetze bzw. einzelne Normen oder Tatbestände, die die oben angerissenen Problemkreise für Hypothekendarlehen gesetzlich regeln<sup>28</sup>, die hypothekarisch besicherte Anleihe ist davon jedoch ausgenommen. Ob ein Rückgriff auf diese Gesetze oder auf einzelne Normen oder auf einzelne Tatbestandsmerkmale in den Anleihebedingungen möglich ist, soll in dieser Arbeit näher untersucht werden.

---

<sup>26</sup> Eine solche Besicherungsform ist auch bei den Asset Backed Securities gegenständlich; siehe *Ebberg*, 1997, S. 3.

<sup>27</sup> Welche damit gemeint sind, siehe Abschnitt 2.6.

<sup>28</sup> Siehe Abschnitt 4.2.

## 2 Begriffsbestimmungen und Struktur der Anleihe

In diesem Kapitel werden die Struktur, die Beteiligten sowie tangierte Rechtsgebiete bei der in dieser Arbeit strukturierten Anleihe skizziert. Weiterhin werden die Aufgaben und Rollen der Beteiligten und deren Rechtsbeziehungen sowie das Verfahren im Zusammenhang mit der Verwaltung der Anleihe zu Beginn, während ihrer Laufzeit, am Ende der Laufzeit und für den Fall der Notleidenschaft dargestellt. Die nachfolgende Abbildung zeigt diese Zusammenhänge auf.

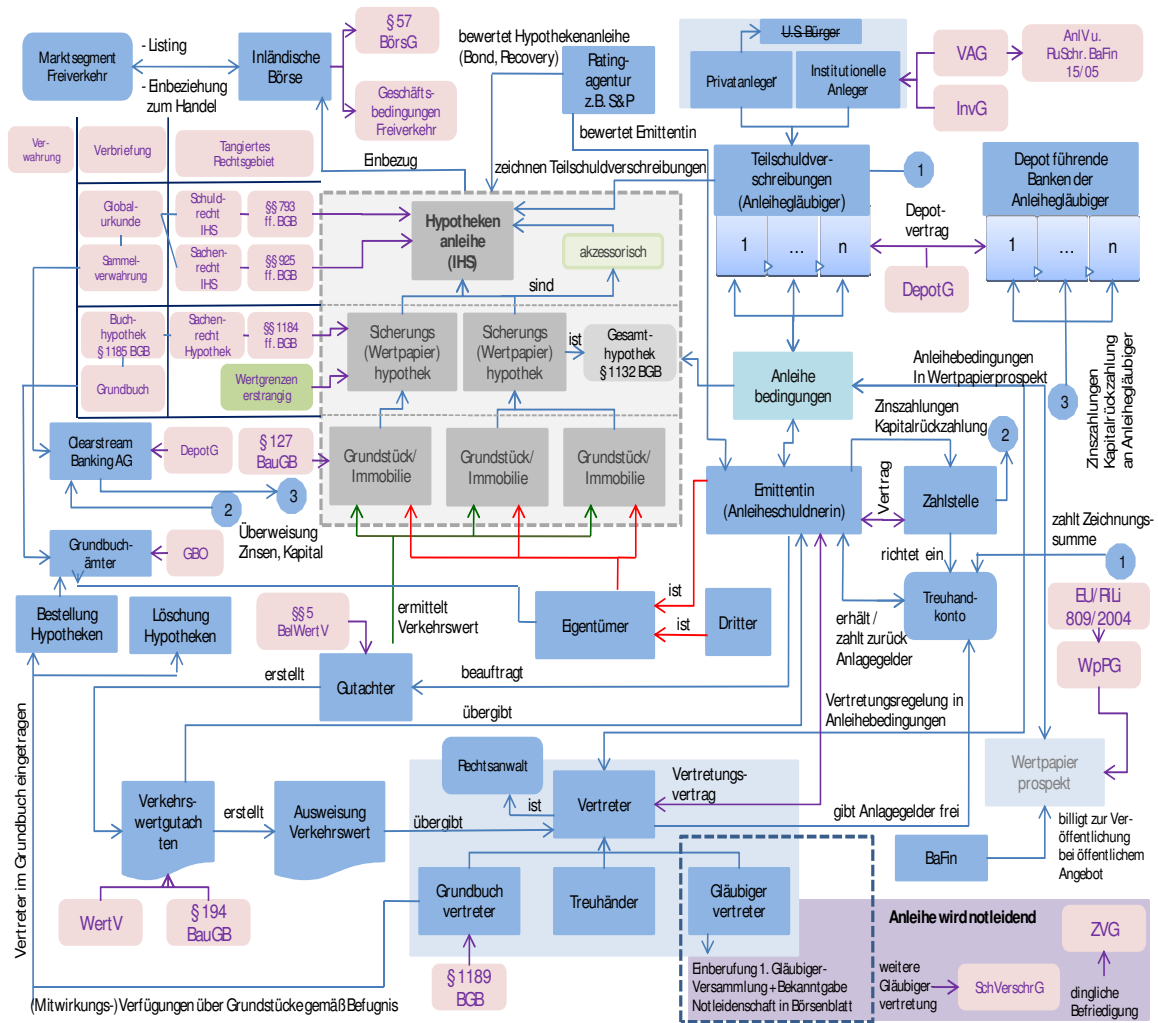


Abbildung 1: Rechtliche Struktur, Beteiligte, Instrumente, Verfahren und Rechtsgebiete

In den nachfolgenden Abschnitten wird auf die Abbildung näher eingegangen.

## 2.1 Rechtliche Struktur der Anleihe

Die Anleihe wird als Schuldverschreibung begeben, die auf den Inhaber lautet (Inhaberschuldverschreibung).

Sie wird wegen der grundpfandrechtlichen Besicherung Hypothekenanleihe genannt<sup>29</sup>. Die Schuldverschreibung ist mit einem bestimmten Gesamtnennbetrag ausgestattet. Der Gesamtnennbetrag ist eingeteilt in eine bestimmte Anzahl von Teilschuldverschreibungen<sup>30</sup>, die die gleichen Teilbeträge aufweisen und in der Summe dem Gesamtnennbetrag entsprechen. Gegen Einzahlung von Anleihekaptial erhält der Anleger in der entsprechenden Höhe der Teilschuldverschreibung Miteigentumsanteile an der Globalurkunde, die die gesamte Schuldverschreibung (sprich Gesamtnennbetrag) verbrieft. Zur Sicherung der Rückzahlungsforderungen<sup>31</sup> aus der Schuldverschreibung dienen eine oder mehrere Sicherungshypothesen<sup>32</sup>, wobei die Summe aller Hypothekensummen zusammen der Höhe der gezeichneten Nennbeträge entsprechen muss. Eine Sicherungshypothek wiederum kann auf ein oder mehrere inländische Grundstücke bestellt werden (Vorliegen einer Gesamthypothek nach § 1132 BGB). Grundstückseigentümer muss nicht notwendigerweise die Emittentin<sup>33</sup> sein, sondern kann auch ein Dritter sein. Die Hypothekensumme je Hypothek darf dabei 4/5 des Verkehrswertes des Grundstücks, auf die die Hypothek eingetragen werden soll, nicht überschreiten (Wertgrenze) und die Hypothek muss erstrangig sein. Es dürfen Hypotheken bestellt werden, die die Wertgrenze überschreiten. Das Grundstück muss bebaubar bzw. soweit es bebaut ist, ertragsfähig sein. Zwischen der Forderung der Schuldverschreibung und den Sicherungshypothesen besteht eine strenge Akzessorietät, d.h. der Gläubiger der Sicherungshypothek kann sich nicht alleine auf die Hypothek berufen, sondern muss das Bestehen der Forderung mit anderen Mitteln als der Hypothek beweisen, wie noch weiter unten aufgezeigt wird<sup>34</sup>.

## 2.2 Beteiligte und deren Rollen/Aufgaben und tangierte Rechtsgebiete

- Die Emittentin ist ein Unternehmen/eine Firma, i.d.R. aus der Immobilienwirtschaft, welches die Hypothekenanleihe begibt. Sie ist Anleiheschuldnerin und unterliegt hinsichtlich der Hypothekenanleihe den Anleihebedingungen.
- Der Anleger zeichnet die Hypothekenanleihe mit einer Zeichnungssumme zwischen dem Mindest- und Höchstnennbetrag. Er ist Gläubiger der Anleihe. Es kann ein oder mehrere Anleihegläubiger geben, die untereinander gleichberechtigt sind.

---

<sup>29</sup> Die Hypothekenanleihe wird vorneweg so bezeichnet. In Abschnitt 4.2.1 wird untersucht, ob der Begriff einer Bezeichnungsbeschränkung unterliegt.

<sup>30</sup> Zum Begriff der Teilschuldverschreibung, siehe *Zöllner*, 1987, § 27, I Nr. 8.

<sup>31</sup> In Höhe der tatsächlich gezeichneten Nennbeträge.

<sup>32</sup> Zur Definition der Sicherungshypothek siehe Kapitel 4.2.1. Die Sicherungshypothek für Forderungen aus Inhaberschuldverschreibungen wird auch als Wertpapierhypothek bezeichnet. Dieses Synonym wird in dieser Arbeit gebraucht.

<sup>33</sup> Emittentin begibt eine Anleihe; siehe Abschnitt 2.2. Der Begriff Emittentin wird hier in der weiblichen Form benutzt.

<sup>34</sup> Vgl. Abschnitt 3.2.

- Die Anleger werden danach differenziert, ob sie Privatanleger oder institutionelle Anleger sind. Weiterhin werden natürliche Personen als Anleger danach unterschieden, ob sie U.S.-Amerikaner im Sinne der U.S.-Klausel 144A<sup>35</sup> sind oder nicht. Institutionelle Anleger werden danach unterteilt, ob sie dem Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) i.V.m. der Anlageverordnung (AnlV) oder dem Investmentgesetz (InvG) unterliegen. Andere Investoren werden nicht betrachtet.
- „Vertreter“ ist der Sammelbegriff für eine natürliche Person, welche die drei Funktionen, nämlich die Grundbuch-, Gläubigervertretung und Treuhandschaft ausübt. Tauglicher Vertreter ist ein deutscher Rechtsanwalt oder eine Rechtsanwaltskanzlei, die einen Rechtsanwalt als Vertreter bestellt. Die drei Funktionen werden in einer Person wahrgenommen. Die Vertretungsbestimmungen sind Bestandteil der Anleihebedingungen, die deckungsgleich zum Inhalt des Vertretungsvertrags sind, der zwischen dem Vertreter und der Emittentin geschlossen wird. Neben den Anleihebedingungen sind für die Grundbuchvertretung der § 1189 BGB maßgeblich und das Schuldverschreibungsgesetz (SchVerschrG) soweit es um die Gläubigervertretung im Fall der Notleidenschaft der Hypothekenanleihe geht. Der Vertreter hat im Wesentlichen die folgenden Aufgaben:
  - Erstmalige Freigabe von Anlagegeldern vom Treuhandkonto (Zahlstelle) nach der Erstplatzierung der Anleihe, Zug um Zug gegen Nachweis von bestellten Sicherungshypotheken in Höhe der Wertgrenzen und gegen Vorlage eines Verkehrswertausweises durch einen Sachverständigen bzw. erneute Freigabe von Anlagegeldern beim Austausch von Sicherungshypotheken nach dem Prozedere der erstmaligen Freigabe.
  - Verfügungen über die Sicherungshypotheken gemäß §§ 1187, 1189 BGB.
  - Mitwirkung bei der Löschung von Sicherungshypotheken Zug um Zug gegen Rückzahlung der Anlagegelder und bei der Bestellung von Sicherungshypotheken.
  - Führen eines Registers, in dem die Hypotheken eingetragen sind
  - Bekanntgabe der Notleidenschaft (ausstehende fällige Zinszahlungen, ausstehende fällige Kapitalrückzahlung) in einem überregionalen Börsenblatt und Einberufung einer ersten Gläubigerversammlung nach dem Schuldverschreibungsgesetz (SchVerschrG).
  - Der Anleihegläubiger und die Emittentin haben gegenüber dem Vertreter ein Auskunftsrecht über sämtliche Vorgänge, die sein Vertretungsverhältnis umfassen.
  - Erfüllung des Auskunftsrechts gegenüber der Emittentin.
- Dritter im hier gebrauchten Sinne ist der Eigentümer eines Grundstücks, auf dem Sicherungshypotheken eingetragen werden sollen, welcher nicht die Emittentin ist.

---

<sup>35</sup> SEC Rule 144a; Implikationen dieser Regel auf Anleihen von internationalen Ausstellern liest man in *Chaplinsky*, 2002, Chapter C. Auf die Rule 144A Problematik im Zusammenhang mit der Begebung einer Anleihe wird nicht weiter eingegangen.



- Depotführende Banken sind (Depot-)Banken nach den Bestimmungen des Depotgesetzes, bei denen die Anleger ihre Depots führen und die Hypothekenanleihe in dem Depot als Wertpapierposition in der Girosammelverwahrung halten. Die Depotbank schreibt den Anlegern die Zinsen aus der Hypothekenanleihe in Form von Zinserträgen gut. Rechtlich kommt zwischen dem Anleger und der Depotbank ein Depotvertrag zustande. Die wesentlichen Bestimmungen zur Verwaltung und Verwahrung von Wertpapieren bei einer Depotbank sind im Depotgesetz (DepotG) festgeschrieben.
- Die Zahlstelle ist eine inländische Bank, bei der ein Treuhandkonto eingerichtet ist, auf das die Anleger die Anlagegelder unter Berücksichtigung der Stückzinsrechnung einzahlen. Von dort werden diese nach Freigabe durch den Vertreter an die Emittentin ausgeschüttet. Die Zinszahlungen und Kapitalrückzahlungen der Emittentin werden auf das Treuhandkonto überwiesen und die Zahlstelle überweist diese an die Verwahrstelle.
- Die Verwahrstelle ist die Clearstream Banking AG in Frankfurt, welche die Verwaltung und Verwahrung der Globalurkunde nach den Bestimmungen des Depotgesetzes (DepotG) vornimmt und die Zins- und Kapitalrückzahlungen von der Zahlstelle kommend, an die Depotbanken anteilig weiterleitet.
- Der Gutachter/Sachverständige ist öffentlich bestellt und vereidigt und erstellt im Auftrag der Emittentin Verkehrswertgutachten über Grundstücke, auf die Sicherungshypotheken eingetragen werden sollen. Die maßgeblichen Bestimmungen hinsichtlich der Qualität des Gutachters und des zu erstellenden Gutachtens sind an die Beleihungswertverordnung (BelWertV) angelehnt worden. Die Kriterien zur Bestimmung des Verkehrswertes werden aus speziellen Vorschriften aus dem Baugesetzbuch (BauGB) und der Wertverordnung (WertV) übernommen. Weiterhin weist der Sachverständige gesondert den festgestellten Verkehrswert zur weiteren Bearbeitung durch den Vertreter aus.
- Eine Rating-Agentur ist ein Unternehmen, welches einen Ratingbericht über die Emittentin und die Anleihe erstellt und im Rahmen eines Recovery Ratings eine Bewertung der Wahrscheinlichkeit des Ausfalls von Anlagegeldern bei der Rückzahlung beinhaltet. Unternehmens- und Anleihe Rating-Ergebnisse werden nach „Investment Grade“ und „Non Investment Grade“ unterschieden<sup>36</sup>. Anleihen, die Investment Grade fähig sind, lassen sich am Kapitalmarkt leichter und zu günstigeren Zinskonditionen platzieren. Für das Recovery Rating existiert ein eigenes Skalensystem, das Auskunft über die Ausfallwahrscheinlichkeit im Fall der Notleidenschaft gibt<sup>37</sup>. Das Rating unterliegt keinen gesetzlichen Vorschriften<sup>38</sup>.

---

<sup>36</sup> Siehe die Ratingskalen in *Sinclair*, 2005, S. 36-39 und im Rating ABC von *Everling/Schneck*, 2005, unter dem Stichwort Rating.

<sup>37</sup> Vgl. Kapitel 9, in dem das Recovery Rating für die Hypothekenanleihe erläutert wird.

<sup>38</sup> Siehe die Arbeit von *Dittrich*, 2007 der die mangelnde Regulierung von Ratingagenturen und die Fehlallokation aus dieser quasi monopolistischen Stellung untersucht.

- Das Grundbuchamt ist eine Stelle im Amtsgericht des Belegenheitsortes des Grundstücks, bei dem das Grundbuch nach den Vorschriften der Grundbuchordnung (GBO) zu den Grundstücken geführt wird, auf denen eine Sicherungshypothek eingetragen wird. Im Falle der Notleidenschaft<sup>39</sup> der Hypothekenanleihe richtet sich die Zwangsversteigerung bzw. –verwaltung nach dem Zwangsversteigerungsgesetz (ZVG), für das nach § 1 Abs. 1 ZVG das Vollstreckungsgericht des Amtsgerichts zuständig ist, in dessen Bezirk das Grundstück fällt.
- Der Freiverkehr ist ein spezielles Marktsegment an deutschen Börsen mit geringeren Anforderungen als im regulierten Markt einer Börse<sup>40</sup>.
- Das BaFin (Bundesaufsichtsamt für Finanzdienstleistungen) prüft einen Prospekt auf Kohärenz und billigt einen Wertpapierprospekt zur Veröffentlichung bei einem öffentlichen Angebot der Hypothekenanleihe in Deutschland<sup>41</sup>.

---

<sup>39</sup> Notleidenschaft liegt vor, wenn die Emittentin die Zins- und/oder Kapitalrückzahlungen nicht vollständig und/oder rechtzeitig leistet.

<sup>40</sup> Siehe Fußnote 24.

<sup>41</sup> Es wird unterstellt, dass die BaFin für die Hypothekenanleihe nur die hier aufgezeigten aufsichtsrechtlichen Funktionen der Billigung eines Prospekts übernimmt.

## 2.3 Verbriefung, Instrumente und Objekte einer Hypothekenanleihe

- Zur Hypothekenanleihe wird eine Globalurkunde erstellt, die die Ansprüche der Schuldverschreibungsgläubiger verbrieft.
- Die Hypotheken werden nach § 1185 BGB als Buchhypotheken<sup>42</sup> bestellt und im betreffenden Grundbuchamt eingetragen und verbrieft das dingliche Recht der Anleger.
- Die Anleihebedingungen regeln das Rechtsverhältnis zwischen Anleger und Emittentin einerseits und der Emittentin und dem Vertreter bzw. dem Vertreter und den Anlegern andererseits. Die Anleihebedingungen enthalten die schuld- und sachenrechtlichen Bestimmungen der Hypothekenanleihe und die sachenrechtlichen Bestimmungen der Wertpapierhypotheken sowie die Regelungen zur Vertretung der Gläubiger durch den Vertreter. Die Anleihebedingungen sind in der Globalurkunde vollständig abgedruckt und die Globalurkunde wird von der Emittentin unterschrieben.
- Grundstücke müssen bebaubar und bebaute Grundstücke müssen ertragsfähig sein. Grundstücke müssen in Deutschland belegt sein. Mit dem Begriff Grundstück sind auch Gebäude auf eben diesen erfasst. In diesem Fall liegen Immobilien vor.
- Das Verkehrswertgutachten ist ein gutachterliches Dokument, ebenfalls der Verkehrswertausweis bzw. die Verkehrswertbestätigung auf Basis derer der Verkehrswert eines Grundstücks dokumentiert wird und der Vertreter in Höhe von bis zu 4/5 des Verkehrswertes Anlagegelder an die Emittentin freigeben kann, wenn in entsprechender Höhe Wertpapierhypotheken bestellt und eingetragen werden.

## 2.4 Verfahren der Anleihe

Die nachfolgende Abbildung zeigt das Verfahren, eingeteilt in die einzelnen Phasen (Konstruktion, Zeichnung, während und am Ende der Laufzeit und Notleidenschaft), der Hypothekenanleihe auf:

---

<sup>42</sup> Die Buchhypothek schließt eine Brieferteilung aus; auf die Buchhypothek wird in Abschnitt 3.2 eingegangen.

## Konstruktion einer Anleihe mit hypothekarischer Besicherung

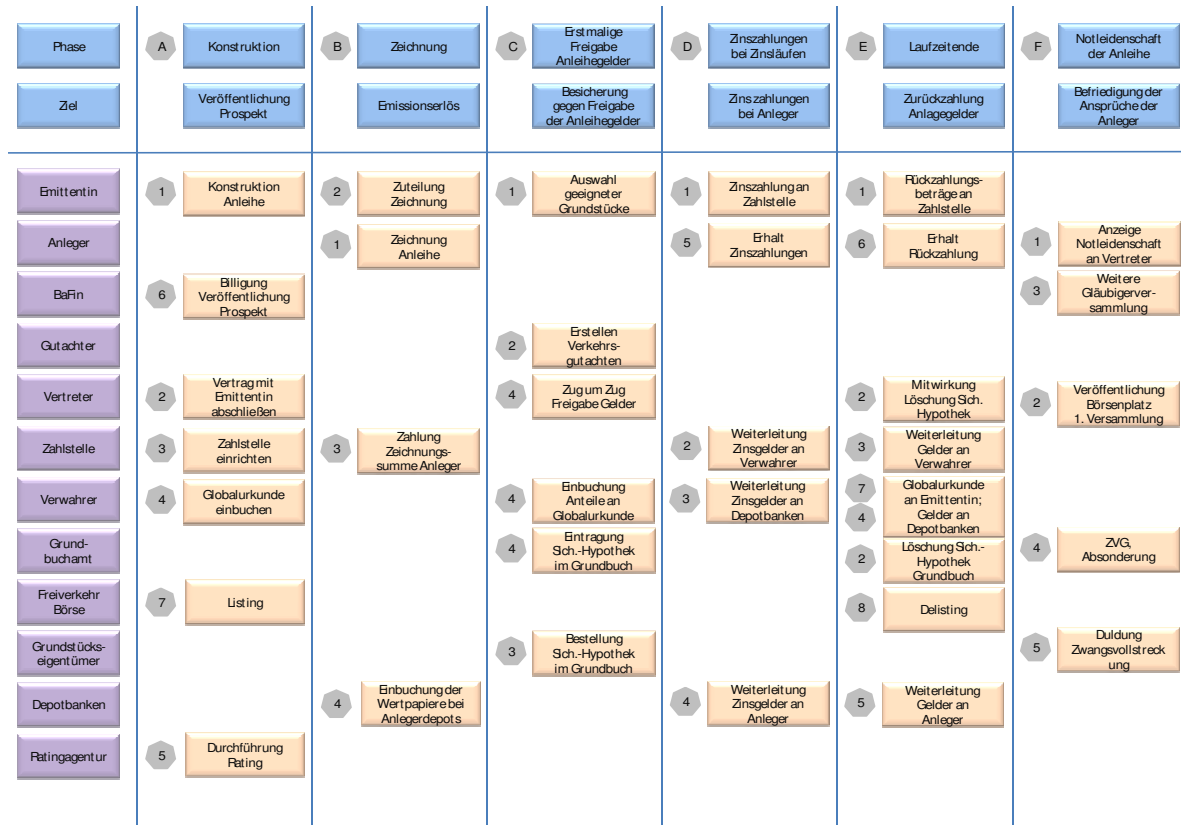


Abbildung 2: Verfahren der Anleihe

In der nachfolgenden Tabelle werden die einzelnen Phasen gemäß der vorstehenden Abbildung erläutert und angegeben, wer in der jeweiligen Phase beteiligt ist.

Phase	Aufgabe, Prozessschritt	Beteiligter
<b>A</b>	<b>Konstruktion der Anleihe</b>	
1	Konstruktion der Anleihe <ul style="list-style-type: none"> <li>Anleihebedingungen</li> <li>Wertpapierkennnummer bzw. ISIN beantragen</li> <li>Erstellung Prospekt und Unterzeichnung</li> <li>Einreichung Prospekt bei BaFin zur Billigung der Veröffentlichung des Wertpapierangebots</li> <li>Erstellung einer Globalurkunde und Unterzeichnung</li> <li>Auswahl eines Vertreters, durch Sachverständige für die Bewertung des Verkehrswertes von Grundstücken, ein oder mehrere Zahlstellen</li> </ul>	Emittentin
2	Abschließen eines Vertrages zwischen Vertreter und Emittentin auf Basis der Anleihebedingungen, welche die Vertretungsregelung zur Grundbuch-, Gläubigervertretung und zur Treuhand-schaft regelt	Vertreter / Emittentin
3	Einrichten einer Zahlstelle und Abschließen eines entsprechenden Zahlstellenvertrags zwischen Emittentin und Zahlstelle, der auch die Verwahrung bei einer Wertpapiersammelbank regelt	Zahlstelle / Emittentin

4	Abschließen eines Verwahrungsvertrags zwischen Zahlstelle und Verwahrstelle, Einreichung und Einbuchung der Globalurkunde	Zahlstelle / Verwahrstelle
5	Durchführung eines Ratings (Unternehmensrating, Anleihe Rating, Recovery Rating)	Ratingagentur
6	Prüfung des eingereichten Prospekts und Billigung zur Veröffentlichung bei Fehlerfreiheit	BaFin
7	Beantragung eines Listings der Hypothekenanleihe für den Einbezug in den Freiverkehr bei einer Börse in Deutschland	Börse
<b>B</b>	<b>Zeichnungsprozess</b>	
1	Zeichnung der Hypothekenanleihe	Anleger
2	Zuteilung der Zeichnung	Emittentin
3	Zahlung der Zeichnungssumme auf das Treuhandkonto bei der Zahlstelle	Anleger / Zahlstelle
<b>C</b>	<b>Erstmalige und erneute Freigabe der Anlagegelder</b>	
1	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Auswahl geeigneter Grundstücke, auf die Sicherungshypotheken eingetragen werden sollen</li> <li>• Beauftragung eines Sachverständigen zur Erstellung eines Verkehrswertgutachtens</li> </ul>	Emittentin
2	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ermittlung des Verkehrswertes des Grundstücks</li> <li>• Erstellung eines Verkehrswertgutachtens und eines Dokuments, das den Verkehrswert ausweist</li> <li>• Übergabe des Verkehrswertgutachtens an die Emittentin</li> <li>• Übergabe des Verkehrswertausweises an den Vertreter</li> </ul>	Sachverständiger
3	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bestellung einer Sicherungshypothek mit einer Hypothekensumme in Höhe von mindestens 4/5 des festgestellten Verkehrswertes und erstem Rang</li> </ul>	Eigentümer des Grundstücks
4	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Feststellung des Verkehrswertes und Ermitteln der Wertgrenzen aus dem Verkehrswertausweis</li> <li>• Freigabe der Anlagegelder von dem Treuhandkonto der Zahlstelle an die Emittentin Zug um Zug gegen Eintragung der Sicherungshypothek im Grundbuch</li> </ul>	Vertreter
4	Einbuchung der entsprechenden Anteile an der Hypothekenanleihe in das Depot des Anlegers bei seiner Depot führenden Bank durch die Verwahrstelle (Lieferung gegen Zahlung); Eintragung des Anteils in der Globalurkunde beim Verwahrer	Depotbank / Verwahrer
4	Eintragung der bestellten Sicherungshypothek in das Grundbuch	Grundbuchamt
<b>D</b>	<b>Zinsläufe</b>	
1	Zahlung der Zinsen in Höhe der Zinszahlungsansprüche für alle Anleger der Hypothekenanleihe an die Zahlstelle	Emittentin
2	Weiterleitung der Gelder von der Zahlstelle an Clearstream Banking	Zahlstelle / Verwahrer
3	Weiterleitung der jeweiligen Gelder von Clearstream Banking an die Depotbanken	Verwahrer / Depotbanken
4	Eingang der Zinszahlungen bei den Depotbanken	Depotbanken

5	Anleger erhält die Zinszahlungen von Depotbank gutgeschrieben	Anleger
<b>E</b>	<b>Reguläre Abwicklung am Laufzeitende</b>	
1	<ul style="list-style-type: none"> <li>Überweisung der Rückzahlungsbeträge für alle Anleger der Hypothekenanleihe auf das Treuhandkonto der Zahlstelle</li> <li>Nachweis gegenüber dem Vertreter, dass alle vorangegangenen Zinsläufe rechtzeitig und vollständig an die Anleger bezahlt wurden</li> </ul>	Emittentin
2	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mitwirkung bei der Löschung der betreffenden Sicherungshypotheken, sofern der Nachweis gemäß vorstehend erbracht ist</li> <li>Zug um Zug Freigabe der Anlagegelder zur Zurückzahlung an die Anleger gegen Löschung der betreffenden Sicherungshypotheken</li> </ul>	Vertreter
2	Löschung der betreffenden Sicherungshypotheken im Grundbuchamt	Grundbuchamt
3	Weiterleitung der Rückzahlungsgelder von dem Treuhandkonto der Zahlstelle an Clearstream Banking	Zahlstelle / Verwahrer
4	Weiterleitung der jeweiligen Rückzahlungsgelder von Clearstream Banking an die Depotbanken; Ausbuchung Miteigentumsanteil an Globalurkunde	Verwahrer / Depotbanken
5	<ul style="list-style-type: none"> <li>Erhalt der Rückzahlungsgelder</li> <li>Zug um Zug Ausbuchung der Depotposition in den Anlegerdepots gegen Gutschrift der Rückzahlung</li> </ul>	Depotbank
6	Gutschrift des Rückzahlungsbetrags bei dem Anleger	Anleger
7	Rückgabe der Globalurkunde an die Emittentin	Verwahrer
8	Delisting im Freiverkehr	Börse
<b>F</b>	<b>Abwicklung wegen Notleidenschaft der Anleihe</b>	
1	Anzeige der Notleidenschaft an den Vertreter	Ein oder mehrere Anleger
2	<ul style="list-style-type: none"> <li>Veröffentlichung der Notleidenschaft in einem Börsenblatt</li> <li>Einberufung der ersten Gläubigerversammlung</li> </ul>	Vertreter
3	Weitere Vorgehensweise bestimmt sich nach den Beschlussfassungen der ersten Gläubigerversammlung, jedenfalls werden die Rechte zur Befriedigung aus den Sicherungshypotheken geltend gemacht	Anlegerversammlung
4	Zwangsversteigerung und/oder –verwaltung der durch Sicherungshypotheken belasteten Grundstücke	Grundbuchamt
5	Duldung der Zwangsvollstreckung	Eigentümer

*Tabelle 1: Verfahrensschritte der Hypothekenanleihe*

## 2.5 Recht der Inhaberschuldverschreibung

In diesem Kapitel werden die schuld- und sachenrechtlichen Grundlagen und die wesentlichen Ausstattungsmerkmale zur Inhaberschuldverschreibung herausgearbeitet. Die Inhaberschuldverschreibung ist die Form, in der die Hypothekenanleihe begeben wird.

## 2.6 Grundlagen

### 2.6.1 Qualifikation der Anleihe als Wertpapier

Eine Anleihe zählt allgemein zu den verzinslichen Wertpapieren<sup>43</sup>. Über die Klassifikation des Begriffs Wertpapier lässt sich auf die bestimmten Ausstattungsmerkmale einer Anleihe schließen. Der Begriff Wertpapier wird in den Gesetzen im Sprachgebrauch sehr differenziert gebraucht und ist mithin unterschiedlich legal definiert<sup>44</sup>. Einen einheitlichen Wertpapierbegriff gibt es nicht, weil in den unterschiedlichen Gesetzesbestimmungen dem Ausdruck Wertpapier unterschiedliche Bedeutungen zukommen<sup>45</sup>. Ein Wertpapier ist nach herrschender Meinung eine Urkunde<sup>46</sup>, welche dem Inhaber ein darin verbrieftes Recht einräumt<sup>47</sup> und nach der Art der Verbriefung differenziert<sup>48</sup>. Das verbrieftes Recht kann außerhalb der Urkunde nicht geltend gemacht werden, wonach die Urkunde nicht nur deklarative<sup>49</sup> sondern konstitutive Bedeutung<sup>50</sup> erlangt, somit lässt sich die Anleihe von anderen Wertpapieren im Weiteren nach dem Verhältnis der Rechtsentstehung und Papiaerausstellung unterscheiden<sup>51</sup>. Das verbrieftes Recht erstreckt sich bei der Anleihe in dem Forderungsrecht auf die Zinszahlungen und auf die Rückzahlung des überlassenen Kapitalbetrags<sup>52</sup>. Die Forderungen sind schuldrechtlicher Natur. Mit der Anleihe sind keine körperschaftlichen Mitgliedschaftsrechte ver-

<sup>43</sup> *Stamm*, 2006, S. 8; *Brox*, 2005, §27 4 c, § 44; *Zöllner*, 1978, § 27 I 1.

<sup>44</sup> *Gursky*, 2007, S. 2. Demnach wird der Begriff Wertpapier in den Gesetzen unterschiedlich gebraucht (z.B. im BGB, HGB, WG, SchG, AktG, InvG, DepotG finden sich differenzierte Definitionen und Regelungsgehalte). Dagegen ist der Wertpapierbegriff in der Rechtswissenschaft nach der herrschenden Meinung eine Urkunde wie oben dargelegt; *Brox*, 2005, Rdn. 475.

<sup>45</sup> *Brox*, 2005, Rdn. 475. Auf den in dem Schrifttum vorherrschenden Meinungsstreit zu dem Wertpapierbegriff wird nicht näher eingegangen, er ist nur dogmatischer Natur, vgl. *Brox*, 2005, Rdn. 478; *Zöllner*, 1982, § 3 II.

<sup>46</sup> Zum Begriff der „Urkunde“ sind die Formvorschriften des BGB zu beachten, insbesondere ist § 126 BGB zu beachten; siehe *Palandt/Heinrichs*, § 126 BGB, Rdn. 2. Nach § 793 Abs. 1 Satz 1 BGB ist der Urkundenbegriff eine nach der gesetzlichen Schriftform des § 126 BGB errichtete schriftliche Gedankenäußerung, die als Beweismittel im Rechtsverkehr tauglich und dafür auch determiniert ist. Sie lässt darüber hinaus den Aussteller zu erkennen geben; vgl. auch *Staudinger/Marburger* Rdn. 2; *Zöllner*, 1982, § 3 III 1 2; *Brox*, 2005, § 44 II 1 b.

<sup>47</sup> *Palandt/Sprau*, Einführung vor § 793 BGB, Rdn. 1; *Hueck/Canaris*, Recht der Wertpapiere, 12. Auflage 1986, § 1 Abs. 1; *Zöllner*, 1982, § 3 III 4b.

<sup>48</sup> *Zöllner*, 1982, § 2 Abs. 2; Wertpapiere bilden eine Klasse, wenn sie durch eine Urkunde verbrieft werden, *Sedatis*, 1988, Rdn. 313.

<sup>49</sup> Zur Unterscheidung von deklaratorischen und konstitutiven Wertpapieren, siehe *Gursky*, 2007, S. 12-13. *Holzhammer*, 1998, S 290.

<sup>50</sup> *Palandt/Sprau*, § 793 BGB, Rdn. 1; *Gursky*, 2007 S. 3, S. 12-13, *Holzhammer*, 1998, S. 290.

<sup>51</sup> *Gursky*, 2007, S. 11.

<sup>52</sup> Das Leistungsversprechen ist bei dem verbrieften Forderungsrecht beliebig; *Palandt/Sprau*, § 793, Rdn. 2. Bei der verzinslichen Anleihe typischerweise Zins- und Kapitalrückzahlung.

knüpft, wie dies etwa bei Aktien der Fall ist<sup>53</sup>. Die Anleihe zählt zu den kausalen Wertpapieren, da ein zum Kausalverhältnis hinzukommendes selbstständiges Forderungsrecht nicht verbrieft wird<sup>54</sup>. Die Anleihe zählt deshalb in einer ersten Einteilung zu den *forderungsrechtlichen Wertpapieren* (Forderungspapieren)<sup>55</sup>, ihre Urkunde verkörpert (verbrieft) das Forderungsrecht<sup>56</sup>. Die Verbriefung des Wertpapiers erfolgt in einzelnen Urkunden<sup>57</sup> oder in Sammelurkunden<sup>58</sup>. Die Urkunde enthält den Mantel, welcher die Forderung des Anleihegläubigers verbrieft, und den Bogen<sup>59</sup>, mit dem die Zinsansprüche geltend gemacht werden. Gegebenenfalls besteht die Urkunde auch aus einem Erneuerungsschein<sup>60</sup>, dem so genannten Talon.

Hinsichtlich der Art der Bestimmung des Rechtsinhabers eines Wertpapiers<sup>61</sup> als weitere Einteilung von Wertpapieren kommt die Anleihe in der Regel als *Inhaberpapier*<sup>62</sup> und selten als Namenspapier<sup>63</sup> (Rektapapier)<sup>64</sup> zum Tragen. Ein Grund hierfür ist die mit einem Gläubigerwechsel verbundene Abtretung der Ansprüche nach §§ 398, 413 BGB<sup>65</sup>, wodurch auch das Eigentum an dem Papier nach dem Prinzip „Das Recht am Papier folgt dem Recht aus dem Papier“ übergeht (vgl. § 952 BGB)<sup>66</sup>. Die Fungibilität der Anleihe ist dadurch praktisch nicht mehr gegeben, sie wäre mithin nicht zum Umlauf geeignet. Aus diesem Grund scheidet eine Anleihe als Namenspapier aus. Orderpapiere<sup>67</sup> sind bei Anleihen regelmäßig wegen des komplizierten Übertragungsvorgangs durch Indossament<sup>68</sup> nicht anzutreffen<sup>69</sup>. Inhaberpapieren ist gegenständlich, dass dessen Aussteller die in der Urkunde verbrieftete Forderung dem Inhaber

<sup>53</sup> Palandt/Sprau, Einführung vor § 793, Rdn. 3; Brox, 2005, §27 4 c.

<sup>54</sup> Gursky, 2007, S. 13.

<sup>55</sup> Holzmillner, 1998, S. 402 – 406; die Forderung besteht bei der Anleihe aus einer Geldsumme. In Abgrenzung dazu stehen den forderungsrechtlichen Wertpapieren die sachenrechtlichen Wertpapiere gegenüber, die ein dingliches Verwertungsrecht umfassen z.B. Grundpfandrechte und Mitgliedschaftspapiere, die eine Beteiligung an einer juristischen Person verkörpern (z.B. GmbH, Aktiengesellschaft); vgl. Gursky, 2007, S. 10 11.

<sup>56</sup> Siehe Adrian/Heidorn (Hrsg.), 2000, S. 248; zur herrschenden Lehre der Verkörperungstheorie siehe Micheler, 2004, S. 160.

<sup>57</sup> Siehe Lindner, 2000, S. 5-17.

<sup>58</sup> Siehe Lindner, 2000, S. 18 - 19; Micheler, 2004, S.150 – 152.

<sup>59</sup> Der Bogen verbrieft den Zinsanspruch, vgl. § 803 BGB; siehe auch Lindner, 2000, S. 11 und Gursky, 2007, S. 111.

<sup>60</sup> Mit ihm wird ein Bezugsrecht von neuen Zinsscheinen für eine Inhaberschuldverschreibung eingeräumt. Erneuerungsscheine zählen zu den Legitimationspapieren nach § 805 BGB; vgl. auch Lindner, 2000, S. 11 und Gursky, 2007, S. 111.

<sup>61</sup> Gursky, 2007, S.11.

<sup>62</sup> Palandt/Sprau, § 793, Rdn. 2.

<sup>63</sup> Palandt/Sprau, § 793, Rdn. 3; Brox, 1999, § 27, II.

<sup>64</sup> Wertpapier, das auf dem Namen des Eigentümers des Wertpapiers eingetragen ist. Namenspapiere bei Anleihen sind in Deutschland wenig gebräuchlich. Einzig die in dem Wertpapier genannte Person kann das in der Urkunde verbrieftete Recht geltend machen. Einzelheiten von Rektapapieren bei Zöllner, §§ 2 II 2; 3 III 4a; Baur/Stürner, § 62 B III 3; Wieling, § 16 II 5; Brox, 1999, § 28 III.

<sup>65</sup> Palandt/Sprau, Einführung vor § 793, Rdn. 2, § 952 Rdn. 2.

<sup>66</sup> Gursky, 2007, S. 12.

<sup>67</sup> Palandt/Sprau, § 793, Rdn. 4; zum Begriff des Orderpapiers, siehe Brox, 2005, S. 220; Einzelheiten bei Zöllner, § 2 II 3.

<sup>68</sup> Beim Indossament ist. Ist der Aussteller auch dem gegenüber verpflichtet, den der namentlich Bezeichnete in dem Papier durch die Order Weitergabe (Indossament) als neuen Berechtigten des Papiers aufruft; siehe Gursky, 2007, S. 11. Eine detaillierte Beschreibung zum Übertragungsvorgang bei Erman/Küchenhoff, § 1292, Rdn. 2-5; Soergel/Mühl, § 1292 Rdn. 4 ff.

<sup>69</sup> Eine eigene Auswertung von Anleihen, die öffentlich angeboten werden und zu denen in der BaFin Datenbank ein Prospekt hinterlegt ist, hat dieses Ergebnis gebracht, vgl. unter www.BaFin.de.



des Papiers verspricht<sup>70</sup>. Im Gegensatz zu Namens- bzw. Rektapapieren ist kein Begünstigter genannt<sup>71</sup>. Das ist ein essentielles Merkmal, um eine Anleihe handelbar zu machen.

Weiterhin zählt die Anleihe in der Einteilung der Wertpapiere nach der wirtschaftlichen Funktion zu den Effekten bzw. Kapitalmarktpapieren<sup>72</sup>, im Vergleich zu Geldmarktpapieren<sup>73</sup> und zu den vollständigen Papieren, da das verbriefte Recht vollständig benannt wird und der Aussteller erkennbar ist<sup>74</sup>.

## 2.6.2 Charakterisierung einer Anleihe

Hinsichtlich der Zinsen ist zu differenzieren, ob der Anleihe während der gesamten Laufzeit ein fester Zins zugrunde liegt oder, ob der Zins variabel ist und nach bestimmten Kriterien angepasst werden kann. Aufgrund der Verzinsungsmerkmale zählt die Anleihe zu den Rentenpapieren bzw. Obligationen<sup>75</sup>. Essentielle Funktion von Anleihen ist die langfristige Kreditfinanzierung für die Emittentin in Form der Ausgabe von Schuldverschreibungen<sup>76</sup>.

Anleihen kommen in mannigfach verschiedenen Formen vor. Standardanleihen weisen eine Festverzinsung über die gesamte Laufzeit aus. Anleihen können sich auch in der Zinsstruktur<sup>77</sup> unterscheiden. Zu nennen sind hier die Nullkuponanleihe<sup>78</sup>, welche keine Zinskupons enthält und die Kupon-Anleihe mit variablem Nominalzins (so genannte Floating Rate Notes), wo die Verzinsung sich während der Laufzeit der Anleihe den marktbedingten Referenzzinsen<sup>79</sup> anpasst. Daneben gibt es Anleihen mit Optionsrechten, wie etwa die Wandelanleihe<sup>80</sup>. In jüngerer Zeit haben sich strukturierte Finanzprodukte und so genannte Finanzinnovationen<sup>81</sup> herauskristallisiert, denen Anleihen zugrunde liegen. Zu nennen sind hier etwa die an die Inflation gekoppelten Anleihen (Inflation Linked Bonds)<sup>82</sup> oder strukturierte Anleihen (Zertifi-

<sup>70</sup> Palandt/Sprau, Einführung vor § 793, Rdn. 3; Zöllner, 1982, 3 2 II 1.

<sup>71</sup> Palandt/Sprau, Einführung vor § 793, Rdn. 3; Zöllner, 1982, 3 2 II 2.

<sup>72</sup> Zum Begriff der Kapitalmarktpapiere, siehe Baumbach/Hefermehl, IV 2 A Rdn. 22; Renkl, 1988.

<sup>73</sup> Gursky, 2007, S. 10 11, Holzmueller, 1998, S. 398 – 406.

<sup>74</sup> Gursky, 2007, S. 14.

<sup>75</sup> Klassifikation nach Kriterien der Deutsche Bundesbank in ihren Monatsberichten.

<sup>76</sup> Merkl, 2002, S. 6.

<sup>77</sup> gibt die Relation der verschiedenen Zinssätze in einer Volkswirtschaft zu einem bestimmten Zeitpunkt an.

<sup>78</sup> Sonderform eines festverzinslichen Wertpapiers. Es gibt keine laufende Zinszahlung, sondern nur eine Auszahlung am Ende der Laufzeit der Anleihe. Der Gewinn resultiert aus der Differenz zwischen Erwerbskurs und Verkaufkurs.

<sup>79</sup> Bezeichnung für einen definierten Zinssatz, der zwischen Kreditgeber und Kreditnehmer vereinbart wird und der periodisch nach den jeweiligen Marktkonditionen neu festgesetzt wird. Als Referenzzinsen sind bekannt: z.B. bei Floating Rate Notes häufig LIBOR (London Interbank Offered Rate) oder FIBOR (Frankfurt Interbank Offered Rate).

<sup>80</sup> Siehe Schulz, 2006, der die Wandelanleihe zur Unternehmensfinanzierung diskutiert.

<sup>81</sup> Finanzinnovation ist der Oberbegriff der deutschen Finanzverwaltung für Wertpapiere, bei denen steuerpflichtige Zinsen in steuerfreie Kursgewinne umwandelt werden. Der Begriff ist seit dem Rundschreiben des Bundesfinanzministeriums 1994 in der Finanzwirtschaft im Umlauf. Als Finanzinnovationen werden Anleihen eingestuft, deren Besteuerung sich für den Veräußerungsfall nach § 20 Abs. 2 Nr. 4 des Einkommensteuergesetzes (EStG) richtet. Demnach richtet sich die Besteuerung nach der Emissionsrendite.

<sup>82</sup> Inflation Linked Bonds sind Wertpapiere zur langfristigen Kreditfinanzierung, wo der Zinskupon und/oder die Nominale des Wertpapiers an einen Verbraucher orientierten Preisindex angelehnt wird.

kate), die auf einen Basiswert referenzieren<sup>83</sup>. Die Hypothekenanleihe zählt indes nicht zu den strukturierten Finanzprodukten und –innovationen.

Anleihen unterscheidet man auch nach folgenden Besicherungsformen<sup>84</sup>, 1.) Pfand- und Schiffspfandbriefe, 2.) Hypothekenanleihen, 3.) forderungsbesicherte Anleihen und 4.) Unternehmensanleihen mit Besicherung des Unternehmensvermögens. Die Hypothekenanleihe zählt zur Gruppe 2.).

Herausgeber einer Anleihe sind Emittentinnen. Die Emittentinnen werden nach der öffentlichen Hand, den Banken und den Unternehmen unterschieden. Während Unternehmen in der Regel Anleihen am Kapitalmarkt in Form der Inhaberschuldverschreibung begeben, emittieren Kreditinstitute Pfandbriefe und Bankschuldverschreibungen. Der Bund, die Länder und Kommunen besorgen sich mittels öffentlicher Anleihen Kapital.

Die Hypothekenanleihe kommt am häufigsten in Form der festverzinslichen Standardanleihe vor. Ob in Deutschland Emissionen zu Hypothekenanleihen mit variabler Zinsstruktur bestehen, konnte durch die Literaturrecherche nicht ausgemacht werden. Grundpfandrechtlich besicherte Anleihen kommen normalerweise bei Wandelanleihen nicht vor, da bei der Wandlung in Aktien die dingliche Besicherung nicht mehr an die Anleihe geknüpft wäre<sup>85</sup>.

Bei der Konstruktion der Anleihebedingungen zu einer Hypothekenanleihe ist zwischen den Standardausstattungsmerkmalen der Anleihe (Übertragung der Rechte, Laufzeit, Währung, Tilgung, Verzinsung, Verwaltung und Verwahrung, etc.)<sup>86</sup> als solche und den speziellen Merkmalen, die die Hypothek und die Vertretungsregelungen der Gläubiger der Anleihe betreffen, zu differenzieren.

Während man sich in der Literatur mit den Standardausstattungsmerkmalen von Anleihen zwischenzeitlich erschöpfend befasst hat, scheint die grundpfandrechtliche Besicherung von Anleihen und die Thematik der Gläubigervertretung bislang in nur wenigen wissenschaftlichen Arbeiten aufgegriffen worden zu sein<sup>87</sup>. Der Schwerpunkt der Arbeit besteht in der rechtlichen Konstruktion der grundpfandrechtlichen Besicherung der Anleihe. Im Rahmen dieser Arbeit wird deshalb auf die Standardausstattungsmerkmale einer Anleihe nur noch dann eingegangen, wenn zwischen ihnen und den Bedingungen der Grundpfandrechtbesicherung Abhängigkeiten oder Wechselwirkungen bestehen.

---

<sup>83</sup> Bei einem Zertifikat handelt es sich um ein Wertpapier in Form einer Schuldverschreibung bzw. Anleihe, wo eine weitere Verbriefung eines Basiswertes oder -papiers erfolgt. Ein Zertifikat rechnet man zu den Derivaten bzw. strukturierten Finanzprodukten.

<sup>84</sup> Siehe Online-Bibliothek Wikipedia, Suchbegriff „Anleihe“, Abschnitt 8.

<sup>85</sup> Bei der Literaturrecherche sind keine derartigen grundpfandrechtlich besicherten Anleihen in Deutschland festgestellt worden.

<sup>86</sup> *Wenzel/Rohrer*, 2004, vgl. im Weiteren die Ausführung in Abschnitt 2.2.2.

<sup>87</sup> Ergebnisse aus einer eigens angestellten Literaturrecherche zu diesem Thema.

## 2.7 Schuldrechtliche Bestimmungen zur Inhaberschuldverschreibung

In diesem Abschnitt werden die zur Konstruktion einer Hypothekenanleihe gesetzlichen Grundlagen für eine Inhaberschuldverschreibung<sup>88</sup> herausgearbeitet.

### 2.7.1 Begriff, Einteilung und Schriftform der Inhaberschuldverschreibung

Schuldverschreibungen auf den Inhaber sind im Bürgerlichen Gesetzbuch im zweiten Buch, Abschnitt 8, Titel 24 in den Paragrafen 793 bis 808 geregelt<sup>89</sup>.

Die Hypothekenanleihe ist eine Sonderform der Anleihe, die wiederum ein Sammelbegriff für festverzinsliche Schuldverschreibungen ist. Grundsätzlich sind somit die §§ 793 – 806 BGB für eine zu begebende Hypothekenanleihe anzuwenden, sofern sich nicht aus Besonderheiten oder aus Abbedingung etwas Anderes ergibt. Die im Bürgerlichen Gesetzbuch normierten Tatbestände zur Inhaberschuldverschreibung enthalten keine abschließende Regelung der Rechtsverhältnisse der Inhaberschuld<sup>90</sup>. Sie normieren im Wesentlichen nur die Verbindlichkeiten des Ausstellers gegenüber den Schuldverschreibungsinhabern, die als solche als Mindestanforderung an die Ausstattung von Schuldverschreibungen zu stellen sind und folglich nicht abdingbar sind<sup>91</sup>.

Eine Legaldefinition der Schuldverschreibung auf den Inhaber findet sich in § 793 Abs. 1 BGB. Die Schuldverschreibung ist nach Satz 1 dieser Vorschrift eine auf den Inhaber lautende Urkunde, in der sich der Aussteller zu einer Leistung an den Urkundeninhaber verpflichtet<sup>92</sup> und eben nicht an eine bestimmte Person als Berechtigten. Zur Geltendmachung des verbrieften Rechts aus der Wertpapierurkunde ist der Inhaber des Papiers befugt. Wie bereits angeführt, gehört die Inhaberschuldverschreibung hinsichtlich der Einteilung der Wertpapiere nach der Person des Berechtigten zu den Inhaberpapieren<sup>93</sup>. Der Inhalt der Urkunde enthält das Leistungsversprechen<sup>94</sup>, die Klausel der Inhaberstellung<sup>95</sup> und den Aussteller<sup>96</sup>. Inhaberschuldverschreibungen werden regelmäßig in Teilbeträge einer Gesamtemission einer Anleihe ausgegeben (so genannte Stückelung)<sup>97</sup>. Man spricht in diesem Zusammenhang von Teilschuldverschreibung<sup>98</sup>. Solche Teilschuldverschreibungen, d.h. Teilschuldverschreibungen mit der gleichen Stückzahl, sind untereinander gleichberechtigt<sup>99</sup>. Inhaberschuldverschreibung

<sup>88</sup> Die Inhaberschuldverschreibung wird auch Schuldverschreibung auf den Inhaber genannt.

<sup>89</sup> Eine allgemeine gesetzliche Regelung zu Schuldverschreibung findet sich **nur** für Inhaberpapiere vor; *Zöllner*, 1978, § 27, I 1. Die gesetzlichen Regelungen zur Inhaberschuldverschreibung sind in der deutschen Gesetzgebung im Vergleich zu anderen Ländern schwächer ausgeprägt, *Baumbach/Hefermehl*, IV1 Rdn. 1.

<sup>90</sup> *Palandt/Sprau*, Einführung vor § 793, Rdn. 6; *Brox*, 2005, § 44, I. 1.

<sup>91</sup> *Palandt/Sprau*, Einführung vor § 793, Rdn. 6. Eine Abbedingung würde den eigentlich gesetzgeberisch gewollten Wesensgehalt der Inhaberschuldverschreibung ad absurdum führen.

<sup>92</sup> *Palandt/Sprau*, § 793, Rdn. 1.

<sup>93</sup> *Gursky*, 2007, S. 11.

<sup>94</sup> *Palandt/Sprau*, § 793, Rdn. 2.

<sup>95</sup> *Palandt/Sprau*, § 793 Rdn. 3. Die Inhaberklausele ist nicht explizit erforderlich, wenn nach dem Inhalt der Urkunde die Inhaberstellung hervorgeht oder nach der Verkehrssitte mit Deutlichkeit diese Absicht hervorgeht.

<sup>96</sup> *Palandt/Sprau*, § 793, Rdn. 4.

<sup>97</sup> *Gursky*, 2007, S. 110.

<sup>98</sup> *Vollrath*, 2003, S. 1; *Zöllner*, 1987, § 27 I 8.

<sup>99</sup> *Krumnow/Gramlich/Lange*, 2002, S. 551.

gen sind regelmäßig auf Zahlung einer bestimmten Geldsumme gerichtet<sup>100</sup>, die Leistung von Waren ist ihnen regelmäßig nicht gegenständlich. Die Urkunde unterliegt nach § 126 Abs. 1 BGB der gesetzlichen Schriftform, wonach der Aussteller die Urkunde zu ihrer Wirksamkeit unterschreiben muss<sup>101</sup>. Es genügt nach § 793 Abs. 2 Satz 2 BGB zur Unterzeichnung eine im Wege der mechanischen Vervielfältigung hergestellte Namensunterschrift (so genannte Faksimileunterschrift). Die Vorschrift zielt auf die praktische Handhabung der Inhaberschuldverschreibung als Massenpapier ab<sup>102</sup>.

## 2.7.2 Gläubigerrechte aus der Inhaberschuldverschreibung und Einwendungen

Die Entstehung der Verpflichtung aus einer Inhaberschuldverschreibung ist in §§ 793 ff. BGB nicht abschließend geregelt, weshalb ein Rückgriff auf die Grundsätze über die Entstehung der Verpflichtung von Wertpapieren erforderlich ist<sup>103</sup>. Zwar ist die Errichtung einer Urkunde nach § 793 Abs. 1 Satz 1, 1. Halbsatz BGB zur Entstehung der Verpflichtung dafür notwendig, aber nicht hinreichend<sup>104</sup>. Vielmehr muss nach der so genannten Vertragstheorie<sup>105</sup> ein Begebungsvertrag<sup>106</sup> mit dem ersten Nehmer<sup>107</sup> des Wertpapiers hinzukommen, was heute die herrschende Meinung ist<sup>108</sup>. Die Verpflichtung aus der Urkunde entsteht demnach erst mit dem Abschluss eines Begebungsvertrags zwischen dem Aussteller und dem ersten Nehmer. Fehlt der Begebungsvertrag oder ist dieser unwirksam, so kann dies aber einem gutgläubigen Zweiterwerber des Wertpapiers nicht entgegen gehalten werden, wenn nach der kombinierten Vertrags- und Rechtsscheintheorie<sup>109</sup> dem Aussteller der mit der Urkundenausstellung einhergehende Rechtsschein zugerechnet werden kann<sup>110</sup>. Der Begebungsvertrag hat eine schuld- und sachenrechtliche Doppelfunktion. Einerseits wird mit dem Übertrag der Urkunde von dem Aussteller der Urkunde auf den Erwerber nach §§ 929 ff. BGB das Eigentum an der Urkunde nach sachenrechtlichen Bestimmungen begründet. Andererseits wird die Einigung über die schuldrechtliche Begründung der verbrieften Forderung kontrahiert<sup>111</sup>.

