

Schriften zum Wirtschaftsrecht

---

Band 249

# Die Hypothekenanleihe als Instrument der Immobilienfinanzierung

Eine Untersuchung der strukturellen Besonderheiten  
der Hypothekenanleihe, insbesondere des beworbenen  
Sicherungssystems, und der Frage der Erforderlichkeit  
hoheitlicher Intervention

Von

Matthias Thom



Duncker & Humblot · Berlin

MATTHIAS THOM

Die Hypothekendarleihe als Instrument  
der Immobilienfinanzierung

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 249

# Die Hypothekenanleihe als Instrument der Immobilienfinanzierung

Eine Untersuchung der strukturellen Besonderheiten  
der Hypothekenanleihe, insbesondere des beworbenen  
Sicherungssystems, und der Frage der Erforderlichkeit  
hoheitlicher Intervention

Von

Matthias Thom



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin  
hat diese Arbeit im Jahre 2013 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in  
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten  
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten

© 2013 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Fremddatenübernahme: Klaus-Dieter Voigt, Berlin  
Druck: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin  
Printed in Germany

ISSN 0582-026X

ISBN 978-3-428-14186-9 (Print)

ISBN 978-3-428-54186-7 (E-Book)

ISBN 978-3-428-84186-8 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

*Meiner Familie*



## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2012/13 von der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur konnten bis zum Juli 2013 Berücksichtigung finden.

Zu großem Dank bin ich an erster Stelle meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski, verpflichtet, der mir den Themenvorschlag unterbreitet und mich auf die interessante Thematik der Regulierung von Hypothekenanleihen aufmerksam gemacht hat. Vor allen Dingen hat Herr Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski mich während der gesamten Zeit der Erstellung dieser Arbeit stets und rasch mit konstruktiven Anregungen und Gesprächen betreut und in kürzester Zeit das Erstgutachten angefertigt. Des Weiteren möchte ich Herrn Prof. Dr. Dr. Stefan Grundmann, LL.M. (Berkeley), für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens danken.

Auch möchte ich Herrn Dr. Hans-Günther Nordhues für die überaus hilfreichen Diskussionen und Anregungen am Anfang der Arbeit sowie vereinzelt Hypothekenanleiheemittenten, die diese Arbeit durch die Zusendung von Unterlagen, wie zum Beispiel nicht (mehr) öffentlich zugängliche Prospekte, unterstützt haben, danken.

Ein ganz besonderer Dank gebührt indessen meinen Eltern und meiner Schwester, die mich während meines bisherigen Werdegangs fortwährend gefördert haben und mir stets als Vorbild zur Seite standen und stehen. Ohne ihre Unterstützung wären mein beruflicher Lebensweg und insbesondere die Erstellung dieser Arbeit nicht denkbar gewesen. Überaus verpflichtet bin ich meinem Vater und meiner Schwester aufgrund der zahllosen Stunden, die sie für das Lesen dieser Arbeit aufgewendet haben.

Meiner Familie widme ich diese Arbeit in tiefster Dankbarkeit.

Berlin, im Juli 2013

*Matthias Thom*





## Inhaltsübersicht

<b>Einleitung</b> .....	25
-------------------------	----

### Teil 1

<b>Die Struktur der Hypothekenanleihe als innovatives Instrument der Immobilienfinanzierung</b>	33
---	----

#### 1. Kapitel

<b>Die Hypothekenanleihe als „Anleihe“ – Begriff, rechtliche Einordnung und Ausgestaltung im Einzelfall</b>	34
---	----

A. Inhaber- und Namensschuldverschreibungen .....	35
B. Konkrete Ausgestaltung der Hypothekenanleihe durch die Anleihebedingungen	36
C. <i>Mortgage Backed Securities</i> – eine Variante der Hypothekenanleihe? .....	48
D. Schlussfolgerung .....	53

#### 2. Kapitel

<b>Das Sicherungssystem der Hypothekenanleihe</b>	54
---	----

A. Die Sicherheitentreuhand .....	54
B. Kapitalkontrolle .....	88
C. Haftung des Sicherheitentreuhänders und des Kapitalkontrolleure .....	97
D. Gläubigerschutz durch das Schuldverschreibungsgesetz .....	101
E. Zusammenfassung .....	120

#### 3. Kapitel

<b>Der Sicherungsfall – die Feuerprobe für das Sicherungssystem der Hypothekenanleihe</b>	121
---	-----

A. Die Sicherheitentreuhand in der Stresssituation .....	121
B. Die Kapitalkontrolle in der Stresssituation .....	200
C. Ergebnis .....	208

*Teil 2***Erfordernis einer staatlichen Regulierung von Hypothekenanleihen** 209

## 1. Kapitel

**Rückschlüsse aus dem Regulierungsrahmen des Hypothekendarlehnens?** 211

A. Der deutsche Darlehnenschein – eine Einführung .....	212
B. Struktureller Vergleich .....	217
C. Gesetzgeberische Motive zur Regulierung des Kapitalmarkts – Äquivalenz bei Darlehnenschein und Hypothekendarlehen? .....	265
D. Volkswirtschaftliche Bedeutung des Darlehnenscheins und der Hypothekendarlehen ...	307
E. Ergebnis .....	309