<sup>100</sup> *Palandt/Sprau*, § 793, Rdn. 2; *Gursky*, 2007, S. 110.

<sup>101</sup> *Palandt/Heinrichs*, § 126, Rdn. 1.

<sup>102</sup> *Palandt/Sprau*, § 793 Rdn. 7; *Gursky*, 2007, S. 110; Faksimileunterschrift ist eine in einer mechanischen Vervielfältigung erzeugte Namensunterschrift.

<sup>103</sup> *Palandt/Sprau*, § 796, Rdn. 8; *Gursky*, 2007, S. 112.

<sup>104</sup> *Palandt/Sprau*, § 793, Rdn. 8.

<sup>105</sup> Erläuterung der Vertragstheorie im Zusammenhang mit Wertpapieren, siehe Fußnote 109.

<sup>106</sup> *Palandt/Sprau*, § 796, Rdn. 1;

<sup>107</sup> Nähere Ausführungen zum ersten und zweiten Nehmer liest man in *Fikentscher*, 1997, Rdn. 1032.

<sup>108</sup> *BGH NJW* 73, 283; *Palandt/Sprau*, § 793, Rdn. 9; *Hueck/Canaris*, 1986, § 3 I 2; *Zöllner*, 2005, § 6 V 4; *Gursky*, 2007, S. 112.

<sup>109</sup> Herrschende Meinung; Siehe *Palandt/Sprau*, § 793, Rdn. 8, § 796, Rdn. 2; *Hueck/Canaris*, § 3 II; *Gursky*, 2007, S. 112. Vertragstheorie: Nach der Vertragstheorie ist für eine Verpflichtung aus einem Wertpapier der Skripturakt und ein Begebungsvertrag notwendig. Der Begebungsvertrag kommt dann durch Geben und Nehmen der Wertpapierurkunde zustande. Eine Begebung durch einen beschränkt geschäftsfähigen kann vom gesetzlichen Vertreter gemäß §§ 108, 107 BGB genehmigt werden. Rechtsscheintheorie/modifizierte Vertragstheorie (hM): Die Rechtsscheintheorie verlangt wie die Vertragstheorie Skripturakt und Begebungsvertrag, lässt aber bei Fehlen des Begebungsvertrags beim gutgläubigen(Zweit-) Erwerber den zurechenbar veranlassenen Rechtsschein für das Entstehen der Verbindlichkeit genügen.

<sup>110</sup> *Palandt/Sprau*, § 793, Rdn. 8; *Gursky*, 2007, S. 112.

<sup>111</sup> *Palandt/Sprau*, § 793, Rdn. 8.

Berechtigter der Inhaberschuldverschreibung ist nicht schlechthin der Inhaber des Papiers<sup>112</sup>. Materiell berechtigt ist der Eigentümer der Urkunde. Das ist der Ersterwerber, dem durch einen wirksamen Begebungsvertrag von dem Aussteller die Inhaberschuldverschreibung übertragen wurde<sup>113</sup>. Eigentümer der Urkunde kann auch ein Einzel- oder Gesamtrechtsnachfolger sein oder derjenige, der die Inhaberschuldverschreibung im guten Glauben<sup>114</sup> erworben hat<sup>115</sup>. Auf der einen Seite gilt für den Besitzer einer Urkunde die Eigentumsvermutung des § 1006 BGB<sup>116</sup>. Auf der anderen Seite folgt bereits aus § 793 Abs. 1 Satz 2 BGB, dass die materielle Berechtigung vermutet wird. Das Innehaben der Urkunde gilt als Legitimationswirkung<sup>117</sup>. Man spricht dann von der formellen Berechtigung<sup>118</sup>. Die Durchsetzbarkeit der verbrieften Rechte aus der Inhaberschuldverschreibung setzt das Innehaben der Urkunde voraus, da sich aus § 797 BGB eine Leistungspflicht des Ausstellers nur gegen Aushändigung der Urkunde durch den Aussteller ergibt<sup>119</sup>. Der materiell Berechtigte kann einen Herausgabeanspruch der Urkunde aus § 985 BGB herleiten<sup>120</sup>.

Da die Inhaberschuldverschreibung ihrem Zweck nach zum Umlauf bestimmt ist<sup>121</sup>, sind Einwendungen des Ausstellers im Interesse der Verkehrsfähigkeit der Inhaberschuldverschreibung nur beschränkt zulässig<sup>122</sup>. Daraus ergeben sich die Schutzvorschriften des Erwerbers aus §§ 793 Abs. 1 Satz 1, 794, 796 BGB<sup>123</sup>. Das Recht des redlichen Erwerbers der Inhaberschuldverschreibung erstreckt sich auf dem Umfang der Verbriefung in der Urkunde, d.h. dem gutgläubigen Erwerb der Einwendungsfreiheit steht nur § 796 BGB entgegen<sup>124</sup>. Nach dieser Norm kann der Aussteller dem Inhaber nur solche Einwendungen entgegenhalten, die in der Urkunde selbst begründet sind<sup>125</sup>, die Gültigkeit der Ausstellung betreffen<sup>126</sup> oder die dem Aussteller unmittelbar gegenüber dem Inhaber bestehen<sup>127</sup>. Die herrschende Meinung sieht in der Einwendungsnorm des § 796 BGB Korrekturbedarf, wonach die Grundsätze für den Ausschluss von Einwendungen nach Art. 10, 17 Wechselgesetz (WG) und Art. 22 Scheckgesetz (SchG) analog auf die Inhaberschuldverschreibung anzuwenden sind<sup>128</sup>. Obgleich § 796 BGB tatbestandsmäßig Einwendungen des Ausstellers gegen den Bestand der verbrieften Forderung nicht vorsieht, kann der Aussteller sie dem Inhaber aus anderen Vorschriften entgegensetzen (z.B. schuldbefreiende Zahlung, Kraftloserklärung nach § 799 BGB, Zahlungssperre nach § 802 BGB und Erlöschen und Verjährung nach § 801 BGB)<sup>129</sup>. Als Schutzvorschrift zugunsten des redlichen Verkehrs von Inhaberschuldverschreibungen er-

<sup>112</sup> Gursky, 2007, S. 112.

<sup>113</sup> Palandt/Sprau, § 793, Rdn. 9; Gursky, 2007, S. 112.

<sup>114</sup> Siehe § 932 Abs. 2 BGB;

<sup>115</sup> Gursky, 2007, S. 112.

<sup>116</sup> Palandt/Bassenge, § 1006 Rdn. 1; gilt auch bei dem einer Teilschuldverschreibung gegenständlichen Miteigentum an Bruchteilen nach § 1008 BGB und wenn dem früheren Besitzer das Papier abhanden gekommen ist (§ 1006 Abs. 1 Satz 2 BGB).

<sup>117</sup> Gursky, 2007, S. 9, 11 f., 112; Sedatis, 1988, Rdn. 308.

<sup>118</sup> Palandt/Sprau, § 794, Rdn. 10.

<sup>119</sup> Palandt/Sprau, § 793, Rdn. 11, § 796 Rdn. 1.

<sup>120</sup> Palandt/Sprau, § 793, Rdn. 11.

<sup>121</sup> Palandt/Sprau, § 793, Rdn. 1; Brox, 2005, § 44 II 1 b.

<sup>122</sup> Palandt/Sprau, § 796, Rdn. 1; Hueck/Canaris, 1986, § 27 III 2; Brox, 2005, § 44 IV.

<sup>123</sup> Palandt/Sprau, § 796, Rdn. 1; Baumbach/Hefermehl, IV 2 D.

<sup>124</sup> Gursky, 2007, S. 113; Hueck/Canaris, 1986, § 27 III 2; Brox, 2005, § 44 IV.

<sup>125</sup> Palandt/Sprau, § 796, Rdn. 2; Gursky, 2007, S. 113.

<sup>126</sup> Palandt/Sprau, § 796, Rdn. 3; Gursky, 2007, S. 113.

<sup>127</sup> Palandt/Sprau, § 796, Rdn. 3; Gursky, 2007, S. 113.

<sup>128</sup> Gursky, 2007, S. 113.

<sup>129</sup> Palandt/Sprau, § 796, Rdn. 5.

streckt sich die Haftung des Ausstellers auch auf gestohlene oder verloren gegangene Urkunden (§ 794 Abs. 1 BGB)<sup>130</sup>. Eine abhanden gekommene oder vernichtete Schuldverschreibung kann nach §§ 799, 800 BGB für kraftlos erklärt werden<sup>131</sup>.

Durch das Schuldverschreibungsgesetz können Gläubiger von Teilschuldverschreibungen einen Interessensverbund bilden, mit dem Ziel bei Zahlungsproblemen des Schuldners gemeinsam durch entsprechende Maßnahmen die Rechte aus der Schuldverschreibung geltend zu machen. Die Organe dieses Gläubigerverbunds sind die Gläubigerversammlung und der Gläubigervertreter<sup>132</sup>.

Bei der Geltendmachung der Ansprüche aus der Schuldverschreibung ist die Vorlegungsfrist aus § 801 Abs. 1 Satz BGB und die Verjährungsfrist nach § 801 Abs. 1 Satz 2 BGB zu beachten<sup>133</sup>.

### 2.7.3 Verpflichtung aus der Inhaberschuldverschreibung

Zur Leistung aus der Inhaberschuldverschreibung ist der Aussteller der Urkunde als Schuldner dem materiell Berechtigten Inhaber verpflichtet<sup>134</sup>. Der Schuldner wird durch die Leistung an den Inhaber der Schuldverschreibung frei und zwar auch dann, wenn der Letztere nicht der Eigentümer der Urkunde oder nicht Verfügungsberechtigt ist<sup>135</sup>. Dies folgt aus § 793 Abs. 1 Satz 2 BGB. Der Aussteller hat jedoch das Recht, die Verfügungsberechtigung des Inhabers nachzuprüfen<sup>136</sup> und er braucht nach § 797 Satz 1 BGB nur gegen Rückgabe der Schuldverschreibung zu bezahlen<sup>137</sup>. Nicht schuldbefreiend im Sinne von § 793 Abs. 1 Satz BGB ist die Leistung des Ausstellers erbracht, wenn er die Nichtberechtigung des Inhabers positiv kannte, wobei grob fahrlässige Unkenntnis der positiven Kenntnis gleichgesetzt ist<sup>138</sup>.

---

<sup>130</sup> Palandt/Sprau, § 794, Rdn. 1.

<sup>131</sup> Palandt/Sprau, § 799, Rdn. 1; Palandt/Sprau, § 800 Rdn. 1; Gursky, 2007, S. 4, S. 113; Holzhammer, 1998, S. 291.

<sup>132</sup> Palandt/Bassenge, § 1187, Rdn. 1; Gursky, 2007, S. 113; vgl. Abschnitt 4.6.

<sup>133</sup> Palandt/Sprau, § 801, Rdn. 1, 5; Gursky, 2007, S.114.

<sup>134</sup> Palandt/Sprau, § 793, Rdn. 12.

<sup>135</sup> Gursky, 2007, S.114.

<sup>136</sup> Gursky, 2007, S.114; hierzu ist jedoch der Aussteller beweislasterig.

<sup>137</sup> Gursky, 2007, S.115.

<sup>138</sup> Palandt/Sprau, Einführung vor § 793, Rdn. 13; MüKo/Hüffer, Rdn. 24; Hueck/Canaris § 24 III 3, Zöllner § 27 I 3.

## 2.7.4 Sonstige bedeutende Normen für Inhaberschuldverschreibungen

Für die dinglichen Rechtsverhältnisse der Inhaberschuldverschreibung gilt Sachenrecht<sup>139</sup>. Im Zusammenhang mit Inhaberschuldverschreibungen sind weitere schuldrechtliche, familien- und erbrechtliche Bestimmungen einschlägig. § 248 Abs. 2 BGB etwa sieht eine Regelung für den Zinssatz für Inhaberschuldverschreibungen vor. Im Falle der Vermögensverwaltung des Vormunds, Pflegers oder Betreuers sind §§ 1814 ff., 1853, 1908 i Abs. 1, 1915 Absatz 1 BGB, der Eltern §§ 1646, 1667 BGB, im ehelichen/partnerschaftlichen Güterrecht § 1362 BGB zu beachten. Im Erbrecht greifen die §§ 2116 ff. 2136 BGB<sup>140</sup>. Diese Vorschriften sind für die in dieser Arbeit behandelte Hypothekenanleihe ohne weitere Bedeutung und werden nicht weiter vertieft.

## 2.8 Sachenrecht der Inhaberschuldverschreibung

In §§ 793 ff. BGB selbst fehlen sachenrechtliche Regelungen, die die dinglichen Rechtsverhältnisse zur Wertpapierurkunde einer Inhaberschuldverschreibung regeln. Für Wertpapiere von Inhaberschuldverschreibungen sind im Wesentlichen im Sachenrecht §§ 929 – 935 BGB für die Übertragung von Inhaberpapieren, §§ 1081 – 1084 BGB für den Nießbrauch an Inhaberpapieren und §§ 1293 – 1296 BGB für das Pfandrecht an Inhaberpapieren beachtlich, der 22. Titel im Bürgerlichen Gesetzbuch wird durch die sachenrechtlichen Bestimmungen zu der Inhaberschuldverschreibung ergänzt<sup>141</sup>.

Die sachenrechtlichen Grundlagen der Grundpfandrechtsbesicherung werden in Kapitel 4 behandelt.

### Eigentum, Übertragung und Gutgläubensschutz

In diesem Abschnitt werden die sachenrechtlichen Grundlagen zu den Gläubigerrechten einer Inhaberschuldverschreibung vertieft. Das Eigentum an dem Papier richtet sich nach Sachenrecht. Der jeweilige Eigentümer an dem Papier ist Gläubiger der in dem Papier verbrieften Forderung. Die Durchsetzbarkeit des Rechts ist also daran geknüpft, das Papier inne zu haben. Das ist auch mit einem mittelbaren Besitz<sup>142</sup> möglich, was bedeutet, dass nicht notwendigerweise unmittelbarer Besitz nach §§ 854 ff. BGB an dem Papier bestehen muss. Die Inhaberschaft begründet die widerlegbare Vermutung der materiellen Berechtigung<sup>143</sup>. Inhaberschuldverschreibungen gelten als Wertpapiere des öffentlichen Glaubens, nach dem Grundsatz: „Das Recht aus dem Papier folgt dem Recht an dem Papier“<sup>144</sup>.

<sup>139</sup> Palandt/Sprau, Einführung vor § 793, Rdn. 6.

<sup>140</sup> Palandt/Sprau, Einführung vor § 793, Rdn. 6.

<sup>141</sup> Palandt/Sprau, Einführung vor § 793, Rdn. 6.

<sup>142</sup> Besitz ist die vom Verkehr anerkannte tatsächliche Herrschaft über eine Sache, vgl. Palandt/Bassenge, Überblick vor § 854, Rdn. 1.

<sup>143</sup> Hueck/Canaris, 1986, § 2 III 3; Zöllner, 1987, § 2 II 1; Gursky, 2007, S.11.

<sup>144</sup> Palandt/Heinrichs, § 398, Rdn. 8; Gursky, 2007, S. 2 und S. 11; Klunzinger, 1993, § 54 II.

Die Übertragung des Rechts ist grundsätzlich nach sachenrechtlichen Grundsätzen durch Übereignung des Papiers zu beurteilen<sup>145</sup>. Die Übereignung folgt nach den §§ 929 ff. BGB durch Einigung und Übergabe der Urkunde. Nachfolgende Inhaber erwerben deshalb gegebenenfalls gutgläubig nach §§ 932 ff. 935 Abs. 2 BGB bzw. § 366 f. HGB<sup>146</sup>, d.h. der gute Glaube des Erwerbers ist bei abhanden gekommenen Schuldverschreibungen nach § 935 Abs. 2 BGB geschützt. Bei der Schuldverschreibung ist auch eine Zession des verbrieften Rechts nach § 398 BGB möglich, wonach dem Zessionar nach § 952 Abs. 1 BGB das Eigentum an dem Papier zusteht<sup>147</sup>.

Soweit eine Inhaberschuldverschreibung mit einem Grundpfandrecht ausgestattet ist, bestimmt sich die Übertragung des Grundpfandrechts aufgrund der Akzessorität der Hypothek an der Forderung nicht losgelöst von der Übertragung der Urkunde der Schuldverschreibung<sup>148</sup>. Dieser Sachverhalt wird in Abschnitt 3.4 behandelt.

### Sachenrechtliche Besonderheiten bei der Girosammelverwahrung

Gemäß aufgestellter Prämisse sollen die Forderungsrechte der Anleger der Hypothekenanleihe in einer Sammelurkunde verbrieft werden<sup>149</sup>. Ausgeschlossen ist demnach, dass der Anleger für seine Anteile an der Hypothekenanleihe eine Einzelurkunde erhält. Vielmehr soll die Sammelurkunde girosammelverwahrt werden.

Ein Bankkunde selbst kann die Wertpapiere bei einer Wertpapiersammelbank nicht für sich selbst verwahren lassen, sondern lässt sie über die Bank, bei der er sein Depot führt (Depotbank) verwalten und verwahren. Hierzu schließt der Bankkunde mit seiner Depotbank einen Depotvertrag nach § 675 BGB<sup>150</sup> ab. Der Depotvertrag ist ein entgeltlicher Geschäftsbesorgungsvertrag<sup>151</sup>, wobei zur Übertragung von Wertpapieren § 676 BGB gilt. Die Depotbank selbst verwahrt die Verbriefungsurkunde der Hypothekenanleihe nicht selbst, sondern bedient sich dazu einer Wertpapiersammelbank, mit der sie entsprechend kontrahiert. Zwischen Depotbank und Wertpapiersammelbank entsteht ein Depotgeschäft. Darunter versteht man die Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren für andere (vgl. hierzu § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 5 KWG)<sup>152</sup>. Kontrahenten der Wertpapiersammelbank sind grundsätzlich nur in- oder ausländische Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute<sup>153</sup>. Die Geschäftstätigkeit der Wertpapiersammelbank umfasst im Speziellen die Sammelverwahrung als Verwahrer und die Belieferung der ausgeführten Effektengeschäfte der Depotbanken im Giroverkehr<sup>154</sup>, soweit es sich um inländische Wertpapiere handelt, wie bei der Hypothekenanleihe unterstellt.

Die Verwahrung der Wertpapiere durch die Depotbank erfolgt im Wege der Sonderverwahrung nach § 2 DepotG, wonach die Kundenwertpapiere von den Wertpapieren der Bank ge-

<sup>145</sup> Gursky, 2007, S. 112.

<sup>146</sup> Palandt/Sprau, Einführung vor § 793, Rdn. 9, § 794, Rdn. 1, § 796, Rdn. 4.

<sup>147</sup> Palandt/Sprau, § 793, Rdn. 9, MüKo/Hüffer Rdn. 19; Gursky, 2007, S. 11 und S. 112.

<sup>148</sup> Weber, 1997, § 12 IV.

<sup>149</sup> Zur Girosammelverwahrung, siehe *Obst/Hinter*, 1993, S. 1257.

<sup>150</sup> Palandt/Heinrichs, § 675, Rdn. 10.

<sup>151</sup> BGH NJW 91, 978; Baumbach/Hopt, (13), § 1, Rdn. 4, (7), W; Palandt/Heinrichs, § 675, Rdn. 10.

<sup>152</sup> Baumbach/Hopt, (13), § 1, Rdn. 4; (7) A/4.

<sup>153</sup> Baumbach/Hopt, (13), § 1, Rdn. 6.

<sup>154</sup> Baumbach/Hopt, (13), § 1, Rdn. 6.



trennt verwahrt werden müssen bzw. bei Drittverwahrung nach § 3 DepotG unter dem Namen der Bank aufbewahrt werden<sup>155</sup>.

Soweit Urkunden der Hypothekenanleihe girosammelverwahrt werden, finden für die Eigentumsbegründung<sup>156</sup>, die Übertragung<sup>157</sup>, die Verwaltung und Verwahrung spezialgesetzlich die Vorschriften des Depotgesetzes Anwendung. Insbesondere gelten §§ 1, 2, 5, 6, 9a, 17a, 18 ff., 24 Depotgesetz (DepotG), soweit die Hypothekenanleihe ein taugliches Wertpapier für die Sammelverwahrung hierfür ist.

Die Girosammelverwahrung ist nach § 5 Abs. 1 DepotG eine besondere Verwahrungsart von vertretbaren Wertpapieren<sup>158</sup>. Nur vertretbare Wertpapiere sind für die Sammelverwahrung geeignet<sup>159</sup>. Vertretbar sind alle Wertpapiere, die im Besonderen in § 1 Abs. 1 DepotG genannt sind, ferner andere vertretbare Wertpapiere mit der Ausnahme von Banknoten und Papiergeld<sup>160</sup>. Nach der Legaldefinition in § 1 Abs. 1 Alt. 7 DepotG sind Schuldverschreibungen, die auf den Inhaber lauten, vertretbare Wertpapiere, wonach das Papier der Hypothekenanleihe nach dem Depotgesetz sammelverwahrungsfähig ist, hingegen nicht die Urkunden, die die Hypothekenrechte verbriefen (vgl. weiter unten).

Die Girosammelverwahrung stellt seit dem 2. Finanzmarktförderungsgesetz aus 1994 rechtlich den Regelfall der Verwahrung von vertretbaren Wertpapieren dar<sup>161</sup>. Die Sammelverwahrung richtet sich nach § 5 DepotG<sup>162</sup>. Für in Deutschland girosammelverwahrte Wertpapiere ist einzig die Clearstream Banking AG mit Sitz in Frankfurt als Wertpapiersammelbank<sup>163</sup> zuständig. Verwahrer im Sinne des § 1 Abs. 2 DepotG<sup>164</sup> sind die Depotbanken der Bankkunden, die die Sonderverwahrung von vertretbaren Wertpapieren der Kunden nach § 2 DepotG<sup>165</sup> übernehmen. Die Sammelverwahrung richtet sich nach den Bestimmungen des § 5 Abs. 1 Satz 1 DepotG, wonach ein Verwahrer im Sinne des § 1 Abs. 2 DepotG<sup>166</sup> einer Wertpapiersammelbank im Sinne § 1 Abs. 3 Satz 1 DepotG<sup>167</sup> vertretbare Wertpapiere gemäß § 1 Abs. 1 DepotG zur Verwahrung anvertrauen darf, soweit durch den Hinterleger der Wertpapiere bei dem Verwahrer keine Streifbandverwahrung<sup>168</sup> nach § 1 Abs. 1 verlangt wird. Die vertretbaren Wertpapiere müssen dabei nach § 5 Abs. 1 Satz 1 DepotG zur Sammelverwahrung durch eine Wertpapiersammelbank zugelassen sein. § 5 DepotG regelt auf der einen Seite die Rechtsverhältnisse zwischen den Verwahrern und der Wertpapiersammelbank und § 2 DepotG auf der anderen Seite zwischen den Verwahrern und ihren Kunden. Der Verwahrer ist

<sup>155</sup> Palandt/Heinrichs, § 675, Rdn. 10; Baumbach/Hopt, (13), § 2, § 3.

<sup>156</sup> Düring, 2008.

<sup>157</sup> Palandt/Sprau, § 793, Rdn. 9 und § 676, Rdn. 2.

<sup>158</sup> Zum Begriff Wertpapier im Sinne des DepotG, siehe Baumbach/Hopt, (13), § 1, Rdn. 1; Der Begriff ist weiter als der bankrechtliche Wertpapierbegriff, siehe Baumbach/Hopt, (16), § 2, Rdn. 1

<sup>159</sup> Baumbach/Hopt, (13), § 5, Rdn. 5. Das DepotG normiert den Wertpapierbegriff für die Depotgesetzlichen Bestimmungen.

<sup>160</sup> Baumbach/Hopt, (13), § 1, Rdn. 1.

<sup>161</sup> Baumbach/Hopt, (13), § 5, Rdn. 2, § 24 Rdn. 1.

<sup>162</sup> Baumbach/Hopt, (13), § 5.

<sup>163</sup> Baumbach/Hopt, (13), § 1, Rdn. 6.

<sup>164</sup> Zur Legaldefinition des Begriffs Verwahrer, siehe Baumbach/Hopt, (13), § 1, Rdn. 3.

<sup>165</sup> Baumbach/Hopt, (13), § 2.

<sup>166</sup> Baumbach/Hopt, (13), § 1, Rdn. 3.

<sup>167</sup> Zur Bestimmung des Begriffs Wertpapiersammelbank, Baumbach/Hopt, (13), § 1, Rdn. 6.

<sup>168</sup> Baumbach/Hopt, (13), § 5, Rdn. 2, zum Begriff der Streifbandverwahrung, Baumbach/Hopt, (13), § 2, Rdn. 1. Eine Streifbandverwahrung kommt bei der hier behandelten Hypothekenanleihe nicht zum Tragen.

unter der Voraussetzung, dass die Sammelverwahrung statthaft ist, ohne weitere Erlaubnis zur Sammelverwahrung im eigenen Namen bei Dritten befugt. Dies folgt aus §§ 3, 5 Abs. 3 DepotG<sup>169</sup>. Die Verwahrer sind tatbestandsmäßig Hinterleger der Wertpapiere im Sinne von § 5 DepotG. Nach § 5 Abs. 2 Halbsatz 2 DepotG kann dem Hinterleger anstatt der Einlieferung der Stücke ein entsprechender Sammelbestandanteil übertragen werden, was bei der Girosammelverwahrung die Regel ist. Die Übertragung eines Sammelbestandanteils nach § 5 Abs. 2 Halbsatz 2 DepotG erfolgt entweder durch Einigung und Übertragung des mittelbaren Besitzes nach § 929 BGB oder analog nach § 24 Abs. 2 DepotG durch Eintragung in das Verwahrungsbuch auf dem Verwahrer<sup>170</sup>, d.h. der Depotbank überträgt. Soweit der Hinterleger (Depotbank) nicht Eigentümer des eingelieferten Stücks ist, wird der wahre Eigentümer des Wertpapierstücks nach § 6 DepotG neuer Miteigentümer<sup>171</sup>. Zu beachten ist, dass im Rahmen des Effektengiroverkehrs<sup>172</sup>, der die bankgeschäftliche Grundlage für die Girosammelverwahrung ist, ein gutgläubiger Erwerb von Sammeldepotanteilen möglich ist<sup>173</sup>.

Nach § 6 Abs. 1 Satz 1 DepotG hält der Schuldverschreibungsberechtigte an dem Sammelbestand des Verwahrers Miteigentum nach Bruchteilen an den zum Sammelbestand gehörenden Wertpapieren derselben Gattung. Der Sammelbestand wird in einer Sammelurkunde (auch Globalurkunde<sup>174</sup> genannt) nach § 9 a Abs. 2 DepotG verbrieft<sup>175</sup>, nach § 9 a Abs. 3 DepotG besteht kein depotrechtlicher Anspruch auf eine Einzelverbriefung<sup>176</sup>. Dies ergibt sich bereits aus § 9a Abs. 2 DepotG, wonach die in der Sammelurkunde verbrieften einzelnen Rechte als Miteigentumsanteile nach § 6 DepotG im Rahmen des Effektengiroverkehrs unterliegen, sofern die Verwahrung durch eine Wertpapiersammelbank erfolgt. Die Tatbestandsmäßigkeit des Miteigentums nach §§ 6 ff. DepotG, insbesondere in § 6 Abs. 1 Satz 1 DepotG ist spezialgesetzlich. §§ 6 ff. DepotG verdrängen §§ 1008 BGB<sup>177</sup>. Der Eigentumserwerb stellt einen eigenen Erwerbstatbestand dar und erfolgt nach § 6 Abs. 1 DepotG mit Eingang der Papiere bei der Wertpapiersammelbank<sup>178</sup>. Der Eigentumsübergang richtet sich nach §§ 929 ff. BGB<sup>179</sup>. Nach § 6 Abs. 1 Satz 2 DepotG bestimmt sich der Bruchteil nach dem Wertpapierennennbetrag oder bei Wertpapieren ohne Nominale nach der Stückzahl der gesamten Schuldverschreibung. Es gilt ein mehrstufiges Besitzverhältnis. Jeder Beteiligte (Kunde, Verwahrer, Sammelverwahrer) hat bei der Girosammelverwahrung mittelbaren Mitbesitz<sup>180</sup>. Veräußert der Berechtigte die Wertpapiere, so verbleibt die Urkunde in der Sammelverwahrung<sup>181</sup>. Es

<sup>169</sup> *Baumbach/Hopt*, (13), § 5, Rdn. 4.

<sup>170</sup> *Baumbach/Hopt*, (13), § 5, Rdn. 2; *Zöllner*, 2005, § 27 I 5.

<sup>171</sup> *BGH WM 57, 676*; *Baumbach/Hopt*, (13), § 5, Rdn. 4, § 6, Rdn. 1-2.

<sup>172</sup> Zum Begriff des Effektengiroverkehrs, siehe *Baumbach/Hopt*, (13), § 1, Rdn. 6, § 6, Rdn. 2.

<sup>173</sup> *Baumbach/Hopt*, (13), § 6, Rdn. 2.

<sup>174</sup> Globalurkunde ist das Synonym für Sammelurkunde, siehe *Baumbach/Hopt*, (13), § 9a, Rdn. 1. Die Verwendung des Begriffs Globalurkunde ist vor allem im Bereich des Emissionsgeschäfts bzw. im Bankenbereich üblich.

<sup>175</sup> *Baumbach/Hopt*, (13), § 1, Rdn. 2, § 9a Rdn. 1. Der Begriff der Sammelurkunde ist in § 9 a Absatz 1 Satz DepotG legal definiert. Demnach ist die Sammelurkunde ein Wertpapier, das mehrere einzelne Rechte verbrieft, die jedes für sich in vertretbaren Wertpapieren einer und derselben Art verbrieft sein können. Es muss sich also um Rechte an Wertpapieren derselben Gattung handeln.

<sup>176</sup> *Baumbach/Hopt*, (13), § 9a, Rdn. 3.

<sup>177</sup> *Baumbach/Hopt*, (13), § 6, Rdn. 1

<sup>178</sup> *Baumbach/Hopt*, (13), § 6, Rdn. 1; Eigentumserwerb durch Mischung nach § 948 BGB nicht erforderlich;

<sup>179</sup> *Baumbach/Hopt*, (13), § 6, Rdn. 3.

<sup>180</sup> *Baumbach/Hopt*, (13), § 1, Rdn. 6, § 6, Rdn. 2.

<sup>181</sup> *Palandt/Sprau*, § 676, Rdn. 2.

erfolgt vielmehr ein Depotübertrag nach § 17a DepotG<sup>182</sup>, wonach dem Erwerber (Begünstigten) gemäß dem gekauften Bruchteil an der Sammelurkunde (§ 9a Abs. 2 DepotG)<sup>183</sup> durch Umbuchung (Depotgutschrift) ein korrespondierender Miteigentumsanteil verschafft wird. Man spricht in diesem Zusammenhang von dem Effekten giroverkehr<sup>184</sup>. Die Erfüllung durch Übertragung von Miteigentum am Sammelband richtet sich nach § 24 DepotG<sup>185</sup>. Der Erwerber erhält ein Stückeverzeichnis nach § 18 Abs. 3 DepotG<sup>186</sup>, woraus der Eigentumsübergang hervorgeht. Bei Kündigung des Übertragungsvertrags ist § 676 BGB zu beachten<sup>187</sup>.

Als Voraussetzung für die Einbeziehung der Hypothekenanleihe in den Freiverkehr einer deutschen Börse wird die Girosammelverwahrung des Anleihepapiers vorausgesetzt<sup>188</sup>.

Für die Verwaltung, Verwahrung und die Verfügung über Hypotheken im Zusammenhang mit der Besicherung einer Inhaberschuldverschreibung sind die Vorschriften des Depotgesetzes nicht einschlägig. Dies ergibt sich schon alleine aus § 1 Absatz 1 Satz 1 Depotgesetz. Demnach stellen Urkunden, die Grundpfandrechte verbriefen, keine Wertpapiere im Sinne des Depotgesetzes dar<sup>189</sup>. Hypothekenbriefe stellen auch unter dem bankrechtlichen Wertpapierbegriff keine Effekten- bzw. Kapitalmarktpapiere dar<sup>190</sup>. In der Differenzierung stellen Urkunden zu Grundpfandrechten nur wertpapierähnliche Papiere dar, soweit für sie ein Brief erstellt wird<sup>191</sup>. Die Grundpfandrechte gehören nach der Art des verbrieften Rechts auch zu den sachenrechtlichen Wertpapieren und grenzen sich hier gegenüber den forderungsrechtlichen Wertpapieren ab<sup>192</sup>. Soweit zu einem Grundpfandrecht ein Brief ausgestellt wird, zählt das Papier nach der wertpapierrechtlichen Einordnung zu den Liberationspapieren<sup>193</sup> und in der Einteilung der Wertpapiere zur Bestimmung des Berechtigten aus dem Wertpapier zu den Namenspapieren<sup>194</sup>, obgleich es in der Literatur umstritten ist, ob der Hypotheken- bzw. Grundschuldbrief als Wertpapier zu qualifizieren ist<sup>195</sup>. Das Verbriefungspapier entfaltet die Legitimationswirkung zugunsten desjenigen, der das Recht aus dem Grundpfandrecht gelten machen kann.

Im Ergebnis kann man konstatieren, dass jedenfalls die Verbriefung der Hypothekenrechte der Hypothekenanleihe sich nicht nach den depotgesetzlichen Bestimmungen richtet.

<sup>182</sup> § 17 a DepotG regelt bei der Girosammelverwahrung Verfügungen über den Sammelbestandanteil, vgl. *Baumbach/Hopt*, (13), § 17a, Rdn. 1.

<sup>183</sup> *Baumbach/Hopt*, (13), § 9a, Rdn. 2. Die in der Sammelurkunde verbrieften Einzelrechte werden als Miteigentumsanteil nach § 6 DepotG angesehen.

<sup>184</sup> *Palandt/Sprau*, § 676, Rdn. 2.

<sup>185</sup> *Baumbach/Hopt*, (13), § 24, Rdn. 1. § 24 DepotG ist die zentrale Norm, die für den stückelosen Effekten giroverkehr beiträgt und zur Etablierung der Girosammelverwahrung als regelmäßige Verwahrart von Wertpapieren geführt hat; *Zöllner*, 2005, § 27 I 5.

<sup>186</sup> *Baumbach/Hopt*, (13), § 18, Rdn. 1; *Zöllner*, 2005, § 27 I 5; *Hagenmüller/Jacob*, 1987, S. 101.

<sup>187</sup> *Palandt/Sprau*, § 676, Rdn. 2.

<sup>188</sup> Im Kommentar von *Schwark*, 1994 sind die Geschäftsbedingungen der deutschen Börsen für das Marktsegment Freiverkehr abgedruckt.

<sup>189</sup> *BGH* BB 73, 307; *Baumbach/Hopt*, (13), § 1, Rdn. 1.

<sup>190</sup> *Baumbach/Hopt*, (13), § 1, Rdn. 1; *Gursky*, 2007, S. 2.

<sup>191</sup> *Gursky*, 2007, S. 2.

<sup>192</sup> *Palandt/Sprau*, Einführung vor § 793, Rdn. 1.

<sup>193</sup> *Sedatis*, 1988, Rdn. 308; *Zöllner*, 1987, § 3 VII.

<sup>194</sup> *BGH* WM 92, 1522, *Palandt/Sprau*, Einführung vor § 793, Rdn. 1, Rdn. 2.

<sup>195</sup> *Locher*, 1947 S. 14; *Ulmer*, 1938, S. 94; unbeantwortet bei *Gursky*, 2007, A. III, unter der Rubrik „Keine Wertpapiere“.

### 3 Gesetzliche Regelungen zur Sicherungs- und Wertpapierhypothek

Dieses Kapitel widmet sich dem Sachenrecht von Grundpfandrechten im Zusammenhang mit einer Inhaberschuldverschreibung. Der Anleihe steht zunächst nicht entgegen, sie durch Grundpfandrechte zu besichern<sup>196</sup>.

#### 3.1 Rechtliche Grundlagen zu Grundpfandrechten

Der Begriff Grundpfandrecht ist gesetzlich nicht normiert<sup>197</sup>. Im Bürgerlichen Gesetzbuch wird bei den Grundpfandrechten nach der Hypothek (§§ 1113 ff. BGB), der Grundschuld (§§ 1191 ff. BGB) und der Rentenschuld (§§ 1199 ff. BGB) differenziert und es wird im BGB bewusst der Gebrauch des Oberbegriffs Grundpfandrecht vermieden<sup>198</sup>. Nichtsdestotrotz hat sich die Terminologie Grundpfandrecht als Oberbegriff zu Hypothek, Grund- und Rentenschuld in der Literatur herausgebildet und wird unter Aussparung der Rentenschuld partiell auch als Synonym für die Zusammenfassung der Begriffe Hypotheken und Grundschulden verwendet<sup>199</sup>. Nach herrschender Meinung begründet das Grundpfandrecht gegenüber dem Grundstückseigentümer lediglich das Recht, ihn zur Duldung der Zwangsvollstreckung wegen der aus dem Grundstück zu zahlenden Geldsumme zu verpflichten<sup>200</sup>. Man bezeichnet dieses Recht als Befriedigungsrecht<sup>201</sup>. Der Grundstückseigentümer haftet mit dem Grundpfandrecht. Er selbst schuldet nicht<sup>202</sup>. Ungeachtet der Differenzierung zwischen Hypothek und Grundschuld handelt es sich in beiden Fällen bei dem Rechtsinhalt um ein beschränktes dingliches Grundstücksrecht, auf Grund dessen eine Geldsumme meist mit Nebenleistungen aus dem Grundstück zu zahlen ist<sup>203</sup>.

Grundpfandrechte können gemäß dem Tatbestand des § 1113 BGB am Eigentum an einem Grundstück<sup>204</sup>, am Wohnungseigentum oder am Eigentum eines Gebäudes eingetragen werden<sup>205</sup>. Belastungsgegenstand ist das Grundstück, reale Grundstücksteile, ein Miteigentumsanteil (§ 1114 BGB)<sup>206</sup>, ein grundstücksgleiches Recht<sup>207</sup> oder der Bruchteilanteil an einem grundstücksgleichen Recht selbst<sup>208</sup>. Die mit haftenden Gegenstände erstrecken sich auch auf

<sup>196</sup> Es bestehen keine gesetzlichen Beschränkungen eine Anleihe durch Grundpfandrechte zu besichern.

<sup>197</sup> Siehe *Wieland*, 1994, S. 373; *Palandt/Bassenge*, Vorbemerkung § 1113, Rdn. 1.

<sup>198</sup> *Palandt/Bassenge*, Vorbemerkung § 1113, Rdn. 1.

<sup>199</sup> Als Grundpfandrecht in dieser Arbeit wird ein solches verstanden, welches sich zur grundpfandrechtlichen Besicherung einer Standardanleihe eignet.

<sup>200</sup> *Palandt/Bassenge*, Überblick Rdn. 1 vor § 1113; *Weber*, 1997, § 11 II 3; *Wolff/Raiser*, 1957, § 131 I, *Baur/Stürner*, 1992, § 36 II 2 a cc; *Wieacker*, 1938, S. 185 ff.. Eine andere Ansicht vertreten *Wolf*, 1979, § 11 A II 1, *Westermann*, 1990, § 110, siehe auch *Medicus*, Rdn. 443.

<sup>201</sup> Befriedigung aus dem mit dem Grundpfandrecht belasteten Grundstücks; vgl. *Bähr*, 1987, § 17 IV 2 a.

<sup>202</sup> *Weber*, 1997, § 11 II 3.

<sup>203</sup> *Palandt/Bassenge*, § 1113, Rdn. 1, § 1191 Rdn. 1.

<sup>204</sup> Definition von Grundstück im Rechtssinne, vgl. *Palandt/Bassenge*, Überblick Rdn. 1 vor § 873.

<sup>205</sup> *Weber*, 1997, § 11 V.

<sup>206</sup> *Palandt/Bassenge*, § 1113, Rdn. 1, § 1114, Rdn. 1, § 1008, Rdn. 1.

<sup>207</sup> Grundstücksgleiche Rechte sind beschränkte dingliche Rechte, die gesetzlich dem Grundstück gleichgestellt sind z.B. das Erbbaurecht, nicht hingegen das Wohnungseigentum, vgl. *Palandt/Bassenge*, Überblick Rdn. 3 vor § 873.

<sup>208</sup> *Palandt/Bassenge*, § 1113, Rdn. 8; *Weber*, 1997, § 11 V. Zum Bruchteil eines Grundstücks siehe § 1114 BGB. Demnach kann ein Bruchteil eines Grundstücks nur im Umfang des Anteils des Miteigentümers mit einer Hypothek belastet werden; vgl. *OLG Zweibrücken*, NJW-RR 1990, 147, *OLG Frankfurt*, NJW-RR 1990, 463.

die vom Haftungsgegenstand separierten Erzeugnisse, die Bestandteile und dem Zubehör sowie gegebenenfalls Pachtzins- und Versicherungsforderungen (vgl. § 1120 - 1131 BGB)<sup>209</sup>.

## 3.2 Taugliches Grundpfandrecht; Hypothek versus Grundschuld

Welches bei der Hypothekenanleihe ein taugliches Grundpfandrecht ist, ist nicht ohne Weiteres ersichtlich. Zunächst ist aus dem Wortlaut der Namensbezeichnung alleine nicht schon auf eine Hypothek als ausschließliches Grundpfandrecht für die Besicherung einer Inhaberschuldverschreibung abzustellen. Das deutsche Sachenrecht kennt, wie aufgezeigt, drei mögliche Grundpfandrechte. Zunächst ist zu prüfen, ob sich nicht bereits aus dem Gesetz das Grundpfandrecht zur Besicherung einer Hypothekenanleihe herleiten lässt. § 1113 Abs. 1 BGB normiert den Begriff Hypothek. Es werden verschiedene Arten bzw. Sonderformen von Hypotheken unterschieden<sup>210</sup>, die Besonderheiten aufweisen. Zwei Sonderformen von Hypotheken bilden die in § 1184 Abs. 1 BGB<sup>211</sup> legal definierte Sicherungshypothek und die in § 1187 BGB<sup>212</sup> als Spezialform der Sicherungshypothek für Inhaber- und Orderpapiere normierte Sicherungshypothek, die im juristischen Sprachgebrauch auch Wertpapierhypothek genannt wird<sup>213</sup>. Die Besonderheiten dieser Hypothekenformen werden in den nachfolgenden Abschnitten herausgearbeitet und ihre Eignung für die Hypothekenanleihe überprüft<sup>214</sup>.

### 3.2.1 Sicherungshypothek

Die Sicherungshypothek ist gegenüber einer Verkehrshypothek<sup>215</sup> ein minderes Recht<sup>216</sup>. Sie steht nicht neben der Verkehrshypothek. Die Sicherungshypothek ist nach § 1184 Abs. 1 BGB eine Hypothek, bei der das Recht des Gläubigers sich ausschließlich „nach der Forderung“ bestimmt<sup>217</sup> und der Gläubiger sich zum Beweis der Forderung nicht auf die Eintragung der Hypothek berufen kann<sup>218</sup>. Bei der Sicherungshypothek ist die Akzessorietät von Forderung und Grundpfandrecht besonders streng<sup>219</sup>. Die Strenge verwirklicht sich in der Vorschrift aus § 1185 Abs. 2 BGB wonach der § 1138 BGB auf die Sicherungshypothek für nicht anwendbar erklärt wird<sup>220</sup>. Dies hat zur Folge, dass die §§ 891 – 899 „in Ansehung der Forderung“ und der Einreden des Eigentümers nach § 1137 BGB nicht gelten, jedoch für die Hypothek verbindlich sind<sup>221</sup>. Damit besteht die Vermutung nach § 891 BGB nicht mehr und der

<sup>209</sup> BGH, NJW 1979, 2514; 1974, 269 ff.; 1973, 997 ff.; Palandt/Bassenge, § 1113, Rdn. 8; Weber, 1997, § 11 V 2 3 4 5; Plander, JuS 1981, 565 ff.; Weber, 1997, § 11 V.

<sup>210</sup> Palandt/Bassenge, § 1113, Rdn. 2; Weber, 1997, § 12 II; Wieling, 1994, § 31 I 1 3.

<sup>211</sup> Palandt/Bassenge, § 1184, Westermann, 1998, 92 IV.

<sup>212</sup> Palandt/Bassenge, § 1187; Soergel, 1989, § 1187.

<sup>213</sup> Palandt/Bassenge, § 1187 Rdn. 1; Westermann, 1998, § 111 I.

<sup>214</sup> Siehe Cohn, 1904, der in seiner Dissertation die Besonderheiten der Sicherungshypothek nach § 1187 BGB herausgearbeitet hat.

<sup>215</sup> Die Verkehrshypothek ist die in § 1113 BGB Regelform der Hypothek, obgleich sie so nicht im BGB genannt ist, vgl. Palandt/Bassenge, § 1113, Rdn. 2, Wieling, 1994, § 31 I 1 a.

<sup>216</sup> Palandt/Bassenge, § 1113, Rdn. 1, § 1184 Rdn. 1; Westermann 1998, 109 I II 1.

<sup>217</sup> Palandt/Bassenge, § 1184, Rdn. 3; Wieling, 1994, § 31 I 1 3; Westermann 1998, 109 I -III.

<sup>218</sup> Palandt/Bassenge, § 1184, Rdn. 4; Wieling, 1994, § 31 I 1 3; Westermann 1998, 109 I -III.

<sup>219</sup> Wieling, 1994, § 31 I 1 3.

<sup>220</sup> Palandt/Bassenge, § 1184, Rdn. 2; Weber, 1997, § 12 II; Wieacker, 1938, S. 226 ff.; Wolff/Raiser, 1957, § 151.

<sup>221</sup> Palandt/Bassenge, § 1184, Rdn. 2; Weber, 1997, § 12 II.

Gläubiger muss seine Hypothekenforderung beweisen, sofern der Eigentümer ihr Bestehen bestreitet<sup>222</sup>. Soweit die Forderung nicht oder nicht mehr besteht, steht die eingetragene Hypothek dem Gläubiger nicht zu (§§ 1138, 891 BGB)<sup>223</sup>. Somit ist auch ein gutgläubiger Erwerb der Hypothek<sup>224</sup> ausgeschlossen, weil die §§ 1138, 891 BGB bei der Sicherungshypothek nicht greifen<sup>225</sup>. § 1138 BGB ist auch insoweit nicht anwendbar, als er sich auf die Einreden aus dem persönlichen Schuldverhältnis des Eigentümers nach § 1185 Abs. 2 BGB bezieht<sup>226</sup>. Neben dem Ausschluss von § 1138 BGB normiert § 1185 Abs. 2 BGB auch die Nichtanwendbarkeit der §§ 1139, 1141, 1156 BGB<sup>227</sup> bei der Sicherungsgrundschuld.

Die so genannte „*exceptio non numeratae pecuniae*“ in § 1139 BGB<sup>228</sup> ist nicht erforderlich, weil wegen des Ausschlusses des gutgläubigen Erwerbs ein Eigentümerschutz entbehrlich ist<sup>229</sup>. Entgegen § 1156 BGB kann sich der Eigentümer des Grundstücks auch dem gutgläubigen Erwerber gegenüber auf die Schutzvorschriften §§ 406 bis 408 BGB stützen<sup>230</sup>. In Unterscheidung zur Verkehrshypothek wird die Sicherungshypothek gemäß § 1185 Abs. 2 BGB bereits durch die Kündigung der Forderung gegenüber dem Schuldner fällig<sup>231</sup> und der Eigentümer/Schuldner kann mit Wirkung gegenüber dem Zessionar der Forderung an den Zedenten nach § 407 BGB die Forderung leisten, wenn ihm die Hypothekenabtretung unbekannt war<sup>232</sup>. Der Eigentümer kann diese Einreden dem gutgläubigen Zessionar auch dann entgegenhalten, wenn sie nicht im Grundbuch eingetragen sind<sup>233</sup>. Die strenge Akzessorietät schützt den Eigentümer des mit der Hypothek belasteten Grundstücks vor gutgläubigen Erwerb bei Mängeln der Forderung, weshalb die Sicherungshypothek nicht zum Umlauf geeignet ist<sup>234</sup>. Nach einer BGH-Entscheidung<sup>235</sup> muss der Gläubiger gegenüber dem Berechtigten des Grundstücks das Entstehen der gesicherten Forderung mit anderen Mitteln als der Hypothek beweisen<sup>236</sup>. Die Hypothek stellt wegen § 1184 Abs. 1 BGB kein taugliches Beweismittel dar. Nach § 1184 Abs. 2 BGB muss die Hypothek im Grundbuch als Sicherungshypothek bezeichnet werden<sup>237</sup>. Da die Umlauffähigkeit der Sicherungshypothek nicht gewollt ist, ist sie gemäß § 1185 Abs. 1 BGB stets eine Buchhypothek, mit der Folge des Ausschlusses eines Hypothekenbriefs<sup>238</sup>. Der Briefausschluss braucht in der Folge des §§ 1184 Abs. 2, 1190 Abs. 1 Satz 2 BGB im Grundbuch nicht eingetragen zu werden<sup>239</sup>. Auf die Sicherungshypothek finden mit Ausnahme der besonderen Regelungen alle Vorschriften der Verkehrshypothek Anwendung, im Besonderen auch die §§ 1163 Abs. 1, 1177 BGB zum Entstehen einer Eigentümerhypothek<sup>240</sup>.

<sup>222</sup> Weber, 1997, § 12 II.

<sup>223</sup> Palandt/Bassenge, § 1184, Rdn. 2; Weber, 1997, § 12 II.

<sup>224</sup> Bzw. nur ein Einrede behafteter Erwerb möglich; vgl. Palandt/Bassenge, § 1184, Rdn. 2;

<sup>225</sup> Palandt/Bassenge, § 1184, Rdn. 2; Weber, 1997, § 12 II.

<sup>226</sup> Weber, 1997, § 12 II.

<sup>227</sup> Palandt/Bassenge, § 1185, Rdn. 2; Soergel, § 1185.

<sup>228</sup> Wieling, 1994, § 31 I 1 b.

<sup>229</sup> Palandt/Bassenge, § 1185, Rdn. 2; Soergel, § 1185.

<sup>230</sup> Palandt/Bassenge, § 1185, Rdn. 2; Soergel, § 1185.

<sup>231</sup> Weber, 1997, § 12 II; Wieling, 1994, § 29 II b, § 31 I 1 b.

<sup>232</sup> Palandt/Bassenge, § 1185, Rdn. 3; Weber, 1997, § 12 II; Wieacker, 1938, S. 227.

<sup>233</sup> Palandt/Bassenge, § 1184, Rdn. 2; Weber, 1997, § 11 VI 5, § 12 II.

<sup>234</sup> Palandt/Bassenge, § 1184, Rdn. 1, § 1185 Rdn. 1; Wieling, 1994, § 31 I 1 a); Weber, 1997, § 12 II.

<sup>235</sup> BGH NJW 1986, 53; 1960, 1348.

<sup>236</sup> Zur Beweislast, siehe auch OLG Frankfurt, NJW-RR 1988.

<sup>237</sup> Weber, 1997, § 12 II.

<sup>238</sup> Palandt/Bassenge, § 1185, Rdn. 1, Weber, 1997, § 12 II; Wieling, 1994, § 31 I 1 a.

<sup>239</sup> Palandt/Bassenge, § 1185, Rdn. 1; Wieling, 1994, § 31 I 1 a.

<sup>240</sup> Weber, 1997, § 12 II.

Eine Sicherungshypothek kann nach § 1186 BGB in eine Verkehrshypothek umgewandelt werden und umgekehrt<sup>241</sup>.

### 3.2.2 Gesamthypothek

Soweit eine Sicherungshypothek an mehreren Grundstücken zur Sicherung derselben Forderung eingetragen ist, haftet nach § 1132 Abs. 1 BGB jedes einzelne Grundstück für die gesamte Forderung. Man spricht in diesem Zusammenhang von einer Gesamthypothek<sup>242</sup>. Eine Forderung aus einer Inhaberschuldverschreibung kann in der Weise besichert werden, dass für sie mehrere Sicherungshypotheken bestellt werden, die an mehreren Grundstücken als einheitliche Hypothek nach § 1132 BGB eingetragen werden, so dass jedes Grundstück für die ganze Forderung haftet<sup>243</sup>. Zu einer Forderung können indes nicht mehrere selbständige Hypotheken bestellt werden.

### 3.2.3 Wertpapierhypothek

§ 1187 Satz 1 Alt. 1 BGB stellt tatbestandsmäßig klar, dass für die Forderung aus einer Inhaberschuldverschreibung nach § 793 ff. BGB nur eine Sicherungshypothek nach § 1184 BGB bestellt werden kann. Das Tatbestandsmerkmal „nur“ lässt keinen Ermessensspielraum zugunsten der Wahl einer Grundschuld nach § 1191 Abs. 1 BGB als taugliches Grundpfandrecht für eine Inhaberschuldverschreibung zu. Die Sicherungshypothek wird bei der Inhaberschuldverschreibung quasi gesetzlich fingiert<sup>244</sup>. Als taugliches Grundpfandrecht der Hypothekenanleihe, die in der Form der Inhaberschuldverschreibung begeben wird, kommt somit nur eine Sicherungshypothek nach § 1187 BGB in Betracht. Die Sicherungshypothek für Inhaber- und Orderpapiere nach § 1187 BGB wird auch als Wertpapierhypothek bezeichnet<sup>245</sup>. Im Weiteren wird nur noch die Wertpapierhypothek im Kontext der Inhaberpapiere erörtert, da in der Prämisse die Hypothekenanleihe als Inhaberschuldverschreibung begeben werden soll und auf Orderpapiere nicht zurückgegriffen wird. Nach § 1187 Satz 2 BGB ist die Hypothek stets eine Sicherungshypothek, unbeschadet, ob sie im Grundbuch so bezeichnet ist<sup>246</sup>, wobei vorausgesetzt wird, dass die gesicherte Forderung aus den Inhaber- oder Orderpapieren als solche im Grundbuch bezeichnet sind<sup>247</sup>. Dem Wesen nach, wird bei § 1187 Satz 1 BGB dabei nicht auf Forderungen einzelner Wertpapiere abgestellt, sondern auf Hypotheken ganzer Anleihen<sup>248</sup>. Als Gläubiger werden nicht bestimmte Personen eingetragen, sondern die „Inhaber“ bzw. die durch Indossament berechtigten Inhaber der Papiere. Bei einer Anleihe sind die Schuldverschreibungsinhaber aufgrund des Umlaufpapiers so gut wie nicht ermittelbar<sup>249</sup>.

<sup>241</sup> Palandt/Bassenge, § 1186, Rdn. 1; zur Inhaltsänderung Rdn. 2; Wieling, 1994, § 31 I 1 c.

<sup>242</sup> Palandt/Bassenge, § 1132, Rdn. 1; Weber, 1997, § 12 V.

<sup>243</sup> Palandt/Bassenge, § 1132; Wieacker, 1938, S. 230; Grützmann, Mehrere Einzelhypotheken für dieselbe Forderung, JW 1923, 267 ff..

<sup>244</sup> Palandt/Bassenge, § 1187, Rdn. 1; Weber, 1997, § 12 IV.

<sup>245</sup> Palandt/Bassenge, § 1187, Rdn. 1; Weber, 1997, § 12 IV; Baur/Stürmer, 2007, § 42 IV; Westermann, 1998, § 128; Wolff/Raiser, 1957, § 152.

<sup>246</sup> Palandt/Bassenge, § 1187, Rdn. 1; Wieling, 1994, § 31 I 3 a).

<sup>247</sup> Wieling, 1994, § 31 I 3 a; Details siehe nächster Abschnitt über die Bestellung einer Wertpapierhypothek.

<sup>248</sup> Wieling, 1994, § 31 I 3 a.

<sup>249</sup> Wieling, 1994, § 31 II 1 c.

Die zu sichernde Forderung muss die Zahlung einer der Höhe nach bestimmten Geldsumme in der Regel mit Nebenleistungen zum Gegenstand haben<sup>250</sup>, wobei andere Leistungsgegenstände nicht durch eine Hypothek zu sichern sind. Eine Hypothek, die ausschließlich für die Sicherung von laufenden Zinsforderungen dient, ist unstatthaft, wohl aber für kapitalisierte Forderungen<sup>251</sup>. Die zu sichernde Forderung umfasst bei der Inhaberschuldverschreibung einerseits die Forderung aus der Rückzahlung der Anleihegelder und andererseits die Forderung aus den Zinszahlungen<sup>252</sup>. Die Hypothek muss die Forderung aus dem Inhaberpapier unmittelbar sichern<sup>253</sup>. Für die Hypothekenanleihe können die Kapitalrückzahlungs- und Zinszahlungsansprüche grundsätzlich hypothekarisch besichert werden. § 1187 BGB ist zwingend bei der grundpfandrechtlichen Besicherung einer Inhaberschuldverschreibung und ist nicht abdingbar<sup>254</sup>. Für die Sicherungshypothek nach § 1187 BGB gelten die Vorschriften für die Sicherungshypothek nach §§ 1184 bis 1186 BGB. Demnach wird die Wertpapierhypothek als Buchhypothek nach § 1185 Abs. 1 BGB bestellt, woraus sich der Ausschluss der Hypothekenbrieferstellung ergibt<sup>255</sup>. Mit dem Ausschluss des Hypothekenbriefs soll ein Auseinanderlaufen von Hypothekenbrief<sup>256</sup> und Wertpapier verhindert werden<sup>257</sup>. Das war die gesetzgeberische Intention, denn der Umstand, dass zwei aus derselben Forderung berechtigende Urkunden im Umlauf befindlich sind, würde die Gefahr hervorrufen, dass der Nachweis der Gläubigerschaft dann faktisch unmöglich wäre, falls die zwei Papiere in die Hände von zwei verschiedenen Personen fallen würden<sup>258</sup>. Das Gläubigerrecht wird einerseits durch die grundbuchrechtliche Verbriefung und andererseits durch die Wertpapierurkunde verkörpert und verlautbart<sup>259</sup>. Dies schlussfolgert aber die Vorlage des Wertpapiers als Eintragungsvoraussetzung einer Wertpapierhypothek ins Grundbuch (§§ 41, 43 GBO)<sup>260</sup>. In der Literatur wird die Wertpapierhypothek heute als praktisch bedeutungslos abgestuft<sup>261</sup>, da sie von der Sicherungsgrundschuld<sup>262</sup> verdrängt wird. Das mag zwar im Bereich der fiduziarischen Sicherungsrechten<sup>263</sup> insbesondere bei konventionellen Hypothekenkrediten im Bankensektor heutzutage üblich sein<sup>264</sup>, obgleich die Gründe hierfür gegenüber den anderen Sicherungsrechten nicht ganz transparent sind<sup>265</sup>, § 1187 BGB ist jedoch auf die Grundschuld mit der

<sup>250</sup> Palandt/Bassenge, § 1187, Rdn. 1; § 1113 Rdn. 17; Westermann, 1998, 109 I-III.

<sup>251</sup> Palandt/Bassenge, § 1187, Rdn. 1; § 1113 Rdn. 17; LG Bn Rechtspfleger 82, 75.

<sup>252</sup> Palandt/Bassenge, § 1187, Rdn. 1; Westermann, 1998, 109 I-III.

<sup>253</sup> Palandt/Bassenge, § 1187, Rdn. 2; Westermann, 1998, 109 I-III.

<sup>254</sup> Weber, 1997, § 12 IV; Bülow, 1997, Rdn. 361.

<sup>255</sup> Palandt/Bassenge, § 1187, Rdn. 1; Weber, 1997, § 12 IV.

<sup>256</sup> Der Hypothekenbrief gilt i.S.d. § 405 BGB nicht als Schuldurkunde, da mit ihm die dingliche Belastung und nicht die Schuld verbrieft wird; siehe Weber, 1997, § 11 IV 3.

<sup>257</sup> Weber, 1997, § 12 IV.

<sup>258</sup> Cohn, 1904, S.10; Zum einen könnte der Inhaber des Schuldverschreibungspapiers auch ohne Verfügungsbe-  
rechtigung Zahlung aus der Urkunde verlangen, zum anderen kann aber auch der Inhaber des Hypotheken-  
briefs mit der schriftlichen beglaubigten Abtretungserklärung Befriedigung aus der Hypothek begehren.

<sup>259</sup> Weber, 1997, § 12 IV.

<sup>260</sup> Kuntze/Herrmann, 2006, § 43; zum Grundbuchverfahren im Allgemeinen, siehe Haegeler/Schöner/Stöber,  
1993, Cohn, 1904, S. 16.

<sup>261</sup> Palandt/Bassenge, § 1187 Rdn. 1; Wieling, 1994, § 31 I 3 a).

<sup>262</sup> Zum Begriff der Sicherungsgrundschuld, Eickmann, ZIP 1989, 137 ff.; Weirich, JuS 1980, 188 ff.; Kollhoser,  
JA 1979, 61, 63 f.

<sup>263</sup> Bülow, 2007, Rdn. 1; Gernhuber, BR §§ 20, 26-29; derselbe JuS 1988, 355 ff.; Schreiber, JR 1984, 485 ff.  
(Sicherungseigentum).

<sup>264</sup> Medicus, 1993, § 21 I 1 b dd.

<sup>265</sup> Medicus, 1993, § 21 I 1 b dd.



Ausnahme nach § 1195 BGB nicht anwendbar<sup>266</sup>, so dass auch bei der hier propagierten Hypothekenanleihe als Grundpfandrecht die Wertpapierhypothek nach § 1187 BGB gegenständlich ist.

### 3.3 Hypothekenbestellung und Eintragungsvoraussetzungen

Die Bestellung der Hypothek erfolgt nach § 873 BGB<sup>267</sup> rechtsgeschäftlich durch Einigung und Eintrag, wobei bei der Inhaberschuldverschreibung wegen der unbekanntem Gläubigervielzahl eine Eigentümererklärung gegenüber dem Grundbuchamt gemäß § 1188 Abs. 1 BGB<sup>268</sup> ausreichend ist und der „Inhaber“<sup>269</sup> als Hypothekengläubiger aus der genauen Bezeichnung des Papiers der Inhaberschuldverschreibung, regelmäßig aus den Angaben der Globalurkunde eingetragen wird, soweit nicht ein erster Nehmer die gesamte Schuldverschreibung in complexu übernimmt<sup>270</sup>. Dann wird als Gläubiger der Name der Übernehmer (meist Emissionsbank) in das Grundbuch eingetragen. Der sachenrechtliche Tatbestand der Einigung ist wegen § 1187 Satz 3 BGB entbehrlich, weil der Gläubiger der Inhaberschuldverschreibung unbestimmt ist<sup>271</sup>. Demnach genügt gemäß § 1188 Abs. 1 BGB eine Erklärung des Grundstückseigentümers gegenüber dem Grundbuchamt, dass er die Hypothek bestelle<sup>272</sup>. Bei der Eintragung einer Hypothek für Teilschuldverschreibungen auf den Inhaber genügt es nach § 50 GBO, wenn der Gesamtbetrag der Hypothek unter Angabe der Stückeanzahl, des Betrags und der Bezeichnung der Teile eingetragen wird<sup>273</sup>.

Ein Beispiel soll dies verdeutlichen. Unterstellt es werde eine Anleihe in Höhe von 1 Million Euro durch Emission von 10.000 Teilschuldverschreibungen zu je 100 Euro, die auf den Inhaber lauten, begeben werden und die Rückzahlungsforderungen der Teilschuldverschreibungsgläubiger sollen durch eine Hypothek auf einem Grundstück besichert werden, dann besteht nach § 50 GBO zur genauen Bezeichnung des Wertpapiers folgender Mindestinhalt<sup>274</sup>: Benennung des Gesamtbetrags der Hypothek (1 Million Euro), Bezeichnung der Teilschuldverschreibungen Nr. 1 – 10.000.

<sup>266</sup> Palandt/Bassenge, § 1187, Rdn. 7, § 1195, Rdn. 1; Demnach kann eine Inhabergrundschuld bestellt werden, in der Weise, dass der Grundschuldbrief auf den Inhaber ausgestellt ist. Nach § 1195 Satz 2 BGB sind die Vorschriften nach § 1187 ff. BGB anwendbar. Wesentlicher Unterschied zwischen der Sicherungsgrundschuld und der Sicherungshypothek ist, dass die Sicherungsgrundschuld nicht akzessorisch ist, sondern locker mit einer Forderung verknüpft ist. Die Sicherungsgrundschuld soll nicht näher erörtert werden.

<sup>267</sup> Palandt/Bassenge, § 873, Rdn. 9-15;

<sup>268</sup> Soergel, § 1188; Palandt/Bassenge, § 1188, Rdn. 1, Diese Sondervorschrift gilt nicht für Orderpapiere und ist nach Rdn. 2 auch mit Ausnahme des § 195 BGB nicht auf die Grundschuld anwendbar.

<sup>269</sup> Hinsichtlich der Grundbucheintragung des Gläubigers wird zwar in § 1115 Abs. 1 BGB die Angabe des Gläubigers verlangt, diese Vorschrift wird aber durch § 1187 BGB insoweit verdrängt, als die Bezeichnung „Inhaber“ genügt; Palandt/Bassenge, § 1115, Rdn. 6, § 1187, Rdn. 3.

<sup>270</sup> Ein erster Nehmer ist z.B. eine Bank, die die gesamte Schuldverschreibung zeichnet, somit namentlich bekannt ist und die Wertpapiere im Eigenhandel weiterverkauft; Weber, 1997, § 12 IV; vgl. Fußnote 107.

<sup>271</sup> Weber, 1997, § 12 IV; Wieling, 1994, § 31 II 1 b); Turnau/Förster, 1902, S. 821.

<sup>272</sup> Palandt/Bassenge, § 1187, Rdn. 3; Weber, 1997, § 12 IV.

<sup>273</sup> Palandt/Bassenge, § 1115, Rdn. 1, 3; Weber, 1997, § 12 IV; Im Ergebnis muss aus der Eintragung der Geldbetrag der Forderung nach § 1113 Abs. 1 Halbsatz 2 BGB hervorgehen.

<sup>274</sup> Ein Beispiel zu den Mindestangaben bei der Eintragung einer Sicherungshypothek (§ 1187 BGB) nach § 50 GBO, siehe Horber/Demharter, § 50 4 Ba und Wolff/Raiser, 1957, § 152 I; RG, JW 1929, 746; RGZ 113, 228.

Wie oben aufgezeigt, ist die Bezeichnung als Sicherungshypothek nach § 1187 Satz 2 BGB bei der Grundbucheintragung nicht notwendig<sup>275</sup>. Ein Lösungsanspruch nach den §§ 1179a, 1179b BGB kann bei der Sicherungshypothek für Inhaberpapiere gemäß § 1187 Satz 4 BGB nicht entstehen<sup>276</sup>. Inwieweit die Zinsen aus der Hypothekenanleihe dinglich besichert werden sollen, hängt von der Dispositionsmaxime der Emittentin ab. Das Tatbestandsmerkmal „wenn“ im 3. Halbsatz des § 1113 Abs. 1 BGB stellt dies klar. Demnach kann der Zinssatz bei verzinslichen Forderungen nach § 1113 Abs. 1 Halbsatz 3 und 4 BGB im Grundbuch eingetragen werden<sup>277</sup>. Bei der Eintragung von Zinsen muss die Angabe des Schuldgrundes erfolgen<sup>278</sup>. Es muss der Zinssatz mit Bezugsgröße<sup>279</sup> oder ein fester jährlicher Betrag eingetragen werden, da widrigenfalls die verzinslich bezeichnete Hypothek im Eintragungsverkehr als unverzinslich gilt<sup>280</sup>. Der Eintragungsvermerk kann auch sonstige bestimmbare Nebenleistungen aus der Anleihe enthalten<sup>281</sup>. Fehlt der Eintrag über die Zins- bzw. Nebenleistungen, so ist die Hypothek im Übrigen entstanden<sup>282</sup>. Eintragungsfähig sind alle rechtlich zulässigen Gestaltungsmöglichkeiten der zu sichernden Forderung gemäß den §§ 793 ff. BGB und den Anleihebedingungen<sup>283</sup>.

Die Sicherungshypothek entsteht erst zum Entstehungszeitpunkt der verbrieften Forderung aus der Inhaberschuldverschreibung. Vorher ist sie eine Eigentümergrundschuld nach § 1163 Abs. 1 BGB<sup>284</sup> und § 1188 Abs. 2 BGB schützt den Inhaber des Papiers gegen vorzeitige Ausschließung seines Rechts wegen eines unbekanntenen Gläubigers während der Vorlegungsfrist nach § 801 Abs. 1 Satz 1, Abs. 3 BGB<sup>285</sup>.

### 3.4 Übertragbarkeit der Wertpapierhypothek und Gutglaubensschutz

Hinsichtlich der Übertragung spiegelt sich der Grundsatz der Akzessorietät der Hypothek wieder. Wegen des Ausschlusses von § 1154 Abs. 3 Satz 3 BGB in § 1187 Satz 3 BGB wird die Forderung ohne Grundbucheintrag nach den Bestimmungen übertragen, die für die Übertragung von Forderungen nach dem Wertpapierrecht gelten, bei Inhaberpapieren durch Einigung und Übergabe des Papiers nach den §§ 929 ff. BGB<sup>286</sup>. Einer Grundbuchberichtigung nach § 894 BGB bedarf es bei der Übertragung des Wertpapiers nicht, die Hypothek folgt nach § 1153 Abs. 1 BGB dem Wertpapier<sup>287</sup>. Die Hypothek hängt bildlich gesprochen an der

<sup>275</sup> Palandt/Bassenge, § 1115, Rdn. 3, § 1184, Rdn. 6, § 1187, Rdn. 3; vgl. auch § 130 Abs. 1 Satz 2 ZVG; Wieling, 1994, § 31 II 1 a; Westermann, 1998, 111 II III.

<sup>276</sup> Weber, 1997, § 12 IV; Wieling, 1994, § 31 II 1 b.

<sup>277</sup> Palandt/Bassenge, § 1115, Rdn. 12.

<sup>278</sup> Palandt/Bassenge, § 1115, Rdn. 12.

<sup>279</sup> BGH 47, 41; Palandt/Bassenge, § 1115, Rdn. 12.

<sup>280</sup> RG 113, 229; Palandt/Bassenge, § 1115, Rdn. 12.

<sup>281</sup> Palandt/Bassenge, § 1115, Rdn. 9 (Begriff der Nebenleistung), Rdn. 10 (Bestimmtheit). Eine solche Nebenleistung kann z.B. bei der Hypothekenanleihe der bestimmbare Vergütungsanspruch des Grundbuch- und Gläubigervertreeters sein.

<sup>282</sup> Palandt/Bassenge, § 1115, Rdn. 1; RG 113, 229. Das Fehlen einer der in § 1115 geforderten Angaben führt zur Nichtigkeit der Hypothek; RG 12, 309.

<sup>283</sup> Palandt/Bassenge, § 1115, Rdn. 2; vgl. Riedel, Deutsche Notarzeitung 54, 454.

<sup>284</sup> Palandt/Bassenge, § 1187, Rdn. 3; Westermann, 1998, 111 II III

<sup>285</sup> Palandt/Bassenge, § 1163; § 1188, Rdn. 1; Verjährungsfrist beträgt nach § 801 Abs. 1 Satz 2 BGB 2 Jahre und beginnt mit dem Ende der Vorlegungsfrist, Palandt/Bassenge, § 801, Rdn. 2, 5.

<sup>286</sup> Palandt/Bassenge, § 929 ff.; Wieling, 1994, § 31 II 1 a.

<sup>287</sup> Palandt/Bassenge, § 1153, § 1187, Rdn. 3; Weber, 1997, § 12 IV.

Forderung. Gegenüber dem Grundbuchamt ist nach § 29 Abs. 1 GBO die Legitimation durch den Besitz der Urkunde der Inhaberschuldverschreibung nachzuweisen, da der Inhaber der Wertpapiere ja nicht in das Grundbuch eingetragen wird<sup>288</sup>. Sachenrecht spielt für die Übertragung der Sicherungshypothek keine Rolle<sup>289</sup>.

Nach §§ 1185 Abs. 2, 1138 BGB wird der öffentliche Glaube des Grundbuchs bei der Forderung ausgeschlossen<sup>290</sup>. Der Schutz des guten Glaubens bei Übertragung des Papiers der Inhaberschuldverschreibung richtet sich dennoch nach § 935 Abs. 2 BGB, ein Abhandenkommen des Wertpapiers hindert den gutgläubigen Erwerb bei Redlichkeit nicht. Bei dem Gutgläubensschutz ist nach dem Forderungserwerb und nach dem Hypothekenerwerb zu differenzieren. Hinsichtlich des gutgläubigen Forderungserwerbs sind die §§ 1137, 1185 Abs. 2 BGB anwendbar<sup>291</sup>. Der Schutz des guten Glaubens richtet sich nach den Wertpapiervorschriften<sup>291</sup>. Für Inhaberpapiere sind dabei die §§ 796 BGB und § 21, 22 SchVerschrG einschlägig<sup>291</sup>, wobei das SchVerschrG nicht subsidiär ist. Dem Eigentümer stehen gegen den Gläubiger der Wertpapierforderung dieselben Einwendungen nach § 796 BGB zu, die der persönliche Schuldner gegenüber dem Wertpapiergläubiger geltend machen kann<sup>292</sup>. Aufgrund der §§ 1185 Abs. 2, 1138 BGB erstreckt sich der öffentliche Glaube des Grundbuchs nicht auf die Forderung. Beim Hypothekenerwerb gelten die §§ 891, 892 BGB. Ein gutgläubiger Erwerb ist demnach schon möglich, wenn der Verfügende durch den Besitz des Wertpapiers legitimiert ist<sup>293</sup>. Es gilt § 1157 BGB. Bei nur aus dem Papier ersichtlichen Einreden ist § 1140 BGB analog anzuwenden<sup>294</sup>. Auf die Möglichkeiten der Bestellung eines Grundbuchvertreters nach § 1189 BGB wird in Abschnitt 4.6 eingegangen.

---

<sup>288</sup> *Wieacker*, 1938, S. 230; *Horber/Demharter*, § 29 1 ff..

<sup>289</sup> *Wieling*, 1994, § 31 II 1 b; *Westermann*, 1998, 111 II III.

<sup>290</sup> *Weber*, 1997, § 12 IV.

<sup>291</sup> *Palandt/Bassenge*, § 1187, Rdn. 5; Auf das Schuldverschreibungsgesetz wird weiter unten detailliert eingegangen.

<sup>292</sup> *Weber*, 1997, § 12 IV.

<sup>293</sup> *Soergel*, § 1187; *Palandt/Bassenge*, § 1187, Rdn. 5; *Erman/Wenzel*, 2000, 4; aA *Planck/Strecker*, 1933-38, 4c.

<sup>294</sup> *Soergel*, § 1187; *Palandt/Bassenge*, § 1187, Rdn. 5; *Erman/Wenzel*, 2000, 4.

## 4 Rechtliche Grundlagen zur Deckung von Hypotheken

Dieses Kapitel beschäftigt sich mit den rechtlichen Grundlagen zur Deckung von Hypotheken<sup>295</sup>. Es geht dabei darum, die qualitativen Anforderungen an die Hypotheken und an die Grundstücke, auf denen sie lasten, für die Hypothekenanleihe herauszuarbeiten.

### 4.1 Recht der Deckung und Bewertung von Grundstücken und Gebäuden

Ein Problempunkt im Kontext mit grundpfandrechtlich besicherten Anleihen ist die Regelung der Deckung der Anleihe. Es gilt festzulegen, welche Anforderungen an die Sicherungshypotheken zu stellen sind, um sich für die Hypothekenanleihe zu qualifizieren.

#### 4.1.1 Keine Normierung zur Deckung besicherter Schuldverschreibungen

Zwar wird in den §§ 793 ff. BGB und in den §§ 1184, 1187 ff. BGB normiert<sup>296</sup>, dass die dingliche Besicherung der Forderungen aus einer Inhaberschuldverschreibung mittels Sicherungshypothek zu erfolgen hat, jedoch hat der Gesetzgeber offen gelassen, wie die Sicherungshypothek qualitativ ausgestattet sein muss. Im dritten Buch, achter Abschnitt, 1. Titel im Bürgerlichen Gesetzbuch wird nur das „ob“ der Hypothek und nicht das qualitative „wie“ normiert. Wie bereits dargetan, enthalten die §§ 793 ff. BGB keine abschließende Regelung zur Inhaberschuldverschreibung<sup>297</sup> und die §§ 1184 ff. BGB normieren nur das „ob“ und nicht das „wie“.

In § 1113 BGB ist in dem Tatbestandsmerkmal eine „bestimmte Geldsumme“ zur Befriedigung wegen einer Forderung normiert<sup>298</sup>. § 1113 BGB gilt auch für die Sicherungshypothek<sup>299</sup>. Die zu sichernde Forderung muss dem Bestimmtheitsgrundsatz entsprechen. Der Hypothek ist bei der Bestellung, eine nach Gläubiger/Schuldner, Leistungsgegenstand und Schuldgrund individualisierbare Geldforderung zugrunde zu legen<sup>300</sup>. Bei der Hypothekenanleihe ist der Schuldgrund der Rückzahlungsanspruch wegen der Geldhingabe<sup>301</sup> und der Zinszahlungsanspruch aus den einzelnen Zinsläufen. Aus dem Schuldgrund leitet sich der Leistungsgegenstand ab. Demnach ist er bei der Hypothekenanleihe auf Zahlung einer der Höhe nach bestimmaren Geldsumme aus dem Rückzahlungs- bzw. Zinszahlungsanspruch gerichtet. Im Ergebnis lässt sich also die Geldsumme bestimmen. Sie setzt sich zusammen aus der

<sup>295</sup> Im Rahmen dieser Arbeit bezieht sich die Deckung der Anleihe auf die Besicherung der Anleihe durch Sicherungshypotheken, die eine bestimmte Qualität aufweisen. Der hier gebrauchte Begriff „Deckung“ ist nicht als Synonym zur pfandbriefrechtlichen Deckung aufzufassen bzw. nicht mit gedeckten Schuldverschreibungen nach Art. 22 (4) der OGAW-Richtlinie (RL 85/611/EWG) gleichzusetzen.

<sup>296</sup> Palandt/Bassenge, § 793, § 1184, § 1187.

<sup>297</sup> Palandt/Bassenge, Einführung vor § 793, Rdn. 6; vgl. auch Fußnote 88.

<sup>298</sup> Palandt/Bassenge, § 1113, Rdn. 17, § 1187, Rdn. 2.

<sup>299</sup> Umkehrschluss von § 1185 Abs. 2 BGB und § 1187 Satz 3 und Satz 4 BGB, wo Vorschriften für die Verkehrshypothek nach § 1113 ff. BGB explizit ausgeschlossen werden, die übrigen Vorschriften zur Verkehrshypothek jedoch gelten; Westermann, 1998, 109 I III, 111 I III, Weber, 1997, § 12 II; In Palandt/Bassenge finden sich hierzu nur Anhaltspunkte in § 1185, Rdn. 1 und § 1187, Rdn. 1.

<sup>300</sup> Palandt/Bassenge, § 1113, Rdn. 11; BGH NJW 94, 460; Westermann JZ 62, 302.

<sup>301</sup> Palandt/Bassenge, § 1113, Rdn. 18; Westermann, 1998, 109 I 111

Höhe der Rückzahlungsansprüche der Anleihegelder, das ist der hingegebene Nominalbetrag. Die Gläubiger der Forderung und der Hypothek müssen zwingend dieselben Personen sein. Sie bilden eine Gläubigermehrheit<sup>302</sup>. Schuldner der Forderungen aus den Rückzahlungs- und Zinszahlungsansprüchen ist die Emittentin der Hypothekenanleihe. Schuldner der Forderung und Grundstückseigentümer müssen nicht dieselbe Person sein<sup>303</sup>. Gemäß aufgestellter Prämisse können Eigentümer der mit Sicherungshypotheken zu belastenden Grundstücke auch Dritte sein. Ob die Zinszahlungsansprüche dinglich besichert werden sollen, liegt, wie bereits angesprochen, in der Dispositionsfreiheit der Emittentin. Ungeachtet dieser Entscheidung ließe sich auch die Höhe dieser Ansprüche determinieren<sup>304</sup>. Der Geldbetrag muss nach § 1115 BGB aus dem Eintragungsvermerk selbst hervorgehen<sup>305</sup>. Es ist zahlenmäßig eine bestimmte Summe, die sich nicht in Berechnungsmerkmalen niederschlagen darf<sup>306</sup>.

Gemäß § 50 GBO wird der zu sichernde Nennbetrag der Anleihe im Grundbuch als Hypothekensumme eingetragen<sup>307</sup>. Fraglich ist indes, ob aus dem dinglichen Anspruch aus dem Grundstück nach § 1113 BGB<sup>308</sup> bei dessen Zwangsversteigerung<sup>309</sup> der gesicherte Nennbetrag in voller Höhe erlöst werden kann. Die Befriedigungsquote hängt primär von der Werthaltigkeit des Grundstücks ab<sup>310</sup>, da Hypotheken nur unter bestimmten Voraussetzungen als quasi ausfallsicher<sup>311</sup> gelten. Das Gesetz normiert nur in dem Falle des § 1807 Abs. 1 Nr. 1 BGB tatbestandsmäßig eine „sichere Hypothek“ für die Anlegung von Mündelgeld.

Demnach dürfen Forderungen nur mit sicheren Hypotheken an einem inländischen Grundstück gedeckt werden<sup>312</sup>. Was eine sichere Hypothek ist, ist nach dem Wortlaut dieser Vorschrift her unbestimmt. § 1807 Abs. 2 BGB bestimmt, dass in Landesgesetzen die im Geltungsbereich der jeweiligen Länder gelegenen Grundstücken, Vorschriften über die Sicherheit einer Hypothek zu erlassen sind<sup>313</sup>. Soweit solche Landesgesetze bestehen, gelten in diesen Ländern Hypotheken als mündelsicher, wenn sie sich innerhalb von 50% bis 60% des Verkehrswertes des Grundstücks befinden<sup>314</sup>. Auf eine Erstrangigkeit der Hypothek soll es dabei dann nicht mehr ankommen. Der Verkehrswert eines Grundstücks ist die dominante und abzuleitende Größe zur Bestimmung der Werthaltigkeit einer Hypothek und letztlich der Höhe eines erzielbaren Befriedigungserlöses. Es kommt also entscheidend darauf an, wie hoch die

<sup>302</sup> Palandt/Bassenge, § 1113, Rdn. 15.

<sup>303</sup> Palandt/Bassenge, § 1113, Rdn. 16.

<sup>304</sup> Sie ließen sich auch über eine Höchstbetragsbürgschaft nach § 1190 BGB deckeln, Palandt/Bassenge, § 1190 Rdn. 1 ff.; zur Höchstbetragshypothek, siehe Wieling, 1994, § 31 I 2 a und Weber, 1997, § 12 III.

<sup>305</sup> Palandt/Bassenge, § 1113, Rdn. 17, § 1115, Rdn. 8.

<sup>306</sup> Palandt/Bassenge, § 1113, Rdn. 17, § 1115, Rdn. 8, KGJ 36, 229 Abteilung A.

<sup>307</sup> Vgl. Horber/Demharter, § 50.

<sup>308</sup> Palandt/Bassenge, § 1113, Rdn. 25.

<sup>309</sup> Zum Zwangsversteigerungsverfahren von Grundstücken, siehe Eickmann, 1990.

<sup>310</sup> Baur/Stürner, § 36 I 5 b; Der Begriff Wertgrenze ist gesetzlich nicht normiert.

<sup>311</sup> Impliziert, dass das hingegebene Kapital eines Anlegers nicht ausfällt ohne Berücksichtigung etwaiger ausgefallener Zinszahlungen.

<sup>312</sup> Palandt/Diederichsen, § 1807, Rdn. 3.

<sup>313</sup> Eine Übersicht über die landesgesetzlichen Bestimmungen findet sich in MüKo/Schwab 15; Staudinger/Engler 23.

<sup>314</sup> Palandt/Diederichsen, § 1807, Rdn. 3; Weber, 1997, § 11 1. In Hagen/Rasche, 2003, S. 8 (Quelle: Deutsche Bank Research) wird eine 6,3% Ausfallwahrscheinlichkeit von erstrangigen Hypotheken mit einem Beleihungsauslauf von bis zu 60% angegeben.

Wertgrenzen<sup>315</sup> der Sicherungshypothek sind, d.h. bis zu welcher Höhe, bezogen auf den Wert eines Grundstücks eine Hypothekensumme zulässig sein soll. Ist die Wertgrenze kleiner als 100%, impliziert dies einen Sicherungspuffer.

Dem Prinzip der Wertgrenze liegt die Annahme zugrunde, dass bei einer Versteigerung eines Grundstücks nicht die gesamte Hypothekensumme und die Nebenleistungen<sup>316</sup> realisierbar sind. Zur Beurteilung, ob der Verkehrswert die richtige Bezugsgröße für eine Wertgrenze ist, sollen im Weiteren Vorschriften untersucht werden, bei denen gesetzliche Normierungen zur Deckung von Hypotheken bestehen.

#### 4.1.2 Anderweitige gesetzliche Normierung zur Deckung von Hypotheken

Deckungsgrundsätze von Hypotheken sind auch in anderen Gesetzen normiert, wenn auch mit unterschiedlichen Zweckrichtungen. So gibt es im Pfandbriefgesetz (PfandBG)<sup>317</sup> Regelungen zur Deckung von Hypotheken mit Verweis auf die Beleihungswertermittlungsverordnung (BelWertV)<sup>318</sup>. Im Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG)<sup>319</sup> wird auf die Deckungsgrundsätze des § 14 PfandBG verwiesen. Im Baugesetzbuch (BauGB)<sup>320</sup> ist in § 192 ff. BauGB der Verkehrswert in § 194 BauGB legal definiert und die Verkehrswertermittlung in Verbindung mit den Wertermittlungsvorschriften (WertV) und der Wertermittlungsrichtlinie (WertR)<sup>321</sup> im Zusammenhang mit Enteignungsentschädigungen gesetzlich normiert. Im fiskalischen Bereich gibt es im Grunderwerbsteuergesetz (GrEstG)<sup>322</sup> entsprechende Vorschriften zur Bewertung eines Grundstücks nach dem Bewertungsgesetz (BewG). Ein Beispiel für einen Bewertungsanlass entsteht nach § 8 II GrEstG bei der Übertragung einer Gesellschaft, die Grundstücke hält und dieser Vorgang Grunderwerbsteuerpflichtig ist<sup>323</sup>.

Eine Legaldefinition für den Verkehrswert und gesetzliche Regelungen für die Ermittlung des Verkehrswerts für Grundstücke, auf denen Sicherungshypotheken einer Inhaberschuldverschreibung lasten, fehlen. Ob der Gesetzgeber hier bewusst eine gesetzliche Regelungslücke wollte, kann in der Literatur nicht eindeutig ausgemacht werden<sup>324</sup>. Beschäftigt man sich retrospektiv mit der Entwicklung der Entstehung des § 1187 im Bürgerlichen Gesetzbuch, dann war in den damaligen Überlegungen zum Regelungsgehalt der §§ 1187 bis 1189 B.G.B.<sup>325</sup> primär die Differenzierung zur Verkehrshypothek und zur Umlauffähigkeit der Inhaberschuldverschreibung bzgl. dem zweckgerichteten Umgang mit den zwei Urkunden gegenständig. Gesetzliche Annahmen zur qualitativen Anforderung an die Sicherungshypothek

<sup>315</sup> Wertgrenze ist eine Prozentzahl des Verkehrswertes eines Grundstücks. Dieser Begriff ist gesetzlich nicht normiert. Als Synonym wird der Beleihungswert im Zusammenhang mit dem Hypothekenspfandbrief gebraucht.

<sup>316</sup> Zwangsversteigerungskosten (Schätzkosten, Versteigerungskosten, etc.); *Bellinger*, 1995, § 11 18 f..

<sup>317</sup> *Schimansky/Bunte/Lwowski*, 2007, S. 2690 – 2701.

<sup>318</sup> *Ernst/Zinkahn/Dietrich*, § 194 Rdn. 24.

<sup>319</sup> *Prölss/Lipowsky*, 2005, nach § 54 a, § 2 Abs. 1 Nr. 1 AnlV

<sup>320</sup> *Battis/Kratzberger/Löhr*, 2007, § 194; *Kleiber/Simon/Weyers/Schröter*, 1991, § 194; *Kleiber/Simon/Weyers*, 2002, § 194; *Finkelnburg/Ortloff*, 1998, § 24 II; *Gaentzsch*, 1991, § 194 Rdn. 2.

<sup>321</sup> *Kleiber*, 2006.

<sup>322</sup> *Pahlke/Franz*, 1995, § 8 II Rdn. 40 ff. zum Wert des Grundstücks gemäß § 138 Abs. 2 bis 4 Bewertungsgesetz; *Boruttau/Viskorf*, § 8 Rdn. 1 ff.; zur Systematik der Bemessungsgrundlagen nach § 8 II GrEstG.,

<sup>323</sup> *Gottwald*, 2004, S. 100 – 102; zur Systematik der Bemessungsgrundlagen nach § 8 II GrEstG.

<sup>324</sup> Ergebnis eigener Literaturrecherche.

<sup>325</sup> Offizielle Abkürzung des Bürgerlichen Gesetzbuches im 19. Jahrhundert, vgl. *Cohn*, 1904.

wurden nicht getroffen<sup>326</sup>. Dieses Phänomen erstreckt sich auch auf die gewöhnliche Verkehrshypothek nach § 1113 BGB<sup>326</sup>.

Ob die baugesetzlichen Normen zur Bestimmung des Verkehrswerts und zur Verkehrswertermittlung eines Grundstücks und die Deckungsgrundsätze von Hypotheken nach dem Pfandbriefgesetz direkt oder analog auf die den Grundpfandrechten einer Inhaberschuldverschreibung fußenden Immobilien angewandt werden können und zum Geschäftsmodell einer Emittentin einer Hypothekenanleihe passen, ist einerseits fraglich, andererseits aus folgendem Gesichtspunkt heraus kritisch zu würdigen.

Bei der Emission einer Hypothekenanleihe wird man sich die Frage stellen, welche potentiellen Zeichner dafür in Betracht kommen. Da solche Anleihen meist mit einem hohen Emissionsvolumen ausgegeben werden, eignen sich zur Kapitalanlage in eine Hypothekenanleihe Privatanleger mit kleinen Zeichnungssummen nur sekundär. Institutionelle Investoren unterliegen bei der Vermögensanlage aber vielfach gesetzlichen Vorschriften. Versicherungsgesellschaften etwa dem VAG, Kapitalanlagegesellschaften dem InvG. Ob dieser Investorenkreis in eine Hypothekenanleihe investieren darf, hängt von den jeweiligen Vorschriften ab, denen sie als die jeweiligen Normadressaten<sup>327</sup> dieser Gesetze unterliegen. Wenn eine solche Vermögensanlage zu bejahen ist, ist entscheidend, wie die Hypothekenanleihe ausgestattet sein muss, um die gesetzlich vorgegebenen Anlagekriterien dieser Investoren zu erfüllen. In diesem Zusammenhang spielt auch die Werthaltigkeit der Sicherungshypothek eine eminente Rolle, weil in einem Rating der Anleihe das Ratingergebnis u.a. auf die Ausfallwahrscheinlichkeit der Hypothekenanleihe abgestellt wird, falls die Emittentin die Hypothekenanleihe einer Bewertung durch eine Rating-Agentur unterziehen wird.

Zunächst sollen die Deckungsgrundsätze für Pfandbriefe nach dem Pfandbriefgesetz herausgearbeitet werden und anschließend die gesetzlichen Grundlagen für die Verkehrswertermittlung nach dem Baugesetzbuch aufgezeigt werden.

## 4.2 Deckungsgrundsätze aus dem Pfandbriefgesetz

In diesem Abschnitt wird der Frage nachgegangen, ob einzelne Normen oder einzelne Tatbestandsmerkmale des Pfandbriefgesetzes für die rechtliche Konstruktion einer Hypothekenanleihe zur Regelung der Deckung von Sicherungshypotheken direkt oder analog anwendbar sind und ihren Niederschlag in den Anleihebedingungen finden können.

Dabei ist vorneweg auch von Bedeutung, ob eine grundpfandrechtl. besicherte Anleihe in der Form der Hypothekenanleihe aufgrund von Schutzvorschriften des Pfandbriefgesetzes einer Bezeichnungsbeschränkung unterliegt<sup>328</sup>.

---

<sup>326</sup> Palandt/Heinrichs, § 1113, Rdn. 1; Mugdan, 1899, S. 876 – 883.

<sup>327</sup> Normadressat ist eine natürliche oder juristische Person, die durch eine Rechtsnorm angesprochen wird, zum Begriff des Normadressaten nach dem VAG siehe auch Prölss/Lipowsky, § 54, Rdn. 1.

<sup>328</sup> Gemeint ist dabei, ob eine durch Grundpfandrechte besicherte Anleihe beliebig bezeichnet werden kann, etwa den Wortstamm Hypothek enthalten darf oder nicht.

## 4.2.1 Bezeichnungsschutz

Nach § 41 PfandBG genießen die Begriffe „Pfandbrief“ und „Hypothekendarlehen“ einen gesetzlichen Bezeichnungsschutz<sup>329</sup>. § 41 PfandBG stellt einen Sonderrechtsschutz dar. Nach dieser Vorschrift dürfen gedeckte Schuldverschreibungen mit den in § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 PfandBG genannten Bezeichnungen Pfandbrief (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 Alt. 1 PfandBG) bzw. Hypothekendarlehen (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 Alt. 2 PfandBG)<sup>330</sup> oder unter einer Bezeichnung, die das Wort Pfandbrief enthält, nur von den in den Nummern 1 und 2 enumerierten Kreditinstituten im Rahmen des Pfandbriefgeschäfts ausgegeben und in den Verkehr gebracht werden. Welche Kreditinstitute die Erlaubnis zum Pfandbriefgeschäftsbetrieb erhalten, ist in § 2 PfandBG gesetzlich normiert, d.h. nur Kreditinstitute mit Sitz im Geltungsbereich des Pfandbriefgesetzes sind erfasst. Welches Unternehmen Kreditinstitut sein kann, regelt das Kreditwesengesetz (KWG). Nach § 1 Abs. 1 Satz 1 KWG<sup>331</sup> sind Kreditinstitute Unternehmen, die Bankgeschäfte gewerbsmäßig betreiben, Satz 2 führt enumerativ auf, was Bankgeschäfte sind. Demnach kann ein Unternehmen, das kein Kreditinstitut ist, keine Hypothekendarlehen herausgeben.

In dem ehemaligen Hypothekendarlehenbankgesetz war der Begriff „Pfandbrief“ nach § 5a HypBKG einem Bezeichnungsschutz unterlegt<sup>332</sup>. Adressaten dieser Norm sind die Kreditinstitute<sup>333</sup>. Der Bezeichnungsschutz wurde eins zu eins in den § 41 PfandBG übernommen. Auf die Kommentierung des Hypothekendarlehenbankgesetzes zum Bezeichnungsschutz kann analog verwiesen werden. Der Schutzbereich des § 41 PfandBG soll neben den Verbrauchern auch den Anbieter, sprich die Pfandbriefemittenten, umfassen. Der Zweck der Schutznorm besteht einerseits darin, die Öffentlichkeit, sprich die Verbraucher, vor Irreführung zu bewahren<sup>334</sup>. Die gesetzgeberische Intention der Schutznorm bestand aber andererseits auch in der Wahrung des wettbewerblichen Leistungsschutzes der Pfandbriefemittenten<sup>335</sup>. Diese Norm stellt nach § 38 Nr. 1 PfandBG einen Verbotstatbestand für alle Nichtadressaten des PfandBG dar<sup>336</sup>. Der Schutzbereich umfasst das Wort Pfandbrief und Hypothekendarlehen und ist wörtlich auszulegen<sup>337</sup>. § 5a HypBKG bzw. § 41 PfandBG statuieren einen formalen abstrakten Bezeichnungsschutz<sup>337</sup>. Die abstrakt typisierte Irreführungsgefahr soll demnach schon erfüllt sein, wenn die Begriffe Pfandbrief bzw. Hypothekendarlehen in unzulässiger Weise benutzt werden, ohne dass es auf weitere konkrete Umstände ankäme, z.B. auf die Vorstellungen der Verbraucher im Einzelnen<sup>337</sup>.

<sup>329</sup> Boos/Goerke/Hoegen, 2005, S. 8; umfassender Bezeichnungsschutz bei Banken, siehe Schimansky/Bunte/Lwowski, 2007, S. 2269.

<sup>330</sup> Zur Kommentierung Schimansky/Bunte/Lwowski, 2007, S. 2690 – 2701. Derzeit ist dieses Werk das einzige Handbuch, welches eine Kommentierung zum Pfandbriefgesetz vorsieht. Ein teilweiser Rückgriff auf die Kommentierung des dem Pfandbriefgesetzes voraus gegangenen Hypothekendarlehenbankgesetzes erscheint geboten.

<sup>331</sup> BFS-KWG/Füllbier, § 1, Rdnr.4-12.

<sup>332</sup> BFS-KWG/Fischer, § 39, Rdn. 4.

<sup>333</sup> Bellinger/Kerl, § 5a Rdn. 11.

<sup>334</sup> Bellinger/Kerl, § 5a Rdn. 3.

<sup>335</sup> Baumbach/Hefermehl, § 1, Rdn. 439, 633.

<sup>336</sup> Für Nichtadressaten stellt das PfandBG eine Verbotsnorm dar, siehe § 38 Nr. 1 PfandBG. Zur Lizenzpflicht zum Betreiben eines Pfandbriefgeschäfts, siehe Verband deutscher Pfandbriefbanken, 2004, S. 16.

<sup>337</sup> Bellinger/Kerl, § 5a Rdn. 6; insoweit hat die Vorschrift Drittschutzwirkung auf das Anlegerpublikum nach der Schutznormtheorie, letztere vgl. Kopp/Schenke, § 42, Rdn. 71; Kopp/Ramsauer, § 1, Rdn. 15; zur Drittschutznorm, siehe Richter/Schuppert, 1995, S. 69.



§ 5 a HypBKG und § 41 PfandBG sind wörtlich auszulegen. Demzufolge sind Wortverbindungen wie Hypotheken-Schuldverschreibung oder sonstige Bezeichnungen, die das Wort Hypothek enthalten, keine geschützten Bezeichnungen der Tatbestandsmäßigkeit des § 5a HypBKG bzw. § 41 PfandBG und sind deswegen nicht zu beanstanden<sup>337</sup>, sofern nicht das Wort Pfandbrief gebraucht wird.

Nach den Bestimmungen des § 41 PfandBG kann der Begriff Hypothekenanleihe benutzt werden, soweit kein wettbewerbsrechtlicher Verstoß in der Begriffsverwendung vorliegt. Das PfandBG schließt jedoch nicht aus, dass bei der Benutzung des Begriffs „Hypothekenanleihe“ das Tatbestandsmerkmal der Irreführung nach § 3 UWG<sup>338</sup> in Bezug auf den Pfandbrief einschlägig sein könnte, wenn durch die Begriffsbenutzung dem Anlegerpublikum der Eindruck entsteht, das Wertpapier weise die typischen Vorteile eines Pfandbriefs auf<sup>339</sup> oder dass in sonst einer Weise missbräuchlich wäre<sup>340</sup>. Das wurde beispielsweise lange mit der englischen Bezeichnung „mortgage bond“ angenommen, weil die Verwechslungsgefahr zum Pfandbrief hier gegeben schien<sup>341</sup>.

Wettbewerbsrechtlich könnte ein Begriff auch gegen § 1 UWG verstoßen, wenn sich aus dem Wertpapier ein wettbewerblicher Vorteil durch Verstoß gegen die guten Sitten gegenüber den Pfandbriefemittenten einstellen würde<sup>342</sup>. § 41 PfandBG verdrängt dabei nicht *lex specialis* §§ 1, 3 UWG<sup>343</sup>, weil diese über das Pfandbriefgesetz hinaus einen erweiterten Schutzzweck in der Wettbewerbsordnung begründen.

Das Bundesaufsichtsamt für Finanzdienstleistungen (BaFin) ist für Verstöße gegen den Bezeichnungsschutz gemäß Abschnitt 6 des Pfandbriefgesetzes zum Eingriff berechtigt<sup>344</sup> und kann die verwaltungsrechtliche Untersagung durch Verwaltungsakt anordnen (vgl. § 35 VwVfG<sup>345</sup>).

Inwieweit der Wortstamm Hypothekenanleihe eine Ähnlichkeit oder Verwechslungsgefahr zur Hypothekendarlehenbezeichnung hervorruft und gegebenenfalls unter Wettbewerbsgesichtspunkten nach § 1 UWG wettbewerbsverzehrend bzw. eine irreführende Werbung nach § 3 UWG darstellt, wird hier nicht geprüft. Ausschlaggebend dürfte hier der Regelungsgehalt in dem Prospekt zur Hypothekendarlehenanleihe sein. Soweit dort Werbeaussagen getroffen werden, die einen Bezug zum Hypothekendarlehenbrief erkennen lassen oder dem Publikum suggeriert wird, die Hypothekendarlehenanleihe weise Eigenschaften auf, die gerade beim Hypothekendarlehenbrief als vorteilhaft gelten, könnte darin eine wettbewerbliche Verletzung im Sinne des §§ 1, 3 UWG gesehen werden. Bei der Konstruktion der Hypothekendarlehenanleihe und bei Aussagen in einem öffentlichen Angebot ist deshalb tunlichst auf die trennscharfe Abgrenzung zum Hypothekendarlehenbrief abzustellen.

<sup>338</sup> Abkürzung für Gesetz gegen unlauteren Wettbewerb; *Emmerich*, 1998, § 14 und § 15. Zum Begriff der irreführenden Werbung, siehe Seite 177.

<sup>339</sup> *Bellinger/Kerl*, § 5a, Rdn. 6.

<sup>340</sup> *BFS-KWG/Fischer*, § 39, Rdn. 3; siehe auch analoge Argumentation zu dem Bezeichnungsschutz „Bank“

<sup>341</sup> *Bellinger/Kerl*, § 5a, Rdn. 18.

<sup>342</sup> *Bellinger/Kerl*, § 5a, Rdn. 29.

<sup>343</sup> *BFS/Fischer*, § 39 Rdn. 3, 4; *Baumbach/Hopt*, § 18, Rdn. 14.

<sup>344</sup> Bei der BaFin existiert eine Zusammenstellung von Fragen zu Firmierungen und Unternehmensgegenständen, die an die BaFin häufig gestellt werden, abrufbar unter [www.BaFin.de](http://www.BaFin.de).

<sup>345</sup> *Kopp/Ramsauer*, § 35, Rdn. 1 ff.

Im Umkehrschluss finden sich bei grundpfandrechtlich besicherten Anleihen keine gesetzlichen Normen für eine zwingende Bezeichnung der Anleihe. Es besteht für die Emittentin solcher Anleihen hinsichtlich der Namensgebung Dispositionsfreiheit, soweit nicht der Begriff Pfandbrief Bestandteil des zu wählenden Namens für die Anleihe wird.

Freilich hat sich in den Anleihemärkten die Begrifflichkeit Hypothekenanleihe für durch Hypotheken besicherte Anleihen durchgesetzt<sup>346</sup>, so dass auch in dieser Arbeit von Hypothekenanleihe gesprochen wird. Die Hypothekenanleihe wird im Sprachgebrauch als Sammelbegriff für eine grundpfandrechtlich besicherte Anleihe mit Hypothek verstanden<sup>347</sup>.

#### 4.2.2 Normen zur Deckung von Hypotheken des Pfandbriefgesetzes

Das Pfandbriefgesetz (PfundBG) sieht in Abschnitt 3/Unterabschnitt 1 für Hypothekenpfandbriefe Vorschriften über die Deckung von Hypotheken vor.

Das Gesetz löste am 19.07.2005 das Hypothekenbankgesetz (HypBKG) ab. Letzteres regelte bis dahin die Rechte und Pflichten der Hypothekenbanken in Deutschland<sup>348</sup>. Die §§ 10 bis 12 HypBKG regelten die Deckung von Hypothekenpfandbriefen durch Hypotheken<sup>349</sup>. In dem Pfandbriefgesetz sind etablierte Bestandteile des Hypothekenbankgesetzes übernommen worden und es sind allgemeingültige und einheitliche Strukturen zur Deckungskongruenz und zur Treuhandschaft für die Deckungswerte<sup>350</sup> aller drei Pfandbriefgattungen entstanden<sup>351</sup>.

Im Wesen hat sich das neue Pfandbriefrecht bezogen auf §§ 10 bis 12 HypBKG nicht geändert<sup>352</sup>.

§ 12 Abs. 1 PfandBG besagt, dass zur Deckung von Hypothekenpfandbriefen (vgl. § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 PfandBG) nur Hypotheken benutzt werden dürfen, die den Bestimmungen aus §§ 13 – 17 PfandBG genügen. § 13 Abs. 1 PfandBG regelt, dass die Hypotheken auf Grundstücken, grundstücksgleichen Rechten oder solchen einer ausländischen Rechtsordnung lasten müssen und dass die Sicherheit in einem in diesem Absatz genannten Staat belegen sein muss<sup>353</sup>. Wichtig sind die §§ 14, 17 PfandBG. § 14 regelt die Beleihungsgrenze<sup>354</sup>, § 17 die

<sup>346</sup> Aufgrund eigener Recherche durch Auswertung der bei der BaFin hinterlegten Prospekte zu Hypothekenanleihen. Da diese Prospekte die Billigung zur Veröffentlichung haben, ging ihnen im Rahmen des durch die BaFin durchgeführten Billigungsverfahrens eine Kohärenzprüfung voraus. Offensichtlich wurden seitens der BaFin zur Namenswahl keine Beanstandungen ausgesprochen.

<sup>347</sup> Obgleich aus dem Begriff Hypothekenanleihe nicht einfach auf eine Hypothek als Grundpfandrecht abgestellt werden kann, ist per Definition eine Hypothekenanleihe eine Anleihe mit grundpfandrechtlicher Besicherung. Welche Besicherungsform, d.h. durch Hypothek oder durch Grundschuld sich eignet bzw. gesetzlich normiert ist, wird im Weiteren noch herausgearbeitet.

<sup>348</sup> Herpfer, 2001, S. 19.

<sup>349</sup> Vulliemin, 2005, S.13.

<sup>350</sup> Kliem, 2005, Abschnitt C, S. 2; Boos/Goerke/Hoegen, 2005, S. 13, 16; Vulliemin, 2005, S.88.

<sup>351</sup> Pfandbriefgattungen: Hypothekenpfandbriefe (§ 1 Abs. 1 Nr. 1 PfandBG), öffentliche Pfandbriefe (§ 1 Abs. 1 Nr. 2 PfandBG), Schiffspfandbriefe (§ 1 Abs. 1 Nr. 3 PfandBG).

<sup>352</sup> Bellinger/Kerl, §§ 10-12; Bundesbank, 2006, S. 37 – 61; Franz/Glatz, 2005, WM, Heft 36, 59, S. 1681 – 1728.

<sup>353</sup> Schimansky/Bunte/Lwowski, 2007, S. 2690 – 2701.

<sup>354</sup> Zum Begriff des Beleihungswertes, *Verband deutscher Pfandbriefbanken*, II. Der Beleihungswert hat sich gegenüber dem Hypothekenbankgesetz nicht geändert, vgl. § 11 Abs. 2 HypBKG, Bellinger/Kerl, §11.

Beleihungswertermittlung<sup>355</sup>. Nach § 14 Abs. 1 PfandBG dürfen Hypotheken nur bis zur Höhe der ersten 60 % des von der Pfandbriefbank auf Grund einer Wertermittlung nach § 16 PfandBG festgesetzten Wertes des Grundstücks zur Deckung benutzt werden. Diese Regelung ist abschließend und lässt keinen Spielraum in den Beleihungswertgrenzen zu<sup>356</sup>.

Die Beleihungsgrenze von 60 % des Beleihungswertes besteht seit Erlass des Hypothekenbankgesetzes<sup>357</sup>. Sie stellt eines seiner Basiselemente dar, und ist im Laufe der Zeit in Deutschland ein allgemeines Kriterium für sichere Grundstücksbeleihungen geworden<sup>358</sup> und wurde stringent in das PfandBG aus dem damaligen § 11 Abs. 2 HypBKG übernommen<sup>359</sup>. Die Höhe der Beleihungsgrenze ist traditionell begründet<sup>360</sup> und liegt der Annahme zugrunde, wonach bei einer Beleihungsgrenze von 3/5 des Verkehrswertes eines Grundstücks diese Geldsumme bei einer Zwangsversteigerung des Grundstücks regelmäßig erlöst wird<sup>361</sup>.

Eine Erhöhung der 60 Prozentmarke wurde zwar in der Vergangenheit oft diskutiert, konnte sich aber nie etablieren<sup>362</sup>. § 16 Abs. 1 Halbsatz 1 PfandBG bestimmt, dass für die Beleihungswertfestsetzung dienende Wertermittlung vor der Kreditentscheidung eines Kreditinstituts von einem unabhängigen Gutachter durchzuführen ist. Gemäß § 16 Abs. 1 Halbsatz 2 PfandBG muss der Gutachter über die notwendige Berufserfahrung und die notwendigen Fachkenntnisse für Beleihungswertermittlungen aufweisen. In § 16 Abs. 2 PfandBG sind der Beleihungswert und der Marktwert einer Immobilie legal definiert<sup>363</sup>. Bei dem Beleihungswert wird im neu geregelten Pfandbriefrecht nach § 16 Abs. 2 Satz 1 PfandBG auf die zukünftige Verkäuflichkeit einer Immobilie abgestellt, wobei es gilt, die über einen langen Zeitraum nachhaltigen Objektmerkmale, die normalen regionalen Marktgeschehnisse am Belegenheitort der Immobilie, sowie die derzeitigen und in der Zukunft liegenden möglichen anderweitigen Nutzungen der Immobilie, zu berücksichtigen<sup>364</sup>. § 16 Abs. 2 Satz 2 PfandBG verbietet dem Gutachter spekulative Elemente in die Bewertung einfließen zu lassen<sup>364</sup>. § 16 Abs. 2 Satz 3 PfandBG deckelt den Beleihungswert, wonach dieser den Marktwert der Immobilie nicht übersteigen darf, welcher in Satz 4 definiert wird<sup>365</sup>. Satz 3 sieht überdies vor, dass der Marktwert auf eine transparente Weise und nach einem anerkannten Bewertungsverfahren zu ermitteln ist. Marktwert ist der Schätzbetrag zum Bewertungsstichtag<sup>364</sup>. Es ist der Kaufpreis, der bei hypothetischer Unterstellung einer Verkaufsbereitschaft eines Verkäufers, einer Kaufbereitschaft eines Käufers, der Sachkunde der Parteien und Zwanglosigkeit des Verkaufs, eines angemessenen Vermarktungszeitraums und einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr erzielt werden kann<sup>364</sup>.

<sup>355</sup> Zum Begriff des Beleihungswertes, *Verband deutscher Pfandbriefbanken*, III.