## 2. Kapitel

**Rückschlüsse aus den spezialgesetzlichen Regelungen weiterer alternativer immobilienorientierter Kapitalanlagen?** 311

A. Immobilienfondsstrukturen .....	312
B. Das Gesetz betreffend deutsche <i>Real Estate Investment Trusts</i> .....	324
C. Schlussfolgerung .....	327

## 3. Kapitel

**Erfordernis der Regulierung der Hypothekendarlehen aufgrund der ihr immanenten Risiken** 329

A. Besicherung durch nachrangige Grundpfandrechte .....	329
B. Investition in einen Blind Pool .....	333
C. Insolvenz des Sicherheitentreuhänders .....	338
D. Vorwurf des „Schneeballsystems“ bei Ablösung von Altanleihen durch Neuemissionen .....	338
E. Schlussfolgerung .....	342

## 4. Kapitel

**Ergebnis** 342

<b>Schlussbetrachtung</b> .....	344
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	349
<b>Sachregister</b> .....	374

# Inhaltsverzeichnis

<b>Einleitung</b> .....	25
I. Einführung in die Thematik der Arbeit .....	25
II. Der deutsche Immobilienmarkt und die Finanzierung von Immobilieninvestitionsvorhaben .....	27
III. Gang der Untersuchung .....	31

## *Teil I*

<b>Die Struktur der Hypothekenanleihe als innovatives Instrument der Immobilienfinanzierung</b>	33
---	----

### 1. Kapitel

<b>Die Hypothekenanleihe als „Anleihe“ – Begriff, rechtliche Einordnung und Ausgestaltung im Einzelfall</b>	34
---	----

<b>A. Inhaber- und Namensschuldverschreibungen</b> .....	35
<b>B. Konkrete Ausgestaltung der Hypothekenanleihe durch die Anleihebedingungen</b> .....	36
I. Kapitaldienst .....	37
1. Verzinsung .....	38
2. Laufzeit .....	40
3. Tilgung .....	41
II. Gesamtnennbetrag und Stückelung .....	42
III. Sammelverwahrung .....	42
IV. Emission und Handelbarkeit von Hypothekenanleihen .....	43
1. Eigen- oder Fremdemission .....	43
2. Börsennotierung .....	44
V. Verwendung des Emissionserlöses .....	45
1. Freies und Gebundenes Kapital .....	45
2. Investitionskriterien .....	46
<b>C. Mortgage Backed Securities – eine Variante der Hypothekenanleihe?</b> .....	48
I. Typische MBS-Transaktionsstruktur und die dahinter stehenden Motive ...	48
II. Abgrenzung von MBS zu Hypothekenanleihen .....	51
<b>D. Schlussfolgerung</b> .....	53

## 2. Kapitel

<b>Das Sicherungssystem der Hypothekenanleihe</b>	54
<b>A. Die Sicherheitentreuhand</b> .....	54
I. Einführung in das Recht der Treuhandenschaft .....	56
1. Begriffsbestimmung .....	59
a) Anerkennung der Treuhand durch die Rechtsprechung .....	59
b) Versuche der Literatur die Treuhand zu definieren .....	61
c) Lösungsvorschlag .....	62
aa) Ermächtigungstreuhand .....	63
bb) Vollmachtstreuhand .....	65
cc) Fiduziarische Treuhand .....	66
dd) Zusammenfassung .....	67
2. Sonderfall: Deutschrechtliche Treuhand .....	68
II. Rechtliche Einordnung der Sicherheitentreuhand .....	70
1. Qualifizierung der Treuhandverhältnisse .....	70
2. Schuldrechtliche Konzeption der Treuhandverhältnisse .....	73
III. Grundpfandrechtliche Besicherung .....	77
1. Rechtliche Grundlagen: Hypothek und Grundschuld .....	78
2. Hypothekarische Besicherung – Praktikabilität der Sicherung durch Hypotheken? .....	79
a) <i>Parallel Debt</i> .....	80
b) Auseinanderfallen von Eigentümer und Forderungsschuldner .....	85
3. Besicherung mittels einer Grundschuld .....	86
4. Rangverhältnis der sichernden Grundpfandrechte .....	87
<b>B. Kapitalkontrolle</b> .....	88
I. Kapitalverwendungskontrolle und Kapitalanlage .....	89
1. Gemeinschaftskonto in Form eines UND-Kontos .....	89
2. Sperrkonto .....	90
3. Treuhandkonto .....	92
II. Sicherungszession und -verpfändung .....	94
III. Rangverhältnis im Rahmen der Kapitalkontrolle .....	96
<b>C. Haftung des Sicherheitentreuhänders und des Kapitalkontrolleurs</b> .....	97
<b>D. Gläubigerschutz durch das Schuldverschreibungsgesetz</b> .....	101
I. Hypothekenanleihen als Schuldverschreibungen im Sinne des SchVG .....	102
II. Das Transparenzgebot im Sinne des § 3 SchVG .....	103
III. Restrukturierung von Hypothekenanleihen .....	105
1. Die Gläubigerversammlung .....	106