<sup>356</sup> § 14 Abs. 1 PfandBG lässt aufgrund des Tatbestandsmerkmals „dürfen nur bis zu 60 %“ keinen Ermessensspielraum für eine höhere Beleihungsgrenze zu, das Ermessen ist auf Null reduziert, siehe auch *Kopp/Ramsauer*, § 40, 30 ff; § 48, 56.

<sup>357</sup> *Stannigl/Kremer/Weyers*, 1984, S. 192 ff..

<sup>358</sup> *Bellinger*, 1995, § 11, Rdn. 18 f.

<sup>359</sup> *Vulliemin*, 2005, S.13.

<sup>360</sup> *Verband deutscher Pfandbriefbanken*, 2004, S. 15.

<sup>361</sup> *Palandt/Diederichsen*, § 1807, Rdn. 4 (hier 1/2 bis 3/5 des Verkehrswertes); *Stannigl/Kremer/Weyers*, 1984, S. 192 ff.

<sup>362</sup> *Stannigl/Kremer/Weyers*, 1984, S. 29 ff.

<sup>363</sup> Bedingt durch EU-rechtliche Vorgaben ist in dem Pfandbriefgesetz nunmehr der Begriff Marktwert eingeflossen, den es im abgelösten Hypothekenbankgesetz so nicht gab, *Bundesverband deutscher Pfandbriefbanken*, I.

<sup>364</sup> *Schimansky/Bunte/Lwowski*, 2007, S. 2690 – 2701.

<sup>365</sup> *Bellinger/Kerl*, § 12, Rdn. 19 ff., 58; *Boos/Goerke/Hoegen*, 2005, S. 13.

Der Beleihungswert reflektiert den Objektwert aus der Perspektive eines Kreditinstituts, die das zu beleihende Objekt über einen Zeitraum von mehr als einer Dekade finanzieren muss<sup>366</sup>.

In diesem Zeitraum muss der Beleihungswert stets mindestens dem Marktwert entsprechen, um der finanzierenden Bank eine optimale Sicherung des Rückzahlungsanspruchs aus dem Wert der Immobilie zu gewährleisten<sup>366</sup>.

Der Begriff Beleihungswert ist eine typisch deutsche Domäne, fußend auf dem Pfandbriefgesetz bzw. dem früheren Hypothekendarstellungsgesetz. Außerhalb von Deutschland kennt man nur den Begriff des Marktwertes einer Immobilie. Der Begriff Beleihungswert ist mithin unbekannt. Der Marktwert oder Verkehrswert einer Immobilie erfüllt regelmäßig nicht die Anforderungen des Beleihungswertes<sup>367</sup>. Er rührt nicht nur aus bankinternen Kreditentscheidungen her. Der Beleihungswert ist auch die Basis für die Bewertung von Realkreditforderungen nach dem Kreditwesengesetz und bei der Eigenkapitalanrechnung von stillen Reserven in Immobilien bei Banken<sup>368</sup>. Die Beleihungswertermittlung durch einen Gutachter nach § 16 Abs. 1 PfandBG orientiert sich zur Erstellung des Gutachtens an den üblichen Richtlinien für die Anfertigung von Gutachten<sup>369</sup>.

Der Beleihungswert ist indes kein „richtiger“ Marktpreis<sup>370</sup>. Der Marktpreis bestimmt den marktgerechten Kaufpreis, zu dem ein Grundstück veräußerbar ist. Der Marktpreis muss folglich auf den wirklichen, wahren Wert gerichtet sein<sup>371</sup>. Konträr zum Beleihungswert macht es die Bezogenheit auf den Stichtag des Verkehrswertes ebenso notwendig, wie die Ausrichtung auf die tatsächlich vorfindlichen Marktgegebenheiten<sup>372</sup>. Dies wird in der Bestimmung des § 194 BauGB zum Verkehrswert erst richtig transparent. Der Verkehrswert wird durch den Preis bestimmt, der in dem Zeitpunkt, auf den sich die Ermittlung bezieht, im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach den rechtlichen Gegebenheiten und tatsächlichen Eigenschaften, der sonstigen Beschaffenheit und der Lage des Grundstücks oder des sonstigen Gegenstandes der Wertermittlung ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder in der Person der Parteien<sup>373</sup> begründete Verhältnisse zu erzielen wäre<sup>374</sup>. Der Beleihungswert ist demgegenüber ein auf einen langen Zeitraum ausgerichteter Wert, den das Beleihungsobjekt im Bewertungszeitpunkt nachhaltig aufweist<sup>375</sup>. Seit Erneuerung des Baugesetzbuches in 2004 insbesondere zu § 194 BauGB wurde klargestellt, dass der Begriff „Verkehrswert“ als Synonym von Marktwert<sup>376</sup> gebraucht werden kann.

Aufgrund der bisherigen Ergebnisse ist indes fraglich, ob für die Konstruktion einer Hypothekenanleihe zur Bewertung einer zu belastenden Immobilie auf die Prinzipien des Beleihungswertes zurückgegriffen werden kann. Einerseits spricht dafür, dass die bei Pfandbriefen gesetzlich vorgegebene Deckungsgrenze von 3/5 des Beleihungswertes im Kreditsektor ein wohlbekannter Maßstab für die Qualität von Hypotheken und damit verknüpft mit der äußerst

<sup>366</sup> Bundesverband deutscher Pfandbriefbanken, I.

<sup>367</sup> Stannigl/Kremer/Weyers, 1984, S. 29 ff., S. 187 ff..

<sup>368</sup> Verband deutscher Pfandbriefbanken, III.

<sup>369</sup> Vgl. BelWertV, kommentiert in Kleiber, 2006, Nr. 2.

<sup>370</sup> Goedecke/Kerl, 1980, S. 79.

<sup>371</sup> Goedecke/Kerl, 1980, S. 79.

<sup>372</sup> Gaentzsch, 1991, § 192, Rdn. 2, § 194, Rdn. 2.

<sup>373</sup> BGH NJW, 1979, 923.

<sup>374</sup> Kleiber/Simon/Weyers, 1991, S. 124 ff.; Mainczyk, 1994, § 192, Rdn. 1 3 4; Eickmann, § 14 III 2.

<sup>375</sup> Verband deutscher Pfandbriefbanken, IV.

<sup>376</sup> Ernst/Zinkahn/Dietrich, § 194 Rdn. 23.

geringen Ausfallwahrscheinlichkeit von Darlehen ist<sup>377</sup>. Ein solches Qualitätsmerkmal täte der Hypothekenanleihe keinen Abbruch. Andererseits spricht aus den folgenden Gründen ein Rückgriff auf diesen Größenwert dagegen.

Die Beleihungswertgröße nach dem Pfandbriefgesetz steht im Zusammenhang mit der Entscheidung über die Kredithöhe bei der Kreditvergabe<sup>378</sup>. Eine Emittentin, die eine Hypothekenanleihe begibt, tut das regelmäßig nicht. Weiterhin ist zu bedenken, dass die Beleihungswertgröße bei der Kreditvergabe eine typische deutsche Domäne ist. Im internationalen Kontext und in den Kapitalanlagemärkten gibt es kein Pendant zum Begriff „Beleihungswert“. Hier kennt man nur den Begriff des Marktwertes einer Immobilie und einen sich darauf ergebenden Abschlag zur Ermittlung der Finanzierungshöhe. Ein weiteres Kriterium das dagegen spricht, ist, dass eine Beleihungsgrenze von 60 % bei einer Emittentin aus der Immobilienwirtschaft implizieren würde, dass die finanzielle Lücke mit entsprechend hohem Eigenkapitalanteil auszugleichen wäre. Unter diesen Umständen erscheint eine Hypothekenanleihe aus der Sicht einer Emittentin ungeeignet, da die alternative Geldbeschaffung im Realkreditsektor<sup>379</sup> möglicherweise günstiger ausfallen könnte.

Zu Untersuchen ist deshalb, ob nicht bei der Bewertung einer Immobilie auf die Hypotheken eingetragen werden, bzgl. der Ausgangsgröße auf den Marktwert bzw. auf den Verkehrswert<sup>380</sup> abgestellt werden kann, da sich aus den aufgezeigten Gründen der Beleihungswert nicht eignet. Um nicht einer missverständlichen Interpretation beim Begriff Verkehrswert aufzuerlegen, wäre es sinnvoll auf eine Legaldefinition des Verkehrswerts abstellen zu können, sofern eine solche im deutschen Recht existiert.

In dem Pfandbriefgesetz ist in § 16 Abs. 2 Satz 4 der Begriff „Marktwert“ legal definiert. Offen bleibt aber das Verfahren zur Bewertung des Marktwertes<sup>381</sup>. Auf das Pfandbriefgesetz kann bei der Bestimmung des Marktwertes nicht zurück gegriffen werden. Bemerkenswert ist jedoch, dass bei dem das Pfandbriefgesetz vorausgegangene Hypothekenbankgesetz bei dem Ermittlungsverfahren des Verkehrswertes nach § 12 Absatz 2 HypBKG auf die baurechtlichen Bestimmungen §§ 192 – 199 BauGB i.V.m. der WertV abgestellt worden war<sup>382</sup> und im Hypothekenbankgesetz normiert war, wie der Verkehrswert bestimmt wird.

<sup>377</sup> Bellinger, 1995, Rdn. § 11, 18 f.

<sup>378</sup> Rückardt, 2001.

<sup>379</sup> Meist so genannte Non-Recourse Finanzierungen, wo die Finanzierung lediglich auf die Grundpfandrechte als Haftungsobjekt abgestellt wird und die persönliche Haftung des Schuldners ausgeschlossen wird; siehe auch Loidl, 1994; Welter/Breier/Ketzel, 1993; Die Bank, 2004, 05, S. 332, Verband deutscher Pfandbriefbanken, I.

<sup>380</sup> Zum Begriff des Verkehrswertes, siehe Zimmermann/Heller, 1995; Haack, 2006, S. 16.

<sup>381</sup> Zwar regelt § 16 Abs. 4 PfandBG das Beleihungswertverfahren durch Rechtsverordnung, für die Marktwertbestimmung fehlt jedoch im Pfandbriefgesetz eine solche Regelung, zur Marktwertorientierten Immobilienbewertung, siehe Hauke/Petersen, 2003.

<sup>382</sup> Zimmermann/Heller, 1995; Hauke/Petersen, 2003; Dittrich/Kleiber, 2002.

## 4.3 Recht zum Verkehrswert und zur Verkehrswertermittlung

### 4.3.1 Verkehrswert im Baugesetzbuch

Der Verkehrswert ist im Baugesetzbuch (BauGB) im dritten Kapitel im ersten Teil Wertermittlung in § 194 gesetzlich im Zusammenhang mit §§ 192 – 199 BauGB normiert<sup>383</sup>. Sie gibt nach § 192 Abs. 1 BauGB Gutachterausschüssen, die nach den in § 192 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 – 4 enumarativ aufgeführten Tatbeständen Gutachten über den Verkehrswert von bebauten und unbebauten sowie Rechten an Grundstücken zu erstatten haben, einen gesetzlichen Rahmen zum Verkehrswert und dessen Ermittlung. Der Verkehrswert nach § 194 BGB ist ein Stichtagwert zum Bewertungszeitpunkt<sup>384</sup>. Seine Definition lautet in § 194 BauGB wie folgt: „Der Verkehrswert wird durch den Preis bestimmt, der zu dem Zeitpunkt, auf den sich die Ermittlung bezieht, im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach den rechtlichen Gegebenheiten und tatsächlichen Eigenschaften, der sonstigen Beschaffenheit und der Lage des Grundstücks oder des sonstigen Gegenstandes der Wertermittlung ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse zu erzielen wäre.“<sup>385</sup> Die Verkehrswertermittlung wird durch die Wertermittlungsvorschriften (WertV<sup>386</sup> und WertR<sup>387</sup>) ergänzt<sup>388</sup>. § 199 Abs. 1 BauGB stellt die Ermächtigungsvorschrift für den Erlass der WertV<sup>389</sup> dar. Im Gegensatz zu dem Beleihungswert geht es bei dem Verkehrswert um den zum Stichtag richtigen Wert einer Immobilie. Der § 192 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 – 4 BauGB beschreibt tatbestandsmäßig die Anlässe für die Verkehrswertermittlung. Demnach wird der Verkehrswert bei Enteignungen, bei Auseinandersetzungen mit Immobilienvermögen, für gerichtliche Zwecke und für Belange aus dem BauGB herangezogen, wenn es darum geht, den aktuellen Wert eines Grundstücks zu ermitteln<sup>390</sup>. In der Konsequenz ist der Verkehrswert im Gegensatz zum Beleihungswert somit nur eine temporäre Wertermittlungsgröße für Immobilien<sup>391</sup>. Ein Verkehrswert kann in Abhängigkeit von der vorherrschenden Immobilienmarktlage zum Bewertungsstichtag erheblichen Schwankungen unterliegen<sup>392</sup>. Der Verkehrswert stellt demnach den nach der vorherrschenden Marktlage erzielbaren Kaufpreis und in ihm alle aus der Nachfrage und dem Angebot des relevanten Immobilienmarktes beeinflussenden Faktoren unter Berücksichtigung von spekulativen Ele-

<sup>383</sup> Einzelheiten zum Verkehrswert bei der Enteignungsentschädigung, siehe *Finkelburg/Ortloff*, 1994, S. 272 – 276; andere gesetzliche Normierungen zur Verkehrswertbestimmung konnten nicht ausgemacht werden.

<sup>384</sup> *Bielenberg/Krautzberger/Söfker*, 1994, Rdn. 494a.

<sup>385</sup> *Mainczyk*, 1994, § 194, Rdn. 1, 3, 4; *Bielenberg/Krautzberger/Söfker*, 1994, Rdn. 493- 494 (gewöhnliche Verhältnisse und Zeitpunkt der Wertermittlung, Rdn. 494a; persönliche ungewöhnliche Verhältnisse, Rdn. 494b; rechtliche Gegebenheiten, Rdn. 494c; tatsächliche Eigenschaften, Rdn. 494d).

<sup>386</sup> *Heitzer/Oestreicher*, 1973, II 1, S. 771 ff.; *Kleiber/Simon/Weyers/Schröter*, 2002.

<sup>387</sup> Die Wertermittlungsrichtlinie (WertR 2006) bietet eine Basis für die Ermittlung von Verkehrswerten und von grundstücksbezogenen Rechten und Belastungen durch die Gutachterausschüsse. Grundlage sind die Wertermittlungsformulare, die sich in der Anlage der Richtlinien befinden. Sie sind zu beachten, wenn sie angeordnet wurden. Außerdem enthalten sie Grundsätze der Enteignungsentschädigung. Auf diese Richtlinie wird im Weiteren nicht eingegangen; zur Wertrichtlinie, lies *Kleiber* 2006.

<sup>388</sup> *Finkelburg/Ortloff*, 1998, § 24 1 c.

<sup>389</sup> *Mainczyk*, 1994, § 199, Rdn. 1.

<sup>390</sup> *Mainczyk*, 1994, § 192, Rdn. 1.

<sup>391</sup> *Verband deutscher Pfandbriefbanken*, III.

<sup>392</sup> *Gablentz*, 2000.

menten dar. Der Verkehrswert wäre aus diesen Kriterien heraus kein geeigneter Maßstab für die Kreditvergabe bei Banken<sup>393</sup>.

### 4.3.2 Wertermittlungsverordnungen

§ 1 WertV eröffnet den Anwendungsbereich der Wertermittlungsverordnung. Nach § 1 Abs. 1 WertV sind bei der Ermittlung der Verkehrswerte von Grundstücken und bei der Ableitung der für die Wertermittlung erforderlichen Daten die Vorschriften der WertV anzuwenden<sup>394</sup>. In Absatz 2 wird bei der Wertermittlung von grundstücksgleichen Rechten, Rechten an diesen und Rechten an Grundstücken auf die Anwendung von Absatz 1 verwiesen. Das Wertermittlungsverfahren ist in der Verordnung untergliedert in das Ertragswert-, Sachwert- und Vergleichswertverfahren. Diese drei Verfahren sind im Übrigen auch in der BelWertV<sup>395</sup>, wenn auch in anderer Reihenfolge, enthalten. Das Wertermittlungsverfahren in der BelWertV unterscheidet sich nur marginal gegenüber der WertV.

Sowohl nach BelWertV als auch nach WertV ist das Grundprinzip der Wertermittlung das so genannte Zwei-Säulen-Prinzip<sup>396</sup>. Demnach erfolgt die Wertermittlung auf Basis des Ertragswerts (vgl. §§ 15 – 20 WertV)<sup>397</sup> und des Sachwerts (vgl. §§ 21 – 25 WertV)<sup>398</sup>. Während in dem BelWertV der Ertragswert (vgl. §§ 8 – 13 BelWertV) und der Sachwert (vgl. §§ 14 – 18 BelWertV) nach § 4 Abs. 1 BelWertV getrennt voneinander ermittelt werden und der Vergleichswert nach § 4 Abs. 2 BelWertV i.V.m. § 19 BelWertV nur bei der Schätzung des Wertes von Eigentumswohnungen ermittelt wird, lässt die WertV nach § 7 Abs. 1 WertV alle drei Verfahren separat oder eine Kombination aus mehreren dieser Verfahren zu. Die WertV ist hier flexibler.

Selbst der Tatbestand aus dem ursprünglichen § 12 Absatz 1 Satz 2 HypBKG schließt mit dem Wort „nur“ also ausdrücklich jeden anderen Wert bestimmenden Umstand davon aus, bei der Ermittlung des Verkaufswertes berücksichtigt zu werden. Die beiden zulässigen Wertkomponenten Sachwert und Ertragswert sind damit inhaltlich einschränkend festgelegt. Beide Komponenten stehen nebeneinander und sind zusammen zur Ermittlung des Beleihungswertes heranzuziehen. Dem Schätzer steht daher nicht die bei der Ermittlung von Verkehrswerten mögliche Wahl zwischen Ertragswert- und Sachwertverfahren offen<sup>399</sup>. Er kann auch prinzipiell nicht andere Verfahrenskombinationen anwenden, bei denen er von vornherein zwar beide Komponenten berücksichtigt, dabei aber einer von ihnen nur sekundäre Bedeutung, etwa im Sinne einer plausibilisierenden Hilfsfunktion, zukommen lässt. Der Zielsetzung der Bestimmung wird nur ein Verfahren gerecht, bei dem Sachwert und Ertragswert unabhängig voneinander ermittelt werden<sup>400</sup>. Als „Zwei-Säulen-Methode“ bezeichnet, gehört dieses Ver-

<sup>393</sup> *Verband deutscher Pfandbriefbanken*, I.

<sup>394</sup> *Bielenberg/Krautzberger/Söfker*, 1994, Rdn. 494e.

<sup>395</sup> Zur Beleihungswertverordnung, siehe *Kleiber*, 2006, S. 69-98.

<sup>396</sup> *Verband deutscher Pfandbriefbanken*, IV 1; *Bellinger*, 1995, § 12, Rdn. 11 ff..

<sup>397</sup> Zum Ertragswertverfahren, *Haack*, 2006, S. 11-12; *Solms*, 2007; *Bielenberg/Krautzberger/Söfker*, 1994, Rdn. 494e; *Ernst/Zinkahn/Dietrich*, § 194 Rdn. 26.

<sup>398</sup> Zum Sachwertverfahren, *Haack*, 2006, S. 13-15; *Bielenberg/Krautzberger/Söfker*, 1994, Rdn. 494e; *Kleiber/Simon/Weyers*, 2000; *Ernst/Zinkahn/Dietrich*, § 194 Rdn. 25.

<sup>399</sup> *Eickmann*, 1991, S. 154 zeigt Fälle auf, wo sich aufgrund der Objekteigenschaften nur das Sachwertverfahren eignet.

<sup>400</sup> *Bellinger*, 1995, § 12, Rdn. 11 ff..

fahrensmerkmal zu den bankaufsichtsrechtlichen Grundanforderungen an die Beleihungswertermittlung<sup>401</sup>. Es verstärkt die Objektivierung des Wertermittlungsverfahrens erheblich und fördert seine Transparenz.

An dieser Stelle muss noch unbeantwortet bleiben, ob die Vorschriften aus § 194 BauGB i.V.m. mit der WertV zur Ermittlung des Wertes eines Grundstücks auf dem eine Hypothek zur Sicherung der Ansprüche aus einer Anleihe eingetragen werden soll, direkt oder analog anwendbar sind. Für einen Ausschluss der direkten Anwendbarkeit spricht zunächst, dass in § 192 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1-4 BauGB kein Tatbestandsmerkmal enthalten ist, das die Verkehrswertermittlung von Immobilien im Zusammenhang mit einer Anleihe vorsieht. § 194 BauGB könnte losgelöst vom § 192 BauGB betrachtet werden, wenn nur auf die Tatbestandsmäßigkeit des Verkehrswertes abgestellt wird und von dem Bewertungszweck nach § 192 BauGB abstrahiert wird. Dem Wortlaut nach steht der Tatbestand des § 194 BauGB für sich alleine. Es ist nur von dem Verkehrswert die Rede. Eine Verweisung von § 192 BauGB auf § 194 BauGB ist nicht gegenständlich, wohl aber umgekehrt.

Eine analoge Anwendung ohne § 192 BauGB aber mit Einbeziehung des Paragraphen § 194 BauGB i.V.m. der WertV bzw. Einzelnormen der WertV erscheint geboten. Ein gesetzliches Ausschlussverbot für die Anwendung des § 194 BauGB in einem außerhalb des § 192 BauGB liegenden Grund ist nicht ersichtlich, wurde aber nicht abschließend in dieser Arbeit geprüft<sup>402</sup>. Was spricht für eine Einbeziehung des § 194 BauGB in die Anleihebedingungen:

- Die WertV ist eine bewährte, für verschiedene Zwecke benutzte Wertermittlungsverordnung.
- Die WertV ist jedem Sachverständigen/Gutachter bekannt und stellt deutschlandweit bekannte, transparente und einheitliche Regularien für die Ermittlung des Verkehrswertes von Grundstücken auf.
- Ein mögliches Rating der Hypothekenanleihe auf Basis von in den Anleihebedingungen einbezogener einschlägiger gesetzlicher Normen wirkt sich positiv auf das Ratingergebnis und auf den Ratingprozess aus, als müsste man unbekannte, dispositive Regelungen zur Wertermittlung von Grundstücken bewerten.
- Die Vergleichbarkeit von Finanzinstrumenten z.B. Pfandbrief versus Hypothekenanleihe wird erleichtert.

Für eine Verweisung auf einzelne Normen der WertV in den Anleihebedingungen spricht nichts dagegen. Welche Einzelnormen sind deshalb näher zu beleuchten? Abhängig vom Geschäftsmodell der Emittentin und der Art der Immobilien sollte zunächst eine Differenzierung vorgenommen und geprüft werden, welche einzelnen Normen aus der WertV für die Formulierung der Anleihebedingungen brauchbar erscheinen. Es soll nur der Fall betrachtet werden, dass die Emittentin Bestandhalter von Immobilien sei. Als mögliche Immobilientypen kommen unbebaute Grundstücke und Grundstücke mit fertig gebauten Gebäuden mit unterschiedlichen Nutzungsarten (Gewerbe, Einzelhandel, Büro, Wohnen, Spezialimmobilien (z.B. Pfl-

<sup>401</sup> *Verband deutscher Pfandbriefbanken*, IV 1.

<sup>402</sup> Aus dem Baugesetzbuch, insbesondere der §§ 192 ff. BauGB ergeben sich hierfür keine Anhaltspunkte. In den Kommentierungen wird dieser Sachverhalt nicht behandelt; vgl. *Bielenberg/Krautzberger/Söfker*, 1994, Rdn. 493; *Battis/Krautzberger/Löhr*, § 194.



geheim, Kino, betreutes Wohnen, etc.<sup>403</sup>) in Betracht. Weiterhin ist zu beachten, ob die Emittentin Alleineigentümer einer Immobilie, Wohnungseigentümer nach dem Wohnungseigentumsgesetz ist, oder grundstücksgleiche Rechte vorliegen. Bei einer Emittentin als Bestandshalter von Immobilien liegt der Bewertungsfall einfacher, da regelmäßig aus dem bereits fertiggestellten Immobilienobjekt ein Sachwert und Ertragswert ermittelbar ist. Die WertV sieht für diese Immobilientypen Regelungen bzgl. der Verkehrswertermittlung vor.

Für Grundstücke sieht die Wertverordnung Regelungen in den §§ 2, 3, 4, 5, 7, 13, 14, 21 Abs. 2 und Abs. 5 WertV<sup>404</sup> vor. Für unbebaute Grundstücke ist nach §§ 4 ff., 7 Abs. 1 WertV der Verkehrswert nach dem Vergleichsverfahren nach §§ 13-14 WertV<sup>405</sup> durch Preisvergleich zu bestimmen<sup>405</sup>. Für bebaute Grundstücke ist als Sachwert der Bodenwert des Grundstücks gemäß § 21 Abs. 2 WertV<sup>405</sup> und der Wert der baulichen und sonstigen Anlagen auf dem Grundstück nach § 21 Abs. 5 WertV<sup>405</sup> zu bestimmen, wobei Boden- und Sachwert summiert werden. Das Sachwertverfahren richtet sich nach den §§ 7 Abs. 1, 21-25 WertV<sup>405</sup> und es darf nur für bebaute Grundstücke angewendet werden, die in erster Linie keinen Ertrag erwirtschaften (z.B. Einfamilienhaus). Für bebaute Grundstücke mit fertig gestellten Gebäuden, für deren Wert der nachhaltig erzielbare Ertrag im Vordergrund steht, sieht die Wertverordnung für die Verkehrswertermittlung gemäß § 7 Abs. 1 WertV<sup>405</sup> das Sachwertverfahren nach §§ 15 - 20 WertV<sup>405</sup> vor. Keine explizite Regelung ist für die Verkehrswertermittlung von im Bau befindlichen Objekten vorgesehen. Dieser Fall ist aber hier ohnehin obsolet. Auf weitere Details zu den Wertermittlungsverfahren soll in dieser Arbeit nicht eingegangen werden, denn es würde den Rahmen dieser Untersuchung sprengen und könnte eine eigenständige Arbeit füllen.

Was ist zu tun, wenn die Gesetze, einzelne Normen oder Tatbestände sich während der Laufzeit der Hypothekenanleihe ändern oder aufgehoben werden? In jedem Fall müsste in den Anleihebedingungen ein Hinweis aufgenommen werden, dass Verweisungen auf Einzelnormen des BauGB und der WertV in der gültigen Fassung zum Aufstellungszeitpunkt der Anleihebedingungen gelten sollen.

#### 4.4 Wertgrenzen und Grundbuchrang der Sicherungshypothek

Zwar bestimmt das Gesetz in den §§ 1184 Abs. 1, 1187 Abs. 1 Satz 1 Alt. 1 BGB, dass zur grundpfandrechtlichen Besicherung von Forderungen aus Inhaberschuldverschreibungen nur Sicherungshypotheken bestellt werden dürfen. Jedoch werden wie bereits aufgezeigt keine qualitativen Anforderungen an die zu bestellende Hypothek gestellt<sup>406</sup>.

Zu untersuchen ist, wie eine Sicherungshypothek bei einer Hypothekenanleihe als Sicherungsinstrument tatsächlich auszustatten ist, um dem dinglichen Anspruch auf Befriedung aus dem Grundstück aus den Forderungen der Anleihe gerecht zu werden. Eine Aussage darüber liefert die Werthaltigkeit der Hypothek im Hinblick darauf, ob bei der Zwangsversteigerung eine

<sup>403</sup> Zu den Spezialimmobilien, siehe *Eickmann*, 1991, S. 154.

<sup>404</sup> eine allgemeine Übersicht zu den Wertverfahren gibt *Schulz*, 1987, 441; *Finkelburg/Ortloff*, 1998, § 24 1 c.

<sup>405</sup> *Bielenberg/Krautzberger/Söfker*, 1994, Rdn. 494e; *Kleiber/Simon/Weyers*, 2000; *Heitzer/Oestreicher*, S. 771 ff.

<sup>406</sup> Vgl. Abschnitt 4.1.1.; vergleiche auch Fußnote 315.

vollständige Befriedigung der Geldsumme der Hypothek wegen der Forderung aus der Anleihe zu erzielen ist.

Es geht also darum, zulässige Wertgrenzen bei der Sicherungshypothek in Relation zum Verkehrswert des zu belastenden Grundstücks und den Grundbuchrang der Hypothek mit der Maßgabe dieser Zielsetzung festzulegen. Der Begriff Wertgrenze ist nicht legal definiert<sup>407</sup>.

Die Wertgrenze ist deshalb kautelarisch in den Anleihebedingungen festzulegen und es sollten dabei die Bedürfnisse der Emittentin aus dem Geschäftsmodell auf der einen Seite und die Belange der Anleihegläubiger auf Minimierung der Ausfallwahrscheinlichkeit der Sicherungshypothek auf der anderen Seite gegeneinander abgewägt und berücksichtigt werden. Aus Sicht der Gläubiger sollten keine Hypothekenwerte zulässig sein, die mit hoher Wahrscheinlichkeit im Rahmen der Zwangsversteigerung des belastenden Grundstücks nicht erlöst werden können. Die Grenze der Realsicherheiten liegt seit jeher bei 3/5 des Verkehrswerts einer Immobilie<sup>379</sup>, wovon in der Kreditwirtschaft ausgegangen wird, dass in der Zwangsversteigerung ein Versteigerungswert mindestens in dieser Höhe in der Regel erzielbar ist und dabei meist auch noch die Versteigerungskosten gedeckt sind<sup>408</sup>. Unter diesem Aspekt erscheint eine Beleihungsgrenze von 3/5 des Verkehrswertes aus Sicht des Anlegers opportun. Die Emittentin könnte sich aber, wie bereits aufgezeigt, unter diesen Voraussetzungen mit alternativen Kreditfazilitäten günstigeres Kapital beschaffen (vgl. Abschnitt 4.2.2)<sup>379</sup>. Auch korreliert die Höhe der Zinsnominale mit der Ausfallwahrscheinlichkeit der Anleihe, die wiederum von der Werthaltigkeit der Hypothek abhängt<sup>409</sup>. Es geht unter finanzwirtschaftlichen Aspekten bei der Konstruktion der Hypothekenanleihe auch darum, einen marktgerechten Zins unter der Annahme der Güte der Deckung zu realisieren (je höher die Deckung, desto niedriger der Zins). Vor der Konstruktion der Anleihe muss sich die Emittentin darüber im Klaren sein, was der Geschäftsplan hierzu hergibt. Akzeptiert man eine niedrige Wertgrenze bei den Hypotheken, bedingt dies im Gegenzug einen höheren Eigenkapitaleinsatz, weil der nicht durch Hypotheken gedeckte Teil als Folge der niedrigen Wertgrenze nicht mit Anlagegeldern finanziert werden kann (vgl. Abschnitt 4.2.2). Eine Aussage über die Festlegung der Wertgrenzen muss letztlich an der Stelle unterbleiben. Sie unterliegt der Entscheidung der Anleiheschuldnerin. Sie stellt auch keine rechtliche Konstruktionslücke dar, sondern nur einen Platzhalter für einen Parameter, der gesetzt werden muss. Wie aus Wertpapierprospekten zu entnehmen ist, wurden in der Vergangenheit in öffentlichen Angeboten von Hypothekenanleihen im deutschen Markt Wertgrenzen zwischen 80% und 100% des Verkehrswertes realisiert<sup>410</sup>.

Sicherungshypotheken sollten grundsätzlich, soweit rechtlich möglich, nur erstrangig im Grundbuch eingetragen werden dürfen, d.h. dem Rang der Sicherungshypothek sollte kein anderes Recht vorangehen. Der Rang gibt die Stellung des Hypothekengläubigers bei der Zwangsversteigerung an<sup>411</sup>. Aus dem Versteigerungserlös wird zunächst der erste Rang bedient und die Nachranggläubiger kommen nur noch zum Zuge, wenn aus dem Versteigerungserlös nach Befriedigung der vorrangigen Grundbuchgläubiger noch Befriedigungsmasse

<sup>407</sup> Der Begriff Wertgrenze darf auch nicht mit der Beleihungswertgrenze gleichgesetzt werden. Die Wertgrenze stellt einen in der Finanzbranche üblichen Begriff des „Haircuts“, also des Abschlags von einem Ausgangswert, hier dem Verkehrswert dar.

<sup>408</sup> *Bellinger*, 1995, Rdn. § 11, § 18 f.

<sup>409</sup> *Körner/Sammet*, 2001.

<sup>410</sup> Auswertung aus der BaFin Datenbank über hinterlegte Wertpapierprospekte, [www.BaFin.de](http://www.BaFin.de); Stand 05.05.08.

<sup>411</sup> *Stannigel/Kremer/Weyers*, 1984, S. 258 ff.

für die Nachranggläubiger vorhanden ist<sup>412</sup>. Die Festlegung des Grundbuchrangs unterliegt der Entscheidung durch die Emittentin, eine zwingende rechtliche Vorgabe existiert hierzu nicht. Jedoch ist zu bedenken, dass mit der Nachrangbesicherung sich das Rating Ergebnis eklatant verschlechtern wird, weil die Befriedigungsquote niedriger angesetzt werden muss. Aus Sicht des Anlegerpublikums wird die Attraktivität einer Hypothekenanleihe dadurch geschmälert, da der Anleihegläubiger bei den Hypothekenrechten lediglich Nachranggläubiger ist. Die vorrangigen Grundbuchgläubiger werden aus dem Versteigerungserlös der Zwangsversteigerung vor den Hypothekenanleihegläubiger befriedigt.

Zum anderen finden institutionelle Anleger für das Finanzprodukt möglicherweise keine passenden Anlageklassen vor.

Die Wertgrenze und der Verkehrswert spielen bei den Anleihebedingungen auch im Rahmen der Prüfung eine Rolle, wenn hingeebene Anlagegelder zu eingetragenen Sicherungshypotheken an die Emittentin frei gegeben werden sollen<sup>413</sup>.

#### 4.5 Anforderungen an den Gutachter und an das Gutachten

Neben den rechtlichen Grundlagen zur Deckung von Sicherungshypotheken ist zu bestimmen, wer die Aufgabe der Bewertung des Verkehrswerts der Immobilie übernimmt. Bei diesem Sachverhalt ist wiederum zunächst darauf abzustellen, ob es zur Beurteilung der Qualität eines Gutachters und eines Gutachtens gesetzliche Vorgaben gibt.

Das Baugesetzbuch setzt in § 192 Abs. 3 BauGB als Qualifikation für den Vorsitzenden eines Gutachterausschusses Sachkunde und Erfahrung in der Ermittlung von Grundstückswerten voraus<sup>414</sup>. Weiterhin werden in § 192 Abs. 3 BauGB Ausschlussstatbestände für eine Mitgliedschaft im Gutachterausschuss genannt. Da der Gutachterausschuss bei der Hypothekenanleihe wesensfremd ist, wäre die Tauglichkeit eines Gutachters, die nach den Vorschriften des Baugesetzbuches zu beurteilen ist, dem Zwecke nach verfehlt. Die Beleihungswertverordnung enthält ohne näher auf die Tatbestandsmerkmale einzugehen, im Teil 2 (§§ 5 – 7 BelWertV)<sup>415</sup> Vorschriften über die inhaltliche und qualitative Erstellung von Gutachten (§ 5 BelWertV)<sup>415</sup> und in § 6 BelWertV<sup>415</sup> qualitative Anforderungen an den Gutachter von Immobilien und in § 7 BelWertV<sup>415</sup> die Tatbestandsmäßigkeit der Unabhängigkeit eines Gutachters<sup>416</sup>.

Zwar verweist das Pfandbriefgesetz auf die Beleihungswertermittlungsverordnung über § 16 Abs. 4 PfandBG, jedoch ergeben sich in den §§ 5-7 BelWertV einzelne Tatbestände, die zur Qualifikation des Gutachters bzw. zur Qualität des Gutachtens eine Aussage treffen. Eine direkte Verweisung in den Anleihebedingungen auf die drei Normen scheidet alleine schon deshalb aus, weil der gesetzliche Regelungsgehalt tatbestandsmäßig die Merkmale „Pfandbrief“ bzw. „Pfandbriefbank“ enthält. Wichtig erscheint, einzelne Qualitätsmerkmale aus den

<sup>412</sup> Zum Befriedigungsrecht und den Rangklassen in der Zwangsversteigerung; siehe *Eickmann*, 1991, § 4 II V.

<sup>413</sup> Vgl. Ausführungen zur Freigabe von Anlagegeldern in Abschnitt 4.6.3.

<sup>414</sup> *Bielenberg/Krautzberger/Söfker*, 1994, Rdn. 492; zu den Anforderungen an das Gutachten aus Haftungsgründen, siehe *BGH*, BRS 45 Nr. 18.

<sup>415</sup> *Kleiber*, 2006 Nr. 2.

<sup>416</sup> *Bayerlein*, 2003 gibt einen Überblick über das Recht der Sachverständigen.

§§ 5-7 BelWertV sinngemäß in den Anleihebedingungen zu übernehmen. Eine zentrale Vorschrift hinsichtlich der Qualifikation eines Gutachters ist, nur solche Sachverständige für die Hypothekenanleihe zuzulassen, die sinngemäß zu § 6 Satz 1 BelWertV von einer Akkreditierungsstelle anerkannt (quasi zertifiziert) sind und die sich bei der Durchführung der Bewertung dem nun üblichen Standard DIN EN ISO/IEC 17024 bei der Verkehrswertermittlung unterordnen. Die Einbeziehung dieser Industrienormen kann sich beim Rating, aber auch im institutionellen Anlegerkreis vorteilhaft auswirken, da Normierungen gegenüber dispositiven Regelungen einfacher zu bewerten und darüberhinaus die Standardnormen europaweit anerkannt und nachvollziehbar sind und einem Vergleich standhalten. Weiterhin sollte in Anlehnung an § 7 BelWertV in den Anleihebedingungen die Unabhängigkeit des Gutachters explizit gefordert werden. Insbesondere darf der Gutachter gegenüber der Emittentin oder einer Eigentümerin eines Grundstücks, zu dem eine Verkehrswertermittlung veranlasst ist, nicht weisungsgebunden sein.

## 4.6 Grundbuch-, Gläubigervertreter und Treuhänder

Ein zentraler Punkt neben der Verkehrswertermittlung der zu belastenden Immobilien ist, wer die Anleihegläubiger hinsichtlich der Ausübung der Rechte aus den Zinszahlungs- und Rückzahlungsansprüchen aus der Anleihe vertritt, soweit nicht jeder einzelne Anleihegläubiger dies eigentätig darf. Weiterhin ist wichtig, wer überwacht, dass die Anlagegelder gemäß den Anleihebedingungen Zweck gerichtet an die Emittentin ausgekehrt werden. Auch ist zu entscheiden, welche dinglichen Verfügungen über das Sicherungsinstrument der Hypothek zum Schutz der Anleger und zur Disposition des Eigentümers zulässig sein sollen und wer die Erfüllung dieser Voraussetzungen überprüft. Des Weiteren bedarf es Regelungen darüber, was mit den Hypotheken geschieht, wenn die Emittentin ihren Zahlungsverpflichtungen aus der Anleihe nicht nachkommt. Es geht auf drei Ebenen um die Rechtsausübung aus der Schuldverschreibung: Aus dem dinglichen Recht bzgl. der Hypothek, aus der Vertretung der Gläubiger bei Zahlungsschwierigkeiten der Emittentin bzgl. der Ansprüche der Anleihegläubiger und aus der Treuhanderschaft bzgl. der zweckgerichteten Freigabe der Anlagegelder. Aus diesem Grunde kann man die Aufgaben in drei Vertretungsebenen, nämlich als Grundbuch-, Gläubiger- und Treuhandvertreter einteilen.

### 4.6.1 Grundbuchvertreter

Die Bestellung eines Grundbuchvertreters<sup>417</sup> ist einmal nötig, um die Teilschuldverschreibungsinhaber, die gemeinsame Interessen vertreten, trotz ihrer großen Anzahl und Zersplitterung und Unbekanntheit untereinander mit ihren Ansprüchen in derselben Weise befriedigen zu können<sup>418</sup>. Auch ist für den Eigentümer eines Grundstücks, auf dem eine Sicherungshypothek eingetragen werden soll, bedeutsam, dass er sich nicht jedesmal an die Gesamtheit der Inhaber der Teilschuldverschreibungen wenden muss, um eine ihm zustehende dingliche Verfügung treffen zu können<sup>419</sup>. Die Tatsache, dass der Schuldverschreibungsgläubiger aufgrund der Girosammelverwahrung seiner Wertpapierurkunde in der Regel gegenüber dem Grund-

<sup>417</sup> Das frühere Reichsgericht nannte ihn Grundbuchvertreter, an dieser Bezeichnung wurde bislang festgehalten.

<sup>418</sup> Cohn, 1904, S. 26.

<sup>419</sup> Mugdan, 1899, S. 988.

buchamte nicht genügend legitimiert ist<sup>420</sup>, erfordert zumal eine effektive Legitimationsfunktion gegenüber dem Grundbuchamte. Bei einer Inhaberschuldverschreibung wird nach § 1187 BGB der Inhaber der Schuldverschreibung des genau bezeichneten Papiers eingetragen<sup>421</sup>, d.h. der Inhaber des Papiers müsste sich gegenüber dem Grundbuchamt durch Besitznachweis der Urkunde, die den Anspruch aus der Inhaberschuldverschreibung zum Inhalt hat, legitimieren. Da die Inhaberschuldverschreibung regelmäßig durch eine Globalurkunde girosammelverwahrt wird, kann der Besitz des Papiers beim Grundbuchamt nicht vorgelegt werden. Eine Einzelverbriefung ist gemäß aufgestellter Prämisse ausgeschlossen, auf die Teilschuldverschreibung gibt es keine eigene Urkunde. Dem einzelnen Gläubiger ist es erheblich erschwert, seine eigenen Rechte im eigenen Wege geltend zu machen. Aus diesem Grund ist der § 1189 BGB eingeführt worden. Die Rechtsnatur des Grundbuchvertreters nach § 1189 BGB unterscheidet sich kardinal von anderen gesetzlichen Vertretern, z.B. dem Vormund.

Die Geltendmachung der Ansprüche aus der Hypothek setzt also auf der dinglichen Ebene der Hypothekenanleihe die grundbuchmäßige Legitimation voraus<sup>422</sup>. Das Gesetz sieht für Sicherungshypotheken bei Inhaberschuldverschreibungen nach § 1187 BGB in § 1189 die Bestellung eines Grundbuchvertreters vor. Nach dieser Norm soll über die Sicherungshypotheken ein Grundbuchvertreter aufgrund der Vielzahl von Gläubigern<sup>423</sup> oder Problemen bei der Grundbuchlegitimation Verfügungen mit Wirkung für und gegen jeden späteren Gläubiger vornehmen können<sup>424</sup>. Dieser Vertreter ist gemäß § 1189 BGB in erster Linie im Interesse des Eigentümers geschaffen worden. Er erspart ihm die Verhandlungen mit den ihm unbekanntem Gläubigern.

Aus § 1189 BGB erhellen ausdrücklich die folgenden Voraussetzungen für eine Vertretung: „Zuallererst muss eine Sicherungshypothek des § 1187 BGB gegeben sein. Die Bestellung des Grundbuchvertreters ist in das Belieben der Parteien gestellt. Die Bestellung erfolgt für die Gläubiger. Die Schranken der Befugnisse des Grundbuchvertreters regelt das Gesetz, demnach kann er Verfügungen über die Sicherungshypothek treffen und den Gläubiger bei der Geltendmachung der Hypothek vertreten. Seine Rechtshandlungen wirken für und gegen alle späteren Gläubiger. Seine Bestellung muss im Grundbuch eingetragen sein. Der Eigentümer kann eine Handlung vom Grundbuchvertreter verlangen, wenn der Eigentümer diese Handlung ebenso vom Gläubiger verlangen könnte oder der Gläubiger dem Grundbuchvertreter die Befugnis zur Vornahme dieser Handlung gegeben hat. Der Grundbuchvertreter bedarf zur Vornahme von Verfügungen nicht der Vorlage des Wertpapiers beim Grundbuchamt (siehe § 44 Abs. 2 GBO)“<sup>425</sup>.

Der Umfang der Vertretungsmacht ist gesetzlich nicht normiert. Er ist bei der Bestellung zu berücksichtigen. Sie kann sich theoretisch auf alle Verfügungen erstrecken. Die Bestellung eines Grundbuchvertreters nach § 1189 Abs. 1 BGB ist bei der Sicherungshypothek nach § 1187 BGB nicht zwingend, also dispositiv vereinbar<sup>426</sup>. Die Grundbuchvertreterbestellung entfaltet auf dem belastenden Grundstück eine autonome Beschränkung eines am Grundstück bestellten Rechts, wodurch Rechtsnachfolger nur mit dieser dinglichen Beschränkung das

<sup>420</sup> Cohn, 1904, S. 20, S. 26.

<sup>421</sup> Palandt/Bassenge, § 1187, Rdn. 3; Westermann, 1998, 111 I-III.

<sup>422</sup> Palandt/Bassenge, § 1187, Rdn. 4, § 1189 Rdn. 1; Westermann, 1998, 111 IV 1 2.

<sup>423</sup> Cohn, 1904, S. 26.

<sup>424</sup> Palandt/Bassenge, § 1189, Rdn. 1; Cohn, 1904 S. 25 - 38.

<sup>425</sup> Cohn, 1904, S. 27 und S. 36; Hachenburg, 1895, S. 155 f.

<sup>426</sup> Palandt/Bassenge, § 1189, Rdn. 1a.

Grundstück erwerben können<sup>427</sup>. Ein Wechsel der Gläubigerschaft lässt die Vertreterperson unbeeinflusst. Mit erfolgter Bestellung ist der Grundbuchvertreter unabhängig<sup>428</sup>. Der Grundbuchvertreter und die Verfügungsbefugnisse werden nach § 1189 Abs. 1 Satz 2 BGB im Grundbuch eingetragen. Die Bestellung gehört zum Hypothekeninhalt<sup>429</sup> und bedarf nach § 1188 Abs. 1 BGB bei der Inhaberschuldverschreibung lediglich der einseitigen Eigentümererklärung<sup>430</sup>. Bei der Eintragung werden der Grundbuchvertreter und seine Verfügungsbefugnisse in das Grundbuch eingetragen<sup>431</sup>.

Die Vertretungsmacht beginnt erst mit der Eintragung und für die eingetragene Grundbuchvertretung gilt nach § 891 BGB die gesetzliche Vermutung, dass ihm die Vertretungs- und Verfügungsbefugnis zusteht<sup>432</sup>. Im Innenverhältnis ist der Grundbuchvertreter Beauftragter bzw. Geschäftsbesorger für Eigentümer und Gläubiger, bei einer einseitigen Bestellung durch den Eigentümer besteht ein Vertrag zugunsten der Gläubiger<sup>433</sup>. Im Außenverhältnis ist der Grundbuchvertreter rechtsgeschäftlicher Gläubigervertreter<sup>434</sup>. In den Schranken seiner Vertretungsmacht wird er ermächtigt, als Vertreter Willenserklärungen im Namen der Schuldverschreibungsinhaber nach § 164 BGB abzugeben<sup>435</sup>. Der Grundbuchvertreter ist über die Bestimmungen des Vertretervertrags hinaus nicht weisungsgebunden. Er hat ein eigenes Recht unabhängig vom Willen der Gläubiger auf Vornahme der ihm eingeräumten Handlungen<sup>436</sup>. Die Vertretungsmacht erstreckt sich nur auf hypothekarische Verfügungen und den Handlungen zur Geltendmachung der Hypothek. Es besteht nach § 1189 BGB keine Vertretungsmacht für die Geltendmachung der Forderungen der Gläubiger<sup>437</sup>. Aus dem § 1189 Abs. 2 BGB wird noch einmal klargestellt, dass der Grundbuchvertreter primär vor dem Grundbuchamt auftreten soll<sup>436</sup>. Er kann rechtsgeschäftlich gerichtete Willenserklärungen des Eigentümers nicht abgeben<sup>438</sup>. Dem Grundbuchvertreter kann das Recht Verfügungen zu treffen und das Recht Handlungen zur Geltendmachung der Hypothek vorzunehmen, übertragen werden, obgleich im Gesetzeswortlauf beide Male von der Hypothek die Rede ist<sup>439</sup>. Welche Verfügungen der Grundbuchvertreter treffen darf und welche Rechte zur Geltendmachung der Hypothek ihm eingeräumt werden, ist entweder positiv unter Nennung der Verfügungen oder negativ unter ausdrücklichen Ausschluss von Verfügungen im Vertretungsvertrag zu regeln<sup>440</sup>. Im Rechtsstreit sind die Gläubiger rechtlich eine Partei, wobei § 53 ZPO anwendbar ist<sup>441</sup>. Die Gläubiger bleiben ungeachtet der Grundbuchvertretung weiterhin verfügungsberechtigt<sup>442</sup> und es

<sup>427</sup> Cohn, 1904, S. 28.

<sup>428</sup> Henle, 1896, S. 147 und S. 149.

<sup>429</sup> Palandt/Bassenge, § 1189, Rdn. 2; Soergel, § 1189, Rdn. 5.

<sup>430</sup> Zur nachträglichen Bestellung ist Einigung mit den Gläubigern erforderlich.

<sup>431</sup> Palandt/Bassenge, § 1189, Rdn. 2; auf die Verfügungsbefugnisse kann gemäß der Eintragungsbewilligung nach § 874 BGB Bezug genommen werden; BayObLG OLG 41, 182; Willenbücher, 1904, S. 251 f.

<sup>432</sup> Palandt/Bassenge, § 1189, Rdn. 2 a; KGJ 43, 308 A.

<sup>433</sup> Palandt/Bassenge, § 1189, Rdn. 3; KGJ 45, 270 A; Soergel, § 1189, Rdn. 4.

<sup>434</sup> Palandt/Bassenge, § 1189, Rdn. 3; RG 150, 289; Henle, 1896, S. 153; Soergel, § 1189, Rdn. 3.

<sup>435</sup> Ritter, 1900, S. 190.

<sup>436</sup> Cohn, 1904, S. 29; Henle, 1896, S. 153.

<sup>437</sup> Palandt/Bassenge, § 1189, Rdn. 4; Cohn, 1904, S. 30.

<sup>438</sup> Böhm, 1898, S. 291.

<sup>439</sup> Cohn, 1904, S. 30.

<sup>440</sup> Planck, 1902, S. 619, Biermann, 1898, S. 245, Fuchs, 1902, S. 614.

<sup>441</sup> Palandt/Bassenge, § 1189, Rdn. 4; KGJ 45, 275 A; Henle, 1896, S. 151; Stein/Jonas/Leipold, § 53 Rdn. 5.; Thomas/Putzo, § 53 Rdn. 3. Demnach die der Vertretene prozessfähig. Der Vertreter ist für den betroffenen Rechtsstreit in seinem Wirkungskreis prozessunfähig.

<sup>442</sup> Palandt/Bassenge, § 1189, Rdn. 4.

bleibt ihnen unbenommen, gegen den Eigentümer selbst gerichtlich vorzugehen<sup>443</sup>. Dennoch gehen dem Gläubiger mit der Einsetzung eines Grundbuchvertreters dingliche Rechte verloren. Die Geltendmachungsrechte stehen dem Grundbuchvertreter ausnahmslos zu, die Verfügungsrechte je nach Vereinbarung im Vertretervertrag. Es verbleiben bei dem Gläubiger nur die Rechte, die der Durchsetzung seiner Einzelinteressen dienen, etwa die Entgegennahme von Zahlungen, soweit dies nicht treuhänderisch durch den Grundbuchvertreter geschehen soll<sup>444</sup>.

Die Grundbuchvertretung erlischt mit dem Zeitpunkt der Abberufung des Grundbuchvertreters aufgrund einer Einigung zwischen dem Eigentümer, allen Gläubigern und der Eintragung im Grundbuch nach §§ 873, 877 BGB oder nach den Bestimmungen des Schuldverschreibungsgesetzes oder durch Erlöschen des Auftrags bzw. Geschäftsbesorgungsvertrags, wobei hierzu nach § 168 BGB im Grundbuch nur eine Berichtigung erforderlich ist<sup>445</sup>. Auch der Tod des Vertreters oder eine eintretende Geschäftsunfähigkeit nach § 104 Satz 1 Nr. 2 BGB beenden die Verfügungsmacht<sup>446</sup>. Die einseitige Niederlegung durch den Vertreter aus wichtigem Grunde soll möglich sein, ist aber gewillkürt in dem Vertretervertrag zu regeln<sup>447</sup>. Bei einer Verletzung der Vertretungspflicht haftet dieser einzig aus dem Vertretervertrag<sup>448</sup>. Eine gesetzliche Haftungsklausel für den Grundbuchvertreter findet sich bei der Sicherungshypothek aus § 1189 BGB nicht vor. Die Haftungsfrage muss individualisiert geregelt werden<sup>449</sup>. Ungeachtet einer Haftungsvereinbarung des Vertreters greift § 1 des Gesetzes zur gemeinsamen Ausübung der Rechte von Inhaberschuldverschreibungsberechtigten vom 4.12.1899 (SchVerschrG) (vgl. nächster Abschnitt), wonach eine Haftung aus Verletzungshandlungen der Gläubigervertretung zulässig ist. Die Befugnisse und Verpflichtungen des Grundbuchvertreters im Sinne des § 1189 BGB kollidieren nicht mit der Vertretung nach dem SchVerschrG, d.h. die Gläubigervertretung steht neben der Grundbuchvertretung und kann in einer Person ausgeübt werden<sup>450</sup>.

Welcher Adressatenkreis tauglicher Grundbuchvertreter sein kann und welche Qualifikationsanforderungen an ihn bestehen, ist in § 1189 BGB nicht geregelt<sup>451</sup>. Es gibt keine Beschränkung in der Person. Selbst die Offene Handelsgesellschaft (OHG) oder die Kommanditgesellschaft (KG) sind als Grundbuchvertreter möglich, aber die Gläubiger oder Schuldner sind ausgeschlossen<sup>452</sup>. Ob der Eigentümer des Grundstücks, auf dem die Hypothek lastet, ein tauglicher Grundbuchvertreter sein kann, ist nicht beantwortet<sup>453</sup>. § 1189 BGB regelt nicht die Vergütung des Grundbuchvertreters. Diese ist dispositiv zwischen Eigentümer bzw. Gläubiger und dem Grundbuchvertreter zu vereinbaren. Aus dem Gesetz haftet aber für die Vergütung des Grundbuchvertreters aus § 1118 BGB<sup>454</sup> das Grundstück, weil die Kosten der zur

<sup>443</sup> Cohn, 1904, S. 28; Mugdan, 1899, S. 882.

<sup>444</sup> Cohn, 1904, S. 36.

<sup>445</sup> Palandt/Bassenge, § 1189, Rdn. 4; Soergel, § 1189 Rdn. 6.

<sup>446</sup> Henle, 1896, S. 153.

<sup>447</sup> Cohn, 1904, S. 37; Die Niederlegung ist im Grundbuch eintragungspflichtig.

<sup>448</sup> Cohn, 1904, S. 38.

<sup>449</sup> Nach eigenen Recherchen kann der Grundbuchvertreter ein Haftungsrisiko für Fahrlässigkeit über eine Vermögensschadenshaftpflicht versichern.

<sup>450</sup> Cohn, 1904, S. 38; Riesser, 1898, S. 56-66.

<sup>451</sup> Henle, 1896, S. 148.

<sup>452</sup> Palandt/Bassenge, § 1189, Rdn. 1; Staudinger/Scherübl, Rdn. 6; Cohn, 1904, S. 37-38.

<sup>453</sup> Palandt/Bassenge, § 1189, Rdn. 4; die Frage wird in den Kommentaren offen gelassen.

<sup>454</sup> BGH WM 66, 326; Palandt/Bassenge, § 1118, Rdn 2; §§ 91 Abs. 1, 788 ZPO.

Befriedigung bezweckenden Rechtsverfolgung nach § 1118 BGB durch die Tätigkeit des Grundbuchvertreters gedeckt sind<sup>455</sup>.

Nichtsdestotrotz gibt es zur Vergütung des Grundbuchvertreters im Gesetz keine explizite Norm. Soweit der Treuhandvertreter Rechtsanwalt oder Notar ist, kann sich das Honorar nach den entsprechenden Gebührenordnungen richten, soweit dort eine Regelung enthalten ist. Die Gebühren sind in den Anleihebedingungen bzw. in dem Vertretervertrag zu regeln.

In den Anleihebedingungen für die Hypothekenanleihe müssen positive Regelungen über die Verfügungen des Grundbuchvertreters zur Bestellung von Sicherheitshypotheken am Laufzeitbeginn der Anleihe bei der erstmaligen Freigabe von Anleihegelder an die Emittentin, zur Bestellung von Sicherheitshypotheken bei erneuter Freigabe von Anleihegelder während der Laufzeit der Anleihe und zur Löschung von Sicherheitshypotheken am Laufzeitende bzw. bei einem Austausch von Sicherheiten getroffen werden. Die erlaubten Verfügungshandlungen sollten abschließend aufgeschlüsselt werden. Die durch den Grundbuchvertreter vorzunehmenden Handlungen bei der Verfügung müssen dabei genau bestimmt werden, insbesondere unter welchen Voraussetzungen Anleihegelder durch ihn freigegeben werden können (siehe Regelungen zur Treuhandenschaft in Abschnitt 4.6.3).

#### 4.6.2 Gläubigervertreter

Der § 1189 BGB sieht in der Kommentierung in Palandt neben der Bestellung eines Grundbuchvertreters bei hypothekarisch besicherten Inhaberschuldverschreibungen auch auf die Möglichkeit einer Gläubigervertretung nach dem Schuldverschreibungsgesetz (SchVerschrG) vor<sup>456</sup>. Das Gesetz normiert die Vertretung der Gläubigerrechte aus Inhaberschuldverschreibungen durch Schaffung von Vorschriften zur gemeinsamen Ausübung der Rechte von Inhaberschuldverschreibungsberechtigten. Mit diesem Gesetz wurde die Intention verfolgt, für eine Vielzahl von Gläubigern von Inhaberteilschuldverschreibungen die Rechte aus dem Papier zentral durch einen Gläubigervertreter ausüben zu lassen<sup>457</sup>. Dieses eherne und heute noch gültige Gesetz regelt vornehmlich, wie die Rechte aus der Inhaberschuldverschreibung durch einen Vertreter geltend gemacht werden, wenn die Emittentin insolvent oder die Schuldverschreibung notleidend ist, weil die Emittentin Zins- oder Kapitalrückzahlung nicht rechtzeitig oder nicht vollständig leistet. Das Gesetz greift indes nur, wenn nach § 1 Abs. 1 SchVerschrG die Nennwerte der ausgegebenen Schuldverschreibungen zusammen mindestens 300.000.- Deutsche Mark (=153 387,56 Euro)<sup>458</sup> betragen und die Zahl der ausgegebenen Stücke mindestens 300 ist<sup>459</sup>.

Dabei sind alle Arten von Schuldverschreibungen erfasst<sup>460</sup>, somit auch die Hypothekenanleihe. Das Schuldverschreibungsgesetz hängt jedoch nicht als Annexgesetz an § 793 BGB, dessen Anwendung ist dispositiv und in die Selbstgestaltungsfreiheit der Emittentin im Rahmen der Konstruktion der Anleihe gestellt. Ob und inwieweit das SchVerschrG für die Regelung

<sup>455</sup> Henle, 1896, S. 155 f.; Biermann, 1898, S. 520.

<sup>456</sup> Palandt/Bassenge, § 1187, Rdn 1; Soergel, § 1189 Rdn. 1; zur Vertiefung des Schuldverschreibungsgesetzes liest man Vogel, 1996 und 1999; Westermann, 1998, 111 IV.

<sup>457</sup> Vogel, 1999, § 5 II ff.; Westermann, 1998, 111 IV.

<sup>458</sup> Gursky, 2007, S. 114; Westermann, 1998, 111 IV.

<sup>459</sup> Vogler, 1996, III, Nr. 1; Zöllner, 1987, § 27 Nr. 7.

<sup>460</sup> Vogler, 1996, III, Nr. 1; Westermann, 1998, 111 IV.



der Gläubigervertretung bei der Hypothekenanleihe zur Anwendung kommen soll, wird im Nachfolgenden diskutiert, nachdem auf die wesentlichen Tatbestände des Gesetzes eingegangen worden ist.

Das SchVerschrG besteht aus zwei tragenden Säulen/Organen, nämlich aus der Gläubigerversammlung<sup>461</sup> und aus dem Gläubigervertreter<sup>462</sup>. Die Regeln über die Gläubigerversammlung bilden den Nukleus des SchVerschrG<sup>463</sup> und bieten einen Interessensverbund bzw. eine Organisation für die Vielzahl unbekannter, zersplitterter Gläubiger von Inhaberschuldverschreibungen. Sie bildet eine Rechtsgemeinschaft, die in ihrer Zielgerichtetheit gesellschaftsähnlichen Charakter hat, jedoch keine Gesellschaft im rechtlichen Sinn ist<sup>464</sup>. Durch Beschlussfassung der Gläubigerversammlung nach § 1 SchVerschrG wird der Aufgabenumfang des Gläubigervertreters zur Vornahme von Handlungen zur Wahrung der Gläubigerinteressen festgelegt. § 3 ff. SchVerschrG enthält Regelungen über die Einberufungsmöglichkeiten einer Gläubigerversammlung und das Beschlussverfahrensrecht<sup>465</sup>. Der Schuldner hat tätig zu werden, wenn Obligationäre<sup>466</sup>, deren Schuldverschreibungen zusammen 5 % des im Umlauf befindlichen Gesamtbetrages erreichen, die Einberufung beantragen, § 3 Abs. 2 SchVerschrG. Die Befugnis zur Einberufung der ersten Gläubigerversammlung sollte dem Gläubigervertreter schon kraft der Vertretungsregelungen in den Anleihebedingungen bzw. Vertretungsvertrag zugesprochen werden, da ein Rückgriff auf § 3 Abs. 2 SchVerschrG sich als undurchführbar erweisen kann, wenn aus der Vielzahl der unbekannteren Gläubiger der Hypothekenanleihe die geforderte Mindestquote zur Einberufung nicht effektiv und zeitnah realisiert werden kann. Dabei soll der Vertreter auch zum Schutz der Emittentin nicht bei jedwedem Grund ermächtigt werden, so eine Gläubigerversammlung einberufen zu dürfen. Soweit die Hypothekenanleihe nicht Not leidend ist, besteht hierfür grundsätzlich kein Bedarf. Im Übrigen jedoch sehr wohl. Insoweit kann in den Anleihebedingungen aufgenommen werden, dass bei der Anzeige der Notleidenschaft der Anleihe der Vertreter aufgefordert wird, den Umstand der Notleidenschaft der Anleihe in einer überregionalen Zeitung (z.B. eine Börsenzeitung) durch eine Anzeige öffentlich bekannt zu geben und darin, Zeit und Ort der ersten Zusammenkunft der Gläubigergemeinschaft zu benennen.

Die mit Mehrheit gefassten Beschlüsse der Gläubigerversammlung entfalten für alle Gläubiger Bindungswirkung, wobei Beschlüsse, die die Rechte der einzelnen Gläubiger beschneiden, mit einer qualifizierten Mehrheit gefasst werden und alle Gläubiger gleichermaßen treffen müssen. Zu weiteren Leistungen können die Gläubiger nicht verpflichtet werden<sup>467</sup>, wohl aber wenn sie zur Abwendung der Insolvenz des Schuldners dienlich sind, z.B. durch Zinsermäßigung oder Stundung<sup>468</sup>. In den §§ 8, 9, 10 SchVerschrG sind Formalien über die Beschlussfassung enthalten, auf die nicht weiter eingegangen wird. Der Gläubigervertreter kann mit Kontrollbefugnissen aus dem Kreise der Gläubigerversammlung bestellt werden. Der Gläubigervertreter ist nicht gleichzusetzen mit dem Vertreter nach § 1189 BGB<sup>469</sup>, er wird

<sup>461</sup> Vogler, 1996, III, Nr. 2; Gursky, 2007, S. 114 aa.

<sup>462</sup> Vogler, 1996, III, Nr. 3; Gursky, 2007, S. 114 bb.

<sup>463</sup> Vogler, 1996, III, Nr. 2.

<sup>464</sup> Die Bruchteilgemeinschaft der Gläubigergesamtheit nach § 1008 BGB beurteilt sich als schlichte Rechtsgemeinschaft, die keine gesellschaftsrechtliche Stellung erlangt, Hueck, 1991, § 3 I 5, II, § 3 I; Siebert, 1933, S. 373 ff. Nach Fikentscher, 1966 bildet sie lediglich eine Interessensgemeinschaft.

<sup>465</sup> Vogler, 1996, III, Nr. 2.

<sup>466</sup> Rechtlicher Terminus des Schuldverschreibungsgesetzes, bezeichnet die Gläubiger.

<sup>467</sup> Gursky, 2007, S. 114 aa.

<sup>468</sup> Zöllner, 1987, § 27 Nr. 7.

<sup>469</sup> Gursky, 2007, S. 114 bb.

jedoch meist im Vorfeld schon mit der Eintragung der Sicherungshypothek bestellt. Die Gläubigerversammlung kann nach § 1 Abs. 2 SchVerschrG verbindlich den Gläubigervertreter mit der Erteilung der entsprechenden Rechtsmacht und Befugnissen bestellen. Nach § 14 SchVerschrG ist der Gläubigervertreter gesetzlicher Vertreter der Gläubiger im Außenverhältnis, die der Vertreter, kraft seiner ihm erteilten Vertretungsmacht, wahrnimmt<sup>470</sup>. Im Innenverhältnis besteht zwischen Gläubigervertreter und Gläubigergemeinschaft ein Vertragsverhältnis, das die Pflichten des Vertreters nach Maßgabe des Gesetzes und der Beschlüsse regelt<sup>471</sup>. Der Gläubigervertreter kann nach § 19 SchVerschrG die Forderungen aus den Schuldverschreibungen anmelden, soweit er gesondert für die Vertretung der Gläubiger im Insolvenzverfahren von der Gläubigerversammlung bestellt ist<sup>472</sup>.

Die Grundbuch- und Gläubigervertretung ist differenziert zu betrachten, die Vertretungsformen stehen disjunktiv nebeneinander. Durch die Gläubigervertretung wird die Grundbuchvertretung nicht angetastet bzw. inkorporiert. Die Befugnisse des Grundbuchvertreters nach § 1189 BGB werden unbeschadet einer dispositiven Regelung durch die Gläubigervertretung nicht berührt<sup>473</sup>.

Die Regelung zur Geltendmachung der Wertpapierhypothek ergibt sich bereits aus dem Gesetz nach § 1189 BGB<sup>474</sup>.

Problematisch ist, dass das SchVerschrG lediglich die Ausübung der Gläubigerrechte von Schuldverschreibungen im Insolvenzfall regelt, jedoch keine Bestimmungen über die Ausübung der Gläubigerrechte im Zusammenhang mit der Geltendmachung des dinglichen Sicherungsgutes enthält, insbesondere es keine Regelung zur Ausübung des Absonderungsrechts der Hypotheken im Falle der Insolvenz der Emittentin gibt, wenn diese Grundstückseigentümerin ist<sup>475</sup>.

Darüberhinaus bestehen im SchVerschrG Regelungslücken für den Fall der Gläubigervertretung während der Laufzeit der Anleihe, wenn zum Einen die Hypothekenanleihe nicht notleidend ist und zum Anderen hinsichtlich der Vertretung der Gläubiger bei der Ausübung der Rechte aus dem dinglichen Sicherungsgut über die Grundbuchverfügungen hinaus, wenn die Anleihe notleidend ist. Außerdem enthält das SchVerschrG keine Treuhandbestimmungen bezüglich des zweckgerichteten Umgangs mit Anlagegeldern<sup>476</sup>.

### 4.6.3 Treuhandvertreter

In § 1189 BGB sind keine Regelungen hinsichtlich des treuhänderischen Umgangs mit Anleihegeldern vorgesehen. Das war auch gesetzgeberisch nie beabsichtigt gewesen<sup>477</sup>. Demnach sollten die Gläubiger der Schuldverschreibung nur bzgl. der dinglichen Verfügungen vertreten werden, nachwievor aber Geldzahlungen persönlich hingeben und empfangen können. Eine

<sup>470</sup> Ansmann, 1933, § 14 Anmerkung 8.

<sup>471</sup> RGZ, 90, 211, 214.

<sup>472</sup> Vogler, 1996, III, Nr. 3.

<sup>473</sup> RGZ 117, 369, 372; Soergel, § 1189, Rdn. 2.

<sup>474</sup> Soergel, § 1189, Rdn. 3.

<sup>475</sup> Vogler, 1996, III, Nr. 2.

<sup>476</sup> Siebert, 1933, S. 373 ff..

<sup>477</sup> Cohn, 1904, S. 36.

Zug-um-Zug Regelung, d.h. Zahlung gegen Eintragung einer Sicherungshypothek ist gesetzlich (für die Sicherungshypothek) nicht geregelt. Zum effektiven Schutz der Anleger vor Zweckentfremdung hingegebener Anleihegelder ist dieser Sachverhalt in den Anleihebedingungen im Rahmen von Treuhandbestimmungen regelungsbedürftig. Es gebietet sich, die Treuhandangelegenheiten dem Grundbuch- und Gläubigervertreter zu übertragen, womit die Lücke in der erwähnten dritten Vertretungsebene geschlossen werden kann.

Nachfolgend aufgeworfene Fragestellungen im Zusammenhang mit der Ausübung der Treuhand- und Gläubigerrechte, gilt es gewillkürt in den Anleihebedingungen zu berücksichtigen, da die aufgeworfenen Fragestellungen im Gesetz ungeregelt sind:

- Wer gibt die Anlagegelder frei, und unter welchen Voraussetzungen erfolgt die Freigabe, z.B. Zug-um-Zug Freigabe?
- Wer kontrolliert die Emittentin bei der Auswahl tauglicher Immobilien? Muss sie überhaupt kontrolliert werden? Wer kontrolliert den Gutachter und wenn ja, wie weit geht diese Kontrolle?
- Wer überwacht die ermittelten Verkehrswerte des Gutachters, müssen diese zum Zwecke der Freigabe der Anlagegelder vom Vertreter auf Plausibilität hin nachgeprüft werden oder reicht es aus, die Verkehrswertbestätigung einzusehen?
- Was passiert wenn die Emittentin die Zurückzahlung der Anlagegelder nach Laufzeitende oder Zinszahlungen nicht vollständig oder fristgerecht leistet. Wie und durch wen können die Verwertungsrechte aus der Hypothek geltend gemacht werden? Was passiert, wenn die Emittentin insolvent wird im Hinblick auf die Durchsetzbarkeit der Ansprüche der Anleihegläubiger in einem Insolvenzverfahren?

Insoweit ist zur Schließung dieser Regelungslücke auf § 1189 BGB zurückzugreifen und regelungsbedürftige Sachverhalte, die sich nicht aus dem SchVerschrG bzw. aus § 1189 BGB erschließen, kautelarjuristisch zu konstruieren. Die Anleihebedingungen für den Hypothekenteil der Anleihe erstrecken sich somit aus einer Kombinatorik aus Vorschriften des SchVerschrG, der Anwendung des § 1189 BGB und dispositiven Regelungen.

## 5 Anlagerestriktionen von institutionellen Anlegern

Dieses Kapitel beschäftigt sich mit den Anlagerestriktionen ausgewählter institutioneller Anleger in Deutschland in Bezug auf die Investitionsmöglichkeit in eine Hypothekenanleihe. Das Thema ist nicht von untergeordneter Bedeutung, da bei entsprechender Eignung der Hypothekenanleihe zur Vermögensanlage diese Investoren zum Kreis der potentiellen Zeichner der Hypothekenanleihe gehören können.

### 5.1 Versicherungsaufsichtsgesetz

Die Anlagegrenzen für das gebundene Vermögen deutscher Versicherungsunternehmen finden sich in § 54 VAG und – konkreter – in der Anlageverordnung (AnlV) von 2001<sup>478</sup>. Zuletzt wurde die Anlageverordnung 2005 geändert. Änderungen standen auch noch Ende 2007 und – nach der Novelle des Investmentgesetzes (InvG) – möglicherweise auch 2008 an. Schließlich gibt es einige Überschneidungen mit dem Investmentgesetz (InvG)<sup>479</sup>.

Nach § 1 Abs. 1 VAG sind Versicherungsunternehmen<sup>480</sup> (Alt. 1) und Pensionsfonds<sup>481</sup> (Alt. 2) Normadressaten<sup>482</sup> des Versicherungsaufsichtsgesetzes (im Folgenden der Vereinfachung halber Versicherungsunternehmen genannt).

Das Gesetz ist öffentlich-rechtlicher Natur und entfaltet Drittwirkung auf Versicherungsnehmer, die nicht unter die Versicherungsunternehmen nach § 1 Abs. 1 VAG fallen<sup>483</sup>.

Gebundenes Vermögen ist in § 54 Abs. 1 Satz 1 VAG legal definiert und umfasst die Bestände des Deckungsstocks nach § 66 VAG und das sonstige gebundene Vermögen nach § 54 Abs. 5 VAG eines Versicherungsunternehmens<sup>484</sup>. Das Sicherungsvermögen besteht aus den potentiellen Ansprüchen der Versicherten aus den Versicherungsverträgen. Die Deckung der Ansprüche aus Versicherungsverhältnissen, die nicht dem Deckungsstock unterliegen, bilden

<sup>478</sup> *Prössl/Lipowski*, Vorbemerkung zu §§ 1 AnlV.

<sup>479</sup> *Prössl/Lipowski*, § 54, Rdn. 27, Vorbemerkung zu §§ 1 AnlV, Rdn. 10, „Anpassung an die Systematik des InvG“.

<sup>480</sup> Zur Legaldefinition des Versicherungsunternehmens, *Prössl/Lipowski*, § 1, Rdn. 6. Demnach ist der Begriff weit auszulegen.

<sup>481</sup> Der Begriff Pensionsfonds ist in § 112 Abs.2 VAG legal definiert, *Prössl/Lipowski*, § 112, Rdn. 1.

<sup>482</sup> Zum VAG-Begriff des Normadressaten, siehe *Prössl/Lipowski*, § 54, Rdn. 1.

<sup>483</sup> Drittschutznorm zu bejahen, siehe *Prössl/Lipowski*, Vorbemerkung Rdn. 50 und Rdn. 56. Normadressat ist der einzelne Versicherungsnehmer im Verhältnis gegenüber dem Staat, siehe *Fahr/Kaulbach*, § 1, Rdn. 5 ff., § 54, Rdn. 1. Der Staat fungiert als Aufsichtsorgan. Es liegt klassischerweise ein Subordinationsverhältnis zwischen Versicherungsunternehmen und der Aufsicht vor. Die aufsichtsrechtliche Befugnis ist der BaFin übertragen worden. Die öffentlich rechtliche Zuordnung kann nach der Sonderrechtstheorie erklärt werden, wonach das VAG besonderes Gewerbevollzugsrecht (gewerbe- und wirtschaftspolizeiliches Gesetz) darstellt, Die Wurzel des VAG trägt dem Bedürfnis des Staates Rechnung, nach Aufsicht gegenüber dem privaten Versicherungsnehmer. Schutzgut ist dabei, die schuldrechtlichen Ansprüche der Versicherungsnehmer gegenüber den Versicherungsträgern abzusichern; zur Schutztheorie und zu strukturellen Parallelen und Unterschiede zu Bankgeschäften, vgl. *BFS-KWG*, Vorbemerkung Rdn. 68 zu § 1 I; *Gembeck-Wisike*, 2004, S. 68.

<sup>484</sup> Zur Definition des gebundenen Vermögens, *Prössl/Lipowski*, § 54, Rdn. 8 und Vorbemerkung zu §§ 1 ff. AnlV, Rdn. 2.

das übrige gebundene Vermögen<sup>485</sup>. Hinsichtlich des freien Vermögens der Versicherungsunternehmen bestehen keine Anlagerestriktionen. Gemäß § 54 Abs. 2 Nr. 1 Alt. 2 VAG dürfen Versicherungsunternehmen gebundenes Vermögen in Schuldverschreibungen und nach Nr. 5 Alt. 2 in grundstücksgleiche Rechte anlegen<sup>486</sup>.

Zu verifizieren ist zunächst, ob die Tatbestandsmerkmale aus § 54 Abs. 2 Nr. 1 Alt. 2 bzw. Nr. 5 Alt. 2 VAG für die Hypothekenanleihe zutreffend sind. Grundstücksgleiche Rechte im Sinne des § 54 Abs. 1 Nr. 5 Alt. 2 VAG sind tatbestandsmäßig durch die Hypothek, die Grundschuld, das Wohnungseigentum und das Gebäudeeigentum erfasst<sup>487</sup>. Darunter zählt auch die Sicherungs- (vgl. § 1184 BGB) bzw. Wertpapierhypothek (Vgl. § 1187 BGB), obgleich beide Hypothekenformen nicht in § 54 Abs. 2 Nr. 1 VAG expressis verbis aufgezählt sind. Es geht jedoch nicht hervor, ob eine der Sicherungshypothek vorgeschaltete Inhaberschuldverschreibung miterfasst ist.

Dieser Sachverhalt soll anhand der Anlageverordnung überprüft werden<sup>488</sup>. Nach § 54 Abs. 3 VAG wird die Bundesregierung ermächtigt, durch Rechtsverordnung Einzelheiten zu § 54 Abs. 2 Satz 1 VAG festzulegen<sup>489</sup>. Hierzu hat die Bundesregierung die Anlageverordnung (AnIV), die zuletzt am 21.12.2007 geändert wurde, erlassen. Nach § 1 Abs. 1 Satz 1 AnIV gelten für die Anlage des gebundenen Vermögens die besonderen Vorschriften der Anlageverordnung, wobei nach Satz 2 die Bestimmungen des § 54 Abs. 1 VAG davon unberührt bleiben.

Während in § 54 Abs. 1 und 2. Allgemeine Grundsätze zur Anlage gesetzlich normiert sind, stellt die Anlageverordnung einen Katalog enumerierter zulässiger Anlagearten dar<sup>490</sup>. Die aufgezählten Anlagegegenstände sind unbestimmte Rechtsbegriffe. In § 2 AnIV sind in Absatz 1 die erlaubten Anlageformen in den Nummern 1-18 positiv aufgeführt<sup>491</sup>, wodurch der strukturelle Aufbau der AnIV reflektiert wird<sup>492</sup>. Absatz 2 sieht eine Öffnungsklausel für die Anlageform abweichend von den Bestimmungen des Absatzes 1 vor, soweit eine Einzelfallgenehmigung nach Abs. 3 und § 5 Abs. 2 AnIV von der BaFin eingeholt wird<sup>493</sup>.

Ob eine oder mehrere dieser Anlageformen auf die Hypothekenanleihe zutreffen, ist aus dem Wortlaut der Anlageverordnung nicht ohne Weiteres ableitbar.

- Nach § 2 Abs. 1 Nr. 1 AnIV kann das gebundene Vermögen in Forderungen angelegt werden, die mit einem inländischen Grundpfandrecht besichert sind, wenn die Vorschriften der §§ 14 Abs. 1, 16 Abs. 1-3 PfandBG beachtet werden<sup>494</sup>. Demnach darf nach § 14

<sup>485</sup> *Fahr/Kaulbach*, § 54, Rdn. 1, 4 (Sicherungsvermögen), 3,4 (sonstiges gebundenes Vermögen), 5 (freies Vermögen), § 66.

<sup>486</sup> Zu den zulässigen Vermögensanlagen nach der AnIV, siehe *Schweberl*, 1991, S. 36 ff.; *Prössl/Lipowski*, § 54, Rdn. 20.

<sup>487</sup> *Fahr/Kaulbach*, § 54, Rdn. 4; *Prössl/Lipowski*, nach § 54 a, Rdn. 22.

<sup>488</sup> Die Anlageverordnung stellt keine normkonkretisierende Verwaltungsvorschrift dar.

<sup>489</sup> *Prössl/Lipowski*, § 54, Rdn. 22; *Fahr/Kaulbach*, § 54, Rdn. 20.

<sup>490</sup> *Prössl/Lipowski*, § 54 Rdn. 2; *Fahr/Kaulbach*, Allgemeines Rdn. 1, 4.

<sup>491</sup> *Prössl/Lipowski*, nach § 54 a, Rdn. 1.

<sup>492</sup> *Prössl/Lipowski*, nach § 54 a, Rdn. 2, nach § 54 a Rdn. 4.

<sup>493</sup> *Prössl/Lipowski*, nach § 54 a, Rdn. 6.

<sup>494</sup> *Prössl/Lipowski*, nach § 54 a, Rdn. 7.

Abs. 1 PfandBG die Beleihung 60 % des ermittelten Beleihungswertes nicht übersteigen. Zudem gestattet § 16 Abs. 1-3 PfandBG bei der Feststellung des Beleihungswertes lediglich die Berücksichtigung der dauerhaften Eigenschaften des Grundstücks und eines Ertrags, der bei Ordnungsmäßigkeit der Bewirtschaftung des Grundstücks nachhaltig bei jedem Besitzer erzielbar ist.

- Nach § 2 Abs. 1 Nr. 2 AnlV kann das gebundene Vermögen in Forderungen angelegt werden, für die Schuldverschreibungen nach Nr. 6<sup>495</sup> oder Nr. 7<sup>496</sup> verpfändet sind oder zur Sicherung übertragen sind, wobei die Nr. 6 insoweit schon fehl am Platz ist, da hier Pfandbriefe, Kommunalobligationen oder Schuldverschreibungen von Kreditinstituten mit einer besonderen Deckungsmasse gemeint sind, die von der propagierten Hypothekenanleihe von vornherein nicht verkörpert werden.
- Nach § 2 Abs. 1 Nr. 7 AnlV kann das gebundene Vermögen in Schuldverschreibungen angelegt werden, die in einem organisierten Markt nach § 2 Abs. 5 WpHG einbezogen sind, (vgl. Buchstabe a) oder die binnen Jahresfrist nach deren Ausgabe in einem organisierten Markt gemäß den Ausgabebedingungen dieses organisierten Marktes einbezogen werden sollen (vgl. Buchstabe b). Die Definition des organisierten Marktes in § 2 Abs. 5 WpHG entspricht der Definition des geregelten Marktes in Art. 1 Nr. 13 der RL 93/22/EWG. § 2 Abs. 5 WpHG gibt eine Legaldefinition des rechtlichen Terminus „organisierter Markt“<sup>497</sup>. Organisierter Markt im Sinne des WpHG ist ein Markt, der von staatlich anerkannten Stellen geregelt und überwacht wird, regelmäßig stattfindet und für das Publikum unmittelbar oder mittelbar zugänglich ist. Unter den deutschen Handelsmärkten erfüllen dies zum Zeitpunkt der Umsetzung der Richtlinie nur der Amtliche Markt nach den damaligen §§ 36 ff. BörsG und der geregelte Markt nach den damaligen §§ 71 ff. BörsG<sup>498</sup>. Kein organisierter Markt ist der ausschließlich privatrechtlich geregelte Freiverkehr<sup>499</sup>.
- Nach § 2 Abs. 1 Nr. 8 AnlV<sup>500</sup> kann das gebundene Vermögen in anderen Schuldverschreibungen als der Nr. 6 und Nr. 7 angelegt werden.

Alle übrigen in § 2 Abs. 1 AnlV enumerierten Tatbestände sind wegen der in Bezug auf die Hypothekenanleihe artfremden Merkmalsausprägungen nicht anwendbar.

Die BaFin gibt in ihrem RS 15/2005 (VA)<sup>501</sup> keine konkreten Hinweise darauf, ob bei den Forderungen auch solche aus Schuldverschreibungen mit umfasst sind, die durch Sicherungshypotheken gedeckt sind. Das könnte daran liegen, dass in den Nummern 2, 7 und 8 des § 2 Abs. 1 AnlV Anlagetatbestände aufgezeigt sind, die Schuldverschreibungen regeln, und die

<sup>495</sup> Prössl/Lipowski, nach § 54 a, Rdn. 33.

<sup>496</sup> Prössl/Lipowski, nach § 54 a, Rdn. 34.

<sup>497</sup> Assmann/Assmann, § 2, Rdn. 95.

<sup>498</sup> Assmann/Assmann, § 2, Rdn. 96; Prössl/Lipowski, nach § 54 a, Rdn. 35 (organisierter Markt innerhalb EWR), Rdn. 36; Fahr/Kaulbach, Allgemeines Rdn. 11.

<sup>499</sup> Assmann/Kümpel, § 2, Rdn. 96, RS 15/2005 (VA) A III 6 Nr. 7 Nr. 8; Groß, 2006, A Rdn. 6, Fußnote 17, Hinweis, dass in der Regierungsbegründung zum Finanzmarktförderungsgesetz, Bundestag-Drucksache 12/6679, S. 45 der Freiverkehr vom organisierten Markt herausgenommen wurde, zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz, Reuschle, 2002.

<sup>500</sup> Prössl/Lipowski, nach § 54 a, Rdn. 39.

<sup>501</sup> Bei dem Rundschreiben handelt es sich nicht um eine normkonkretisierende Verwaltungsvorschrift.

Nr. 1 in diesem Zusammenhang subsidiär ist. In der Literatur finden sich keine Anhaltspunkte, ob ein Versicherungsunternehmen eine Hypothekenanleihe in diese Anlageklasse gestellt hat<sup>502</sup>.

Die Versicherungsunternehmen selbst sind zu dieser Frage nicht auskunftsfreudig. Ob sich § 2 Abs. 1 Nr. 1 AnIV zur Anlage in eine Hypothekenanleihe eignet, kann letztlich hier nicht beantwortet werden. Gemäß den Hinweisen der BaFin zur Anlage des gebundenen Vermögens in dem RS 15/2005 (VA) sind bei § 2 Abs. 2 Nr. 8 AnIV solche Schuldverschreibungen erfasst, die in keinem organisierten Markt nach Nr. 6/7 zum Handel zugelassen sind, womit die Nr. 8 mithin einen Auffangtatbestand darstellt. Zur Anlage nach § 2 Abs. 2 Nr. 8 AnIV eignet sich die Hypothekenanleihe, auch wenn sie in den Freiverkehrshandel einbezogen wird, weil es sich hierbei nicht um einen organisierten Markt im Sinne des § 2 Abs. 5 KWG handelt (vgl. Fußnoten 497, 498, 499).

Gemäß § 2 Abs. 2 AnIV (Öffnungsklausel) kann nach Maßgabe des § 3 Abs. 2 Buchstabe c AnIV das gebundene Vermögen darüber hinaus in Anlagen investiert werden, die von § 2 Abs. 1 AnIV nicht erfasst sind, deren Voraussetzungen nicht erfüllen oder die Begrenzungen des § 3 Abs. 2 bis 5 übersteigen<sup>503</sup>. Über die Öffnungsklausel könnte ein Versicherungsunternehmen in eine Hypothekenanleihe investieren, soweit die allgemeinen Anlagegrundsätze des § 54 Abs. 1 VAG dabei eingehalten werden. Demnach ist das gebundene Vermögen des Versicherungsunternehmens nur in eine solche Kapitalanlage statthaft, die eine möglichst große Kapitalerhaltungssicherheit aufweist<sup>504</sup>, rentabel<sup>505</sup> ist, aufgrund der Anlage eine permanente Liquidität<sup>506</sup> des Versicherungsunternehmens zulässt und eine angemessene Mischung und Streuung gewahrt ist. Zur Beurteilung des Tatbestandsmerkmals Sicherheit kann gemäß RS 15/2005 (VA) der BaFin auf den wirtschaftlichen Bestand einer Schuldverschreibung nur durch Kapitalerhalt in rechtlicher und wirtschaftlicher Hinsicht abgestellt werden. Weiterhin wird unter dem Sicherheitsaspekt gefordert, dass die Schuldverschreibung jederzeit veräußerbar ist. Soweit eine Schuldverschreibung, die in einer Börse zum Handel einbezogen ist, marktkonform bewertet ist, soll das Rating-Ergebnis bei der Beurteilung der Sicherheit mit einbezogen werden<sup>507</sup>. Dabei können mit Investment-Grade (z.B. BBB- nach Standard & Poors) bewertete Schuldverschreibungen dem gebundenen Vermögen zugeführt werden. Im Rahmen des § 2 Abs. 1 AnIV kann auch in so genannte High-Yield-Anleihen investiert werden, sofern sie mindestens B- z.B. bei Standard & Poors bewertet würden<sup>508</sup>.

Hinsichtlich der Rentabilitätsanforderung gilt, dass Vermögensanlagen unter Beachtung der Sicherheits- und Liquiditätserfordernisse sowie der Lage auf dem Kapitalmarkt nachhaltig ertragsfähig sein müssen. Bei Schuldverschreibungen, die als Rentenpapiere gelten, wozu die Hypothekenanleihe zählt, ist hier in erster Linie das Wiederanlagerisiko im Anlage- und Risikocontrolling zu beachten. Das Kriterium gilt bei Anleihen dann als gewahrt, wenn die Anlei-

<sup>502</sup> Eigens angestellte Literaturrecherche.

<sup>503</sup> *Prössl/Lipowski*, nach § 54 a, Rdn. 1, 6, 7; RS 15/2005 (VA) A IV, "Öffnungsklausel".

<sup>504</sup> *Prössl/Lipowski*, § 54, Rdn. 3; RS 15/2005 (VA) A II 1 a, "Sicherheit".

<sup>505</sup> *Prössl/Lipowski*, § 54, Rdn. 4; RS 15/2005 (VA) A II 2 b, "Rentabilität".

<sup>506</sup> *Prössl/Lipowski*, § 54, Rdn. 5; RS 15/2005 (VA) A II 3, "Liquidität".

<sup>507</sup> An die Prüfung der Sicherheit werden besonders hohe Anforderungen bei der Berücksichtigung eines Ratings gestellt, d.h. es müssen alle aus dem Rating alle Umstände nachprüfbar positiv durch das Versicherungsunternehmen beurteilt werden, also das Rating ist zu verifizieren, *Prössl/Lipowski*, nach § 54 a, Rdn. 39; RS 15/2005 (VA) A III 6.

<sup>508</sup> RS 15/2005 (VA) A II 1 d; zum Begriff des High Yield Bonds, siehe *Kempf*, 2004, S. 832; zum Rating siehe Abschnitt 8.1.

heschuldnerin kein Kündigungsrecht der Anleihe auf vorzeitige Rückzahlung hat. Zur Erfüllung dieser Voraussetzung müsste in den Anleihebedingungen der Hypothekenanleihe ein einseitiges Kündigungsrecht durch die Emittentin ausgeschlossen werden. Hinsichtlich der allgemeinen Liquidität, d.h. Erfüllbarkeit von Zahlungsverpflichtungen durch Versicherungsunternehmen, bestehen bei einer Vermögensanlage in Anleihen und im Speziellen bei Hypothekenanleihen keine spezifischen Anforderungen. Auf das Tatbestandsmerkmal Streuung<sup>509</sup> kann bei der Hypothekenanleihe nicht direkt subsummiert werden, weil unter Streuung die Diversifikation des Risikos verstanden wird und damit das Tun eines Normadressaten des VAG geregelt wird, nämlich die gebotene Verteilung der Vermögensanlage auf verschiedene Schuldner bzw. Immobilien. Das gleiche gilt bei der Mischung<sup>510</sup> der Vermögensanlagen, wobei nach § 2 AnlV spezielle Mischungsquoten in den einzelnen Anlagearten gefordert werden, worunter auch die Hypothekenanleihe fällt. Gemäß dem RS 15/2005 (VA), Abschnitt V. Nr. 1 Buchstabe e) der BaFin dürfen direkt oder indirekt gehaltene Vermögensanlagen in Schuldverschreibungen nach § 2 Abs. 1 Nr. 8 AnlV und gemäß f) im Rahmen der Öffnungsklausel getätigte Vermögensanlagen je maximal 5 % des kumulierten Sicherungsvermögens und sonstigen gebundenen Vermögen ausmachen (vgl. § 2 Abs. 2 Buchstabe e AnlV).

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Versicherungsunternehmen in eine Hypothekenanleihe investieren dürfen, wenn auch nur in den weniger attraktiven Anlageklassen der § 2 Abs. 1 Nr. 8 AnlV bzw. nach der Öffnungsklausel nach § 3 Abs. 2 Buchstabe c AnlV. Die allgemeinen Anlagegrundsätze der Sicherheit, Rentabilität und Liquidität gelten indes bei der Öffnungsklausel weiter und es müsste im Einzelfall untersucht werden, ob bei einer Hypothekenanleihe diese Voraussetzungen erfüllt werden können.

## 5.2 Investmentgesetz

Das deutsche Investmentgesetz (InvG) wurde durch das Investmentmodernisierungsgesetz<sup>511</sup> geschaffen und reformierte das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) und das Auslandsinvestment-Gesetz (AuslInvG), welche seit Inkrafttreten des InvG nicht mehr gelten<sup>512</sup>.

Nach § 6 Abs. 1 Satz 1 InvG sind Kapitalanlagegesellschaften<sup>513</sup> Unternehmen, deren Geschäftsbereich darauf ausgerichtet ist, inländische Investmentvermögen im Sinne des § 1 Satz 1 Nr. 1 InvG zu verwalten und Dienstleistungen oder Nebendienstleistungen nach § 7 Abs. 2 InvG zu erbringen. Nach § 1 Satz 2 InvG sind Investmentvermögen im Sinne des Satzes 1 Vermögen zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage<sup>514</sup>, die nach dem Grundsatz der Risikomischung in den in § 2 Abs. 4 InvG enumerierten Vermögensgegenständen<sup>515</sup>.

<sup>509</sup> Prössl/Lipowski, § 54, Rdn. 7, nach § 54 a, Rdn. 3; RS 15/2005 (VA) A II 5, "Streuung".

<sup>510</sup> Prössl/Lipowski, § 54, Rdn. 4, nach § 54 a, Rdn. 2; RS 15/2005 (VA) A II 3, "Mischung".

<sup>511</sup> Langtitel: Gesetz zur Modernisierung des Investmentwesens und zur Besteuerung von Investmentvermögen; vom 15.12.2003, verkündet in 2003 Nr. 62 vom 19.12.2003; im weiteren keine Bedeutung.

<sup>512</sup> Brinkhaus/Scherrer, 2003; Reuschle, 2002, S. 208 ff., S. 255 ff.; Kempf, 2004, S. 23.

<sup>513</sup> Zum Begriff Kapitalanlagegesellschaft, Kempf, 2007, A. Kapitel 1 Abschnitt 1.

<sup>514</sup> Legaldefinition des Begriffs Investmentvermögen, Kempf, 2004, S. 23 – 24.

<sup>515</sup> § 2 InvG enthält einen Katalog der zulässigen Vermögensgegenstände, Kempf, 2004, S. 23.



Es ist zu untersuchen, ob die Hypothekenanleihe ein tauglicher Vermögensgegenstand nach § 2 Abs. 4 InvG ist und gemäß den in den Unterabschnitten legal definierten Formen von Sondervermögen<sup>516</sup> (vgl. § 30 InvG) des Investmentgesetzes angelegt werden kann.

Abgrenzend ist ohne darauf im Besonderen einzugehen, die Hypothekenanleihe kein zulässiger Vermögensgegenstand für die Immobilien-Sondervermögen nach § 67 Abs. 1 Nr. 1 - 4 InvG<sup>517</sup>, für das gemischte Sondervermögen nach § 84 InvG<sup>518</sup>, für Altersvorsorge-Sondervermögen nach § 88 InvG<sup>519</sup>, für Infrastruktur-Sondervermögen nach § 90 b InvG<sup>519</sup>, für sonstiges Sondervermögen nach § 90 h InvG<sup>519</sup> und für Spezial-Sondervermögen nach §§ Abs. 3, 91 InvG<sup>520</sup>, so dass auf sie nicht weiter einzugehen ist.

Als Tatbestandsmerkmale des § 2 Abs. 4 InvG kommen für die Hypothekenanleihe nur die Nr. 1 und Nr. 2 im Zusammenhang mit dem Sondervermögen nach §§ 46 ff. InvG in Betracht. Die übrigen enumerierten Vermögensgegenstände scheiden von vornherein aus.

### Tatbestandsmerkmal: Wertpapier

Unter §§ 2 Abs. 4 Nr. 1, 46, 47 Abs. 1 Nr. 1 InvG<sup>521</sup> fallen Wertpapiere<sup>522</sup>, die tatbestandsmäßig an einer Börse in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel zugelassen oder dort an einem anderen organisierten Markt zugelassen oder in diesen einbezogen sind. Zwar ist eine Hypothekenanleihe ein Wertpapier, jedoch nicht im Sinne der Nr. 1. Ein Wertpapier nach dem Investmentgesetz muss tatbestandsmäßig liquide und fungibel sein, wozu es der Handelszulassung bzw. Einbeziehung in den organisierten Marktes bedarf. Die Begriffsbestimmung des organisierten Marktes entspricht der in § 2 Abs. 5 WpHG<sup>523</sup> und ist identisch zu der des geregelten Marktes in Art. 4 Nr. 14 der RL 2004/39/EG<sup>524</sup>. Artikel 36 dieser Wertpapierdienstleistungsrichtlinie stellt für die Mitgliedstaaten die Befugnis auf, die auf heimischem Gebiet errichteten Märkten zum geregelten Markt zu deklarieren. Korrespondierend wird auch in § 47 InvG auf den organisierten Markt verwiesen. Die in der Europäischen Gemeinschaft zugelassenen geregelten Märkte werden einmal jährlich von der EG-Kommission in einem Verzeichnis publik gemacht. Kein organisierter Markt ist der ausschließlich privat-rechtlich geregelte Freiverkehr.

Gemäß den aufgestellten Prämissen zu der in dieser Arbeit behandelten Hypothekenanleihe soll diese allenfalls im Freiverkehr nach §§ 48 BörsG<sup>525</sup> einbezogen werden, welcher keinem organisierten Markt entspricht<sup>523</sup>. Damit erfüllt die Hypothekenanleihe nicht die Anforderungen aus der Liquidität und Fungibilität. § 47 Abs. 1 Nr. 1 InvG ist tatbestandsmäßig bei der

<sup>516</sup> Zum Begriff des Sondervermögens, *Kempf*, 2004, S. 25; *Kempf*, 2007, A. Kapitel 2.

<sup>517</sup> *Kempf*, 2007, A. Kapitel 2 Abschnitt 3 3; (Immobilien-Sondervermögen: §§ 66 – 82 InvG).

<sup>518</sup> *Kempf*, 2007, A. Kapitel 2 Abschnitt 3 4; (gemischte Sondervermögen: §§ 83 – 86 InvG).

<sup>519</sup> *Kempf*, 2007, A. Kapitel 2 Abschnitt 3 6; (Altersvorsorge-Sondervermögen: §§ 87 - 90k InvG).

<sup>520</sup> *Kempf*, 2007, A. Kapitel 2 Abschnitt 3 8; (Spezial-Sondervermögen: §§ 91 – 95 InvG).

<sup>521</sup> *Kempf*, 2004, S. 91.

<sup>522</sup> Zum Wertpapierbegriff im InvG nach § 47 Abs. 1 InvG, *Kempf*, 2004, S. 848 – 849. Das Wertpapier muss liquide und fungibel sein.

<sup>523</sup> Zum Begriff des organisierten Marktes, siehe Abschnitt 5.1 und insbesondere Fußnoten 498 und 499.

<sup>524</sup> *Kempf*, 2004, S. 839; vergleiche auch die Fußnoten, 498, 499, 500 bzw. die Ausführungen in Abschnitt 6.1.

<sup>525</sup> Zum Freiverkehr, *Schwark/KMRK*, § 48, Rdn. 1 ff.; zu den Freiverkehrsausschüssen an den Börsen, *Kempf*, 2004, S. 830.

Hypothekenanleihe nicht einschlägig. Die Hypothekenanleihe ist demnach kein taugliches Wertpapier nach §§ 2 Abs. 4 Nr. 1, 46, 47 Abs. 1 Nr. 1 InvG.

#### Tatbestandsmerkmal: Geldmarktinstrument

Nach §§ 2 Abs. 4 Nr. 2, 46, 48 Abs. 1 Halbsatz 3 InvG i.V.m. § 48 Abs. 1 Nr. 1 InvG<sup>526</sup> sind Geldmarktinstrumente<sup>527</sup> in der Form von verzinslichen Wertpapieren zur Kapitalanlage erlaubt. Zwar ist die Hypothekenanleihe tatbestandsmäßig ein verzinsliches Wertpapier, jedoch ist der Erwerb von Geldmarktinstrumenten nach § 48 Abs. 1 InvG wegen § 48 Abs. 3 InvG nur dann statthaft, wenn die Emission bzw. die Emittentin dieser Geldmarktinstrumente den gesetzlichen Vorschriften über den Einlagen- und Anlegerschutz unterliegt.

Weder die Hypothekenanleihe als verzinsliches Wertpapier, noch gemäß Prämisse das Unternehmen als Emittentin sollen solchen Schutzgesetzen unterworfen sein. Die Hypothekenanleihe ist deshalb kein taugliches Geldmarktinstrument nach §§ 2 Abs. 4 Nr. 2, 46, 48 Abs. 1 3. Halbsatz InvG i.V.m. § 48 Abs. 1 Nr. 1 InvG.

#### Tatbestandsmerkmal: Sonstige Anlageinstrumente

Als Auffangtatbestand kommt für die Hypothekenanleihe gegebenenfalls ein sonstiges Anlageinstrument nach §§ 2 Abs. 2, 46, 52 Abs. 1 InvG<sup>528</sup> in Betracht. Demnach darf eine Kapitalanlagegesellschaft nach § 52 Abs. 1 Nr. 1 InvG bis zu 10 Prozent des Wertes des Vermögens in Wertpapieren anlegen, die nicht zum Handel an einer Börse zugelassen oder an einem anderen organisierten Markt zugelassen oder in diesen einbezogen sind, im Übrigen jedoch die Kriterien des Artikels 2 Abs. 1 Buchstabe a bis c Nr. ii, Buchstabe d Nr. ii und Buchstabe e bis g der RL 2007/16/EG<sup>529</sup> erfüllen. Das Vorliegen eines organisierten Marktes liegt bei der Hypothekenanleihe wie bereits aufgezeigt nicht vor, so dass bei der Anleihe auf die Kriterien der erwähnten Richtlinie abzustellen ist.

Ohne im Detail auf diese Richtlinie einzugehen, darf der potentielle Verlust für das Wertpapier nach Buchstabe a dieser Richtlinie den dafür gezahlten Betrag nicht übersteigen, was bei der Hypothekenanleihe zutrifft, da bei einem möglichen Totalverlust durch vollständige Wertlosigkeit der Hypotheken der von den Anlegern bezahlte Nominalbetrag verloren gehen kann<sup>530</sup>.

Gemäß Buchstabe b darf die Liquidität des Wertpapiers die Fähigkeit des OGAW<sup>531</sup> zur Einhaltung von Artikel 37 der RL 85/611/EWG nicht beeinträchtigen. Gemäß Absatz 1 dieses Artikels ist das OGAW verpflichtet, auf Verlangen eines Anlegers seine Anteile zurückzunehmen oder den Anleger auszuzahlen, wofür die Kapitalanlagegesellschaft liquide Mittel benötigt bzw. die Anteile anderweitig weiterverkaufen muss. Der Begriff Liquidität bezeich-

---

<sup>526</sup> Kempf, 2004, S. 91 - 92.

<sup>527</sup> Zum Begriff Geldmarktinstrument im InvG nach § 48 InvG, Kempf, 2004, S. 832.

<sup>528</sup> Kempf, 2004, S. 97.

<sup>529</sup> Zweck der Richtlinie 2007/16/EG; Durchführung der Richtlinie 85/611/EWG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Erläuterung gewisser Definitionen; siehe Kempf, 2004, S. 838 – 839.

<sup>530</sup> Mögliche Zinsverluste bleiben außen vor.

<sup>531</sup> OGAW ist die Abkürzung für „Organismus für gemeinsame Anlage in Wertpapieren“; zum Begriff, Kempf, 2004, S. 838 – 839; Fragos, 2006.

net in seiner Bedeutung auf Wertpapiermärkten die Fähigkeit, im relevanten Wertpapiermarkt eine Anleihe schnell gegen eine andere Kapitalanlage oder gegen Geld zu tauschen<sup>532</sup>. Die Liquidität ist eng geknüpft an den Handel der Anleihe, fehlt dieser, ist die Anleihe illiquide. Die Liquiditätsfrage im Zusammenhang mit der Hypothekenanlage kann so nicht beantwortet werden. Zwar ist die Hypothekenanleihe gemäß Prämisse im Freiverkehr einer Börse einzu-beziehen. Ein tatsächlicher Handel der Hypothekenanleihe geht damit automatisch nicht ein-her, sondern ist Ausfluss der Handelsaktivität und der Marktgeschehnisse. Folglich kann kei-ne Aussage über die Liquidität der Hypothekenanleihe getroffen werden. Eine Vorhaltung von Liquidität durch die Emittentin zum Rückkauf der Anleihe ist gemäß den aufgestellten Prämissen nicht vorgesehen. Ob letztlich die mögliche Illiquidität oder eine geringe Liquidität der Hypothekenanleihe die Fähigkeit des OGAW zur Einhaltung des besagten Artikel 37 der RL 85/611/EWG zu beeinträchtigen vermag, kann nicht beantwortet werden.

Nach Buchstabe c wird gefordert, dass eine verlässliche Bewertung des Wertpapiers verfüg-bar ist. Aus den sich daraus ergebenden Anforderungen an die Bewertung wird in den Buch-staben i bzw. ii zunächst danach differenziert, ob das Wertpapier an einem geregelten Markt notiert oder gehandelt wird bzw. nicht. Im ersten Fall gelten dann die Bestimmungen in Buch-stabe i, im zweiten die in Buchstabe ii. Der geregelte Markt war ein 1987 an den deutschen Börsen eingerichtetes Börsensegment<sup>533</sup>. Mit Einführung des derzeit geltenden Börsengeset-zes im November 2007 wurden geregelter und amtlicher Markt zum regulierten Markt ver-schmolzen<sup>534</sup>. Der geregelte Markt im Sinne der RL 85/611/EWG ist Bestandteil des regulier-ten Marktes<sup>534</sup>.

Die Hypothekenanleihe zählt nach Buchstabe ii zu den sonstigen Wertpapieren. Nach Buch-stabe ii muss die Bewertung des Wertpapiers in regelmäßigen Abständen erfolgen und das Bewertungsergebnis der OGAW vorgelegt werden, wobei zur Bewertung Informationen des Wertpapieremittenten oder die aus einer kompetenten Finanzanalyse herangezogen werden können. Soweit die Emittentin die Informationen selbst beschafft oder eine entsprechend ge-eignete Finanzanalyse durchführen lässt, so können die Anforderungen aus Buchstabe c bei der Hypothekenanleihe erfüllt werden.

Weiterhin ist nach Buchstabe d der Durchführungsrichtlinie in Ergänzung zu Buchstabe c gefordert, dass der OGAW über das Wertpapier angemessene Informationen gemäß der An-forderung aus Buchstabe ii (Wertpapiere außerhalb geregelter Märkte) in Form von regelmä-ßigen und exakten Informationen zur Verfügung gestellt werden müssen.

Im Ergebnis kann die Hypothekenanleihe unter die sonstigen Anlageinstrumente des § 52 Abs. 1 Nr. 1 InvG subsumiert werden, wenn bei Einzelfallabwägung das Tatbestandsmerkmal der Liquidität der Hypothekenanleihe nach Buchstabe b zu keiner Beeinträchtigung nach Art. 37 der RL 85/611/EWG führt. Eine Kapitalanlagegesellschaft, die dem InvG nach § 1 InvG unterliegt, kann somit Sondervermögen in Form einer Hypothekenanleihe bilden, jedoch be-grenzt auf 10 % des Wertes des Sondervermögens<sup>535</sup>.

<sup>532</sup> Allgemein gilt in den Wertpapiermärkten ein Wertpapier als liquide, wenn es rege gehandelt wird. Bei Wert-papieren die hohe Umsätze an den Handelsmärkten erzielen, liegt regelmäßig eine hohe Liquidität vor.

<sup>533</sup> Zum Begriff des geregelten Marktes *Schwark*, § 71, Rdn. 1 (alte Fassung des § 71 BörsG).

<sup>534</sup> [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/allInstruments/gdb\\_navigation/listing/10\\_Market\\_Structure/20\\_Markets/50\\_Official\\_Market](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/allInstruments/gdb_navigation/listing/10_Market_Structure/20_Markets/50_Official_Market), abgerufen am 15.05.08; Der Freiverkehr zählt nicht zu dem geregelten Markt, vgl. Fußnoten 498-500.

<sup>535</sup> *Kempf*, 2004, S. 774.

### **5.3 Schlussfolgerung**

Die Hypothekenanleihe eignet sich auf der einen Seite nach den Bestimmungen der § 54 Abs. 2 Nr. 1, 2. Alt VAG i.V.m. § 2 Abs. 1 Nr. 8 AnlV bzw. nach § 2 Abs. 2 AnlV, § 3 Abs. 2 Buchstabe c AnlV zur Vermögensanlage durch Normadressaten des VAG, auf der anderen Seite für Kapitalanlagegesellschaften nach §§ 2 Abs. 2, 46, 52 Abs. 1 InvG.

## 6 Konstruktion der hypothekarischen Besicherung

Dieses Kapitel beschäftigt sich mit der rechtlichen Konstruktion der Anleihebedingungen.

### 6.1 Rechtliche Konstruktion im Überblick

Die rechtliche Konstruktion einer Hypothekenanleihe umfasst im Wesentlichen:

- die Anleihebedingungen (ergänzen die bestehenden gesetzlichen Regelungen)
- den Vertrag über die Grundbuch-, Gläubigervertretung und Treuhandschaft
- gegebenenfalls den Übernahmevertrag bei einer Übernahme der Emission durch eine Emissionsbank, den Zahlstellenvertrag und den möglichen Vertrag zur Gutachtenerstellung (allesamt nicht weiter behandelt)
- den Wertpapierprospekt bei einem öffentlichen Angebot der Hypothekenanleihe bzw. als Einbeziehungsvoraussetzung für den Freiverkehr an einer Börse in Deutschland

### 6.2 Anleihebedingungen zur hypothekarischen Besicherung

Auf Basis der Ergebnisse der Kapitel 2-5 werden in diesem Abschnitt die Anleihebedingungen für die hypothekarische Besicherung ausformuliert. Auf Aspekte zur Erstellung eines Wertpapierprospekts wird in Kapitel 8 eingegangen. Die hier gewählte Konstruktion der Hypothekenanleihe eignet sich für jede Standardanleihe mit Festverzinsung oder variabler Verzinsung.

#### Getroffene Annahmen

Vereinfachend wird angenommen, dass die Hypothekenanleihe nicht in verschiedene Serien mit unterschiedlichen Ausstattungsmerkmalen eingeteilt sei. Weiterhin wird davon ausgegangen, dass die Hypothekenanleihe zur Platzierung der Emission dem Publikum öffentlich angeboten werden soll und mithin eine Platzierung der Anleihe bei der Emittentin nahe stehenden Zeichnern ausgeschlossen wird. Kursiv geschriebene Textteile enthalten rechtlich ausformulierte Anleihebedingungen, die die Wertpapierhypothek betreffen.

Auf die Formulierung der Anleihebedingungen, betreffend die Grundmerkmale einer Standardanleihe (Verzinsung, Laufzeit, etc.), wird in dieser Arbeit nicht eingegangen.