Inhaltsverzeichnis	13
a) Beschlussgegenstände .....	107
b) Beschlussquoten .....	108
2. Minderheitenschutz durch das Recht der Anfechtung von Mehrheits- beschlüssen .....	109
3. Nichtigkeit von Mehrheitsbeschlüssen .....	113
4. Gemeinsamer Vertreter .....	114
a) Bestellung, Befugnis, Haftung sowie Abberufung des Gläubigerver- treters .....	115
b) Der Gläubigervertreter als effektives Abwehrmittel gegen „räube- rische Anleger“ .....	117
IV. Insolvenzrechtliche Besonderheiten .....	117
V. Die Restrukturierung einer Hypothekenanleihe – ein Beispiel aus der Praxis .....	118
VI. Schlussfolgerung .....	119
<b>E. Zusammenfassung .....</b>	<b>120</b>

### 3. Kapitel

#### **Der Sicherungsfall – die Feuerprobe für das Sicherungssystem der Hypothekenanleihe** 121

<b>A. Die Sicherheitentreuhand in der Stresssituation .....</b>	<b>121</b>
I. Die Sicherheitentreuhand in der Insolvenz .....	122
1. Insolvenz des Emittenten .....	122
a) Interventionsrecht des Sicherheitentreuhanders .....	122
b) Interventionsrecht der Anleihegläubiger? .....	124
2. Insolvenz des Sicherheitentreuhanders .....	125
a) Quasidingliche Rechtsposition des Treugebers .....	127
b) Unmittelbarkeitsdoktrin im Treuhandrecht – maßgebliche Voraus- setzung der Intervention? .....	131
aa) Begründungsversuche der Rechtsprechung .....	133
bb) Begründungsversuche der der Rechtsprechung folgenden Lite- ratur .....	138
cc) Stellungnahme .....	139
(1) Offenkundigkeit .....	143
(2) Spezialität .....	145
(3) Vermögenstrennung .....	147
(4) Zeitmoment .....	150
(5) § 392 Abs. 2 HGB analog .....	151
(6) Zusammenfassung .....	153
c) Folgen des Unmittelbarkeitserfordernisses für die Doppeltreuhand ..	154

aa)	Strukturierung der Doppeltreuhand nach dem Status quo . . . . .	155
(1)	Hin- und Herübertragung des Sicherungsguts . . . . .	155
(2)	Aussonderung aufgrund schuldrechtlichen Anspruchs . . . . .	157
(3)	Abtretung des Rückgewähranspruchs . . . . .	159
bb)	Eigener Lösungsansatz . . . . .	163
(1)	Sachgerechte Anwendung der Zwei-Komponenten-Lehre . . . . .	164
(2)	Materiell-wirtschaftliches Eigentum – Grundstein der Intervention bei der Doppeltreuhand . . . . .	169
(3)	„Anvertrauen zu treuen Händen“ – die dritte essentielle Komponente im Treuhandrecht und damit mehr als bloße Floskel? . . . . .	176
(4)	Verwischung der Grenze zu rein schuldrechtlichen Geschäften? . . . . .	179
(5)	Überprüfung der gefundenen Ergebnisse unter Anwendung der vom BGH gewährten Ausnahmen zum Unmittelbarkeitsprinzip . . . . .	185
(6)	Maßgeblichkeit des Beweises . . . . .	186
(7)	Schlussfolgerung . . . . .	187
d)	Interventionsrecht des Emittenten . . . . .	188
aa)	Einfluss der Entscheidung des BGH vom 24. Juni 2003 . . . . .	188
bb)	Geltendmachung des Aussonderungsrechts . . . . .	190
e)	Interventionsrecht der Anleihegläubiger . . . . .	192
3.	Sonderfall: Insolvenzrechtliche Behandlung der deutschrechtlichen Treuhand . . . . .	193
II.	Die Sicherheitentreuhand in der Zwangsvollstreckung . . . . .	195
1.	Zwangsvollstreckung in das Vermögen des Sicherheitentreuhanders . . . . .	196
2.	Zwangsvollstreckung in das Vermögen des Emittenten . . . . .	196
3.	Zusammenfassung . . . . .	198
III.	Zwischenergebnis . . . . .	199
<b>B.</b>	<b>Die Kapitalkontrolle in der Stresssituation . . . . .</b>	<b>200</b>
I.	UND-Konto . . . . .	200
II.	Sperrkonto . . . . .	202
III.	Treuhandkonto . . . . .	205
IV.	Zwischenergebnis . . . . .	207
<b>C.</b>	<b>Ergebnis . . . . .</b>	<b>208</b>

*Teil 2***Erfordernis einer staatlichen Regulierung von Hypothekenanleihen** 209

## 1. Kapitel

**Rückschlüsse aus dem Regulierungsrahmen des Hypothekenpfandbriefs?** 211

<b>A. Der deutsche Pfandbrief – eine Einführung</b>	212
I. Erlaubnis zum Betreiben des Pfandbriefgeschäfts	214
II. Aufsicht durch die BaFin	217
<b>B. Struktureller Vergleich</b>	217
I. Finanzierung versus Refinanzierung – die Kreditverhältnisse im Einzelnen	218
II. Sicherheit durch Realwerte?	220
1. Besondere Anforderungen an die Deckung	220
a) Das pfandbriefrechtliche Deckungsprinzip	220
aa) Grundsatz der Deckungskongruenz	220
bb) 60%ige Beleihungsgrenze	223
cc) Zulässige Deckungswerte beim Hypothekenpfandbrief	223
(1) Grundfall: Indeckungnahme von hypothekarisch gesicherte Forderungen	224
(2) Grundschulden und ausländische Sicherungsrechte, § 18 PfandBG	225
(3) Weitere Deckungswerte, § 19 PfandBG	226
(4) Belegenheit der Sicherheiten	227
(5) Versicherungspflicht	228
(6) Voraussetzung der Generierung eines Cashflows	228
dd) Besondere Stellung derivativer Geschäfte	228
b) Deckung von Hypothekenanleihen	230
c) Zusammenfassung	232
2. Kapitalkontrolle zur Reduzierung strukturell bedingter Schwächen bei der grundpfandrechtlichen Besicherung der Hypothekenanleihe	233
3. Finanzierung versus Refinanzierung – die grundpfandrechtliche Besicherung	234
III. Funktion des Treuhänders	235
1. Der Pfandbrieftreuhänder	236
2. Der Treuhänder im Rahmen der Hypothekenanleiheemission	237
IV. Einzelzwangsvollstreckung in das Vermögen des Emittenten beziehungsweise Insolvenz des Emittenten	240
1. Schutz der Pfandbriefgläubiger	240
a) Vollstreckungsprivileg und Schutz vor Aufrechnungen gemäß § 29 PfandBG	240
b) Insolvenz	241



aa)	Maßnahmen der BaFin im Vorfeld eines drohenden Insolvenzverfahrens .....	241
bb)	Eröffnung des Hauptinsolvenzverfahrens – Sachwalterverfahren	242
(1)	Gestrecktes Verfahren .....	246
(2)	Übertragung der Deckungsmasse .....	248
(3)	Treuhänderische Verwaltung .....	249
cc)	Sonderinsolvenz der Deckungsmasse .....	250
dd)	Exkurs: Zweifel an der Sicherheit von Pfandbriefen aufgrund der Finanzkrise – der „Fall“ der Hypo Real Estate Holding AG	251
2.	Schutz der Hypothekenanleihegläubiger .....	255
a)	Einzelzwangsvollstreckung durch Gläubiger des Emittenten in dessen Vermögen .....	256
b)	Insolvenzfestigkeit der Sicherheitentreuhand .....	256
V.	Das Schuldverschreibungsgesetz als Instrument zur Krisenabwehr .....	257
VI.	Die Bedeutung eines Ratings .....	258
1.	Rating des Pfandbriefs .....	258
2.	Rating der Hypothekenanleihe und/oder des Emittenten .....	260
VII.	<i>Structured Covered Bonds</i> – ein Produkt zwischen Pfandbrief und Hypothekenanleihe .....	261
VIII.	Schlussfolgerung .....	264
 <b>C. Gesetzgeberische Motive zur Regulierung des Kapitalmarkts – Äquivalenz bei Pfandbrief und Hypothekenanleihe?</b> .....		
I.	Rechtstheoretische Grundlagen kapitalmarktrechtlicher Regulierung .....	265
1.	Marktfunktionsschutz .....	266
2.	Anlegerschutz .....	267
3.	Rechtsquellen kapitalmarktrechtlicher Regulierung .....	268
a)	Unionsrechtliche Umsetzung der Regelungsziele kapitalmarktrechtlicher Regulierung .....	268
b)	Umsetzung der Regelungsziele kapitalmarktrechtlicher Regulierung durch den deutschen Gesetzgeber .....	269
II.	Realisierung kapitalmarktrechtlicher Regulierungsziele nach heutigem Verständnis .....	270
III.	Regelungsziele hinsichtlich der Regulierung des Pfandbriefs .....	272
IV.	Die Hypothekenanleihe als nicht-reguliertes Kapitalmarktprodukt? .....	276
1.	Regulierung durch das WpPG .....	278
a)	Rechtliche Rahmenbedingungen .....	279
aa)	Anwendungsbereich des WpPG und die daraus resultierende Prospektspflicht .....	280
bb)	Struktur des Wertpapierprospekts – Format und Inhalt .....	282
(1)	Registrierungsformular und Wertpapierbeschreibung .....	283
(2)	Zusammenfassung .....	283