## **Vorbemerkung**

Verweise auf gesetzliche Bestimmungen in den Anleihebedingungen bergen vor allem bei langen Laufzeiten einer Anleihe die Gefahr, dass sich in dieser Zeitspanne Gesetze oder einzelne Gesetzestatbestände ändern können oder gar aufgehoben werden. In den Anleihebedingungen sollte deshalb geregelt sein, welche Fassung des jeweiligen Gesetzes Gültigkeit haben soll. Regelmäßig sollte die jeweils gültige Gesetzesfassung zum Zeitpunkt der Herausgabe des Wertpapierprospekts zur Hypothekenanleihe verbindlich sein und in den Anleihebedingungen darauf klarstellend Bezug genommen werden.

## **Präambel der Anleihebedingungen**

In einer Präambel der Anleihebedingungen sollte darauf Bezug genommen werden, dass die Emittentin eine Inhaberschuldverschreibung nach §§ 793 ff. BGB und den Anleihebedingungen begibt, deren Forderung durch eine Sicherungshypothek nach Maßgabe der §§ 1184 – 1187 BGB und den Anleihebedingungen besichert wird und die Grundbuch-, Gläubiger- und Treuhandvertretung nach den Bestimmungen des § 1189 BGB, dem positiven Katalog der Vorschriften aus dem Schuldverschreibungsgesetz und den Anleihebedingungen ausgeübt wird<sup>536</sup> und die Anleihe als „Hypothekenanleihe“ bezeichnet wird.

## **A. Ausstattung der Inhaberschuldverschreibung**

### **1. Standardmerkmale**

Folgende Ausstattungsmerkmale der Hypothekenanleihe müssen in den Anleihebedingungen geregelt werden, welche hier nicht weiter behandelt werden, da sie im Kontext der hypothekarischen Besicherung keine Besonderheiten aufweisen, sondern man sich an den Bedingungen von Standardanleihen orientieren kann:

- Gesamtnennbetrag
- Inhaberschaft der Teilschuldverschreibungen und Hinweis, dass die Teilschuldverschreibungen untereinander gleichberechtigt sind
- Währung der Hypothekenanleihe
- Wertpapierkennnummer (WKN) und ISIN
- Ausgabekurs
- Laufzeit der Anleihe (Beginn/Ende), Rückzahlungstermin und Rückzahlungsbetrag

---

<sup>536</sup> Mit dieser Klarstellung wird aufgezeigt, dass die gesetzlichen Bestimmungen wie in Kapitel 3, 4 und 5 aufgezeigt zusammen mit den Anleihebedingungen gelten sollen. Die Anleihebedingungen regeln die Rechtsverhältnisse also nicht abschließend.

- Zinsberechnungsmethode (z.B. Zinsmethode Act./Act.), Zinszahlungstage, erster Zinszahlungstag, Zinssatz, Zinsfälligkeit, unterjährige Zinsberechnung (Stückzinsberechnung<sup>537</sup>)
- Zahlungen (Rück- und Zinszahlungen) und Zahlstellen
- Kündigungsrechte der Anleihegläubiger (Gründe: Zahlungsverzug, Zahlungsunfähigkeit, Eröffnung des Insolvenzverfahren gegen die Emittentin)
- Vorlegungsfrist nach § 801 Abs. 1 Satz 1 BGB, Verjährung<sup>538</sup>
- Begebung weiterer Schuldverschreibungen oder Finanzprodukte durch die Emittentin und Bezugsrechtsregelung der bisherigen Anleihegläubiger
- Wer ist tauglicher Erwerber der Hypothekenanleihe?; bestehen Erwerbsbeschränkungen insbesondere im Zusammenhang mit der U.S. Klausel 144A<sup>539</sup>
- Regelungen zum Rückkauf der gesamten Hypothekenanleihe oder Teilen davon durch die Emittentin<sup>540</sup>
- Erfüllungsort, Gerichtsstand, Kraftloserklärung für abhanden gekommener oder vernichteter Schuldverschreibungen, Bekanntmachungen, Anwendbarkeit des deutschen Rechts auf Form und Inhalt der Schuldverschreibungen sowie der Rechte und Pflichten der Anleihegläubiger, der Emittentin und der Zahlstellen, Regelung zu nachträglichen Änderungen der Anleihebedingungen

Die nachfolgenden Anleihebedingungen beziehen sich mittel- oder unmittelbar auf die Sicherungshypothek, die neben den Standardanleihebedingungen als regelungsbedürftig bei der Begebung einer Anleihe mit hypothekarischer Besicherung gewertet werden können.

## **2. Sonderregelungen zu Standardausstattungsmerkmalen**

### **a) Verbriefung**

In den Anleihebedingungen sollte bei der Verbriefung eine Differenzierung nach der Inhaberschuldverschreibung<sup>541</sup> und nach der Wertpapierhypothek<sup>542</sup> erfolgen.

---

<sup>537</sup> Beim Kauf einer Anleihe erhält der Vorbesitzer den ihm zustehenden Anteil am Kupon, der vom Käufer ersetzt werden muss. Dies nennt man Stückzinszahlung.

<sup>538</sup> Siehe Abschnitt 2.7.2 und Fußnoten 126, 133.

<sup>539</sup> Siehe Abschnitt 2.2 und Fußnote 35.

<sup>540</sup> Nach den Bestimmungen des § 2 Abs. 2 AnlV i.V.m. § 3 Abs. 2 Buchstabe c AnlV sollte der Rückkauf oder eine vorzeitige Tilgung der Hypothekenanleihe durch die Emittentin ausgeschlossen werden, da sonst nach dieser Vorschrift VAG-Normadressaten nicht in die Hypothekenanleihe zeichnen dürfen, vgl. Abschnitt 5.1

<sup>541</sup> Die Verbriefung der Wertpapiere zur Inhaberschuldverschreibung orientiert sich an den Ausführungen gemäß Abschnitt 2.8. Auf Details in diesem referenzierten Abschnitt wird hier nicht mehr eingegangen.

<sup>542</sup> Die Verbriefung der Wertpapierhypotheken orientiert sich an den Ausführungen gemäß Abschnitt 3.3. Auf Details in diesem referenzierten Abschnitt wird hier nicht mehr eingegangen.

### **(i) Verbriefung (Verwaltung/Verwahrung) der Inhaberschuldverschreibung**

„Die Verbriefung der Teilschuldverschreibungen erfolgt in einer Globalurkunde ohne Zins-scheine, wobei für die gesamte Hypothekenanleihe eine einzige Globalurkunde ausgestellt wird. Die Verwaltung und Girosammelverwahrung der Globalurkunde erfolgt bei der Clearstream Banking AG in Frankfurt/Main (im Folgenden Clearstream genannt) nach Unterzeichnung durch die Emittentin. Der Inhaber der Teilschuldverschreibung hält an der Globalurkunde einen Miteigentumsanteil gemäß der Höhe seiner Zeichnungssumme. Der Inhaber einer Teilschuldverschreibung hat keinen Anspruch auf Herstellung und Herausgabe einzelner Wertpapierurkunden. Das Eigentum an der Inhaberteilschuldverschreibung wird dem Zeichner durch Einbuchung der Teilschuldverschreibungen in sein Wertpapierdepot verschafft. Die Einbuchung erfolgt durch das Clearingsystem von Clearstream Zug um Zug gegen Zahlung der Zeichnungssumme. Der Zahlungsverkehr läuft über die an Clearstream angeschlossenen Zahlstellen.

Beim Übertrag oder Verkauf der Inhaberteilschuldverschreibung gehen die Miteigentumsanteile an der betreffenden Globalurkunde auf den Erwerber bzw. Übernehmer nach den depotgesetzlichen Bestimmungen über. Der Verkauf oder der Übertrag der Inhaberteilschuldverschreibung bedarf nicht der Zustimmung der Emittentin. Der Eigentumsübergang wird von der Clearstream Banking auf Veranlassung des Depot führenden Instituts des Veräußerers bzw. Übertragers vorgenommen.

Bei der Globalurkunde wird wegen der US-Klausel 144A zunächst eine vorläufige Globalurkunde ausgegeben, die nicht früher als 40 Tage und nicht später als 180 Tage nach dem Ausgabetag durch eine permanente Globalurkunde ausgetauscht wird, wenn nachgewiesen wird, dass ein U.S.-amerikanisches wirtschaftliches Eigentum nicht besteht.“

### **(ii) Verbriefung der Wertpapierhypothek und Bestellung eines Grundbuchvertreters**

„Die Wertpapierhypotheken werden als Buchhypothek gemäß §§ 1184, 1185, 1187 BGB bestellt und im Grundbuch eingetragen, wobei in Gemäßheit von § 1185 Abs. 1 BGB an die Anleihegläubiger keine Hypothekenbriefe erteilt werden. Dem Eigentümer des Grundstücks bzw. der Emittentin ist es untersagt, Verfügungen über die Sicherungshypothek zu treffen. Bei der Sicherungshypothek für die Inhaberschuldverschreibung der in § 1187 BGB bezeichneten Art („Wertpapierhypothek“ genannt) wird für die Anleger ein Vertreter mit der Befugnis bestellt, mit Wirkung für und gegen den jetzigen und jeden späteren Gläubiger Verfügungen gemäß den Grundbuchvertretungsbestimmungen über die Hypothek zu treffen. Die Grundbuchvertretung ist nach § 1189 Absatz 1 Satz 2 BGB in das Grundbuch einzutragen. Der Grundbuchvertreter tritt nach § 1187 BGB als Vertreter der Gläubigervielzahl für diese als Hypothekengläubiger zur Geltendmachung der Rechte aus den Wertpapierhypotheken auf.“

### **b) Umgang mit den Wertpapierhypotheken im Kündigungsfall**

„Für den Fall des Vorliegens eines außerordentlichen Kündigungsgrundes wird der Grundbuchvertreter die Rechte aus der Wertpapierhypothek geltend machen, wenn ihm die tatsächlichen Voraussetzungen eines außerordentlichen Kündigungsgrundes nachgewiesen werden und die Kündigung angezeigt wird. Die näheren Bestimmungen über die Ausübung dieser Rechte ergeben sich aus den Gläubigervertretungsbestimmungen.“



### **c) Verkauf und Übertragbarkeit der Wertpapierhypothek**

*„Bei einem Verkauf oder Depotübertrag der Inhaberschuldverschreibung gehen die Rechte aus der Sicherungshypothek automatisch auf den Erwerber über. Die Rechte aus der Sicherungshypothek sind an die Forderung der Inhaberteilschuldverschreibung kraft Gesetz akzesessorisch geknüpft. Eines gesonderten Hypothekenübergangs bedarf es nicht.“*

### **3. Regelungstatbestände zum Sicherungsinstrument der Hypothek**

Zunächst sollte klargestellt werden, dass der Rückzahlungsanspruch hinsichtlich des durch den Anleger eingesetzten Kapitals und die Ansprüche auf Zinszahlungen durch Wertpapierhypotheken gemäß §§ 1184, 1185, 1187 BGB besichert sind. Es ist aufzunehmen, dass die Wertpapierhypotheken zugunsten der Anleger erstrangig an den hierfür durch die Emittentin ausgewählten und nach weiteren Bedingungen tauglichen Grundstücken durch die Emittentin nach § 1188 BGB bestellt werden. Sie werden mit dem Inhalt bestellt, als Sicherungshypothek für die Forderung der durch die Emittentin ausgegebenen Inhaberschuldverschreibung nebst einer Prozentzahl Zinsen zu dienen. Mit der Hypothekenbestellung einher geht die Eintragung des Grundbuchvertreters nach § 1189 BGB. In den Anleihebedingungen sollte ferner enthalten sein, dass die Zinszahlungen durch einen abstrakten Zinssatz von [•] Prozent gedeckt sind, jedoch außerhalb der Wertgrenzen liegen, welche ausschließlich für die Freigabe von Anlagegeldern Bestand haben. Der abstrakte Zinssatz sollte so hoch angesetzt werden (z.B. 15 %), dass im Falle der Zwangsversteigerung die Versteigerungskosten und Kosten im Zusammenhang mit der Geltendmachung der Ansprüche möglichst gedeckt werden können.

Würde nur der Nominalzins gewählt werden, könnten zwar möglicherweise die Primäransprüche der Anleger beim Versteigerungserlös befriedigt werden, die weiteren Kosten wären nicht durch die Hypothek gedeckt. Im Weiteren sollte aufgenommen werden, welche Stellung die Emittentin hinsichtlich der Grundstücke haben muss, auf denen Wertpapierhypotheken eingetragen werden sollen. Soweit sie nicht Eigentümerin ist, bedarf die Bestellung einer Hypothek der Zustimmung durch den Eigentümer des Grundstücks.

#### **4. Anforderungen an die Grundstücke**<sup>543</sup>

Als Nächstes sollte in den Anleihebestimmungen geregelt werden, welche qualitativen Anforderungen an Grundstücke zur Bestellung von Wertpapierhypothen gestellt werden. „*Unbebaubare Grundstücke oder solche Grundstücke, die nach deren Bebauung keinen dauernden Ertrag gewähren oder Grundstücke mit Altlasten eignen sich nicht zur Eintragung einer Wertpapierhypothek („Untauglichkeit von Grundstücken“). Weiterhin müssen bebaubare Grundstücke nach § 127 BauGB vollständig erschlossen bzw. erschließbar sein. Um Altlasten ausschließen zu können, verpflichtet sich die Emittentin vor Verkehrswertermittlung von einem Sachverständigen ein Bodenwertgutachten einzuholen, in dem das Nichtbestehen von Altlasten bestätigt wird. Grundstücke dürfen nur in Deutschland belegen sein. Die Emittentin muss nicht notwendigerweise Eigentümerin des Grundstücks sein, auf dem Wertpapierhypothek bestellt werden sollen.“*

#### **5. Deckung der Hypothekenanleihe**

„*Als Deckung für die Hypothekenanleihe dürfen nur Wertpapierhypothen benutzt werden, die die in Buchstaben a) bis c) bezeichneten Erfordernisse erfüllen.“*

##### **a) Ermittlung des Verkehrswerts, Wertermittlungsverfahren**<sup>544</sup>

„*(„Verkehrswert, -ermittlung und Wertermittlungsverfahren“): Der Verkehrswert eines Grundstücks wird gemäß den nachfolgenden Bestimmungen und dem § 194 Baugesetzbuch in Verbindung mit den in den Anleihebedingungen zitierten Paragraphen der Verordnung über die Grundsätze für die Ermittlung der Verkehrswerte von Grundstücken (Wertermittlungsverordnung vom 6. Dezember 1988 (WertV)) ermittelt.*

„*Als Stichtag für die Verkehrswertermittlung ist der Tag der Begutachtung zu wählen. Bei der Wertermittlung sind die Vorschriften des ersten und zweiten Teils der Wertverordnung analog anzuwenden.“*

„*(„Unbebautes Grundstück“): Der Verkehrswert ist bei einem Bauplatz aus dem Bodenwert des Grundstücks zu bestimmen. Der Bodenwert ist im Vergleichsverfahren nach §§ 1 Abs. 1, 2, 7, 13, 14 WertV in Verbindung mit § 21 Absatz 2 WertV zu ermitteln.“*

„*(„Bebautes und ertragsfähiges Grundstück“): Der Verkehrswert bei einem Grundstück auf dem bereits ein Gebäude errichtet und ertragsfähig ist, ist nach der Ermittlungsgrundlage des §§ 1 Abs. 1, 2, 7 WertV zu ermitteln. Bei der Auswahl der Wertverfahren sind stets das Sach- und das Ertragswertverfahren anzuwenden. Das Vergleichsverfahren kann auch zusammen mit den anderen beiden Verfahren oder mit einem der beiden kombiniert angewendet werden.“*

<sup>543</sup> Die Verkehrswertermittlung orientiert sich an den Ausführungen gemäß Abschnitt 4.3.1. Auf Details in diesem referenzierten Abschnitt wird hier nicht mehr eingegangen.

<sup>544</sup> Der Verkehrswert und die Verkehrswertermittlung orientieren sich an den Ausführungen gemäß Abschnitt 4.3.1. Auf Details in diesem referenzierten Abschnitt wird hier nicht mehr eingegangen.

**b) Wertgrenzen und Voraussetzung für die Freigabe von Anlagegeldern**<sup>545</sup>

„Der der Emittentin frei zu gebende Betrag von Anlagegeldern zur Wertpapierhypothek darf die ersten vier Fünftel des Verkehrswertes des Grundstücks („Wertgrenze“) nicht übersteigen.<sup>546</sup> Die Wertpapierhypotheken dürfen die Wertgrenzen überschreiten, d.h. es dürfen höhere Wertpapierhypotheken im Grundbuch eingetragen werden, allerdings dürfen Anlagegelder nur bis zur Höhe der Wertgrenzen ausgeschüttet werden.“

**c) Gutachter und Gutachten**<sup>547</sup>

„(Qualifikation des Gutachter): Der Verkehrswert ist von einem öffentlich bestellten Sachverständigen (Gutachter) in einem Sachverständigengutachten“ nach den Grundsätzen der vorstehenden Absätze festzustellen.

Der „Gutachter“ bzw. „Sachverständige“ muss in seiner Person von einer Akkreditierungsstelle als anerkannter Sachverständiger im Sinne des Standards DIN EN ISO/IEC 17024 zertifiziert sein und gegenüber der Emittentin, dem Grundbuch-, Gläubiger- und Treuhandvertreter neutral sein, im Besonderen darf er diesen Personen nicht weisungsgebunden sein.“

„(Qualität des Gutachtens): Das Gutachten muss in qualitativer Hinsicht in Gemäßheit der Vorschrift des § 5 BelWertV erstellt werden. Überdies muss in dem Sachverständigengutachten explizit ausgewiesen werden, dass keine Untauglichkeit des Grundstücks vorliegt. Der Sachverständige hat sich in dem Gutachten als zertifiziert im Sinne der obigen Norm auszuweisen.

Der Sachverständige hat neben der Erstellung des Sachverständigengutachtens eine für den Treuhandvertreter bestimmte Verkehrswertbestätigung“ anzufertigen. In der Verkehrswertbestätigung sind der ermittelte Verkehrswert und die genaue Bezeichnung des Grundstücks auszuweisen und die Verkehrswertbestätigung ist durch den Gutachter mit seinem Siegel zu versehen und zu unterschreiben. Die Emittentin beauftragt von sich aus einen Sachverständigen zur Ermittlung des Verkehrswertes von Grundstücken, die mit Sicherheitshypotheken belastet werden sollen.

---

<sup>545</sup> Die Bestimmungen zu den Wertgrenzen und zur Freigabe von Anlagegeldern orientieren sich an den Ausführungen gemäß Abschnitten 4.4 und 4.6. Auf Details in diesem referenzierten Abschnitt wird hier nicht mehr eingegangen.

<sup>546</sup> Eine Differenzierung der Wertgrenzen nach der Art des Grundstücks (z.B. unbebaut, bebaut) liegt in der Gestaltungsfreiheit der Emittentin. Die Wahl der Wertgrenze wurde hier mit 80% angegeben, da am Kapitalmarkt emittierte Hypothekenanleihen sich auf diesem Niveau eingependelt haben, wenn auch manchmal dabei keine Erstrangigkeit der Hypotheken feststellbar ist.

<sup>547</sup> Die Anforderungen an den Gutachter und an das Gutachten orientieren sich an den Ausführungen gemäß Abschnitt 4.5. Auf Details in diesem referenzierten Abschnitt wird hier nicht mehr eingegangen.

*Sämtliche Kosten für die Erstellung des Gutachtens und der Verkehrswertbestätigung des Gutachters, sowie für die Eintragung und Löschung von Sicherungshypotheken trägt die Emittentin.*<sup>548</sup>

## **6. Grundbuch-, Gläubiger- und Treuhandvertretungsbedingungen**<sup>549</sup>

### **a) Bestellung und Qualifikation eines Vertreters**

- *„Die Emittentin bestellt einen Grundbuch-, Gläubiger- und Treuhandvertreter, der vereinfacht als („Vertreter“) bezeichnet wird. Die Vertretungstätigkeit erstreckt sich auf die Grundbuch-, Gläubiger- und Treuhandvertretung („Vertretung“). Die Grundbuchvertretung richtet sich dabei nach § 1189 BGB und den in den Anleihebedingungen festgelegten Vertretungstätigkeiten, die Gläubigervertretung nach den Bestimmungen des Schuldverschreibungsgesetz (SchVerschrG), soweit in den Anleihebedingungen nichts spezielleres definiert ist oder das SchVerschrG oder einzelne Normen des SchVerschrG ausgeschlossen ist, die Treuhandvertretung nur nach den Anleihebedingungen. Die drei Vertretungsfunktionen können in einer Person ausgeübt werden.“*
- *„(„Qualifikation des Vertreters“): Tauglicher Vertreter kann nur ein Rechtsanwalt sein, er tritt weder in der Funktion als Partei der Emittentin noch als Partei der Anleihegläubiger auf. Der Zusammenschluss von Rechtsanwälten zur gemeinsamen Ausübung der Vertretung ist statthaft. Die in den Anleihebedingungen verfassten Bestimmungen zur Grundbuch-, Gläubiger- und Treuhandvertretung werden in einem neben den Anleihebedingungen separaten Vertrag zwischen der Emittentin und dem Vertreter kontrahiert („Vertretungsvertrag“). Inhaltlich ist der Vertrag identisch mit den Anleihebedingungen, die die Grundbuch-, Gläubiger- und Treuhandvertretung betreffen.“*

### **b) Wechsel des Vertreters; Übertragung der Vertretung an Dritte**

- *„(„Wechsel des Vertreters“): Ein Austausch des Vertreters während der Laufzeit der Hypothekenanleihe ist zum Schutze der Anleihegläubiger ausgeschlossen, d.h. eine ordentliche Kündigung des Vertretungsvertrags ist während der Laufzeit der Hypothekenanleihe nicht möglich. Davon unberührt, ist eine außerordentliche Kündigung aus wichtigem Grund sowohl von der Emittentin, als auch vom Vertreter möglich. Wird die Vertretung einer Anwaltskanzlei übertragen, so ist diese einseitig legitimiert, einen zugelassenen Rechtsanwalt aus der Anwaltssozietät des Vertreters in den Vertretungsverträgen eintreten zu lassen.*

---

<sup>548</sup> Es ist bei der Formulierung der Anleihebedingungen festzulegen, wer den Vertreter bestellt, ob die Grundbuch-, Gläubiger- und Treuhandvertretung in einer Person vereinigt sein kann, welche Qualifikation solche Vertreter aufbringen müssen und ob und unter welchen Voraussetzungen ein Vertreter ausgewechselt werden kann oder sich vertreten lassen kann. Sinnvollerweise bestellt die Emittentin den ersten Vertreter, der die Grundbuch-, Gläubiger- und Treuhandvertretung in einer Person übernimmt.

<sup>549</sup> Die Anforderungen an den Grundbuch-, Gläubiger- und Treuhandvertreter orientieren sich an den Ausführungen gemäß Abschnitt 4.6. Auf Details in diesem referenzierten Abschnitt wird hier nicht mehr eingegangen.

- „(„Ausfall des Vertreters“): Soweit der Vertreter faktisch nicht mehr in der Lage ist, das Vertretungsverhältnis ordnungsgemäß auszuüben, z.B. wegen Krankheit, kann er dieses mit sämtlichen Rechten und Pflichten auf einen Dritten übertragen, wenn dieser tauglicher Vertreter nach den für diese Hypothekenanleihe getroffenen Annahmen ist und wenn kein wichtiger Grund der Übertragung entgegensteht und die Gläubigerrechte durch die Übertragung nicht beeinträchtigt werden. Im Falle einer Übertragung ist die Emittentin unverzüglich zu unterrichten und im Grundbuch nach § 1189 Abs. 1 Satz 2 BGB bei den bestehenden Wertpapierhypotheken der neue Vertreter berichtigend einzutragen.“
- „(„Sicherung der Anleihegläubiger“): Für den Fall der Eröffnung des Insolvenzverfahrens über das Vermögen des Vertreters oder deren Ablehnung mangels Masse, verpflichtet sich dieser hiermit, das Treugut aussondernd nach § 47 InsO unverzüglich einen Grundbuch-, Gläubiger- und Treuhändervertreter, der in die Rechte und Pflichten aus dem Vertretervertrag eintritt, zu übertragen. Entsprechendes gilt für den Fall, dass Maßnahmen der Einzelzwangsvollstreckung in das treuhänderisch verwaltete Treugut eingeleitet werden. Die Auswahl des neuen Vertreters obliegt der Emittentin nach Maßgabe der Bestimmungen für die Qualifikation des Vertreters bzw. der Gläubigerversammlung im Insolvenzfall der Emittentin.“
- „(„Streitigkeiten“): Streitigkeiten zwischen dem Vertreter und der Emittentin oder zwischen dem Vertreter und den Anleihegläubigern unterliegen der ordentlichen Gerichtsbarkeit.“

#### **b) Treuhänder; Überwachung und Mittelfreigabe**<sup>550</sup>

- „Die Stellung des Vertreters als Treuhänder der Anleger der Hypothekenanleihe erstreckt sich nur auf die Überwachung der Zweck gerichteten Auskehrung der Anlegergelder.“
- „Der Vertreter führt unter seinem Namen bei eine der in den Anleihebedingungen angegebenen Zahlstellen ein Treuhandkonto („Treuhandkonto“).“<sup>551</sup>
- „Der Vertreter darf Anlagegelder von dem Treuhandkonto nur dann zur Auszahlung an die Emittentin bringen, wenn kumulativ sichergestellt ist, dass (1) eine erstrangige Wertpapierhypothek an den bezeichneten Grundstücken nach §§ 1184-1187 BGB und den Anleihebedingungen bestellt ist, der Eintragung nichts im Wege steht, und (2) eine Verkehrswertbestätigung zu diesen Grundstücken von einem Sachverständigengutachter dem Vertreter vorliegt und (3) der der Emittentin auszuschüttende Betrag vier Fünftel des festgestellten und durch Verkehrswertbestätigung eines nach Maßgabe der Anleihebedingungen tauglichen Sachverständigen nachgewiesenen Verkehrswertes des Grundstücks nicht übersteigt.“<sup>552</sup>

---

<sup>550</sup> Zu den in diesem Abschnitt aufgeworfenen Treuhandbestimmungen bestehen bei der Hypothekenanleihe keine näheren gesetzlichen Bestimmungen, weder § 1189 BGB noch das SchVerschrG regeln diese Sachverhalte.

<sup>551</sup> Zu den Rechtsverhältnissen zum Treuhandkonto, zum Treugut und zum Aussonderungsrecht im Insolvenzfall, *Schimansky/Bunte/Lwowski*, S. 751 – 768.

<sup>552</sup> Vgl. die Ausführungen zur Wertgrenze in Abschnitt 4.4.

- *„Der Vertreter muss weder das Sachverständigengutachten noch die Verkehrswertbestätigung auf inhaltliche Richtigkeit und Vollständigkeit hin überprüfen. Er muss ferner nicht den festgestellten Verkehrswert auf Plausibilität hinsichtlich des tatsächlichen Verkehrswerts untersuchen. Der Vertreter muss auch das Grundstück, auf dem Wertpapierhypotheken für die Hypothekenanleihe eingetragen werden sollen nicht vor Ort in Augenschein nehmen. Er muss lediglich prüfen, ob die Verkehrswertbestätigung zu dem bezeichneten Grundstück einen Verkehrswert ausweist und die Verkehrswertbestätigung von dem Gutachter mit seinem Gutachtersiegel im Original unterschrieben ist.“<sup>553</sup>*
- *„Der Vertreter berücksichtigt bei der Auskehrung von Anlagegeldern an die Emittentin keine Wertgrenzen an den Grundstücken für die anfallenden Zinszahlungen bei den Zinsläufen der Hypothekenanleihe. Diese werden lediglich durch den abstrakten Zinssatz von 15 % bei der Wertpapierhypothek gedeckt, allerdings nicht innerhalb der Wertgrenze, welche für die Auskehrung von Anlagegeldern gilt. Während der Laufzeit der Hypothekenanleihe, erfolgt die erneute Auskehrung solcher Anlegergelder auf dem Treuhandkonto an die Emittentin nach den gleichen Kriterien wie bei der erstmaligen Vergabe.“<sup>554</sup>*

Anmerkung: bei der erstmaligen Hingabe von Kapital kann nur das Kapital selbst gedeckt werden, Zinsansprüche aus zukünftigen Zinsläufen werden nicht berücksichtigt.

### **c) Grundbuchvertretung; Verfügungsmacht**

- *„Der Vertreter in der Funktion des Grundbuchvertreters ist befugt, mit Wirkung für und gegen die Anleger, die Emittentin und dem Eigentümer alle Verfügungen über das dingliche Recht zur Bestellung und Löschung der Wertpapierhypotheken im Sinne des § 1189 BGB und den nachfolgenden Bestimmungen vorzunehmen.“*
- *„Der Vertreter ist nach § 1189 Abs. 2 BGB verpflichtet, Verfügungen über Wertpapierhypotheken zu treffen, für die der Eigentümer des Grundstücks einen Anspruch hat, das betrifft insbesondere die Mitwirkung bei der Löschung der betreffenden Sicherungshypothek am Ende der Laufzeit der Hypothekenanleihe oder bei einem Austausch der Wertpapierhypothek während der Laufzeit der Anleihe Zug um Zug*
  - *gegen Überweisung der zurückzuzahlenden Anlagegelder in Höhe der zu löschenden Hypothekensumme auf das Treuhandkonto bei der betreffenden Zahlstelle durch die Emittentin*

---

<sup>553</sup> Die Regelung erscheint geboten, um den Vertreter nicht Haftungstatbeständen bei fehlerhaften Sachverständigengutachten ausgesetzt zu sein. Insoweit wird dem Vertreter nur die Verkehrswertbestätigung ausgehändigt, was impliziert, dass er das zugrunde liegende Sachverständigengutachten inhaltlich gar nicht in Augenschein nimmt, also keine Kenntnis über den Inhalt erlangt.

<sup>554</sup> Die Forderung aus den Zinsen sollen bei der Deckung nur insoweit berücksichtigt werden, als ein abstrakter Zinssatz bei der Wertpapierhypothek in das Grundbuch nach § 1115 BGB eingetragen wird, der etwaige „ausgefallene“ Zinszahlungen berücksichtigt. Der Zinssatz von 15 % spiegelt den Erfahrungswert in der Kreditwirtschaft wieder, wonach bei diesem die Kosten der Versteigerung und ausgefallene Zinsen bei der Versteigerung mit gewisser Wahrscheinlichkeit einbringbar sind. Der Zinssatz schottet Nachranggläubiger ab, d.h. erst wenn die Ansprüche aus der Hypothekenanleihe aus der Hypothekensumme nebst dem 15% Zinssatz befriedigt sind, werden Nachranggläubiger in der Befriedigung berücksichtigt.

- *und dem Nachweis durch Vorlage einer entsprechenden Bestätigung der Zahlstelle durch die Emittentin an den Vertreter, dass die Zinsen an allen bis zum Lösungszeitpunkt angefallenen Zinszahlungsterminen („Zinsläufen“) pünktlich und vollständig an die Anleihegläubiger bezahlt worden sind (Nachweis durch die Zahlstelle, die von Clearstream einen entsprechenden Nachweis erhält).“<sup>555</sup>*

#### **d) Gläubigervertretung, Vertretungsumfang und -beschränkung**

- *„Im Rahmen der Vertretungstätigkeit in der Funktion als Gläubigervertreter ist der Vertreter nicht verpflichtet, bei Nichtzahlung von fälligen Zinsen oder bei Nichtrückzahlung des Anlagebetrages zum Rückzahlungszeitpunkt eigenständig etwas zu unternehmen. Vielmehr hat der Vertreter den Anlegern nur auf Anfrage hin, im Rahmen der gesteckten Gläubigervertretungsaufgaben tätig zu werden.“*
- *„Auf Anfrage der Anleihegläubiger oder der Emittentin hin, hat der Vertreter über die Vorgänge der Vertretungstätigkeit Auskunft zu geben. Die Vertretungstätigkeit erstreckt sich ausschließlich auf die in den Anleihebedingungen festgelegten Vertretungsbestimmungen. Der Vertreter ist dabei nicht an Weisungen der Emittentin oder der Anleihegläubiger gebunden. Der Vertreter ist legitimiert, sämtliche im Kontext seiner Vertretungstätigkeit erforderlichen Unterlagen, insbesondere Sachverständigengutachten und Unterlagen betreffend die Grundstücke und Hypotheken bei der Emittentin einzusehen bzw. anzufordern, wenn er dies für geboten hält.“*
- *„Der Vertretungsumfang erstreckt sich nicht auf die Durchsetzung der Ansprüche der Anleger bis zur vollständigen Befriedigung aus den Wertpapierhypotheken, soweit in der Gläubigerversammlung der Vertreter hierzu nicht ausdrücklich ermächtigt wird.“*
- *Soweit die Emittentin oder ein Eigentümer eines Grundstücks, auf dem eine Wertpapierhypothek eingetragen ist, in Insolvenz gerät, wird der Vertreter gegenüber dem Insolvenzverwalter das Absonderungsrecht bezüglich der Hypotheken geltend machen. Das gleiche gilt, wenn in ein solches Grundstück das Zwangsversteigerungs- oder Zwangsverwaltungsverfahren eingeleitet worden ist. Der Vertreter wird nicht selbst tätig, um das Zwangsverwaltungs- bzw. Zwangsversteigerungsverfahren zu betreiben.“*

---

<sup>555</sup> Die Verfügungsermächtigung des Grundbuchvertreters ist hier positiv geregelt. Entgegen § 1189 BGB der sämtliche Verfügungen zulässt. Die Bestellung der Wertpapierhypotheken obliegt nicht dem Vertreter.

- *„Soweit die Hypothekenanleihe gemäß den Anleihebedingungen wegen Notleidenschaft von einem oder mehreren Anleihegläubigern außerordentlich gekündigt wird und die Kündigung dem Vertreter unter Nennung des Kündigungsgrundes angezeigt wird, wird dieser unverzüglich den Umstand der außerordentlichen Kündigung und der Notleidenschaft in einem überregionalen Börsenblatt veröffentlichen lassen und Ort und Zeitpunkt für eine erste Gläubigerversammlung („Einberufung“) in dem Börsenblatt bekannt geben und eine erste Gläubigerversammlung leiten. Im Weiteren ist er jedoch nicht verpflichtet, für die Gläubiger tätig zu werden. Es obliegt der Gläubigergemeinschaft in der ersten Gläubigerversammlung durch Beschlussfassung die weitere Vorgehensweise zu bestimmen, die Ansprüche aus der Anleihe geltend zu machen. Insbesondere ist in der ersten Versammlung der weitere Gläubigervertreter zu bestimmen. Die weitere Gläubigervertretung richtet sich dann nach den Bestimmungen des Schuldverschreibungsgesetzes (SchVerschrG). Soweit in dieser ersten Gläubigerversammlung in der Beschlussfassung ein anderer Gläubigervertreter bestimmt wird, erlischt die Vertretung des bisherigen Vertreters mit dem Datum der Beschlussfassung. Der alte Vertreter wird dem neuen Vertreter unverzüglich alle Unterlagen herausgeben, die zur Geltendmachung der Ansprüche der Anleihegläubiger notwendig sind.“*

#### **e) Pflichten der Emittentin im Zusammenhang mit der Ausübung der Vertretung**

*„Die Emittentin ist verpflichtet, dem Grundbuchvertreter zu den Zinszahlungsterminen über den Stand der Zinszahlungen und über alle sonstigen relevanten Ereignisse, die die Interessen der Anleihegläubiger betreffen, unaufgefordert Auskunft zu erteilen“.*

#### **f) weitere Klauseln**

- Es sollte eine Klausel aufgenommen werden, wonach bei einer Inanspruchnahme des Vertreters bei einem Verstoß der Emittentin die Haftung bzw. ein Haftungsausschluss des Vertreters geregelt wird. Weiterhin sollte die Haftung des Vertreters für eigenes Verschulden geregelt sein und eine Haftungshöchstgrenze bestimmt werden.
- Darüberhinaus sollte für die Vertretungstätigkeit eine Vergütungsregelung getroffen werden und dem Vertreter ein Zurückbehaltungsrecht durch Einstellung der weiteren Tätigkeiten des Vertreters bei ausstehenden Vergütungszahlungen zustehen.
- Es empfiehlt sich, die Vergütung des Vertreters für einen zu definierenden Zeitraum zu sichern, z.B. durch Bankbürgschaft auf erstes Anfordern. Der Zweck besteht darin, die Vertretungstätigkeit während der Laufzeit der Anleihe sicherzustellen.



## 7 Prospekt im Zusammenhang mit der Hypothekenanleihe

Nach der Hypothese, dass die Hypothekenanleihe nicht privat platziert werden soll, sondern in Deutschland öffentlich angeboten werden soll und in den Freiverkehr einer Börse in Deutschland einbezogen werden soll, beschäftigt sich dieser Abschnitt damit, ob für die Hypothekenanleihe eine Prospektspflicht besteht und wenn ja, welche besonderen Anforderungen an die Erstellung eines Prospekts im Hinblick auf die hypothekarische Besicherung der Anleihe bestehen.

### 7.1 Prospektspflicht für die Hypothekenanleihe

Als erstes ist zu prüfen, ob für die Hypothekenanleihe unter den getroffenen Annahmen eine Pflicht zum Erstellen eines Prospektes besteht, d.h. vor Aufnahme des öffentlichen Angebots bzw. der Einbeziehung der Anleihe in den Freiverkehr ein gebilligter Prospekt vorliegen muss.

1. Für die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung von Prospekten ist das Wertpapierprospektgesetz (WpPG) nach § 1 Abs. 1 WpPG anzuwenden<sup>556</sup>, soweit nicht die Ausnahmetatbestände in § 1 Abs. 2 WpPG<sup>557</sup> greifen (Anwendungsbereich)<sup>558</sup>.

2. Zunächst müsste für die Hypothekenanleihe eine Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts entweder nach § 3 Abs. 1 Satz 1 WpPG<sup>559</sup> oder nach § 3 Abs. 3 WpPG<sup>560</sup> bestehen, soweit nicht die Ausnahmetatbestände des Katalogs aus § 3 Abs. 2 WpPG<sup>561</sup> oder § 4 Abs. 1 WpPG<sup>562</sup> im ersten Fall bzw. die Ausnahmetatbestände in § 4 Abs. 2 WpPG<sup>563</sup> im zweiten Fall greifen.

a) Nach § 3 Abs. 1 Satz 1 WpPG besteht für Wertpapiere, die im Inland öffentlich angeboten werden eine Prospektspflicht. Die Hypothekenanleihe ist tatbestandsmäßig als Wertpapier zu qualifizieren.

<sup>556</sup> *Just/Voß/Zeising*, 2007; *Groß*, 2006, WpPG, A. 1. Rdn. 1.

<sup>557</sup> *Groß*, 2006, § 2 WpPG, Rdn. 1, 2; *Heidel/Röhrborn/Rimbeck*, 2007, 15, § 1 WpPG, B..

<sup>558</sup> *Groß*, 2006, WpPG, A. 1. a Rdn. 2-3, c Rdn. 6; *Heidel/Röhrborn/Rimbeck*, 2007, 15, vor § 1 WpPG, Rdn. 1, 2. Das jetzige WpPG steht in Verbindung mit der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 (kurz: VO (EG) 809/2004) vom 29. April 2004<sup>558</sup>, welches eine Durchführungsbestimmung zur Konkretisierung der Prospektinhalte umfasst und ohne weitere Umsetzung direkt in allen Mitgliedstaaten der EU seit dem 1. Juli 2005 gilt und auf der Prospekttrichtlinie 2003/71 EG (kurz RL 2003/71/EG) vom 4. November 2003 fußt, welche eine Rahmenrichtlinie über neues Regime für Wertpapierprospekte vorsieht, welches in nationales Recht zum 1. Juli 2005 umzusetzen war.

<sup>559</sup> *Groß*, 2006, § 3 WpPG, Rdn. 4; *Heidel/Grosjean*, 2007, 15, § 3 WpPG, A. Rdn. 1.

<sup>560</sup> *Groß*, 2006, § 3 WpPG, Rdn. 11-14; *Heidel/Grosjean*, 2007, 15, § 3 WpPG, F. Rdn. 14.

<sup>561</sup> *Groß*, 2006, § 3 WpPG, Rdn. 6-10; *Heidel/Grosjean*, 2007, 15, § 3 WpPG, B. Ausnahmen, C. Ausnahmekatalog.

<sup>562</sup> *Groß*, 2006, § 3 WpPG, Rdn. 2,3; *Heidel/Grosjean*, 2007, 15, § 4 WpPG, B. Ausnahmekatalog, Rdn. 2-11 (Auf die Ausnahmen wird nicht eingegangen, da nicht zutreffend).

<sup>563</sup> *Groß*, 2006, § 3 WpPG, Rdn. 7-20; *Heidel/Grosjean*, 2007, 15, § 4 WpPG, C. Rdn. 12-20 (Auf die Ausnahmen wird nicht eingegangen, da nicht zutreffend).

Der Begriff des Wertpapiers im Sinne des WpPG ist in § 2 Nr. 1 WpPG<sup>564</sup> legal definiert. Nach Satz 1 qualifizieren sich hierfür nur übertragbare Wertpapiergattungen, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können. Die Geeignetheit für den Markt setzt deren Vertretbarkeit, d.h. Fungibilität<sup>565</sup> und Umlauffähigkeit, voraus. Vertretbarkeit heißt dabei, dass die Wertpapiere dieselben Rechte verkörpern müssen. Als umlauffähig gelten Wertpapiere, die durch Einzel- oder Sammelurkunden verbrieft sind<sup>566</sup>.

Die Hypothekenanleihe wird gemäß den getroffenen Annahmen in einer Sammelurkunde verbrieft und ist aufgrund der Inhaberstellung übertragbar und damit der Fungibilität und Umlauffähigkeit grundsätzlich zugänglich. Bei der Hypothekenanleihe liegt somit nach dem allgemeinen Wertpapierbegriff in § 2 Nr. 1 WpPG ein Wertpapier vor.

Wertpapiere nach § 2 Nr. 1 WpPG sind darüberhinaus die in a) bis c) aufgezählten speziellen Wertpapiere. Für die Hypothekenanleihe ist dabei als Wertpapier ein Schuldtitel nach Buchstabe b) zutreffend, da die sie zu den Schuldverschreibungen nach §§ 793 ff. BGB zählt, welche von den Schuldtiteln nach Buchstabe b) tatbestandsmäßig mit erfasst sind.

Es liegt auch ein öffentliches Angebot vor, da gemäß aufgestellter Prämisse die Hypothekenanleihe zur Zeichnung an das öffentliche Publikum herangetragen werden soll.

Das Tatbestandsmerkmal öffentliches Angebot ist in § 2 Nr. 4 WpPG<sup>567</sup> legal definiert. Demnach ist ein öffentliches<sup>568</sup> Angebot<sup>569</sup> „eine Mitteilung an das Publikum in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und die anzubietenden Wertpapiere enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, über den Kauf oder die Zeichnung der Wertpapiere zu entscheiden“.

Aus dem Wortlaut ergibt sich für ein öffentliches Angebot eine weit formulierte Definition. Eine Abgrenzung zur Privatplatzierung ist schwierig. Soweit bei der Hypothekenanleihe eine derartig gerichtete Aussage gegenüber dem Publikum getroffen wird, liegt ein öffentliches Angebot bei der Hypothekenanleihe vor. Abzugrenzen vom öffentlichen Angebot, wäre die Privatplatzierung, wo nur dem Anbieter bekannte einzelne Personen angesprochen werden<sup>570</sup>. Eine trennscharfe Abgrenzung zwischen Privatplatzierung und öffentlicher Platzierung lässt sich nicht herbeiführen.

Dieser Sachverhalt wird nicht weiter untersucht, da per Annahme eine Privatplatzierung ausscheidet.

<sup>564</sup> *Heidel/Röhrborn/Rimbeck*, 2007, 15, § 1 WpPG, A. Rdn. 1.

<sup>565</sup> *Groß*, 2006, § 2 WpPG, Rdn. 3.

<sup>566</sup> *Groß*, 2006, § 2 WpPG, Rdn. 2.; *Heidel/Grosjean*, 2007, 15, § 2 WpPG, A. Rdn. 2.

<sup>567</sup> *Heidel/Grosjean*, 2007, 15, § 2 WpPG, C. I. Rdn. 9 (Legaldefinition zum öffentlichen Angebot).

<sup>568</sup> Tatbestandsmerkmal: öffentlich, *Groß*, 2006, § 2 WpPG, Rdn. 8, 16; *Heidel/Grosjean*, 2007, 15, § 2 WpPG, C. II. Rdn. 19-21.

<sup>569</sup> Tatbestandsmerkmal: Angebot, *Groß*, 2006, § 2 WpPG, Rdn. 9; *Heidel/Grosjean*, 2007, 15, § 2 WpPG, C. III. Rdn. 13-18.

<sup>570</sup> Tatbestandsmerkmal: Privatplatzierung, *Groß*, 2006, § 2 WpPG, Rdn. 17; *Heidel/Grosjean*, 2007, 15, § 2 WpPG, C. III.1 Rdn. 19.

Zu überprüfen ist, ob die Mitteilung über die Einbeziehung der Hypothekenanleihe in den Freiverkehr einer Börse in Deutschland einem öffentlichen Angebot gleichkommt und für sich alleine betrachtet schon eine Prospektspflicht auslöst. Weder der Antrag für die Einbeziehung noch die börsenseitige Einbeziehung von Wertpapieren in den Freiverkehr werden als gezielt gerichtete Ansprache eines Publikums gewertet, so dass es bereits an dem Tatbestandsmerkmal Angebot scheitert<sup>571</sup>. Anders ist der Fall zu beurteilen, wenn die Einbeziehung in den Freiverkehr von dem Anbieter gezielt mit Werbemaßnahmen begleitet wird und so genannte „*essentialia negotii*“ der Hypothekenanleihe Preis gegeben werden, dann wird ein öffentliches Angebot bejaht<sup>572</sup>. Soweit dies unterbleibt, stellt die bloße Einbeziehung eines Wertpapiers in den Freiverkehr kein öffentliches Angebot dar.

Die Hypothekenanleihe soll nach den getroffenen Annahmen nur in Deutschland, also nur im Inland angeboten werden. Die Emittentin der Hypothekenanleihe ist ein Unternehmen und damit auch tauglicher Anbieter nach § 2 Nr. 10 WpPG<sup>573</sup>.

Nach § 3 Abs. 1 WpPG liegt somit eine Prospektspflicht vor.

b) Nach § 3 Abs. 4 WpPG besteht für Wertpapiere, die im Inland zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen, eine Prospektspflicht.

Nach dieser Vorschrift kommt es nur noch auf das Tatbestandsmerkmal des organisierten Marktes an, da die übrigen Tatbestandsmerkmale im Rahmen des öffentlichen Angebots bei der Hypothekenanleihe bereits zutreffend sind. Das Tatbestandsmerkmal organisierter Markt ist in § 2 Nr. 16 WpPG<sup>574</sup> legal definiert.

Nach § 2 Nr. 16 WpPG muss ein organisierter Markt die Merkmale aufweisen, von einer staatlich anerkannten Stelle geregelt und überwacht zu werden, regelmäßig stattfinden und für das Publikum unmittelbar oder mittelbar zugänglich sein. Zu prüfen ist indes nur, ob der Freiverkehr als organisierter Markt im Sinne des WpPG aufzufassen ist. Aus dem Gesetzeswortlaut ist dies nicht ableitbar. Die Einbeziehung eines Wertpapiers in den Freiverkehr basiert auf privatrechtlicher Basis, der Freiverkehr ist nach § 57 BörsG rein privatrechtlich organisiert. Es scheitert schon an dem Tatbestandsmerkmal der staatlich anerkannten Stelle<sup>575</sup>.

---

<sup>571</sup> Zum Freiverkehr, *Groß*, 2006, § 2 WpPG, Rdn. 15; *Heidel/Grosjean*, 2007,15, § 1 A. Rdn. 2; § 2 WpPG, C. V Rdn. 25.

<sup>572</sup> Zum Freiverkehr, *Groß*, 2006, § 2 WpPG, Rdn. 15; *Heidel/Grosjean*, 2007,15, § 2 WpPG, C. V Rdn. 25; gemäß der Regierungsbegründung zum 2. Finanzmarktförderungsgesetz, Bundestag-Drucksache 12/6679, S. 45 wurde klargestellt, dass der Freiverkehr kein organisierter Markt im Sinne des § 2 Abs. 5 KWG sein soll, vgl. Fußnote 17, *Groß*, 2006.

<sup>573</sup> Tatbestandsmerkmal Anbieter, *Groß*, 2006, § 2 WpPG, Rdn. 25; *Heidel/Grosjean*, 2007,15, § 2 I. Rdn. 34.

<sup>574</sup> Tatbestandsmerkmal organisierter Markt, *Groß*, 2006, § 2 WpPG, Rdn. 35; *Heidel/Grosjean*, 2007,15, § 2 O. Rdn. 43; demnach ist der organisierte Markt der amtliche und geregelte Markt.

<sup>575</sup> *Groß*, 2006, § 57 BörsG Rdn. 1,2,4; siehe Fußnote 498, 499, 500.

Kein organisierter Markt ist indes der ausschließlich privatrechtlich geregelte Freiverkehr<sup>576</sup>. Eine Prospektspflicht nach dem WpPG wird mit der Einbeziehung eines Wertpapiers in den Freiverkehr nicht begründet<sup>577</sup>. Damit besteht für den bloßen Einbezug der Hypothekenanleihe in den Freiverkehr einer Börse keine Prospektspflicht nach § 3 Abs. 3 WpPG.

Ungeachtet des Fehlens einer Prospektspflicht nach dem WpPG fordern manche Börsen in Deutschland für das einzubeziehende Wertpapier einen von der BaFin nach dem WpPG gebilligten Prospekt, wie dies etwa bei der Düsseldorfer Börse der Fall ist, hingegen bei der Frankfurter Börse im Freiverkehrssegment lediglich ein Exposé<sup>578</sup> mit den wesentlichen Angaben zur Emittentin und um Wertpapier abverlangt werden. Näheres regelt die Geschäftsordnung des Freiverkehrs der einzelnen Börsen<sup>579</sup>.

Begründet wird die Prospektspflicht in Düsseldorf mit qualitativen Anforderungen an den Antragsteller und an das Wertpapier, deren Erfüllung mit dem Vorliegen eines von der BaFin gebilligten Prospekts implizit angenommen wird<sup>580</sup>.

In dieser Arbeit wird auf die Erstellung des Prospekts mit den zu beachtenden Besonderheiten der hypothekarischen Besicherung eingegangen (vgl. §§ 5 – 12 WpPG)<sup>581</sup>. Dagegen ergeben sich aus den Vorschriften zur Billigung des Prospekts durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (vgl. § 2 Nr. 17 WpPG)<sup>582</sup> und zur Veröffentlichung von Prospekten (vgl. §§ 13 – 16 WpPG)<sup>583</sup> bei der Hypothekenanleihe gegenüber Standardanleihen keine Besonderheiten. Auch sind die Vorschriften nach §§ 17, 18 und 20 WpPG unbeachtlich, da sie nur für ein grenzüberschreitendes öffentliches Angebot gelten, was bei der hier behandelten Hypothekenanleihe gemäß der Annahmen nicht der Fall sein soll. Jedoch ist die in § 19 WpPG getroffene Regelung betreffend die Prospektsprache auch für die Hypothekenanleihe von Bedeutung<sup>584</sup>, weshalb auf sie noch eingegangen wird.

Für die Erstellung des Prospekts sind die aus §§ 5 – 12 WpPG geregelten Vorschriften zu beachten.

<sup>576</sup> Die BaFin hat in ihrem Rundschreiben RS/2005 (VA) den Freiverkehr als organisierten Markt verneint; *Schwark/KMRK*, § 2 WpHG Rdn. 45, 46; *Assmann/Schneider/Kümpel*, § 15 WpHG, Rdn. 32; *Schwark*, § 57 Rdn. 3, 4; *Baumbach/Hopt*, § 57 BörsG Rdn. 2; *Groß*, 2006, § 57 BörsG, Rdn. 8.

<sup>577</sup> *Groß*, 2006, § 57 BörsG Rdn. 4.

<sup>578</sup> Ein Exposé weist keinen Prospektcharakter auf.

<sup>579</sup> Zu den Freiverkehrsrichtlinien, siehe *Schwark*, § 57 Rdn. 2.

<sup>580</sup> Indes die Aussage der BaFin: Für die bloße Einbeziehung eines Wertpapiers in den Freiverkehr besteht keine Pflicht zur Prüfung eines Prospekts durch die BaFin. Eine Prüfungspflicht erwächst nur dann, wenn eine Kombination aus einem öffentlichen Angebot und einer Einbeziehung sich aus dem erstellten Prospekt ergibt, wobei der Prüfungsumfang sich dann auf das öffentliche Angebot erstreckt und die Einbeziehung nur im Rahmen der Kohärenzprüfung in Bezug auf Widersprüche zum öffentlichen Angebot untersucht werden.

<sup>581</sup> Siehe nächster Abschnitt; *Heidel/Rimbeck*, 2007, 15, § 5 WpPG (Prospektinhalt), § 6 WpPG (Basisprospekt), § 7 WpPG (Mindestangaben), § 12 WpPG (Möglichkeiten der Erstellung des Prospekts).

<sup>582</sup> *Heidel/Grosjean*, 2007, 15, § 2 WpPG, O. Rdn. 44; *Groß*, 2006, § 2 Rdn. 36.

<sup>583</sup> *Heidel/Rimbeck*, 2007, 15, § 13 WpPG (Billigung des Prospekts), § 14 WpPG (Hinterlegung und Veröffentlichung des Prospekts), § 15 WpPG (Werbung) und § 16 WpPG (Nachtrag).

<sup>584</sup> *Heidel/Rimbeck*, 2007, 15, § 19 WpPG (Sprachenregelung), Rdn. 3-5 Herkunftsland Deutschland.

§§ 5 – 7 WpPG enthalten Vorschriften über den Aufbau des Prospekts und seine inhaltlichen Anforderungen<sup>585</sup>, § 5 WpPG ist die zentrale Norm, welche die Prospektgrundsätze enthält<sup>586</sup>. Nach § 5 Abs.1 WpPG muss der Prospektinhalt klar<sup>587</sup>, wahr<sup>588</sup> und aktuell<sup>589</sup> sein, die sonstigen Tatbestandsmerkmale des Absatzes 1 aufweisen und er muss nach § 5 Abs. 2 WpPG eine Zusammenfassung enthalten<sup>590</sup>. Darüberhinaus muss der Prospekt die in Absatz 3 und 4 genannten Voraussetzungen erfüllen, auf die nicht weiter eingegangen wird.

## 7.2 Form des Prospekts und anwendbare Schemata

Die Emittentin hat die Wahl zwischen der Hinterlegung<sup>591</sup> eines einteiligen Prospekts<sup>592</sup> gemäß § 12 Abs. 1 Satz 1 WpPG i.V.m. Kapitel III, Artikel 25, Abs. 1 VO (EG) 809/2004 oder eines dreiteiligen Prospekts<sup>593</sup> nach § 12 Abs. 1 Satz 2 WpPG i.V.m. Kapitel III, Artikel 25 Abs. 2 VO (EG) 809/2004. Der dreiteilige Prospekt besteht aus dem Registrierungsformular, aus der Wertpapierbeschreibung und aus der Zusammenfassung<sup>594</sup>. Der Inhalt der Zusammenfassung richtet sich nach § 5 Abs. 2 WpPG i.V.m. Kapitel III, Artikel 25, Abs. 1, Nr. 2 VO (EG) 809/2004, der auf den Artikel 5 Abs. 2 der RL 2003/71/EG basiert<sup>595</sup>. Regelmäßig fordert die BaFin darüber hinaus eine so genannte Überkreuz-Checkliste, selbst wenn der Prospekt nicht in Konformität zu den Anhängen der VO (EG) 809/2004 aufgebaut ist<sup>596</sup>. Anhand der Überkreuz-Checkliste wird die Prüfung des Prospekts bei der BaFin wesentlich erleichtert und beschleunigt. Der Basisprospekt nach § 6 Abs. 1 WpPG<sup>597</sup> muss noch nicht alle endgültigen Angebotsbedingungen enthalten. Die Erstellung eines dreiteiligen Prospekts kommt bei Emittentinnen<sup>598</sup> in Betracht, die nicht unter die Einlagenkreditinstitute<sup>599</sup> fallen oder bei denen die Strukturvoraussetzungen bei den zu begebenden Wertpapieren für die Einreichung eines Basisprospekts nicht vorliegen.