(3) Spezielle Informationsbestandteile im Rahmen der Emis- sion von Hypothekenanleihen .....	285
(a) Angaben bezüglich der Sicherung der Hypotheken- anleihe .....	285
(b) Hypothekenanleiheemittenten als „ <i>Specialist Issuer</i> “? ..	285
(4) Prospektformat .....	288
(5) Prospektnachtragspflicht .....	288
cc) Billigungsverfahren bei der BaFin, § 13 WpPG .....	290
b) Prospekthaftung .....	291
aa) Fehlerhafter oder fehlender Prospekt, §§ 21 ff. WpPG .....	292
bb) Anspruchsgegner .....	296
cc) Besondere Haftungsausschlüsse .....	298
(1) Verschulden .....	298
(2) Kausalität .....	301
(3) Berichtigungsveröffentlichung .....	302
(4) Fehlerhafte Zusammenfassung .....	303
dd) Rechtsfolge .....	303
2. Zwischenergebnis .....	305
V. Schlussfolgerung .....	306
<b>D. Volkswirtschaftliche Bedeutung des Pfandbriefs und der Hypothekenanleihe</b>	307
I. Volkswirtschaftliche Bedeutung des (Hypotheken-)Pfandbriefs .....	307
II. Volkswirtschaftliche Bedeutung der Hypothekenanleihe .....	309
<b>E. Ergebnis</b> .....	309

2. Kapitel

<b>Rückschlüsse aus den spezialgesetzlichen Regelungen weiterer     alternativer immobilienorientierter Kapitalanlagen?</b>	311
<b>A. Immobilienfondsstrukturen</b> .....	312
I. Immobilienfonds im Gefüge des revidierten Investmentrechts .....	312
II. Das KAGB – Blaupause zur Regulierung der Hypothekenanleihe? .....	317
<b>B. Das Gesetz betreffend deutsche <i>Real Estate Investment Trusts</i></b> .....	324
<b>C. Schlussfolgerung</b> .....	327

3. Kapitel

<b>Erfordernis der Regulierung der Hypothekenanleihe     aufgrund der ihr immanenten Risiken</b>	329
<b>A. Besicherung durch nachrangige Grundpfandrechte</b> .....	329

I.	Verstoß gegen das Lauterkeitsrecht? .....	330
II.	Bedarf staatlichen Eingreifens im Falle von nachrangig gesicherten Hypothekenanleihen? .....	332
<b>B.</b>	<b>Investition in einen Blind Pool .....</b>	<b>333</b>
<b>C.</b>	<b>Insolvenz des Sicherheitentrehänders .....</b>	<b>338</b>
<b>D.</b>	<b>Vorwurf des „Schneeballsystems“ bei Ablösung von Altanleihen durch Neuemissionen .....</b>	<b>338</b>
<b>E.</b>	<b>Schlussfolgerung .....</b>	<b>342</b>

#### 4. Kapitel

	<b>Ergebnis .....</b>	<b>342</b>
	<b>Schlussbetrachtung .....</b>	<b>344</b>
	<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>349</b>
	<b>Sachregister .....</b>	<b>374</b>

## Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere Ansicht
ABl. EG	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften
ABl. EU	Amtsblatt der Europäischen Union
ABS	Asset Backed Securities
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
a. F.	alter Fassung
AG	Aktiengesellschaft(en) (Gesellschaftsform) Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift) Amtsgericht
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AIF	Alternative Investmentfonds
AIFM-UmsG	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 211/61/EU über Verwalter alternativer Investmentfonds
AK	Alternativkommentar
Alt.	Alternative
Anh.	Anhang
AnsFuG	Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz
AO	Abgabenordnung
AT	Allgemeiner Teil
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
AZR	Revisionen beim BAG
B	Mahnsachen beim AG
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAG	Bundesarbeitsgericht
BAGE	Entscheidungen des Bundesarbeitsgerichts
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BB	Betriebs-Berater
BBSR	Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung
Bd.	Band
Begr.	Begründer
BelWertV	Beleihungswertermittlungsverordnung
Beschl.	Beschluss
BeurkG	Beurkundungsgesetz
BFH	Bundesfinanzhof

BFW	Bundesverband Freier Immobilien- und Wohnungsunternehmen e. V.
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMELV	Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz
BMVBS	Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung
BORA	Berufsordnung für Rechtsanwälte
BR-Drucks.	Drucksachen des Deutschen Bundesrats
BStBl.	Bundessteuerblatt
BS WP/vBP	Berufssatzung für Wirtschaftsprüfer/vereidigte Buchprüfer
BT-Drucks.	Drucksachen des Deutschen Bundestags
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e. V.
BVR	Verfassungsbeschwerde zum Bundesverfassungsgericht
BWNotZ	Zeitschrift für das Notariat in Baden-Württemberg
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CBRE	CBRE Group, Inc.
CDO	Collateralised Debt Obligation
CESR	Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden
CMBS	Commercial Mortgage Backed Securities
DB	Der Betrieb
DeckRegV	Deckungsregisterverordnung
DEPFA	DEPFA Bank plc
DepotG	Depotgesetz
ders.	derselbe
d.h.	das heißt
dies.	dieselbe
DStR	Deutsches Steuerrecht
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
ebd.	ebenda
ebf.	ebenfalls
ECB	European Central Bank
ECBC	European Covered Bond Council
EG	Europäische Gemeinschaften
EGInsO	Einführungsgesetz zur Insolvenzordnung
EL	Ergänzungslieferung
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde

EU	Europäische Union
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
Euribor	Euro Interbank Offered Rate
e. V.	eingetragener Verein
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgende Seite
ff.	folgende Seiten
FK	Frankfurter Kommentar
FMStG	Finanzmarktstabilisierungsgesetz
FMS-WM	FMS Wertpapiermanagement Anstalt des öffentlichen Rechts
Fn.	Fußnote
FRN	Floating Rate Notes
FS	Festschrift
GBO	Grundbuchordnung
GBV	Grundbuchverfügung
gem.	gemäß
GesO	Gesamtvollstreckungsordnung
ggf.	gegebenenfalls
ggü.	gegenüber
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung
grds.	grundsätzlich
GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht
GS	Gedächtnisschrift
GWR	Zeitschrift für Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
HGB	Handelsgesetzbuch
HK	Handkommentar
h. M.	herrschende Meinung
HRE	Hypo Real Estate Holding AG
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
HypBankG	Hypothekendarbankgesetz
i. d. F.	in der Fassung
i. d. R.	in der Regel
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IDW S	IDW Standards
i. E.	im Ergebnis
i. H. v.	in Höhe von
ILF	Institute for Law and Finance, Frankfurt am Main
insbes.	insbesondere
InsO	Insolvenzordnung

InvG	Investmentgesetz
i. R. d.	im Rahmen der/des
i. R. e.	im Rahmen einer/eines
i. S. d.	im Sinne der/des
i. S. v.	im Sinne von
IVG	IVG Immobilien AG
i. V. m.	in Verbindung mit
J. Corp. L.	The Journal of Corporation Law
J. Fin.	The Journal of Finance
JuS	Juristische Schulung
JZ	JuristenZeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KapMuG	Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz
KG Berlin	Kammergericht Berlin
KK	Kölner Kommentar
KMU	kleine und mittlere Unternehmen
KO	Konkursordnung
Kreditwesen	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
krit.	kritisch
KStG	Körperschaftssteuergesetz
KTS	Zeitschrift für Insolvenzrecht
KWG	Kreditwesengesetz
KZR	Kartellsachen – Nichtzulassungsbeschwerden beim BGH
LAG	Landesarbeitsgericht
LBB	Landesbank Berlin
LG	Landgericht
Libor	London Interbank Offered Rate
LMK	Kommentierte BGH-Rechtsprechung Lindenmaier-Möhning
LTV	Loan-to-Value
max.	maximal
m. a. W.	mit anderen Worten
MBS	Mortgage Backed Securities
MDR	Monatsschrift für Deutsches Recht
MiFID	Market and Financial Instruments Directive (Finanzmarktrichtlinie)
mind.	mindestens
Mio.	Millionen
MittRhNotK	Mitteilungen der Rheinischen Notar-Kammer
Mrd.	Milliarden
MüKo	Münchener Kommentar
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
m. W. v.	mit Wirkung vom
n. F.	neuer Fassung

NJOZ	Neue Juristische Online Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift Rechtsprechungs-Report
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für das Recht der Insolvenz und Sanierung
O	Allgemeine Zivilsachen 1. Instanz beim LG
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OLG	Oberlandesgericht
p. a.	per annum
PfandBarwertV	Pfandbrief-Barwertverordnung
PfandBG	Pfandbriefgesetz
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
Reichstagsdrucks.	Drucksachen des Reichstags
RG	Reichsgericht
RGBL	Reichsgesetzblatt
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
REIT	Real Estate Investment Trust(s)
REITG	Gesetz über deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen
RMBS	Residential Mortgage Backed Securities
Rn.	Randnummer
RNotZ	Rheinische Notar-Zeitschrift
Rs.	Rechtssache
Rspr.	Rechtsprechung
S.	Satz
	Seite
	Berufungen in Zivilsachen beim LG
Sa	Berufungssachen beim LAG
SchVG	Schuldverschreibungsgesetz
Slg.	Sammlung der Rechtsprechung
sog.	sogenannt(e)
SPV	Special Purpose Vehicle/Zweckgesellschaft
StGB	Strafgesetzbuch
StR	Revisionen in Strafsachen beim BGH
st. Rspr.	Ständige Rechtsprechung
U	Berufungen in Zivilsachen beim OLG
u.	und
u. a.	unter anderem
	und andere
Urt.	Urteil



USA	Vereinigte Staaten von Amerika
u. U.	unter Umständen
v.	vom
v. a.	vor allem
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Var.	Variante
vdp	Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) e. V.
VerglO	Vergleichsordnung
VerkProspG	Verkaufprospektgesetz
VermAnlG	Vermögensanlagegesetz
VermVerkProspV	Vermögensanlagen-Verkaufprospektverordnung
VGF	Verband geschlossener Fonds e. V.
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
VuR	Verbraucher und Recht
WiWo	Wirtschaftswoche
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpDVerOV	Wertpapierdienstleistungsverhaltens- und Organisationsverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WuB	Entscheidungssammlung zum Wirtschafts- und Bankrecht
ZahlungsV	Recht des Zahlungsverkehrs
z. B.	zum Beispiel
ZB	Beschwerden beim BGH
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfiFP	Zeitschrift für immobilienwirtschaftliche Forschung und Praxis
ZfIR	Zeitschrift für Immobilienrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIA	Zentraler Immobilien Ausschuss
ZInsO	Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung
ZR	Revisionen in Zivilsachen beim BGH
ZVG	Zwangsversteigerungsgesetz
ZZP	Zeitschrift für Zivilprozess