<sup>585</sup> *Heidel/Rimbeck*, 2007, 15, § 5 WpPG (Prospekt), § 6 (Basisprospekt), § 7 (Mindestangaben).

<sup>586</sup> *Groß*, 2006, § 5 WpPG Rdn. 2-5.

<sup>587</sup> *Groß*, 2006, § 5 WpPG Rdn. 3, *Heidel/Rimbeck*, 2007, 15, § 5 WpPG, B. Rdn. 2.

<sup>588</sup> *Groß*, 2006, § 5 WpPG Rdn. 4, *Heidel/Rimbeck*, 2007, 15, § 5 WpPG, B. Rdn. 2.

<sup>589</sup> *Groß*, 2006, § 5 WpPG Rdn. 5, *Heidel/Rimbeck*, 2007, 15, § 5 WpPG, B. Rdn. 2.

<sup>590</sup> *Groß*, 2006, § 5 WpPG Rdn. 6, *Heidel/Rimbeck*, 2007, 15, § 5 WpPG, C. Rdn. 16-20.

<sup>591</sup> Hinterlegung des Prospekts bei der BaFin nach der Billigung nach § 14 Abs. 1 WpPG; *Groß*, 2006, § 14 WpPG.

<sup>592</sup> *Heidel/Röhrborn*, 2007, 15, § 12 WpPG, A. Rdn. 1-2, Anhang WpPG, Kapitel III, Artikel 25, Abs. 1 VO (EG) 809/2004.

<sup>593</sup> *Heidel/Röhrborn*, 2007, 15, § 12 WpPG, A. Rdn. 1-2, Anhang WpPG, Kapitel III, Artikel 25, Abs. 1 VO (EG) 809/2004.

<sup>594</sup> *Heidel/Röhrborn*, 2007, 15, § 12 WpPG, A. Rdn. 2.

<sup>595</sup> *Heidel/Rimbeck*, 2007, 15, § 5 WpPG, B. Rdn. 10.

<sup>596</sup> *Heidel/Rimbeck*, 2007, 15, § 5 WpPG, B. Rdn. 2-15, Anhang WpPG, Kapitel III, Artikel 26, Abs. 3 VO (EG) 809/2004; (Prospektinhalt, Überkreuz-Checkliste).

<sup>597</sup> *Heidel/Röhrborn*, 2007, 15, § 6 WpPG, B. (Basisprospekt).

<sup>598</sup> Der Begriff der Emittentin ist in § 2 Nr. 9 WpPG legal definiert, danach ist eine Emittentin eine Person oder ein Unternehmen, die Wertpapiere begibt oder die Begebung beabsichtigt; *Groß*, 2006, § 2 WpPG Rdn. 24; *Heidel/Grosjean*, 2007, 15, § 2 WpPG, H. Rdn. 33.

<sup>599</sup> *Groß*, 2006, § 2 WpPG Rdn. 23; *Heidel/Grosjean*, 2007, 15, § 2 WpPG, G. Rdn. 32. Ein Einlagenkreditinstitut sind demnach Unternehmen im Sinne des § 1 Abs. 3 d Satz 1 KWG.

Zur Billigung der Veröffentlichung des Prospekts nach § 13 Abs. 1 WpPG<sup>600</sup> kann die Emittentin den dreiteiligen Prospekt als Gesamtdokument oder in Form von Einzeldokumenten bei der BaFin vorlegen. Der Prospekt muss inhaltlich mindestens die geforderten Angaben nach § 7 WpPG<sup>601</sup> enthalten. Diese richten sich nach der VO (EG) 809/2004 (in Prospekten enthaltene Informationen, Format, Aufnahme von Informationen mittels Verweis)<sup>602</sup>. Der Prospekt setzt sich aus den Schemata<sup>603</sup> gemäß dieser Verordnung für das Registrierungsformular zu der relevanten Produktgruppe der Hypothekenanleihe und dem Modul<sup>604</sup> und dem Schema für die Wertpapierbeschreibung dieser Produktgruppe zusammen<sup>605</sup>. Die Prospektsprache ist für die Hypothekenanleihe nach § 19 Abs. 1 WpPG<sup>606</sup> Deutsch, da der Herkunftsstaat<sup>607</sup> der Emittentin Deutschland ist. Da die Hypothekenanleihe, wie aufgezeigt, zu den Schuldtiteln zählt, sind die entsprechenden Schemata für das Registrierungsformular und für die Wertpapierbeschreibung von Schuldtiteln zur Prospekterstellung zu gebrauchen. Die EG-Verordnung stellt je nach Stückelung des Schuldtitels unterschiedliche Anforderungen an die Mindestinhalte, die sich in unterschiedlichen Merkmalen in den Schemata niederschlagen. Die nachfolgende Tabelle gibt hierzu einen Überblick.

Wertpapier	Anforderung	Norm	Mindestinhalte	Schemata
Schuldtitel § 2 Nr. 1 b WpPG	Stückelung <sup>608</sup> von weniger als 50.000 EUR	Artikel 7	Registrierungsformular	Anhang IV
		Artikel 8	Wertpapierbeschreibung	Anhang V
Schuldtitel § 2 Nr. 1 b WpPG	Mindeststückelung 50.000 EUR	Artikel 12	Registrierungsformular	Anhang IX
		Artikel 16	Wertpapierbeschreibung	Anhang XIII

Tabelle 2: Relevante Normen nach der VO (EG) 809/2004<sup>609</sup>

<sup>600</sup> Groß, 2006, § 13 WpPG Rdn. 3.

<sup>601</sup> Groß, 2006, § 7 WpPG Rdn. 1-6; *Heidel/Röhrborn*, 2007, 15, § 7 WpPG, Rdn. 1-2.

<sup>602</sup> *Heidel/Röhrborn*, 2007, 15, Anhang WpPG, Kapitel III, Absatz 25, Abs. 2 der VO (EG) 809/2004.

<sup>603</sup> *Heidel/Röhrborn*, 2007, 15, Anhang WpPG, Kapitel I, Artikel 2, Nr. 1 der VO (EG) 809/2004. Beim Schema handelt es sich um eine Liste von Mindestangaben, abhängig vom Emittenten und/oder vom zu begebenden Wertpapier.

<sup>604</sup> *Heidel/Röhrborn*, 2007, 15, Anhang WpPG, Kapitel I, Artikel 2, Nr. 2 der VO (EG) 809/2004; Ein Modul ist eine Liste zusätzlicher Angaben, die nicht in den Schemata enthalten sind.

<sup>605</sup> *Heidel/Rimbeck*, 2007, 15, § 5 WpPG, B. Rdn. 5.

<sup>606</sup> Groß, 2006, § 19 WpPG Rdn. 3-5 (Inland öffentliches Angebot); *Heidel/Rimbeck*, 2007, 15, § 19 WpPG, Rdn. 1.

<sup>607</sup> § 2 Nr. 13 a WpPG: Land in dem die Emittentin ihren Sitz hat.

<sup>608</sup> Stückelung ist die Unterteilung von hierfür geeigneten Wertpapieren in verschiedene Nominal- oder Nennwerte.

<sup>609</sup> *Heidel/Röhrborn*, 2007, 15, Anhang WpPG, Kapitel I, Artikel 2, 7, 8, 12, 16 und Anhänge IV, V, IX, XIII VO (EG) 809/2004.

Gemäß fachlicher Konsultierung der Kommission mit der CESR<sup>610</sup> „soll das Registrierungsformular für durch Vermögenswerte unterlegte Wertpapiere („asset backed securities“/ABS) nicht für hypothekarisch gesicherte Schuldverschreibungen „mortgage bonds“ gemäß Artikel 5 Absatz 4 Buchstabe b der RL 2003/71/EG, und andere gedeckte Schuldverschreibungen gelten<sup>611</sup>. Das Gleiche sollte für das zusätzliche Modul für ABS gelten, das mit der Wertpapierbeschreibung für Schuldtitel zu kombinieren ist“.<sup>612</sup>

Demnach sind für eine hypothekarisch besicherte Anleihe zwingend die Schemata anzuwenden, die für Schuldtitel nach § 2 Nr. 1 b WpPG gelten.

Anzumerken ist dabei, dass bezüglich der Mindestangaben zur hypothekarischen Besicherung in den Anhängen IV, V, IX, XIII explizit kein Wort darüber verloren wird. Zu prüfen ist deshalb, ob aufgrund der dort enthaltenen Mindestangaben für normale Anleihen sich eine implizite Darstellungspflicht aus der Grundpfandrechtsbesicherung und aus der Grundbuch-, Gläubiger- und Treuhandvertretung ergibt. Dieser Sachverhalt soll im Folgenden untersucht werden.

### 7.3 Mindestangaben in den Schemata über die Wertpapierhypothek

Exemplarisch soll der Fall mit einer Stückelung von weniger als 50.000 EUR aufgezeigt werden, da hier im Schema für die Wertpapierbeschreibung Mindestangaben für den Fall des öffentlichen Angebots verlangt werden, wohingegen bei dem Schema ab einer Mindeststückelung von 50.000 EUR Mindestangaben bzgl. der zum Handel zuzulassenden Wertpapiere gefordert werden.

Das Registrierungsformular gemäß Schema der Anlage IV<sup>613</sup> beschreibt Mindestanforderungen betreffend die Emittentin, die verantwortlichen Personen, den Abschlussprüfer, die ausgewählten Finanzinformationen, die Risikofaktoren, die Emittentin bezogenen Daten, den Geschäftsüberblick, die Organisationsstruktur, Trendinformationen, optional zu Gewinnprognosen oder –schätzungen, die Verwaltungs-, Geschäftsführungs- und Aufsichtsorgane, die Praktiken der Geschäftsführung, die Hauptaktionäre, die Finanzinformationen über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Emittentin, die zusätzlichen Angaben, zu wesentlichen Verträgen und zu Angaben von Seiten Dritter, die Erklärungen von Seiten Sachverständiger und die Interessenerklärungen sowie die einsehbaren Dokumente. Das Schema V enthält die folgenden teilweise zum Registrierungsformular gewollten redundanten Mindestanforderungen für die Wertpapierbeschreibung.

<sup>610</sup> Der CESR wurde durch den Beschluss 2001/527/EG der Kommission vom 06.06.2001 eingesetzt, ABl. L 191 vom 13.7.2001, S. 43.

<sup>611</sup> Prospektrichtlinie: Richtlinie als Instrument zur Vollendung des Binnenmarktes; Zweck: Erleichterung eines weitestgehenden Zugangs zu Anlagekapital auf Basis der Gemeinschaft, indem einem Emittenten die Einmalzulassung gewährt wird; Sicherstellung der Markteffizienz und des Anlegerschutzes; zum Begriff des ABS im Sinne der VO (EG) 809/2004, siehe *Heidel/Röhrborn*, 2007, 15, vor § 1 WpPG, Rdn. 2, Fußnote 15, Anhang WpPG, Kapitel I, Absatz 2, Nr. 5 a-b VO (EG) 809/2004.

<sup>612</sup> *Heidel/Röhrborn*, 2007, 15, Anhang WpPG, Absatz 13 vor Kapitel 1 der VO (EG) 809/2004.

<sup>613</sup> *Heidel/Röhrborn*, 2007, 15, Anhang WpPG, Kapitel I, Artikel 7 und Anhang IV VO (EG) 809/2004.

Demnach sind die verantwortlichen Personen, die Risikofaktoren, wichtige Angaben, Angaben über die anzubietenden bzw. zum Handel zuzulassenden Wertpapiere, die Bedingungen und Voraussetzungen für das Angebot, die Zulassung zum Handel und Handelsregeln und zusätzliche Angaben zu erbringen. Nach Artikel 24 der VO (EG) 809/2004 und § 5 Abs. 2 WpPG ist darüber hinaus eine Zusammenfassung<sup>614</sup> zu erstellen. Diese ist mit Warn- und Risikohinweisen sowie der Merkmale zur Emittentin und zu den Wertpapieren zu versehen. Die unterstrichenen Merkmale schlagen direkt auf Mindestangaben die Wertpapierhypothek betreffend durch. Man kommt dann in der Zusammenfassung nicht umhin, diese Risikofaktoren aufzuzeigen.

### 7.3.1 Risikofaktoren

Die Anforderung an die Offenlegung der Risikofaktoren<sup>615</sup> ist in beiden Schemata an unterschiedliche Regelungszwecke gerichtet. Während es bei dem Registrierungsformular um Risikofaktoren im Zusammenhang mit der Handelszulassung der Wertpapiere geht, sind bei der Wertpapierbeschreibung die Risikofaktoren offen zu legen, die die Fähigkeit der Emittentin beeinflussen können ihren aus dem Wertpapier resultierenden Verpflichtungen gegenüber den Anlegern nachzukommen (vgl. 2.1., Abschnitt 2. Risikofaktoren, Anhang IV, VO (EG) 809/2004)<sup>616</sup>. Demnach müssen auch alle Risikofaktoren transparent gemacht werden, die mit dem Ausfall der hypothekarischen Besicherung erwachsen können. Allgemein lassen sich die Risiken nach folgenden nicht abschließenden Kriterien klassifizieren<sup>617</sup>:

- Marktbezogene Risikofaktoren (Beschaffungsmärkte)
- Emittentin bezogene Risikofaktoren (Allgemeine unternehmerische Risiken, fehlende Vollplatzierung der Emission, Liquiditätsengpässe, Wertverluste angeschaffter Immobilien durch falsche Einschätzungen oder nachträgliche Wertverluste oder Wertverluste durch Umweltfaktoren, Fehlentscheidungen des Managements, Risiken bei der Vermietung (z.B. Verschlechterung der Mietrendite), etc.)
- Risiken aus der Hypothekenanleihe (keine Mündelsicherheit, schwere Veräußerbarkeit der Anleihe bei fehlender Liquidität)
- Risiken aus der Wertpapierhypothek
- Risiken aus der Gesetzgebung und steuerliche Risiken

Im Folgenden werden die essentiellen Risiken aus der Wertpapierhypothek herauskristallisiert, von der Darstellung der übrigen Risikoklassen wird abgesehen.

<sup>614</sup> *Heidel/Röhrborn*, 2007, 15, Anhang WpPG, Kapitel III, Artikel 24 VO (EG) 809/2004.

<sup>615</sup> Der Begriff Risikofaktoren ist in der Verordnung definiert, siehe *Heidel/Röhrborn*, 2007, 15, Anhang WpPG, Kapitel I, Absatz 2, Nr. 3 VO (EG) 809/2004. Demnach handelt es sich um eine Liste von Risiken, die im Kontext der Emittentin und/oder dem Wertpapier spezifisch gegenständlich sind und die Entscheidung des Anlegers nachhaltig beeinflussen.

<sup>616</sup> *Heidel/Röhrborn*, 2007, 15, Anhang WpPG, Anhang IV, Abschnitt 2.1 VO (EG) 809/2004.

<sup>617</sup> *Holzborn*, 2008.



Sie sind jedoch als nicht minder wichtig einzustufen. Die aufgezählten Risikofaktoren sind nicht abschließend. Was sind die typischen Ausfallrisiken aus der Wertpapierhypothek?

- **Risiken aus dem Nichtbestehen eines Beweises der Forderung durch die Eintragung der Wertpapierhypothek:** Der Eigentümer des mit der Wertpapierhypothek belasteten Grundstücks kann sich gegen die Duldung der Zwangsversteigerung und/oder –verwaltung<sup>618</sup> bei Verwertung der Wertpapierhypothek wehren, indem er Einwendungen gegen den Duldungsanspruch materiell rechtlich nach § 1137 BGB (Nichtbestehen der Forderung) und prozessual mit einer Vollstreckungsabwehrklage nach § 767 Abs. 2 ZPO<sup>619</sup> bzw. materiell rechtlich Einreden aus § 1144 BGB<sup>620</sup> geltend macht. Das Entstehen der gesicherten Forderung muss dann der Anleihegläubiger bzw. soweit legitimiert dessen Gläubigervertreter gegenüber dem Eigentümer des Grundstücks mit anderen Mitteln als der Hypothek beweisen<sup>621</sup>. Es besteht dabei für den Anleger das Risiko, taugliche Beweismittel zum Nachweis des Forderungsbestands zu finden. Soweit das nicht gelingt, besteht für den Anleger die Konsequenz, dass die Wertpapierhypotheken zur Befriedigung der Gläubigeransprüche nicht mehr herhalten.
- **Risiken aus dem Gutglaubensschutz:** Der Gutglaubensschutz der Sicherungshypothek richtet sich nach den Wertpapiervorschriften des § 796 BGB<sup>622</sup>. Demnach können dem bösgläubigen Erwerber des Wertpapiers aus der Inhaberschuldverschreibung nur die Einwendungen nach dieser Vorschrift entgegengebracht werden. Zwar können für den gutgläubigen Erwerb die sachenrechtlichen Vorschriften der §§ 932 ff. BGB<sup>623</sup> herangezogen werden, jedoch nicht die der Hypothek nach §§ 1113 ff. BGB<sup>624</sup>. Bösgläubig kann wegen § 1189 BGB<sup>625</sup> nur der Grundbuchvertreter sein. Das Risiko ist aber in theoretischer Natur vorhanden, da nicht auszuschließen ist, dass der Grundbuchvertreter fahrlässig oder absichtlich gegen die Vertretungsbestimmungen verstößt.
- **Risiken aus der Vertretung und aus der Gläubigerversammlung:** Aus der Grundbuch-, Gläubiger- und Treuhandvertretung können Risiken erwachsen. Bei der Grundbuchvertretung ist nicht auszuschließen, dass der bestellte Vertreter fehlerhafte Verfügungen über Wertpapierhypotheken trifft, die die Rechte der Anleihegläubiger aus der Wertpapierhypothek insoweit beeinträchtigen können, als aus der Wertpapierhypothek keine vollständige oder nur noch teilweise Befriedigung der Ansprüche erzielbar ist. Es ist nicht ausgeschlossen, dass bei Vorliegen der Voraussetzung für die Einleitung des Zwangsversteigerungsverfahrens, der Vertreter die erste Gläubigerversammlung gar nicht oder verspätet einberuft und dadurch, die Ansprüche der Anleger aus der Wertpapierhypothek gar nicht oder nicht vollständig befriedigt werden können. Aus dem Treuhandverhältnis besteht die Gefahr, dass der Treuhänder zweckwidrig über die Anleihegelder verfügt, was zum teilweisen oder ganzen Verlust der Anleihegelder führen kann.

<sup>618</sup> Zum dinglichen Duldungstitel, *Palandt/Bassenge*, § 1147, Rdn. 1, 2; zur Beweislast Rdn. 3.

<sup>619</sup> *Palandt/Bassenge*, § 1137, § 1147 Rdn. 3, § 1184, Rdn. 2; *Weber*, 1997, §11 VI. 2, § 12 II; *Thomas/Putzo*, § 767.

<sup>620</sup> *Palandt/Bassenge*, § 1144.

<sup>621</sup> *Palandt/Bassenge*, § 1184, Rdn. 4; *Weber*, 1997, § 12 II.

<sup>622</sup> *Palandt/Sprau*, § 796; *Weber*, 1997, § 12 IV; *Gursky*, 2007, A. II. 2. B; *Brox*, 2005, Rdn. 698.

<sup>623</sup> *Palandt/Bassenge*, § 932 ff., 935 Abs. 2; *Weber*, 1997, § 12 IV.

<sup>624</sup> *Palandt/Bassenge*, § 1113 ff.; *Weber*, 1997, § 12 IV.

<sup>625</sup> *Palandt/Bassenge*, § 1189 ff.; *Wieling*, 1994, § 31 II 1 c.

- **Risiken aus der Verwertung der Wertpapierhypothek:** Bei der Verwertung der Wertpapierhypothek im Falle der Zwangsversteigerung kann es trotz der aufgestellten Wertgrenzen und der Erstrangigkeit der Sicherungshypothek zu keiner vollständigen Befriedigung der Ansprüche der Anleihegläubiger kommen, wenn ein Versteigerungserlös erzielt wird, der nicht alle Ansprüche im vollem Umfang abdeckt.
- **Risiken aus der Geltendmachung der Hypothekenrechte:** Aufgrund der in den Anleihebedingung festgeschriebenen Gleichberechtigung der Anleihegläubiger untereinander kann ein einzelner Anleihegläubiger die Befriedigungsrechte (Einleitung der Zwangsversteigerung und/oder –verwaltung nach §§ 864 ff. ZPO<sup>626</sup>) aus der Wertpapierhypothek nicht autonom geltend machen, sondern nur gemeinsam mit allen übrigen Gläubigern derselben Globalurkunde. Damit ist es dem einzelnen Gläubiger versagt, die Rechte aus der Hypothek für sich alleine geltend zu machen. Da die Geltendmachung der Hypothekenrechte der Beschlussfassung der Gläubigerversammlung bedarf, kann sich eine entsprechende Beschlussfassung zeitlich verzögern, wenn die Gläubigerversammlung aufgrund der Vielzahl der Anleger nicht oder erst verspätet beschlussfähig wird, weil das geforderte Quorum nicht erreicht wird, obgleich die Voraussetzungen zur Einleitung des Zwangsversteigerungsverfahrens schon früher vorgelegen hätten. Soweit nach dem SchVerschrG die Interessensgemeinschaft zu Maßnahmen zur Abwendung der Insolvenz des Schuldners (z.B. Zinserrlass, Stundung) durch Beschluss verpflichtet wird, ist nicht auszuschließen, dass der einzelne Gläubiger seine Ansprüche nicht mehr vollständig durchsetzen kann.

Im Rahmen der Darstellung der Zusammenfassung sind die Risikofaktoren aufzunehmen. Bei der Darstellung der Risikofaktoren gemäß Abschnitt 4. Risikofaktoren, Anhang V, VO (EG) 809/2004<sup>627</sup> sind explizit keine Mindestangaben zur Wertpapierhypothek gefordert. Im Weiteren soll überprüft werden, ob sich nicht dennoch eine Pflicht zur Angabe der Merkmale aus der Wertpapierhypothek in den Schemata ergibt.

### 7.3.2 Mindestangaben über die anzubietende Hypothekenanleihe

Nach Abschnitt 4., Angaben über die anzubietenden Wertpapiere, Anhang V, VO (EG) 809/2004 sind Mindestangaben in dem Schema zu machen, die auch die Wertpapierhypotheken betreffen<sup>628</sup>.

Nach Nr. 4.2.<sup>629</sup> müssen die Rechtsvorschriften, auf deren Grundlage die Wertpapiere geschaffen wurden, angegeben werden. Bei der bloßen Inhaberschuldverschreibung kann hier auf §§ 793 ff. BGB verwiesen werden. Inwieweit auf die gesetzlichen Vorschriften zur Wertpapierhypothek einzugehen ist, lässt sich aus dem Wortlaut zur Nummer 4.2. nicht ohne Weiteres bestimmen. Das hängt möglicherweise davon ab, ob die Schaffung der Inhaberschuldverschreibung von der Wertpapierhypothek abhängig ist.

---

<sup>626</sup> Thomas/Putzo, § 864 ff. ZPO.

<sup>627</sup> Heidel/Röhrborn, 2007, 15, Anhang WpPG, Anhang V VO (EG) 809/2004.

<sup>628</sup> Heidel/Röhrborn, 2007, 15, Anhang WpPG, Anhang V, Abschnitt 4 VO (EG) 809/2004.

<sup>629</sup> Heidel/Röhrborn, 2007, 15, Anhang WpPG, Anhang V, Abschnitt 4, Merkmal 4.2. VO (EG) 809/2004.

Der umgekehrte Fall ist bedeutungslos, da die Wertpapierhypothek kein Wertpapier im Sinne des § 2 Nr. 1 WpPG ist, es scheitert schon bei der Wertpapierhypothek an der Übertragbarkeit und die Wertpapierhypothek wird für sich alleine nicht öffentlich angeboten. Aus § 1187 BGB<sup>630</sup> ergibt sich, dass für die Forderung aus einer Inhaberschuldverschreibung nur eine Sicherungshypothek bestellt werden kann.

Bei einer grundpfandrechtlich besicherten Schuldverschreibung ist wegen der Akzessorität von Forderung und Hypothek die Schuldverschreibung mit der Sicherungshypothek untrennbar verknüpft. Zur Schaffung der typischen Hypothekenanleihe sind demnach neben dem Zitieren der §§ 793 ff. BGB die Rechtsvorschriften nach §§ 1184, 1187-1189 BGB in dem Schema mindestens anzugeben.

Nach Nummer 4.5<sup>631</sup> ist der Rang der angebotenen Wertpapiere anzugeben. In diesem Kontext ist nicht klar ersichtlich, ob damit auch eine Angabe zum Rang der zu bestellenden Wertpapierhypotheken gemeint ist. Im Zweifelsfalle nimmt aber der Rang der Wertpapierhypotheken Einfluss auf den Rang der Wertpapiere, wonach im Insolvenzfall der Emittentin den Anleihegläubigern ein Absonderungsrecht der Wertpapierhypotheken zusteht. Die Angabe der Rangverhältnisse (Erstrangigkeit) bei der Wertpapierhypothek und die Implikationen auf die Schuldverschreibung sind hier zu erläutern.

Nach Nr. 4.6<sup>632</sup> sind die Rechte, die an die Wertpapiere gebunden sind und etwaige Beschränkungen dieser Rechte und das Verfahren zur Rechtsausübung zu beschreiben. Die dinglichen Rechte aus der Wertpapierhypothek (Befriedigungsrecht gemäß den Anleihebedingungen und den gesetzlichen Bestimmungen) sind unter diesem Punkt aufzunehmen. Die Geltendmachung der Ansprüche aus den Wertpapierhypotheken (ZVG, SchVerschrG, Gläubigerrechte aus den Anleihebedingungen) ist verfahrenstechnisch darzustellen.

Nach Nr. 4.10<sup>633</sup> ist „die Vertretung von Schuldtitelinhabern unter Angabe der die Anleger vertretenden Organisation und der auf die Vertretung anwendbaren Bestimmungen und der Ort, an dem die Öffentlichkeit die Verträge einsehen kann, die die Vertretung regeln, anzugeben“. Unter diesen Punkt müssen alle relevanten Bestimmungen aus den Anleihebedingungen und den Vorschriften des SchVerschrG subsumiert werden, die die Vertretung der Anleihegläubiger aus der Grundbuch- und Gläubigervertretung, aber auch aus der Treuhandschaft des Rechtsanwalts regeln. Der Vertretervertrag ist Bestandteil der Anleihebedingungen und ist in dem Prospekt abzudrucken, es sollte angegeben werden, ob der Vertrag in der Rechtsanwaltskanzlei eingesehen werden kann, was in den Anleihebedingungen festzuhalten ist.

---

<sup>630</sup> Palandt/Bassenge, § 1187 Rdn. 1.

<sup>631</sup> Heidel/Röhrborn, 2007, 15, Anhang WpPG, Anhang V, Abschnitt 4, Merkmal 4.5. VO (EG) 809/2004.

<sup>632</sup> Heidel/Röhrborn, 2007, 15, Anhang WpPG, Anhang V, Abschnitt 4, Merkmal 4.6. VO (EG) 809/2004.

<sup>633</sup> Heidel/Röhrborn, 2007, 15, Anhang WpPG, Anhang V, Abschnitt 4, Merkmal 4.10. VO (EG) 809/2004.

### 7.3.3 Mindestangaben über wesentliche Verträge

Nach Abschnitt 15<sup>634</sup> (Wesentliche Verträge) ist eine „kurze Zusammenfassung aller abgeschlossenen wesentlichen Verträge, die nicht im Rahmen der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit abgeschlossen wurden und die dazu führen könnten, dass jedwedes Mitglied der Gruppe eine Verpflichtung oder ein Recht erlangt, die bzw. das für die Fähigkeit des Emittenten, seinen Verpflichtungen gegenüber den Wertpapierinhabern in Bezug auf die ausgegebenen Wertpapiere nachzukommen, von wesentlicher Bedeutung ist“, zu erstellen. Zweifelsohne zählt der Vertretervertrag zwischen Emittentin und Vertreter zu einem wesentlichen Vertrag, der nicht im Rahmen der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit geschlossen wird. Die essentiellen Inhalte dieses Vertrags wirken sich unmittelbar auf die Wahrung und Durchsetzung der Rechte der Anleihegläubiger aus und müssen mindestens in dem Schema unter dem Punkt 15 angegeben werden. Dies impliziert, dass der Vertrag vor der Einreichung des Prospekts bei der BaFin zur Billigung unterzeichnet ist. Aus diesem Vertrag ergeben sich auf Seiten der Emittentin insbesondere im Hinblick auf den Umgang mit den Wertpapierhypotheken (z.B. Löschan-spruch) Pflichten, die für die Fähigkeit der Emittentin zur Erfüllung ihrer Pflichten aus der Hypothekenanleihe von entscheidender Bedeutung sind.

### 7.3.4 Mindestangaben über einsehbare Dokumente

Hinsichtlich der einsehbaren Dokumente nach Abschnitt 17<sup>635</sup> werden an die Wertpapierhypothek keine Mindestangaben im Prospekt gestellt. Demnach muss keine Erklärung von der Emittentin abgegeben werden, ob die Dokumente/Unterlagen im Zusammenhang mit der Grundpfandrechtsbesicherung durch die Anleger oder den Vertreter eingesehen werden können (z.B. Verkehrswertgutachten, Verkehrswertbestätigung, Grundbuchauszug, etc.). Dies empfiehlt sich jedoch, wenn in den Anleihebedingungen die Einsichtnahme in solche Dokumente gewährt wird.

---

<sup>634</sup> *Heidel/Röhrborn*, 2007, 15, Anhang WpPG, Anhang IV, Abschnitt 15 VO (EG) 809/2004.

<sup>635</sup> *Heidel/Röhrborn*, 2007, 15, Anhang WpPG, Anhang IV, Abschnitt 17 VO (EG) 809/2004.

## 7.4 Haftungsgesichtspunkte im Kontext der Wertpapierhypothek

Ungeachtet des Fehlens von konkreten Mindestanforderungen in den aufgezeigten Schemata zu den Wertpapierhypotheken sind diese Sachverhalte unter dem Gesichtspunkt der Prospekthaftung<sup>636</sup> zu beurteilen. Die vollständige und richtige Wiedergabe der Angaben über die Wertpapierhypothek in den beiden Schemata und in der Zusammenfassung beim dreiteiligen Prospekt ist alleine schon aus Haftungsgründen unerlässlich. Für Wertpapiere richtet sich die Haftung nach § 13 VerkProspG<sup>637</sup>, allerdings richtet sich der Prospektinhalt über das WpPG und die hierzu ergangenen EU-Richtlinien, was aus § 7 WpPG<sup>638</sup> folgt.

Der geschädigte Anleger kann gemäß § 44 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 und 2 BörsG, der über § 13 VerkProspG für alle anderen prospektpflichtigen Angebote gilt, zum einen denjenigen in Anspruch nehmen, der für den Prospekt die Verantwortung nach § 5 Abs. 2 Nr. 4 WpPG<sup>639</sup> übernommen hat und denjenigen, von dem der Erlass des Prospektes ausgeht<sup>640</sup> (vgl. Mindestanforderungen in Abschnitt 2 der Schemata IV, V bzw. IX, XIII). Sämtliche Verantwortlichen haften nach § 44 Abs. 1 BörsG als Gesamtschuldner. § 13 Abs. 1 VerkProspG enthält für die Anspruchsinhaber zwei Haftungstatbestände, nämlich wenn für die Beurteilung der Vermögensanlagen wesentliche Angaben unrichtig<sup>641</sup> oder unvollständig<sup>642</sup> sind.

§§ 45 bis 47 BörsG regeln Haftungsausschlüsse, Verjährung und unwirksame Haftungsausschlüsse. Die haftungsbegründende und -ausfüllende Kausalität nach § 45 Abs. 2 BörsG und die Beweisproblematik im Zusammenhang mit Schadenersatzansprüchen aus Prospekthaftung soll hier nicht betrachtet werden<sup>643</sup>.

<sup>636</sup> Zur Prospekthaftung, *Hanisch*, 2007; *Schwark/KMRK*, § 44, 45 BörsG; *Heidel/Bergholdt*, 20 WpPG.

<sup>637</sup> Die Prospekthaftung ist nach Einführung des WpPG nicht in diesem geregelt, sondern weiterhin in § 13 VerkProspG. Dies folgt aus Artikel 6 der EG-Prospektrichtlinie 2003/71, wonach die Bundesrepublik durch entsprechende Rechts- und Verwaltungsvorschriften die Prospekthaftung sicherstellen muss. Die Prospekthaftung wurde im WpPG nicht geregelt. Die Prospekthaftung ergibt sich weiterhin aus § 13 VerkProspG; *Groß*, 2006, § 13 VerkProspG und §§ 44-47 BörsG, Rdn. 5; *Heidel/Bergholdt*, 3 § 44 BörsG B. I Rdn. 6, *Schwark*, NJW 1987, 2041, 2045.

<sup>638</sup> *Groß*, 2006, § 7 Rdn. 1-6; *Heidel/Röhrborn*, 2007, 15, § 7 WpPG, Rdn. 1-2.

<sup>639</sup> Prospektverantwortung, *Schwark*, 1994, § 44 Rdn. 12, 13, *Baumbach/Hopt*, § 44 BörsG, Rdn. 3.

<sup>640</sup> Prospektveranlasser, *Heidel/Bergholdt*, 3 § 44 BörsG, D. I. Rdn. 52-53; *Heidel/Bergholdt*, 3 § 44 BörsG B. I Rdn. 6; *Heidel/Rimbeck*, 15 § 5 WpPG; *Baumbach/Hopt*, § 44 BörsG, Rdn. 4; *Heidel/Röhrborn*, 2007, 15, Anhang WpPG, Anhang IV, V, IX, XIII VO (EG) 809/2004.

<sup>641</sup> *Heidel/Bergholdt*, 3 § 44 BörsG B. IV Rdn. 21-24.

<sup>642</sup> *Heidel/Bergholdt*, 3 § 44 BörsG B. IV Rdn. 25-28.

<sup>643</sup> *Hanisch*, 2007, S. 13 (Kausalität), S. 24 (Verjährung), S. 16-19 (Haftungsausschluss).

Darüber hinaus kann sich ein Haftungstatbestand bei dem Vertreter aus seiner Vertretungstätigkeit ergeben. Nach Auffassung des Bundesgerichtshofs (BGH) ist der Vertreter in der Funktion des Treuhänders verpflichtet, die Interessen seiner Treuhänder wahrzunehmen<sup>644</sup>. „Dazu gehört es auch, dass er diese über alle wesentlichen Umstände der Anlage aufklärt, die ihm bekannt sind oder bei gehöriger Prüfung bekannt sein müssten [...]“<sup>645</sup>. Soweit der Treuhänder diese Pflichten nicht erfüllt, ist er dem Anleger schadenersatzpflichtig in der Höhe des entstandenen Schadens<sup>646</sup>. Aus dem Vertretervertrag, der Bestandteil der Anleihebedingungen ist, wird dem Vertreter diese Pflicht auferlegt.

## 7.5 Aspekte im Zusammenhang mit dem Billigungsverfahren

Die Mindestangaben zur Wertpapierhypothek sind auch unter dem Gesichtspunkt der Vollständigkeits-, Verständlichkeits- und Kohärenzprüfung<sup>647</sup> der BaFin im Rahmen des Billigungsverfahrens nach §§ 13 ff. WpPG<sup>648</sup> zu würdigen.

Der Umfang der Prospektprüfung im Rahmen des Billigungsverfahrens durch die BaFin richtet sich nach § 13 Abs. 1 WpPG<sup>649</sup>. Im Rahmen der Vollständigkeitsprüfung werden die Angaben gemäß den Anhängen der VO (EG) 809/2004 auf Vollständigkeit hin geprüft. Ob die oben aufgezeigten Angaben über die Sicherungshypothek tatsächlich Mindestangaben darstellen, kann nicht abschließend beantwortet werden. Die einschlägige Praxis der BaFin hierzu kann nicht ausgemacht werden. Aufgrund weniger öffentlicher Angebote im Bereich der Hypothekenanleihe liegen keine weiteren Erkenntnisse vor, wie die BaFin diese Fälle im Billigungsverfahren behandelt hat, insbesondere welche Anforderungen an die Mindestangaben zur Sicherungshypothek seitens der BaFin gesteckt worden sind. Jedoch kann konstatiert werden, dass die BaFin im Rahmen der Kohärenzprüfung in jedem Fall die gemachten Angaben zur Wertpapierhypothek hinsichtlich der inneren Widerspruchsfreiheit überprüfen wird, d.h. ein Prospekt ist dann inhaltlich kohärent, wenn die darin enthaltenen Angaben sich nicht widersprechen. Der Prüfungsumfang erstreckt sich sehr wahrscheinlich auf die hypothekarische Rechtskonstruktion im Kontext der Inhaberschuldverschreibung, d.h. in der Prüfung ist zu berücksichtigen, ob die Rechtskonstruktion zur Wertpapierhypothek vollständig ist und nicht im Widerspruch zu den Angaben zur Inhaberschuldverschreibung steht. Auch müssen die zur Wertpapierhypothek getroffenen Aussagen verständlich und lesbar sein. Die BaFin überprüft indes nicht die Bonität der Emittentin.

<sup>644</sup> BGH NJW 2002, 888.

<sup>645</sup> OLG München, WM 2002, 689, OLG Hamm EWiR 2002, 799.

<sup>646</sup> BGH WM 1982, 758; NJW 2002, 1711.

<sup>647</sup> Kohärenz liegt dann nicht vor, wenn die im Prospekt enthaltenen Angaben in sich widersprüchlich sind (innere Widerspruchsfreiheit).

<sup>648</sup> Heidel/Rimbeck, 15 § 13 ff. WpPG.

<sup>649</sup> Heidel/Rimbeck, 15 § 13 WpPG D. Rdn. 4-5 (Prüfungsumfang der BaFin); Groß, 2006, § 13 Rdn. 9-10.

## 8 Rating der Ausfallwahrscheinlichkeit der Hypothekenanleihe

Dieses Kapitel beschäftigt sich zum Schluss dieser Arbeit mit dem Rating einer Hypothekenanleihe. Im Vordergrund steht die Bewertung der hypothekarischen Besicherung der Anleihe, wohingegen auf das Rating der Emittentin (engl. Corporate Rating) und der Anleihe (engl. Bond Rating) selbst nicht eingegangen wird.

### 8.1 Rating im Allgemeinen

Allgemein steht Rating im Englischen für „Bewertung“ oder „Einschätzung“. Es bezeichnet ein Verfahren für die Bewertung von Personen/Unternehmen/Staaten oder Gegenständen<sup>650</sup>. Das Rating spiegelt die Wahrscheinlichkeit der fristgerechten und vollständigen Zahlung von Ansprüchen aus Wertpapieren gemäß standardisierter Qualitätskategorien wieder<sup>651</sup>. Dabei werden trennscharf zwei Ratinggruppen differenziert, und zwar danach, ob die Bewertung zu einem Investment-Grade führt oder nicht<sup>652 653</sup>. Externe Ratings werden von Ratingagenturen erstellt, die privat ausgerichtete und gewinnorientierte Unternehmen sind und die in Deutschland keiner staatlichen Aufsicht unterliegen<sup>654</sup>. Auch unterliegt das Rating selbst in Deutschland keinen gesetzlichen Bestimmungen<sup>655</sup>. Ratingagenturen gelten als quasi in einer monopolistischen Position gefestigt<sup>656</sup>.

### 8.2 Recovery Rating zur Beurteilung der Hypothekenanleihe?

Bei der hypothekarischen Besicherung einer Anleihe geht es darum, die Ausfallwahrscheinlichkeit der Anlagegelder und in diesem Kontext die Wahrscheinlichkeit der zu realisierenden Befriedigungsquote bei der Verwertung der Wertpapierhypotheken zu bewerten.

Die drei international anerkannten Rating-Agenturen Standard & Poors (S&P), Fitch und Moodys<sup>657</sup> haben für diese Bewertungsaufgabe so genannte Recovery Ratings konzipiert, welche erstmalig von S&P im Jahre 2003 im Rahmen der Bewertung von Senior Secured Loans in den USA eingeführt wurde.

Zunächst ist festzuhalten, dass bei keiner der drei Ratingagenturen das Recovery Rating speziell für eine Hypothekenanleihe in der hier vorgestellten Form ausgelegt ist.

---

<sup>650</sup> Everling/Schneck, 2005.

<sup>651</sup> Fabian, 2007, S. 9.

<sup>652</sup> Sinclair, 2005, S. 36 – 39.

<sup>653</sup> Ratings von BBB (oder eine äquivalente Skala) und höher sind ‘investment grade’, darunter nicht. Man spricht dann auch von ‘speculative grade’ oder ‘junk level’.

<sup>654</sup> Zur Forderung der Überwachung von Rating-Agenturen, siehe Reidenbach, 2006.

<sup>655</sup> Ratingagenturen unterliegen keinen aufsichtsrechtlichen Bestimmungen, zum Regulierungsbedarf, siehe Dittrich, 2007, S. 15.

<sup>656</sup> Quelle: Friedman, T., (Autor), Foreign Affairs: Don't Mess With Moody's; 22.2.1995, New York Times (1995).

<sup>657</sup> Reichling/Bietke/Henne, 2007, S. 62 – 66.

Exemplarisch soll das Recovery Rating von S&P im Zusammenhang mit der Hypothekenanleihe näher betrachtet werden, nicht zuletzt weil S&P die erste Ratingagentur ist, die in Deutschland mindestens ein Recovery Rating für eine hypothekarisch besicherte Anleihe erstellt hat. Gemäß eigener Aussagen von S&P sind Recovery Ratings Einzelfall bezogen und reflektieren die Wahrscheinlichkeit eines endgültigen Ausfalls von Anlagegeldern. Bei Recovery Ratings setzen Ratingagenturen ungeachtet des Unternehmensratings separate Ratingskalen (1+ bis 5) an, die die erwartete Höhe des Ausfalls von Anlagegeldern bzw. die erwartete Höhe der Befriedigungsquote im Falle der Verwertung des Sicherungsgutes wiedergeben sollen<sup>658</sup>. Interessant ist dabei, dass S&P das Recovery Rating separat und ohne Berücksichtigung der Ausfallwahrscheinlichkeit der Emittentin durch Insolvenz feststellt.

Recovery Rating	Beschreibung der Analyse	Indikative Befriedigungsquote
1+	Höchste Wahrscheinlichkeit der vollständigen Befriedigung	100%
1	Hohe Wahrscheinlichkeit einer vollständigen Befriedigung	100%
2	Substantielle Befriedigungsquote	80% bis 100%
3	Bedeutsame Befriedigungsquote	50% bis 80%
4	Marginale Befriedigungsquote	25% bis 50%
5	Vernachlässigbare Befriedigungsquote	0% bis 25%

*Tabelle 3: Ratingskalen bei einem Recovery Rating bei S&P*

Die vorstehende Tabelle zeigt die Ratingskalen bei S&P auf. Dabei führt bei S&P ein Recovery Rating von 1+ zu einer Aufbesserung des Corporate Ratings um 3 Notches<sup>659</sup> und ein Recovery Rating von 1 immerhin um 1-2 Ratingstufen. Recovery Ratings von 2 – 5 lassen das separat erstellte Corporate Rating unberührt. Nach Aussage von S&P befindet sich die Skalenstruktur beim Recovery Rating in Überarbeitung (Stand: März 2008)<sup>660</sup>.

Das Recovery Rating Modell wurde von S&P ursprünglich für die Bewertung der Ausfallwahrscheinlichkeit jedweder Finanzinstrumente aufgestellt, darunter auch unbesicherte Wertpapiere. S&P geht dabei nach eigenen Aussagen bei dem Analyseprozess wie folgt vor.

<sup>658</sup> Siehe, <http://www.sandprecoveryratings.com/>, (Stand: 28.04.2008).

<sup>659</sup> Englische Bezeichnung für die Ratingstufe.

<sup>660</sup> Vgl. [http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/10021\\_CG\\_BLRR\\_USERSGUIDE.pdf](http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/10021_CG_BLRR_USERSGUIDE.pdf), (Stand: 28.04.2008).



Zunächst werden die Transaktionsstruktur und die Grundstücke des Geldnehmers<sup>661</sup> (Emittentin) überprüft. Es werden dann Zahlungsausfallszenarien simuliert. Diese basieren auf einer Einschätzung des Free Cash Flows des Geldnehmers zum Zeitpunkt des angenommenen Ausfalls des Sicherungsgutes, der Berücksichtigung vorrangiger Gläubigerbefriedigungen und des geschätzten Wertes des Anteils des Sicherungsgutes, was für die Geldgeber noch übrig bleibt. Anhand der Ergebnisse der Simulation wird das Recovery Rating berechnet. Zu prüfen ist, ob sich das Recovery Rating tatsächlich für die Bestimmung der Ausfallwahrscheinlichkeit der Hypothekenanleihe eignet. Nach Einschätzung der Rating-Agenturen wird die mit einer Wertgrenze von 4/5 des Verkehrswertes konstruierte Hypothekenanleihe als Wertpapier von einem "Borrowing Base"-Mechanismus geregelt, der vorsieht, dass bei Eintragung der Wertpapierhypothek das Verhältnis von Kredit zu Wert (loan-to-value ratio, LTV) nicht höher als 80% sein darf. Anhand des LTV wird die Ausfallwahrscheinlichkeit der Hypothekenanleihe ermittelt. Zur Berechnung der Rückzahlung (Rückzahlungsaussichten) simuliert dabei Standard & Poors ein Zahlungsausfallszenario. Dabei wird bei der Hypothekenanleihe vorausgesetzt, dass die Schuldverschreibungsinhaber bei Zahlungsausfall ihre Sicherheit beitreiben und die verpfändeten Hypotheken verwerten lassen würden. Auf Grund der Belegenheit der Grundstücke in ganz Deutschland berücksichtigen die Ratingagenturen auf der einen Seite pauschalisiert nur die durchschnittlichen Verwertungserlöse bei Zwangsversteigerungen bezogen auf ganz Deutschland. Auf der anderen Seite wird die Annahme der Marktvolatilität des Grundstücksmarktes ebenfalls rein deutschlandweit betrachtet.

Dieser Ansatz scheint nicht konsequent durchdacht worden zu sein, da sich ja in den Verkehrswertgutachten die Standort- und Lagermerkmale eines Grundstücks in der Bewertung ohnehin niederschlagen und somit die Verkehrswerte variieren können und die Wertgrenzen sich an den Verkehrswerten ausrichten. Auch zeigt sich gerade in Deutschland eine Stabilitätsschwankung im Immobiliensektor zwischen strukturschwachen (z.B. Gegenden in Ostdeutschland) und strukturstarken Gegenden (z.B. Ballungsräume wie Berlin, Frankfurt, etc.)

Bei einer hypothekarischen Besicherung der in dieser Arbeit aufgezeigten Art und Höhe mit einer Wertgrenze von 4/5 des Verkehrswertes geht S&P unter Berücksichtigung der Volatilität der Immobilienmärkte in Deutschland und der durchschnittlichen Höhe von Verwertungserlösen bei Zwangsversteigerungen bei der Zahlungsausfallwahrscheinlichkeit von einem 50-prozentigen Gewicht auf die Werte des Grundstückseigentums aus. Unter Einbeziehung der Überbesicherung der Immobilien von 20% aufgrund der Wertgrenzen, hätte der Schuldverschreibungsgläubiger eine Rückzahlungsaussicht im Verwertungsfall der Sicherungshypotheken zwischen 50% und 80% der hingegebenen Anlagegelder ohne Berücksichtigung von ausgefallenen Zinszahlungen, was nach S&P ein Recovery Rating von „3“ rechtfertigen würde.

---

<sup>661</sup>In die Prüfung werden gesetzgeberische, makro- und mikroökonomische Faktoren, die Branche, die Größe der Emittentin und des Grundstücksbestands einbezogen, zu den wesentlichen Einflussfaktoren beim Recovery Rating, *Poppelbaum*, 2002, S. 35-39.

### 8.3 Implikationen des Recovery Ratings auf das VAG bzw. InvG

Zu prüfen ist, ob das Recovery Ratingergebnis im Zusammenhang mit der Vermögensanlage nach dem VAG bzw. InvG weiterhilft.

Gemäß Abschnitt II. Anlagegrundsätze nach § 54 VAG, Nr. 1 Sicherheit Buchstabe c) des BaFin Rundschreibens 15/2005 (VA)<sup>504, 507</sup> müssen die Normadressaten des VAG bei der Beurteilung der Sicherheit einer Vermögensanlage z.B. bei gerateten börsennotierten Inhaberschuldverschreibungen auch die Bewertung von anerkannten Ratingagenturen berücksichtigen. Dazu zählen auch die drei in diesem Kapitel genannten Ratingagenturen dazu. Gemeint ist dabei aber das Rating der Anleihe selbst. Ein Recovery Rating ist tatbestandsmäßig nicht umfasst. Im Investmentgesetz kommt man zu keinen anderen Ergebnissen. Es kann somit festgehalten werden, dass ein Recovery Rating einer Hypothekenanleihe verpufft und nachwievor nur das Corporate- bzw. das Bond-Rating bei der Vermögensanlage von institutionellen Anlegern wohl beachtlich ist. Es kann aufgezeigt werden, dass nur bei einem Recovery Rating von 1 bzw. 1+ das Corporate Rating durch Notch-Erhöhung profitieren kann. Das Erreichen dieser Ratings ist jedoch bei einer Hypothekenanleihe in weiter Ferne.

## 9 Zusammenfassung und kritische Würdigung

Die Arbeit schließt mit einer Zusammenfassung und einer kritischen Würdigung.

### 9.1 Zusammenfassung

In Kapitel 2 konnte eine mögliche funktionsfähige Struktur für eine Hypothekenanleihe aufgezeigt werden. Daraus lässt sich ableiten, dass die Konstruktion und das Verfahren der Hypothekenanleihe während der Laufzeit der Anleihe im Vergleich zu Standardanleihen sehr aufwendig und kostspielig sind. Auch müssen zum Aufbau eines tragfähigen Schutzmechanismus für die Anleger viele Beteiligte involviert werden, die so und in diesem Umfang bei einer Standardanleihe nicht benötigt werden.

In Kapitel 3 konnte dargestellt werden, dass sich die Hypothekenanleihe als forderungsrechtliches Wertpapier nach den einschlägigen Wertpapierbegriffen und –definitionen qualifiziert und sich in die Klasse der Rententpapiere einreicht, regelmäßig als Inhaberpapier und girosammelverwahrungsfähig in einer Globalurkunde verbrieft wird und meist festverzinslich ist. Die schuldrechtlichen Grundlagen zur Inhaberschuldverschreibung basieren auf §§ 793 ff. BGB, die jedoch nicht abschließend zu beurteilen sind und im Vergleich zu den Regelungen in anderen Ländern nach den deutschen Bestimmungen sehr schwach ausgeprägt sind. In Bezug auf die Entstehung des Eigentums, der Übertragung und dem Gutgläubensschutz des Wertpapiers sind die sachenrechtlichen Vorschriften nach §§ 929 ff. BGB und zur Verwahrung die spezialgesetzlichen Bestimmungen des Depotgesetzes für die Wertpapierurkunde maßgeblich. Der Gestaltung einer Inhaberschuldverschreibung nach §§ 793 ff. BGB werden hohe Freiheitsgrade eingeräumt, was sich schlagartig ändert, wenn die Schuldverschreibung zur Sicherung ihrer Forderung mit Grundpfandrechten ausgestattet werden soll.

In Kapitel 4 wurden die gesetzlichen Grundlagen zur Wertpapierhypothek herausgearbeitet. Dabei konnte vermittelt werden, dass für die Forderungen der Inhaberschuldverschreibung nach §§ 793 ff. BGB nur Sicherheitshypotheken nach §§ 1184, 1187 ff. BGB zulässig sind und wesentliche Vorschriften, die für die normale Verkehrshypothek nach § 1113 BGB im Zusammenhang mit der Umlauffähigkeit gelten, bei der Wertpapierhypothek ausgehebelt sind. Wesentlich ist dabei, dass für das Bestehen der Forderung die Wertpapierhypothek nicht als Beweis tauglich ist. In Bezug auf die Entstehung, des Übertrags und dem Gutgläubensschutz konnten bei der Wertpapierhypothek Unterschiede zur Inhaberschuldverschreibung ausgemacht werden, so dass bei der Konstruktion der Hypothekenanleihe zwei unterschiedliche Ebenen des Sachenrechts nicht voneinander losgelöst behandelt werden können. Der Miteigentumsanteil an den Wertpapierhypotheken ist nach § 1008 BGB bzw. den depotgesetzlichen Bestimmungen mit dem Miteigentumsanteil an dem Schuldverschreibungspapier mit erfasst. Während für die Entstehung des Eigentums an dem Wertpapier die Einigung und Übergabe erforderlich ist, genügt bei der Wertpapierhypothek die einseitige Eigentümererklärung. Die Verbriefung erfolgt bei dem Wertpapier in Form der Globalurkunde nach § 9a DepotG, bei der Wertpapierhypothek nach § 1185 BGB brieflos. Die Übertragung des Wertpapiers erfolgt nach § 929 ff. BGB, bei der Wertpapierhypothek ist kraft der Akzessorität zur Forderung des Wertpapiers eine selbständige Übertragung nicht möglich. Für die Verwahrung

des Wertpapiers gilt das Depotgesetz, für die Wertpapierhypothek die Grundbuchordnung. Verfügungen über das Wertpapier trifft der Anleihegläubiger selbst, Verfügungen über die Wertpapierhypothek nach § 1189 BGB nur der Vertreter. Der Gutgläubensschutz des Erwerbers des Wertpapiers richtet sich nach § 935 Abs. 2 BGB, der Gutgläubensschutz bei der Wertpapierhypothek nach §§ 891, 892 BGB, wonach der im Grundbuch eingetragene „Inhaber“ als der Rechtsinhaber gesetzlich vermutet wird. Als Besonderheit gegenüber der konventionellen Verkehrshypothek gilt auch der § 1189 BGB, wonach ein Grundbuchvertreter zur Vertretung der Gläubiger aus der Wertpapierhypothek in das Grundbuch eingetragen werden kann. § 50 GBO normiert die Besonderheiten hinsichtlich dem Inhalt bei der Bestellung einer Wertpapierhypothek gegenüber den Eintragungsinhalten der Verkehrshypothek.