# Einleitung

## I. Einführung in die Thematik der Arbeit

Am deutschen Kapitalmarkt für Immobilieninvestments<sup>1</sup> haben sich im Zuge der Zeit die unterschiedlichsten Produkte etabliert. Zu nennen sind in diesem Zusammenhang vordergründig Investitionsmöglichkeiten in Immobilienaktiengesellschaften, insbesondere *Real Estate Investment Trusts* (REIT), offene und geschlossene Immobilienfonds sowie die Zeichnung von Pfandbriefen und sogenannten *Mortgage Backed Securities* (MBS). Diese Kapitalmarktinstrumente unterscheiden sich in vielerlei Hinsicht und sorgen somit für eine Produktdiversifikation, die es insbesondere den Anlegern ermöglicht, zwischen verschiedenen Investitionsalternativen nach individuellen Anlagepräferenzen zu wählen.

Die Palette der Immobilieninvestments wurde in den vergangenen Jahren dadurch erweitert, dass immer häufiger Immobilienunternehmen am Kapitalmarkt aufgetreten sind, die Schuldverschreibungen unter den Bezeichnungen „Hypothekenanleihe“ oder „Immobilienanleihe“ ausgegeben und dabei eine diesem Produkt innewohnende besondere Sicherheit durch eine grundpfandrechtliche Besicherung beworben haben.<sup>2</sup> Premiere erlebte die Hypothekenanleihe im Jahre 2004. Es lässt sich jedoch feststellen, dass dieses noch recht junge Kapitalmarktprodukt bisher nur sporadisch Einzug in den rechtswissenschaftlichen Diskurs gefunden hat und daher unzureichend erforscht ist. Anliegen dieser Arbeit ist es somit, die Hypothekenanleihe umfassend zu analysieren und in der Folge eine Eingliederung in das System des deutschen Kapitalmarkt(recht)s vorzunehmen. Im Zentrum stehen hierbei einerseits eine Untersuchung der Transaktionsstruktur von Hypothekenanleihen und damit einhergehend die Prüfung des tatsächlichen Bestehens der beworbenen besonderen Sicherheit und andererseits die Frage danach, ob eine staatliche Intervention im Sinne einer speziellen Regulierung geboten ist.

---

<sup>1</sup> In der Praxis wird in der Regel auf „Immobilienkapitalanlagen“ rekurriert. Dieser Begriff suggeriert indes, dass die Anleger objektbezogen (indirekt) in Immobilien investieren. Wie sich im Laufe der Arbeit jedoch herausstellen wird, ist dies nicht stets der Fall, sodass die Gefahr von Missverständnissen und irrtümlichen Schlussfolgerungen besteht. Aus dem Grunde findet hier aus Klarstellungsgründen der Terminus der „immobilienorientierten Investments/Kapitalanlagen“ Anwendung.

<sup>2</sup> Obwohl in der Praxis die Bezeichnung als „Hypothekenanleihe“ bei Weitem überwiegt, werden auch Produkte am Markt als „Immobilienanleihen“ platziert. Beide Begrifflichkeiten können indessen synonym verwandt werden. Für die nachstehenden Ausführungen wird jedoch der vorwiegenden Marktusage Folge geleistet und der Terminus „Hypothekenanleihe“ zugrunde gelegt.