In Kapitel 5 konnte festgestellt werden, dass die Verwendung der Bezeichnung „Hypothekenanleihe“ keinem gesetzlichen Bezeichnungsschutz entgegensteht und der Begriff auch unter wettbewerbsrechtlichen Gesichtspunkten tragfähig ist, solange nicht in Werbeaussagen pfandbriefähnliche Tatbestände suggeriert werden, mit denen eine Irreführung des Publikums erregt wird bzw. die zu einer wettbewerbswidrigen Verletzung des Leistungsschutzes der Pfandbriefbanken führen. Zwar regelt §§ 1184, 1187 ff. BGB das „ob“ einer Wertpapierhypothek, es bleibt aber gesetzlich offen, „wie“ die Wertpapierhypotheken qualitativ ausgestattet werden müssen. Bei der Konstruktion der Hypothekenanleihe gilt es den regelungsbedürftigen Sachverhalt der Festlegung der Ermittlung des Wertes eines Grundstücks, auf dem Wertpapierhypotheken eingetragen werden sollen, und der Festlegung der Wertgrenzen zu berücksichtigen. Es konnte aufgezeigt werden, dass sich als Wertgröße hierfür der Beleihungswert wegen dem zu starken Bezug auf die Belange der Kreditvergabe bei den Banken nicht eignet, wohl aber der Verkehrswert nach den Bestimmungen des Baugesetzbuches in Verbindung mit der Wertverordnung, welcher auch außerhalb der baugesetzlichen Bestimmungen gebraucht werden kann. Die Wertverordnung liefert für die einzelnen typisierten Grundstücke Wertermittlungsmaßstäbe und -verfahren, die eins zu eins in den Anleihebedingungen übernommen werden können. Die Festlegung der Wertgrenzen und der Rangfolge der Wertpapierhypotheken obliegt der Gestaltungsfreiheit der Emittentin und ist rechtlich betrachtet lediglich ein Platzhalter für eine Zahl. Wer den Verkehrswert eines Grundstücks, welches mit Wertpapierhypotheken belastet werden soll, ermittelt, ist für die Hypothekenanleihe gesetzlich nicht normiert. Ein Rückgriff auf Vorschriften der Beleihungswertermittlungsverordnung, wo für Anforderungen an einen Gutachter und an das Gutachten selbst gesetzliche Regelungen bestehen, scheint für die Hypothekenanleihe geboten, jedoch empfiehlt sich eine sinngemäße Einbeziehung dieser gesetzlichen Vorschriften in die Anleihebedingungen. Zur Vertretung der Anleihegläubiger kann ein Grundbuch-, Gläubiger- und Treuhandvertreter bestellt werden, wobei sich die Grundbuchvertretung auf die zulässigen Verfügungen im Zusammenhang mit den Wertpapierhypotheken erstreckt, die Gläubigervertretung die durchzuführenden Maßnahmen im Falle von Zahlungsschwierigkeiten durch die Emittentin regelt und die Treuhandbestimmungen darauf ausgerichtet sind, dass die Anlegergelder zweckgerichtet verwendet werden. Die Grundbuchvertretung ist nach § 1189 BGB und den Anleihebedingungen, die Gläubigervertretung nach dem Schuldverschreibungsgesetz und die Anleihebedingungen und die Treuhandvertretung nur nach den Anleihebedingungen zu regeln.

Die rechtliche Konstruktion in den Anleihebedingungen ist eine Kombination aus gesetzlichen Vorgaben, analogen Gesetzesanwendungen und kautelarjuristischer Gestaltung.

Aus den Ergebnissen des Kapitel 6 kann konstatiert werden, dass sich die Hypothekenanleihe zur Vermögenanlage bei den institutionellen Anlegern nach dem VAG und dem InvG nur bedingt anbietet und wenn überhaupt, gilt es in der Konstruktion der Anleihebedingungen Anlagerestriktionen aus dem VAG bzw. InvG zu berücksichtigen.

Kapitel 7 enthält eine mögliche rechtliche Konstruktion der Anleihebedingungen auf der Basis der aufgeworfenen Rechtsfragen.

Aus dem Ergebnis in Kapitel 8 lässt sich subsumieren, dass für ein öffentliches Angebot der Hypothekenanleihe eine Pflicht zur Erstellung eines Prospekts besteht, wohingegen nicht für die bloße Einbeziehung des Wertpapiers in den Freiverkehr einer Börse. Außerdem wird klar, dass die zur Prospekterstellung gesetzlich normierten Schemata keine expliziten Mindestangaben zur Beschreibung der Merkmale der Wertpapierhypothek vorsehen, jedoch die Pflicht zur Darlegung der Hypothekenbeschreibung z.B. im Rahmen der gesetzlichen Grundlagen zur Schaffung der anzubietenden Wertpapiere oder aus Prospekthaftungsgründen heraus unerlässlich ist. Auch konnte ausgemacht werden, dass die BaFin im Rahmen der Kohärenzprüfung beim Billigungsverfahren die rechtliche Konstruktion der Hypothekenanleihe auf innere Widerspruchsfreiheit hin überprüfen wird.

Im Kapitel 9 konnte zum Schluss dargelegt werden, dass ein Recovery Rating zur Grundpfandrechtsbesicherung nur bei einem sehr gutem Rating Ergebnis das Unternehmens- bzw. Anleiherating zu verbessern mag, für sich alleine betrachtet, für die Emittentin aber wirkungslos bleibt.

## 9.2 Kritische Würdigung

Die hier behandelte Hypothekenanleihe ist unter rechtswissenschaftlichen Gesichtspunkten interessant und herausfordernd, nicht zuletzt, weil hier ein Gesetz greift, welches seine Wurzeln im vorletzten Jahrhundert hat und bis zum heutigen Tage seine Gültigkeit nicht verloren hat, obgleich es nur einen sehr eingeschränkten Anwendungskreis erfährt.

Die rechtliche Konstruktion der Hypothekenanleihe ist sehr aufwändig, tangiert Rechtsgebiete, die unerschlossen sind bzw. juristisches Neuland begründen. Die kautelarrechtliche Konstruktion gilt in Deutschland als nicht erprobt, es liegen so gut wie keine juristischen Erfahrungen im Bereich der Hypothekenanleihe vor. Es besteht die Gefahr, die Marktbedürfnisse aus dem Auge zu verlieren, was zur Unattraktivität der Anleihe auf der Anbieter- oder auf der Nachfrageseite führt. Die Praktikabilität des Verfahrens gilt es kritisch zu hinterfragen insbesondere bei den starken in die Anleihebedingungen eingezogenen Schutzmechanismen zugunsten der Anleihegläubiger, die sich auf die Geschäftstätigkeit der Emittentin nachhaltig auswirken. Auch sind die im Zusammenhang mit der Konstruktion und dem Unterhalt der Anleihe während ihrer Laufzeit entstehenden Kosten deutlich höher als bei einer Standardanleihe.

Die Hypothekenanleihe stellt indes keine Alternative zum Hypothekenpfandbrief dar, freilich ist sie auch mit Grundpfandrechten ausgestattet, aber wegen der höheren Wertgrenzen nicht realkreditfähig. Ein Vergleich würde damit grundsätzlich hinterherhinken.

Im Vergleich zu anderen Finanzinstrumenten, die in denselben Anlageklassen wie die Hypothekenanleihe nach dem VAG bzw. InvG zulässig sind, gerät die Hypothekenanleihe ins Hintertreffen. Beispielsweise dürfen die Versicherungsunternehmen in dieser Klasse in hochverzinsliche, unbesicherte Anleihen investieren. Die Anlageklasse ist aus spekulativen Gründen heraus geschaffen worden. Es fällt deshalb schwer, Gründe für die Anlage einer Hypothekenanleihe in diesem Investorenkreis auszumachen, da die Anleihe jedenfalls aufgrund der Sicherungskomponente kein hochverzinsliches Papier darstellt.

Weiterhin ist kritisch anzumerken, dass der Anleihenmarkt in Deutschland für solche grundpfandrechtlich besicherte Anleihen verschwindend klein ist. Eine Liquidität, im Sinne der Marktnachfrage, ist nicht feststellbar. Das spezifische Segment im Anleihenmarkt gilt als nicht fungibel.

Die Anzahl möglicher Emissionen für eine Hypothekenanleihe ist in Deutschland als gering anzusehen, zumal es nur wenige taugliche Emittentinnen gibt, die entweder aus der Immobilienwirtschaft kommen oder in ihrem Betriebsvermögen belastbare Immobilien vorhalten.

Aufgrund der vielen Negativmerkmale gilt es aber auch die Vorzüge der Hypothekenanleihe summarisch zu beleuchten.

Im Kreise der gedeckten Anleihen stellt die Hypothekenanleihe ein attraktives Kapitalmarktinstrument dar, da die Ausfallwahrscheinlichkeit aus den aufgezeigten Ratingaspekten zwischen 20 % und 50 % eingeschätzt wird und unter Sicherheitsaspekten der Hypothekenanleihe gegenüber der unbesicherten Anleihen, die oft keine höhere Rendite aufweisen, attraktiver ist. Für den sicherheitsbewussten Anleger, der etwas mehr Rendite als beim Pfandbrief erwartet, kann die Hypothekenanleihe eine Alternative zum Pfandbrief sein.

## Literaturverzeichnis (Schrifttum)

### I. Kommentare und Lexika

*Assmann/Schneider* (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 2. Auflage, Köln, 1999 (zitiert mit *Assmann* und dem Nachnamen des jeweiligen Bearbeiters)

*Battis/Krautzberger/Löhr*, BauGB, Baugesetzbuch, Kommentar, 9. Auflage 2007

*Baumbach/Hefermehl*, Wechselgesetz und Scheckgesetz, Kommentar, 19. Auflage, München 1995

*Baumbach/Hopt*, Handelsgesetzbuch mit Nebengesetzen, 33. Auflage München 2008

*Bellinger*, Dieter, Kommentar zum Hypothekenbankgesetz, München 1995

*Bellinger/Kerl*, Hypothekenbankgesetz, Kommentar, 4. Auflage, München 1995

*Bielenberg/Krautzberger/Söfker*, Baugesetzbuch mit BauGB-MaßnahmenG und BauNVO – vergleichende Gegenüberstellung von neuem und altem Recht, Leitfaden und Kommentar, 4. Auflage, München 1994

*Boos/Fischer/Schulte-Mattler*, Kreditwesengesetz, Kommentar, 3. Auflage, München 2008 (zitiert mit *BFS-KWG* und dem Nachnamen des Bearbeiters)

*Boruttau*, Grunderwerbsteuergesetz, Kommentar, 16. Auflage, 2007 München 2007, zitiert mit *Boruttau* und dem Nachnamen des jeweiligen Bearbeiters)

*Erman*, Walter, Handkommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 10. Auflage, Münster 2000 (zitiert mit *Erman* und dem Nachnamen des jeweiligen Bearbeiters)

*Ernst/Zinkahn*, Baugesetzbuch, Band IV, begründet von Bielenberg, W., fortgeführt von Krautzberger, M., München, Stand Dezember 2007

*Fahr/Kaulbach/Bähr*, VAG - Versicherungsaufsichtsgesetz, Kommentar, 4. Auflage München 2007

*Gaentzsch*, G., Baugesetzbuch – BauGB, Kommentar 33, 1991

*Groß*, W., Kapitalmarktrecht, Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungsverordnung, zum Wertpapierprospektgesetz und zum Verkaufsprospekt, 3. Auflage, München 2006

*Heitzer/Oestreicher*, Bundesbaugesetz und Städtebauförderungsgesetz, 5. Auflage, Berlin New York 1973

- Holzborn*, T. (Hrsg.), WpPG, Wertpapierprospektgesetz mit EU-Prospektverordnung und weiterführende Vorschriften, Kommentar, 1. Auflage, Berlin 2008
- Horber/Demharter*, GBO, Grundbuchordnung, Kommentar, 18. Auflage 1989
- Just/Voß/Zeising*, Wertpapierprospektgesetz (WpPG), Kommentar, München 12/2007
- Kleiber/Simon/Weyers*, Verkehrswertermittlung von Grundstücken Kommentar und Handbuch zur Ermittlung von Verkehrs-, Beleihungs-, Versicherungs- u. Unternehmenswerten unter Berücksichtigung von WertV und BauGB, Bundesanzeiger Verlagsgesellschaft mbH, Köln Neuauflage 2002
- Kleiber/Simon/Weyers/Schröter*, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, Kommentar und Handbuch zur Ermittlung von Verkehrs-, Versicherungs- und Beleihungswerten unter Berücksichtigung von WertV und BelWertV, 5. Auflage, Bundesanzeiger Verlagsgesellschaft, Köln 1991
- Kopp (Begründer)/Ramsauer*, Verwaltungsverfahrenrecht, Kommentar, 7. Auflage, München 2000
- Kopp (Begründer)/Schenke*, Verwaltungsgerichtsordnung, Kommentar, 12. Auflage, München 2000
- Körner/Sammet*, in: Focus Magazin, Anleihen Rendite für Millionen, Nr. 20, 2001
- Kunze/Ertl/Herrmann/Eickmann*, Kommentar zum Grundbuchrecht, 6. Auflage, Berlin, New York 2006 (zitiert mit *Kunze* und dem Nachnamen des jeweiligen Bearbeiters)
- Mainczyk*, Baugesetzbuch, Taschenkommentar, 2. Auflage, 1994
- MüKo*, Münchner Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 4. Auflage 2000 ff. (zitiert mit *MüKo* und dem Nachnamen des jeweiligen Bearbeiters)
- Pahlke/Franz*, GrErwStG, Grunderwerbsteuergesetz, Kommentar, München 1995
- Palandt*, Bürgerliches Gesetzbuch, Kommentar, 67. Auflage München 2008 (zitiert mit *Palandt* und dem Nachnamen des jeweiligen Bearbeiters)
- Planck*, Kommentar zum BGB nebst Einführungsgesetz, Band 4/2, 6, 5. Auflage 1933-38 (zitiert mit *Planck* und dem Nachnamen des jeweiligen Bearbeiters)
- Prölss*, in: *Kollhasser, Helmut* (Hrsg.), Versicherungsaufsichtsgesetz, Kommentar, 12. Auflage München 2005 (zitiert mit *Prölss* und dem Nachnamen des jeweiligen Bearbeiters)
- Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch, Band I, 3. Auflage, München 2007
- Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch, Band II, 3. Auflage, München 2007



*Schwark, E.*, Börsengesetz, Kommentar, 2. Auflage, München, 1994

*Schwark, E.* (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, BörsenG, VerkaufsprospektG, WertpapierhandelsG, Wertpapiererwerbs- und übernahmeG, 3. Auflage, München 2004 (zitiert mit *Schwark/KMRK*)

*Stannigel/Kremer/Weyers*, Beleihungsgrundsätze für Sparkassen, Kommentar und Handbuch für die Beleihungspraxis, Begründer Michaelis, K., 1984

*Staudinger*, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 13. Auflage 1993 ff., danach bandweise Neubearbeitung (zitiert mit *Staudinger* und dem Nachnamen des jeweiligen Bearbeiters)

*Stein/Jonas*, Kommentar zur Zivilprozessordnung, begründet v. Gaupp, L. u. G., fortgeführt von Stein, F. und Jonas, H., 20. Auflage 1977 ff. (zitiert mit *Stein/Jonas* und dem Nachnamen des jeweiligen Bearbeiters)

*Thomas/Putzo*, ZPO, Kommentar, 23. Auflage, München 2001.

## **II. Lehrbücher, Aufsätze und Zeitschriften**

*Adrian/Heidorn* (Hrsg.), Der Bankbetrieb, 15. Auflage, 2000

*Ansmann*, SchVerschrG, 1933

*Bär, P.*, Grundzüge des Bürgerlichen Rechts, 6. Auflage, München 1987

*Baur/Stürner*, Lehrbuch des Sachenrechts, 18. Auflage, München 2007

*Bayerlein*, Praxishandbuch Sachverständigenrecht, 3. Auflage, München 2003

*Biermann, J.*, Commentar zum B.G.B., Berlin, 1898

*Böhm, J.*, Das materielle und formelle Reichsgrundbuchrecht, 1898

*Boos/Goerke/Hoegen*, Das neue Pfandbriefgesetz – Stärkung des Finanzplatzes Deutschland, Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands/Allen & Overy, 2005

*Brinkhaus/Scherer*, KAGG AuslInvestmentG, München 2003

*Brox, H.*, Handels- und Wertpapierrecht, 18. Auflage, Münster 2005

*Bundesverband deutscher Banken*, Die HBG-Novelle 2004: Neue Benchmark für insolvenz-feste Pfandbriefe, in: Die Bank 2004, 05

- Bülow*, Recht der Kreditsicherheiten, 7. Auflage Heidelberg, München, Landsberg, Berlin 2007
- Chaplinsky*, S., The Impact of SEC Rule 144A on Corporate Debt Issuance by International Firms, The University of Virginia, Darden School, Charlottesville 2002
- Cohn*, W., Die Besonderheiten der im § 1187 B.G.B. bezeichneten Sicherungshypothek, Heidelberg 1904
- Deutsche Bundesbank*, Neue rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen für den deutschen Verbriefungs- und Pfandbriefmarkt, Monatsbericht März 2006
- Dittrich*, F., The Credit Rating Industry: Competition and Regulation, Dissertation Universität Köln, 2007
- Dittrich/Kleiber*, Die Ermittlung von Grundstückswerten nach Bundesbaugesetz und Städtebauförderungsgesetz - Merkblatt -, Deutsches Volksheimstättenwerk, Bonn 9. überarbeitete Auflage 2002
- Düring*, A., Eigentumsübergang an depotverwahrten Wertpapieren, Hamburg 2008
- Ebberg*, J., Charakterisierung und Analyse von Asset Backed Securities, Universität Konstanz 1997
- Eickmann*, D., Zwangsversteigerungs- und Zwangsverwaltungsrecht, Berlin 1990
- Emmerich*, V., Das Recht des unlauteren Wettbewerbs, 5. Auflage, München 1998
- Everling/Schneck*, Das Rating ABC, Wiesbaden 2005
- Fikentscher*, W., Die Interessengemeinschaft, Eine gesellschafts- und kartellrechtliche Untersuchung, FIW-Schriftenreihe, Köln 1966
- Fikentscher*, W., Schuldrecht, 9. Auflage Berlin, 1997
- Finkelburg/Ortloff*, Öffentliches Baurecht, Band I: Bauplanungsrecht, 5. Auflage, München 1988
- Fragos*, N., Das neue europäische und deutsche Investmentrecht: Die Änderungen in Folge der neuen OGAW-Richtlinie und des Investmentgesetzes, 1. Auflage, Frankfurt 2006
- Frank/Glatzl*, Das Pfandbriefgesetz – die Vereinheitlichung und Neuordnung des Pfandbriefrechts, in: WM, Heft 36, 59, Jahrgang 2005
- Fuchs*, E., Das Grundbuchrecht, Band I 1902
- Gablenz*, K., Rechte und Belastungen in der Grundstücksbewertung, Systematische Erfassung aller wertbeeinflussenden Faktoren, Düsseldorf 2000

- Gallati, R.*, Verzinsliche Wertpapiere – Bewertung und Strategien – Wiesbaden 2004
- Gembeck-Wiesike, A.*, Wohlverhaltensregeln beim Vertrieb von Wertpapier- und Versicherungsdienstleistungen, Dissertation, Humboldt-Universität Berlin, 2004
- Goedecke/Kerl*, Verkehrswert und Beleihungswert - Anmerkung zu einem Vorschlag, DLK 1980, 166
- Gottwald, S.*, Grunderwerbssteuerliche Bemessungsgrundlage bei Grundstücksübertragungen zwischen Gesellschaft und Gesellschafter, in: MittBayNot, Mitteilungen des Bayerischen Notarvereins und der Landesnotarkammer Bayerns, Landesnotarkammer Bayern, München (Hrsg.), Ausgabe 2, März/April 2004.
- Haack, B.*, Sensitivitätsanalyse zur Verkehrswertermittlung von Grundstücken, Dissertation, Universität Bonn, 2006
- Hachenburg, M.*, Beiträge zum Hypotheken- und Grundschuldrecht des Entwurfs eines B.G.B. für das Deutsche Reich, 1895
- Hadding/Schneider* (Hrsg.), Gesellschaftsanteil als Kreditsicherheiten 1979
- Haegeler/Schöner/Stöber*, Grundbuchrecht, 11. Auflage, 1997
- Hagen/Rasche*, in: EU-Monitor – Finanzmarkt Spezial, Nr. 7 vom 21.10.2003, Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main 2003
- Hagenmüller/Jacob*, Der Bankbetrieb, Band II, 5. Auflage, Wiesbaden 1987
- Hanisch, M.*, Die börsengesetzliche Prospekthaftung, Seminararbeit zum Seminar Kapitalmarktrecht, FernUniversität Hagen, 2007.
- Hauke/Peterson*, Marktorientierte Immobilienbewertung, Grundlagen, 16. Auflage, Stuttgart 2003
- Heidel, T.* (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, Kommentar, 2. Auflage, 2007 (zitiert mit *Heidel* und dem Nachnamen des Bearbeiters)
- Henle, W.*, Das königlich Bayerische Gesetz vom 18. März 1896, über die Inhaberpapiere, 1896
- Herpfer, J.-A.*, Der Pfandbrief – Pfandbriefgesetz versus Novellierung des Hypothekendarstellungsgesetzes, Stuttgart, 2001
- Hielscher/Laubscher*, Finanzierungskosten, 2. Aufl., Frankfurt/Main 1989
- Holzhammer, R.*, Allgemeines Handelsrecht und Wertpapierrecht, 8. verbesserte Auflage, Wien und New York 1998.

- Hueck, G.*, Gesellschaftsrecht, 19. Auflage, München 1991
- Hueck/Canaris*, Recht der Wertpapiere, 12. Auflage München 1986
- Ipsen, J.*, Allgemeines Verwaltungsrecht, Köln, 2000
- Jungnickel, N.*, Pfandbriefe versus Mortgage Backed Securities: Eine vergleichende Betrachtung aus betriebswirtschaftlicher Sicht, Grin Verlag für akademische Texte, München und Ravensburg 2005
- Kempf, A.*, (PriceWaterhouseCoopers), Die Novellierung des Investmentrechts 2004 nach dem Investmentmodernisierungsgesetz, Frankfurt am Main 2004
- Kempf, A.*, (PriceWaterhouseCoopers), Die Novellierung des Investmentrechts 2007, Ein Praxishandbuch, 1. Auflage, Frankfurt am Main 2007
- Kleiber, W.*, Zur neuen Beleihungswertverordnung , GuG Grundstücksmarkt und Grundstückswert, Jahrgang 2006 17, Nr.2, (zitiert mit *Kleiber*, 2006, Nr.2)
- Kleiber, W.*, WertR 2006, Wertermittlungsrichtlinie 2006, Sammlung amtlicher Texte zur Ermittlung des Verkehrswerts von Grundstücken mit Normalherstellungskosten, 9. Auflage, Bundesanzeiger Verlagsgesellschaft, Köln 2006
- Kliem, C.*, Die Entwicklung vom Hypothekenbankgesetz zum Pfandbriefgesetz, Thesenpapier, Leipzig 2005
- Klunzinger, Eugen*, Einführung in das Bürgerliche Recht, 5. Auflage, München 1993
- Krumnow/Gramlich/Lange und andere* (Hrsg.), Bank Lexikon, 2002
- Lindner, M.*, Verbriefung von Anleihen (von der Einzelurkunde bis zur Entmaterialisierung), Universität Leipzig, Institut für Deutsches und Internationales Bank- und Kapitalmarktrecht 2000
- Locher, E.*, Das Recht der Wertpapiere, Tübingen, 1947
- Loidl*, Realkredite und andere Darlehensgeschäfte, in: Schwebler/Knauth/Simmert (Hrsg.), Kapitalanlagepolitik im Versicherungsbinnenmarkt, 1994
- Medicus, D.*, Bürgerliches Recht, 17. Auflage, Köln 1996
- Merkel, C.*, Vermeidung von Kreditrisiken durch Corporate Bonds, Grin Verlag für akademische Texte, München und Ravensburg 2002
- Micheler, E.*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, Wien New York 2004
- Mugdan, B.*, Die gesamten Materialien zum B.G.B., III Band 1899.B., Die gesamten Materialien zum B.G.B., III Band 1899

- Obst/Hinter*, in: Geld-, Bank- und Börsenwesen, (Hrsg.) Kloten, N., von Stein, J.H., 39. Auflage, Stuttgart 1993
- Planck*, G., Bürgerliches Gesetzbuch nebst Einführungsgesetz, Band III, 1902
- Poppelbaum*, L., Recovery Rates von Bankkrediten, Grin Verlag für akademische Texte, München und Ravensburg 2002
- Reidenbach*, D., Aktienanalysten und Ratingagenturen - Wer überwacht die Überwacher?, 1. Auflage, Frankfurt 2006
- Reichling/Bietke/Henne*, Praxishandbuch Risikomanagement und Rating, 2. überarbeitete und erweiterte Auflage, Wiesbaden 2007
- Renkl*, G., Wertpapierrecht, Band 57, München, 1988
- Reuschle*, F., Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, München 2002
- Richter/Schuppert*, Casebook Verwaltungsrecht, 2. Auflage, München, Berlin, 1995
- Riesser*, Zur Kritik der Gesetzentwürfe betreffend das Hypothekenbankwesen und die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen, 1898
- Ritter*, K., Die Allgemeinen Lehren des Handelsrechtes, mit einem Anhang, betreffend das Recht der Inhaberschuldverschreibungen, 1898
- Rückardt*, K., Der Beleihungswert, Bedeutung, Anforderungen, Ermittlung und Verwendung von Beleihungswerten für Immobilien, Schriftenreihe des Verbandes deutscher Hypothekenbanken, Band 13, Frankfurt am Main 2001
- Schulz*, M., Wandelanleihen in der Unternehmensfinanzierung, eine theoretische und empirische Analyse, Hamburg 2006
- Schulze*, Zeitschrift Der Rechtspfleger, 1987, 441
- Schwebler*, R., Vermögensanlage und Anlagevorschriften der Versicherungsunternehmen, in: Schwebler: (Hrsg.), Vermögensanlagepraxis in der Versicherungswirtschaft, 2. Auflage, Karlsruhe, 1991
- Sedatis*, L., Einführung in das Wertpapierrecht, Berlin New York 1988
- Siebert*, Das rechtsgeschäftliche Treuhandverhältnis, 1933
- Sinclair*, T.-J., The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness, Ithaca, New York 2005

- Soergel*, H.-Th., Bürgerliches Gesetzbuch, 12. Auflage, Stuttgart, Berlin, Köln, Mainz ab 1989 (zitiert mit *Soergel* und dem Nachnamen des jeweiligen Bearbeiters und Sachenrecht)
- Soergel*, H.-Th., Bürgerliches Gesetzbuch, Sachenrecht §§ 854-1296 BGB, Band 6, 13. Auflage, Stuttgart, Berlin, Köln, Mainz 1989
- Solms*, M., Eignung des Ertragswertverfahrens gemäß Wertermittlungsverordnung §§15 bis 20 WertV zur Ermittlung des Verkehrswertes von Immobilien, Grin Verlag für akademische Texte, München und Ravensburg 2007
- Stamm*, J., Geldanlageformen – Wertpapiere, Börse, Altersvorsorge, Grin Verlag für akademische Texte, München und Ravensburg 2006
- Turnau/Förster*, Das Liegenschaftsrecht, I. Band, 1902.
- Ulmer*, E., Das Recht der Wertpapiere, 1938.
- Verband deutscher Pfandbriefbanken (VDH)*, Grundsatzpapier zum Beleihungswert von Immobilien, Broschüre
- Verband deutscher Pfandbriefbanken (VDH)*, Der Pfandbrief, Fakten und Daten, Broschüre 2004.
- Vogel*, H.-G., Das Schuldverschreibungsgesetz, Entstehung, Inhalt und Bedeutung, 1996, in: Arbeitspapiere // Universität Osnabrück, Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht, 96,2 Bandnummer 31
- Vogel*, H.-G., Die Vergemeinschaftung der Anleihegläubiger und ihre Vertretung nach dem Schuldverschreibungsgesetz, Baden-Baden 1999
- Vollrath*, H., Indizierte Anleihe, Grin Verlag für akademische Texte, München und Ravensburg 2003
- Vulliemin*, N., Die Bedeutung des Pfandbriefs auf dem internationalen Finanzmarkt, Grin Verlag für akademische Texte, München und Ravensburg 2005
- Weber*, H., (Hrsg.), Kreditsicherheiten – Recht der Sicherungsgeschäfte, 5. Auflage, München 1997
- Welter/Breier/Ketzel*, Der Realkredit in der EG, Stuttgart, Sparkassenverlag 1993
- Wenzel/Rohrer*, Bewertungskriterien von Anleihen, Aktien und Investmentfonds, Grin Verlag für akademische Texte, München und Ravensburg 2004
- Westermann*, H., Sachenrecht, begründet von H. Westermann, fortgeführt von Harm P. Westermann, 7. Auflage, Heidelberg 1998

*Wieacker*, F., *Bodenrecht*, Hamburg 1938

*Wieling*, H.-J., *Sachenrecht*, 2. korrigierte und ergänzte Auflage Berlin 1994

*Willenbücher*, das Liegenschaftsrecht des B.G.B. und die Reichsgrundbuchordnung mit Erläuterungen, 1904

*Wolf*, E., *Lehrbuch des Sachenrechts*, 2. Auflage, Köln, Berlin, Bonn, München 1979

*Wolff/Raiser*, *Sachenrecht*, 10. Auflage, Tübingen 1957

*Zimmermann/Heller*, *Der Verkehrswert von Grundstücken*, 1995

*Zöllner*, W., *Rehfeldt*, B. (Begründer), *Wertpapierrecht*, 12. Auflage, München 1978

*Zöllner*, W., *Wertpapierrecht*, 14. Auflage München 1987

### **III. Deutsche Gesetze, Verordnungen und Rundschreiben**

AnlV..... Anlageverordnung vom 20.12.2001, BGBl. I S. 3913, zuletzt geändert durch die Verordnung vom 21.12.2007, BGBl. I S. 3278

AusInvG..... Auslandsinvestment-Gesetz vom 18.08.1969, BGBl. I S. 1211, 1214, wurde mit dem Investmentmodernisierungsgesetz zum 01.01.2004 abgelöst

BauGB..... Baugesetzbuch i.d.F. vom 23.09.2004, BGBl. I S. 2414, zuletzt geändert durch Artikel 1 des Gesetzes vom 21.12.2006, BGBl. I S. 3316

BelWertV..... Beleihungswertermittlungsverordnung vom 12.05.2006, BGBl. I S. 1175

BewG .... Bewertungsgesetz, ohne nähere Konkretisierung

BGB..... Bürgerliches Gesetzbuch i.d.F. vom 02.02.2002, BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738, zuletzt geändert durch das Gesetz vom 26.03.2008, BGBl. I S. 441

BörsG..... Börsengesetz vom 16.07.2007, BGBl. I S. 1330, 1351, geändert durch Artikel 11 des Gesetzes vom 21.12.2007, BGBl. I S. 3089

DepotG..... Depotgesetz i.d.F. vom 11.01.1995, BGBl. I S. 34, zuletzt geändert durch Artikel 13 des Gesetzes vom 21.12.2007, BGBl. I S. 3089

GBO..... Grundbuchordnung i.d.F. vom 26.05.1994, BGBl. I S. 1114, zuletzt geändert durch Artikel 78 Abs. 7 des Gesetzes vom 23.11.2007, BGBl. I S. 2614 mit Wirkung vom 30.11.2007

- GrEStG..... Grunderwerbsteuergesetz i.d.F. vom 26. 02.1997, BGBl. I S. 418, 1804, zuletzt geändert durch Artikel 10 des Gesetzes vom 20.12.2007, BGBl. I S. 3150
- HypBKG..... Hypothekenbankgesetz i.d.F vom 09.09.1998, BGBl. I S. 2674, zuletzt geändert durch Art. 8 des Gesetzes vom 05.04.2004, BGBl S. 502
- HGB..... Handelsgesetzbuch in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4100-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, zuletzt geändert durch Artikel 17 des Gesetzes vom 21.12.2007, BGBl. I S. 3089
- InvG..... Investmentgesetz vom 15.12.2003, BGBl. I S. 2676, zuletzt geändert durch Artikel 1 des Gesetzes vom 21.12.2007, BGBl. I S. 3089
- KAGG..... Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften vom 16. 04.1957 - KAGG 1957 -, BGBl I 1957, 378, BStBl I 1957, 224, geändert i.d.F. der Bekanntmachung vom 14.01.1970 - KAGG 1970 -, BGBl I 1970, 127, BStBl I 1970, 187 wurde mit dem Investmentmodernisierungsgesetz zum 01.01.2004 abgelöst
- KWG..... Kreditwesengesetz i.d.F. vom 09.09.1998, BGBl. I S. 2776, zuletzt geändert durch Artikel 2 des Gesetzes vom 21.12.2007, BGBl. I S. 3089
- PfandBG..... Pfandbriefgesetz vom 22.05.2005, BGBl. I S. 1373, geändert durch Artikel 16 des Gesetzes vom 21.12.2007, BGBl. I S. 3089
- SchG..... Scheckgesetz vom 14.08.1933, RGBl. I S. 597, zuletzt geändert durch Gesetz vom 19.04.2006, BGBl. I S. 866 m.W.v. 25.04.2006
- SchVerschrG... Schuldverschreibungsgesetz vom 04.12.1899, Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4134-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, zuletzt geändert durch Artikel 53 des Gesetzes vom 05.10.1994, BGBl. I S. 2911
- UWG..... Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb vom 07.06.1909, RGBl. 499, BGBl. III 4 Nr. 43-1
- VAG..... Versicherungsaufsichtsgesetz i.d.F. vom 17.12.1992, BGBl. I 93,3 zuletzt geändert durch Artikel 1 des Gesetzes vom 23.12.2007, BGBl. I S. 3248
- VerkProspektG. Verkaufsprospektgesetz i.d.F. vom 09.09.1998, BGBl. I S. 2701, zuletzt geändert durch Artikel 8 des Gesetzes vom 16.07.2007, BGBl. I S. 1330
- VwVfG            Verwaltungsverfahrensgesetz, ohne nähere Konkretisierung
- WertR..... Wertermittlungsrichtlinien 2006 - WertR 2006 vom 01.03.2006, Bundesanzeiger Nr. 108a vom 10.06.2006, Berichtigung vom 01.07.2006 Bundesanzeiger Nr. 121 S. 4798



- WertV..... Wertermittlungsverordnung vom 06.12.1988, BGBl. I S. 2209, geändert durch Artikel 3 des Gesetzes vom 18.08.1997, BGBl. I S. 2081
- WG..... Wechselgesetz vom 21.06.1933, RGBl. I S. 399, zuletzt geändert durch Gesetz vom 19.04.2006, BGBl. I S. 866, mit Wirkung vom 25.04.2006
- WpHG..... Wertpapierhandelsgesetz i.d.F. vom 09.09.1998, BGBl. I S. 2708, zuletzt geändert durch Artikel 11 des Gesetzes vom 21.12.2007, BGBl. I S. 3198
- WpPG..... Wertpapierprospektgesetz vom 22.06.2005, BGBl. I S. 1698, zuletzt geändert durch Artikel 19a Nummer 1 des Gesetzes vom 21.12.2007, BGBl. I S. 3089
- ZPO..... Zivilprozessordnung i.d.F. vom 5.12.2005, BGBl. I S. 3202; 2006 I S. 431; 2007 I S. 1781), zuletzt geändert durch Artikel 2 G. vom 26.03.2008, BGBl. I S. 441
- ZVG..... Zwangsversteigerungsgesetz vom 24.03.1897, RGBl. 97, BGBl. III 3 Nr. 310-14
- RS 15/2005 (VA)... Rundschreiben 15/2005 (VA) der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht mit A. Hinweise zur Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (§ 54 VAG, §§ 1 ff. Anlageverordnung), B. Anordnung betreffend die Darlegungspflichten gemäß § 6 Anlageverordnung, C. Änderung des Rundschreibens 6/2005 (VA), D. Inkrafttreten und Aufhebung des Rundschreibens 29/2002 (VA)

#### **IV. Europäische Richtlinien und Verordnungen**

- RL 93/22/EWG... EG-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (93/22/EWG) des Rates vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABl. Nr. L 141 vom 11/06/1993 S. 27 - 46, aufgehoben durch Art. 69 RL 2004/39/EG: mit Wirkung vom 30.04.2006
- RL 85/611/EWG... RICHTLINIE DES RATES vom 20.12.1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (85/611/EWG), ABl. EU Nr. L 375 vom 01.12.1985, S.3, zuletzt geändert durch Richtlinie 2005/1/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 09.03.2005 zur Änderung der Richtlinien 73/239/EWG, 85/611/EWG, 91/675/EWG, 92/49/EWG und 93/6/EWG des Rates sowie der Richtlinien 94/19/EG, 98/78/EG, 2000/12/EG, 2001/34/EG, 2002/83/EG und 2002/87/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Schaffung einer neuen Ausschussstruktur im Finanzdienstleistungsbereich, ABl. EU Nr. L 079 vom 24.03.2005, S. 9 – 17

- RL 2003/71/EG... Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 04.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EU Nr. L 345, S. 64
- RL 2004/39/EG... EG-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie vom 21.04.2004 (2004/39/EG) Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. EU Nr. L 145 vom 30.04.2004, S. 1 – 44
- RL 2007/16/EG... Richtlinie 2007/16/EG der Kommission zur Durchführung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Erläuterung gewisser Definitionen, ABl. EU Nr. L 79/11 vom 20.03.2007
- VO (EG) 809/ VERORDNUNG (EG) Nr. 809/2004 DER KOMMISSION vom 2004... 29.04.2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Angaben sowie die Aufmachung, die Aufnahme von Angaben in Form eines Verweises und die Veröffentlichung solcher Prospekte sowie die Verbreitung von Werbung, ABl. EU Nr. L 149, ABl. EU Nr. L 215, S. 3 – 103

FRANKFURT SCHOOL / HFB – WORKING PAPER SERIES

No.	Author/Title	Year
112.	Schalast, Christoph / Bolder, Markus / Radünz, Claus / Siepmann, Stephanie / Weber, Thorsten Transaktionen und Servicing in der Finanzkrise: Berichte und Referate des Frankfurt School NPL Forums 2008	2009
111.	Werner, Karl / Moormann, Jürgen Efficiency and Profitability of European Banks – How Important Is Operational Efficiency?	2009
110.	Herrmann-Pillath, Carsten Moralische Gefühle als Grundlage einer wohlstandschaffenden Wettbewerbsordnung: Ein neuer Ansatz zur erforschung von Sozialkapital und seine Anwendung auf China	2009
109.	Heidorn, Thomas / Kaiser, Dieter G. / Roder, Christoph Empirische Analyse der Drawdowns von Dach-Hedgefonds	2009
108.	Herrmann-Pillath, Carsten Neuroeconomics, Naturalism and Language	2008
107.	Schalast, Christoph / Benita, Barten Private Equity und Familienunternehmen – eine Untersuchung unter besonderer Berücksichtigung deutscher Maschinen- und Anlagenbauunternehmen	2008
106.	Bannier, Christina E. / Grote, Michael H. Equity Gap? – Which Equity Gap? On the Financing Structure of Germany’s Mittelstand	2008
105.	Herrmann-Pillath, Carsten The Naturalistic Turn in Economics: Implications for the Theory of Finance	2008
104.	Schalast, Christoph (Hrsg.) / Schanz, Kay-Michael / Scholl, Wolfgang Aktionärsschutz in der AG falsch verstanden? Die Leica-Entscheidung des LG Frankfurt am Main	2008
103.	Bannier, Christina / Müsch, Stefan Die Auswirkungen der Subprime-Krise auf den deutschen LBO-Markt für Small- und MidCaps	2008
102.	Cremers, Heinz / Vetter, Michael Das IRB-Modell des Kreditrisikos im Vergleich zum Modell einer logarithmisch normalverteilten Verlustfunktion	2008
101.	Heidorn, Thomas / Pleißner, Mathias Determinanten Europäischer CMBS Spreads. Ein empirisches Modell zur Bestimmung der Risikoaufschläge von Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)	2008
100.	Schalast, Christoph (Hrsg.) / Schanz, Kay-Michael Schaeffler KG/Continental AG im Lichte der CSX Corp.-Entscheidung des US District Court for the Southern District of New York	2008
99.	Hölscher, Luise / Haug, Michael / Schweinberger, Andreas Analyse von Steueramnestiedaten	2008
98.	Heimer, Thomas / Arend, Sebastian The Genesis of the Black-Scholes Option Pricing Formula	2008
97.	Heimer, Thomas / Hölscher, Luise / Werner, Matthias Ralf Access to Finance and Venture Capital for Industrial SMEs	2008
96.	Böttger, Marc / Guthoff, Anja / Heidorn, Thomas Loss Given Default Modelle zur Schätzung von Recovery Rates	2008
95.	Almer, Thomas / Heidorn, Thomas / Schmaltz, Christian The Dynamics of Short- and Long-Term CDS-spreads of Banks	2008
94.	Barthel, Erich / Wollersheim, Jutta Kulturunterschiede bei Mergers & Acquisitions: Entwicklung eines Konzeptes zur Durchführung einer Cultural Due Diligence	2008
93.	Heidorn, Thomas / Kunze, Wolfgang / Schmaltz, Christian Liquiditätsmodellierung von Kreditzusagen (Term Facilities and Revolver)	2008
92.	Burger, Andreas Produktivität und Effizienz in Banken – Terminologie, Methoden und Status quo	2008
91.	Löchel, Horst / Pecher, Florian The Strategic Value of Investments in Chinese Banks by Foreign Financial Insitutions	2008
90.	Schalast, Christoph / Morgenschweis, Bernd / Sprengetter, Hans Otto / Ockens, Klaas / Stachuletz, Rainer / Safran, Robert Der deutsche NPL Markt 2007: Aktuelle Entwicklungen, Verkauf und Bewertung – Berichte und Referate des NPL Forums 2007	2008
89.	Schalast, Christoph / Stralkowski, Ingo 10 Jahre deutsche Buyouts	2008

88.	Bannier, Christina / Hirsch, Christian The Economics of Rating Watchlists: Evidence from Rating Changes	2007
87.	Demidova-Menzel, Nadeshda / Heidorn, Thomas Gold in the Investment Portfolio	2007
86.	Hölscher, Luise / Rosenthal, Johannes Leistungsmessung der Internen Revision	2007
85.	Bannier, Christina / Hänsel, Dennis Determinants of banks' engagement in loan securitization	2007
84.	Bannier, Christina "Smoothing" versus "Timeliness" - Wann sind stabile Ratings optimal und welche Anforderungen sind an optimale Berichtsregeln zu stellen?	2007
83.	Bannier, Christina Heterogeneous Multiple Bank Financing: Does it Reduce Inefficient Credit-Renegotiation Incidences?	2007
82.	Cremers, Heinz / Löhr, Andreas Deskription und Bewertung strukturierter Produkte unter besonderer Berücksichtigung verschiedener Marktszenarien	2007
81.	Demidova-Menzel, Nadeshda / Heidorn, Thomas Commodities in Asset Management	2007
80.	Cremers, Heinz / Walzner, Jens Risikosteuerung mit Kreditderivaten unter besonderer Berücksichtigung von Credit Default Swaps	2007
79.	Cremers, Heinz / Traugber, Patrick Handlungsalternativen einer Genossenschaftsbank im Investmentprozess unter Berücksichtigung der Risikotragfähigkeit	2007
78.	Gerdesmeier, Dieter / Roffia, Barbara Monetary Analysis: A VAR Perspective	2007
77.	Heidorn, Thomas / Kaiser, Dieter G. / Muschiol, Andrea Portfoliooptimierung mit Hedgefonds unter Berücksichtigung höherer Momente der Verteilung	2007
76.	Jobe, Clemens J. / Ockens, Klaas / Safran, Robert / Schalast, Christoph Work-Out und Servicing von notleidenden Krediten – Berichte und Referate des HfB-NPL Servicing Forums 2006	2006
75.	Abrar, Kamyar / Schalast, Christoph Fusionskontrolle in dynamischen Netzsektoren am Beispiel des Breitbandkabelsektors	2006
74.	Schalast, Christoph / Schanz, Kay-Michael Wertpapierprospekte: Markteinführungspublizität nach EU-Prospektverordnung und Wertpapierprospektgesetz 2005	2006
73.	Dickler, Robert A. / Schalast, Christoph Distressed Debt in Germany: What's Next? Possible Innovative Exit Strategies	2006
72.	Belke, Ansgar / Polleit, Thorsten How the ECB and the US Fed set interest rates	2006
71.	Heidorn, Thomas / Hoppe, Christian / Kaiser, Dieter G. Heterogenität von Hedgefondsindizes	2006
70.	Baumann, Stefan / Löchel, Horst The Endogeneity Approach of the Theory of Optimum Currency Areas - What does it mean for ASEAN + 3?	2006
69.	Heidorn, Thomas / Trautmann, Alexandra Niederschlagsderivate	2005
68.	Heidorn, Thomas / Hoppe, Christian / Kaiser, Dieter G. Möglichkeiten der Strukturierung von Hedgefondsportfolios	2005
67.	Belke, Ansgar / Polleit, Thorsten (How) Do Stock Market Returns React to Monetary Policy ? An ARDL Cointegration Analysis for Germany	2005
66.	Daynes, Christian / Schalast, Christoph Aktuelle Rechtsfragen des Bank- und Kapitalmarktsrechts II: Distressed Debt - Investing in Deutschland	2005
65.	Gerdesmeier, Dieter / Polleit, Thorsten Measures of excess liquidity	2005
64.	Becker, Gernot M. / Harding, Perham / Hölscher, Luise Financing the Embedded Value of Life Insurance Portfolios	2005
63.	Schalast, Christoph Modernisierung der Wasserwirtschaft im Spannungsfeld von Umweltschutz und Wettbewerb – Braucht Deutschland eine Rechtsgrundlage für die Vergabe von Wasserversorgungskonzessionen? –	2005
62.	Bayer, Marcus / Cremers, Heinz / Kluß, Norbert Wertsicherungsstrategien für das Asset Management	2005

61.	Löchel, Horst / Polleit, Thorsten A case for money in the ECB monetary policy strategy	2005
60.	Richard, Jörg / Schalast, Christoph / Schanz, Kay-Michael Unternehmen im Prime Standard - „Staying Public“ oder „Going Private“? - Nutzenanalyse der Börsennotiz -	2004
59.	Heun, Michael / Schlink, Torsten Early Warning Systems of Financial Crises - Implementation of a currency crisis model for Uganda	2004
58.	Heimer, Thomas / Köhler, Thomas Auswirkungen des Basel II Akkords auf österreichische KMU	2004
57.	Heidorn, Thomas / Meyer, Bernd / Pietrowiak, Alexander Performanceeffekte nach Directors' Dealings in Deutschland, Italien und den Niederlanden	2004
56.	Gerdesmeier, Dieter / Roffia, Barbara The Relevance of real-time data in estimating reaction functions for the euro area	2004
55.	Barthel, Erich / Gierig, Rauno / Kühn, Ilmhart-Wolfram Unterschiedliche Ansätze zur Messung des Humankapitals	2004
54.	Anders, Dietmar / Binder, Andreas / Hesdahl, Ralf / Schalast, Christoph / Thöne, Thomas Aktuelle Rechtsfragen des Bank- und Kapitalmarktrechts I : Non-Performing-Loans / Faule Kredite - Handel, Work-Out, Outsourcing und Securitisation	2004
53.	Polleit, Thorsten The Slowdown in German Bank Lending – Revisited	2004
52.	Heidorn, Thomas / Siragusano, Tindaro Die Anwendbarkeit der Behavioral Finance im Devisenmarkt	2004
51.	Schütze, Daniel / Schalast, Christoph (Hrsg.) Wider die Verschleuderung von Unternehmen durch Pfandversteigerung	2004
50.	Gerhold, Mirko / Heidorn, Thomas Investitionen und Emissionen von Convertible Bonds (Wandelanleihen)	2004
49.	Chevalier, Pierre / Heidorn, Thomas / Krieger, Christian Temperaturderivate zur strategischen Absicherung von Beschaffungs- und Absatzrisiken	2003
48.	Becker, Gernot M. / Seeger, Norbert Internationale Cash Flow-Rechnungen aus Eigner- und Gläubigersicht	2003
47.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Notes on convexity and quanto adjustments for interest rates and related options	2003
46.	Hess, Dieter Determinants of the relative price impact of unanticipated Information in U.S. macroeconomic releases	2003
45.	Cremers, Heinz / Kluß, Norbert / König, Markus Incentive Fees. Erfolgsabhängige Vergütungsmodelle deutscher Publikumsfonds	2003
44.	Heidorn, Thomas / König, Lars Investitionen in Collateralized Debt Obligations	2003
43.	Kahlert, Holger / Seeger, Norbert Bilanzierung von Unternehmenszusammenschlüssen nach US-GAAP	2003
42.	Beiträge von Studierenden des Studiengangs BBA 012 unter Begleitung von Prof. Dr. Norbert Seeger Rechnungslegung im Umbruch - HGB-Bilanzierung im Wettbewerb mit den internationalen Standards nach IAS und US-GAAP	2003
41.	Overbeck, Ludger / Schmidt, Wolfgang Modeling Default Dependence with Threshold Models	2003
40.	Balthasar, Daniel / Cremers, Heinz / Schmidt, Michael Portfoliooptimierung mit Hedge Fonds unter besonderer Berücksichtigung der Risikokomponente	2002
39.	Heidorn, Thomas / Kantwill, Jens Eine empirische Analyse der Spreadunterschiede von Festsatzanleihen zu Floatern im Euroraum und deren Zusammenhang zum Preis eines Credit Default Swaps	2002
38.	Böttcher, Henner / Seeger, Norbert Bilanzierung von Finanzderivaten nach HGB, EstG, IAS und US-GAAP	2003
37.	Moormann, Jürgen Terminologie und Glossar der Bankinformatik	2002
36.	Heidorn, Thomas Bewertung von Kreditprodukten und Credit Default Swaps	2001
35.	Heidorn, Thomas / Weier, Sven Einführung in die fundamentale Aktienanalyse	2001
34.	Seeger, Norbert International Accounting Standards (IAS)	2001

33.	Moormann, Jürgen / Stehling, Frank Strategic Positioning of E-Commerce Business Models in the Portfolio of Corporate Banking	2001
32.	Sokolovsky, Zbynek / Strohhecker, Jürgen Fit für den Euro, Simulationsbasierte Euro-Maßnahmenplanung für Dresdner-Bank-Geschäftsstellen	2001
31.	Roßbach, Peter Behavioral Finance - Eine Alternative zur vorherrschenden Kapitalmarkttheorie?	2001
30.	Heidorn, Thomas / Jaster, Oliver / Willeitner, Ulrich Event Risk Covenants	2001
29.	Biswas, Rita / Löchel, Horst Recent Trends in U.S. and German Banking: Convergence or Divergence?	2001
28.	Eberle, Günter Georg / Löchel, Horst Die Auswirkungen des Übergangs zum Kapitaldeckungsverfahren in der Rentenversicherung auf die Kapitalmärkte	2001
27.	Heidorn, Thomas / Klein, Hans-Dieter / Siebrecht, Frank Economic Value Added zur Prognose der Performance europäischer Aktien	2000
26.	Cremers, Heinz Konvergenz der binomialen Optionspreismodelle gegen das Modell von Black/Scholes/Merton	2000
25.	Löchel, Horst Die ökonomischen Dimensionen der ‚New Economy‘	2000
24.	Frank, Axel / Moormann, Jürgen Grenzen des Outsourcing: Eine Exploration am Beispiel von Direktbanken	2000
23.	Heidorn, Thomas / Schmidt, Peter / Seiler, Stefan Neue Möglichkeiten durch die Namensaktie	2000
22.	Böger, Andreas / Heidorn, Thomas / Graf Waldstein, Philipp Hybrides Kernkapital für Kreditinstitute	2000
21.	Heidorn, Thomas Entscheidungsorientierte Mindestmargenkalkulation	2000
20.	Wolf, Birgit Die Eigenmittelkonzeption des § 10 KWG	2000
19.	Cremers, Heinz / Robé, Sophie / Thiele, Dirk Beta als Risikomaß - Eine Untersuchung am europäischen Aktienmarkt	2000
18.	Cremers, Heinz Optionspreisbestimmung	1999
17.	Cremers, Heinz Value at Risk-Konzepte für Marktrisiken	1999
16.	Chevalier, Pierre / Heidorn, Thomas / Rütze, Merle Gründung einer deutschen Strombörse für Elektrizitätsderivate	1999
15.	Deister, Daniel / Ehrlicher, Sven / Heidorn, Thomas CatBonds	1999
14.	Jochum, Eduard Hoshin Kanri / Management by Policy (MbP)	1999
13.	Heidorn, Thomas Kreditderivate	1999
12.	Heidorn, Thomas Kreditrisiko (CreditMetrics)	1999
11.	Moormann, Jürgen Terminologie und Glossar der Bankinformatik	1999
10.	Löchel, Horst The EMU and the Theory of Optimum Currency Areas	1998
09.	Löchel, Horst Die Geldpolitik im Währungsraum des Euro	1998
08.	Heidorn, Thomas / Hund, Jürgen Die Umstellung auf die Stückaktie für deutsche Aktiengesellschaften	1998
07.	Moormann, Jürgen Stand und Perspektiven der Informationsverarbeitung in Banken	1998
06.	Heidorn, Thomas / Schmidt, Wolfgang LIBOR in Arrears	1998

05.	Jahresbericht 1997	1998
04.	Ecker, Thomas / Moormann, Jürgen Die Bank als Betreiberin einer elektronischen Shopping-Mall	1997
03.	Jahresbericht 1996	1997
02.	Cremers, Heinz / Schwarz, Willi Interpolation of Discount Factors	1996
01.	Moormann, Jürgen Lean Reporting und Führungsinformationssysteme bei deutschen Finanzdienstleistern	1995

**FRANKFURT SCHOOL / HFB – WORKING PAPER SERIES  
CENTRE FOR PRACTICAL QUANTITATIVE FINANCE**

No.	Author/Title	Year
18.	Keller-Ressel, Martin / Kilin, Fiodar Forward-Start Options in the Barndorff-Nielsen-Shephard Model	2008
17.	Griebsch, Susanne / Wystup, Uwe On the Valuation of Fader and Discrete Barrier Options in Heston's Stochastic Volatility Model	2008
16.	Veiga, Carlos / Wystup, Uwe Closed Formula for Options with Discrete Dividends and its Derivatives	2008
15.	Packham, Natalie / Schmidt, Wolfgang Latin hypercube sampling with dependence and applications in finance	2008
14.	Hakala, Jürgen / Wystup, Uwe FX Basket Options	2008
13.	Weber, Andreas / Wystup, Uwe Vergleich von Anlagestrategien bei Riesterrenten ohne Berücksichtigung von Gebühren. Eine Simulationsstudie zur Verteilung der Renditen	2008
12.	Weber, Andreas / Wystup, Uwe Riesterrente im Vergleich. Eine Simulationsstudie zur Verteilung der Renditen	2008
11.	Wystup, Uwe Vanna-Volga Pricing	2008
10.	Wystup, Uwe Foreign Exchange Quanto Options	2008
09.	Wystup, Uwe Foreign Exchange Symmetries	2008
08.	Becker, Christoph / Wystup, Uwe Was kostet eine Garantie? Ein statistischer Vergleich der Rendite von langfristigen Anlagen	2008
07.	Schmidt, Wolfgang Default Swaps and Hedging Credit Baskets	2007
06.	Kilin, Fiodor Accelerating the Calibration of Stochastic Volatility Models	2007
05.	Griebsch, Susanne/ Kühn, Christoph / Wystup, Uwe Instalment Options: A Closed-Form Solution and the Limiting Case	2007
04.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Interest Rate Convexity and the Volatility Smile	2006
03.	Becker, Christoph/ Wystup, Uwe On the Cost of Delayed Currency Fixing	2005
02.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Cross currency swap valuation	2004
01.	Wallner, Christian / Wystup, Uwe Efficient Computation of Option Price Sensitivities for Options of American Style	2004

**HFB – SONDERARBEITSBERICHTE DER HFB - BUSINESS SCHOOL OF FINANCE & MANAGEMENT**

<b>No.</b>	<b>Author/Title</b>	<b>Year</b>
01.	Nicole Kahmer / Jürgen Moormann Studie zur Ausrichtung von Banken an Kundenprozessen am Beispiel des Internet (Preis: € 120,-)	2003



Printed edition: € 25.00 + € 2.50 shipping

Download:

Working Paper: [http://www.frankfurt-school.de/content/de/research/Publications/list\\_of\\_publication0.html](http://www.frankfurt-school.de/content/de/research/Publications/list_of_publication0.html)

CPQF: [http://www.frankfurt-school.de/content/de/research/quantitative\\_Finance/research\\_publications.html](http://www.frankfurt-school.de/content/de/research/quantitative_Finance/research_publications.html)

**Order address / contact**

Frankfurt School of Finance & Management

Sonnemannstr. 9–11 ■ D–60314 Frankfurt/M. ■ Germany

Phone: +49 (0) 69 154 008–734 ■ Fax: +49 (0) 69 154 008–728

eMail: [m.biemer@frankfurt-school.de](mailto:m.biemer@frankfurt-school.de)

Further information about Frankfurt School of Finance & Management

may be obtained at: <http://www.frankfurt-school.de>