Ein interessanter Aspekt ist im Hinblick auf die an den relevanten internationalen Märkten existierenden Produkte hervorzuheben: So hat die Recherche hinsichtlich der Hypothekenanleihe auf internationaler Ebene ergeben, dass ein dem deutschen Modell vergleichbares Produkt weder im europäischen noch im US-amerikanischen Kontext in besonderer Weise diskutiert wird. Klarzustellen ist in diesem Zusammenhang, dass Hypothekenanleihen nicht mit sogenannten *Covered Bonds* zu verwechseln sind, bei denen es sich um Anleihen handelt, die in der Regel von Kreditinstituten beziehungsweise von mit diesen verbundenen Unternehmen ausgegeben werden und durch spezielle Vermögenswerte gedeckt sind. Das deutsche Pendant des *Covered Bond* ist der Pfandbrief. Inwieweit diese Form von Anleihen der Hypothekenanleihe vergleichbar ist, bedarf indes einer gesonderten Untersuchung.<sup>3</sup> Die Feststellung, dass Hypothekenanleihen nach deutschem Vorbild im internationalen Kontext scheinbar keine Beachtung gefunden haben, lässt Rückschlüsse verschiedener Art zu. So könnte der Grund hierfür darin liegen, dass es sich bei der Hypothekenanleihe eben noch um ein relativ neues – in Deutschland entwickeltes – Kapitalmarktprodukt handelt und somit noch nicht den Weg über die Grenze beschritten hat. Ist die Hypothekenanleihe somit eine deutsche Spezialität? Dem kann explizit entgegengesetzt werden, dass der Autor die These vertritt, dass es sich bei der Hypothekenanleihe um eine ganz „gewöhnliche“ Unternehmensanleihe handelt, die entgegen der gängigen Marktpraxis bei öffentlich angebotenen Anleihen, die einem breiten Anlegerpublikum offeriert werden, zusätzlich realwertbesichert ist.<sup>4</sup> Insofern liegt eher die Schlussfolgerung nahe, dass es sehr wahrscheinlich ist, dass strukturell vergleichbare Produkte an den internationalen Märkten durchaus existieren, sich die dortige Wissenschaft indessen (noch) nicht mit dieser Thematik hinreichend auseinandergesetzt hat. Die gleiche Feststellung ist nämlich auch mit Blick auf die deutsche Rechtswissenschaft zu treffen. Wie soeben festgestellt, lassen die einzeln hervorgebrachten Beiträge, die die Hypothekenanleihe adressieren beziehungsweise Hinweise zu diesem Produkt beinhalten, die nötige Tiefe einer eingehenden (rechtswissenschaftlichen) Analyse vermissen.<sup>5</sup> Wie im Verlauf der Untersuchung jedoch detailliert erarbeitet werden wird, stellen sich im Zusammenhang mit der Hypothekenanleihe – obgleich es sich um eine gewöhnliche

---

<sup>3</sup> Siehe hierzu ausführlich Teil 2: 1. Kapitel: B.

<sup>4</sup> Zwar ist eine Besicherung von Unternehmensanleihen in der Finanzierungspraxis keinesfalls eine Seltenheit, jedoch ist dies in der Regel bei Emissionen der Fall, die (vornehmlich) an institutionelle Anleger gerichtet sind. Anleihen die ein breites Anlegerpublikum adressieren sind indessen grds. unbesichert.

<sup>5</sup> Hervorzuheben ist hier die Untersuchung von *Loritz*, in: Schmider/Wagner/Loritz, Fach 0309, Immobilien-Anleihen als zeitgemäße Alternative zu geschlossenen Fonds (91. Aktualisierung, März 2011), jedoch beschränkt sich auch diese Abhandlung – wengleich noch am umfangreichsten – auf allgemein gehaltene Feststellungen, die eher die breite Anlegerschaft denn juristische Fachkreise adressiert. Siehe ferner die einzelnen Abhandlungen in: *Sergio*, die sich jeweils mit Teilaspekten hinsichtlich Hypothekenanleihen beschäftigen.

(realwertbesicherte) Unternehmensanleihe handelt – besondere Problempunkte und Fragen, die eine sorgfältige, wissenschaftliche Untersuchung erfordern.

## II. Der deutsche Immobilienmarkt und die Finanzierung von Immobilieninvestitionsvorhaben

Der Immobilienmarkt wird in der Praxis in Wohn- und Gewerbeimmobilien unterteilt, wobei üblicherweise im Hinblick auf das letztere Marktsegment noch eine weitere Differenzierung nach der konkreten Nutzungsart vorgenommen wird.<sup>6</sup> Bei einem Anteil von 87% am gesamtdeutschen Anlagevermögen und einem Volumen von 9,5 Billionen Euro (inklusive Grundstücke) wird deutlich, welche eminente Stellung der Gesamtimmobilienmarkt für die Wirtschaftskraft Deutschlands einnimmt.<sup>7</sup> Nahezu die Hälfte des Vermögens der privaten Haushalte ist in Immobilien investiert.<sup>8</sup> Legt man den Fokus allein auf die Bewirtschaftung von Immobilien, mithin die Vermietung, Verpachtung, Verwaltung und Vermittlung von Immobilien, trug dieser Teilbereich der Immobilienwirtschaft laut einer Berechnung des Statistischen Bundesamts im Jahre 2012 mit 268,67 Milliarden Euro nahezu 11,4% der gesamtdeutschen Bruttowertschöpfung bei.<sup>9,10</sup>

Es liegt damit auf der Hand, dass der Immobilieninvestmentmarkt eine außerordentliche Rolle im Gesamtgefüge der Immobilienwirtschaft einnimmt. Große Bestände von Wohnimmobilien werden von professionellen Investoren gehalten und am Investmentmarkt gehandelt. Noch deutlicher tritt die Bedeutung des Immobilieninvestmentmarkts bei Gewerbeimmobilien in den Vordergrund, welche nahezu ausschließlich in professioneller Hand sind. Zwar reichte das Transaktionsvolumen im Jahre 2012 bei Weitem nicht an die Spitzen der Vorkrisenzeit in den Jahren 2005–2007 heran, jedoch kann eine Erholung des deutschen Investmentmarkts für Immobilien, mit der Tendenz eines konstanten Fortgangs dieser Entwicklung, konstatiert werden.<sup>11,12</sup> Das Erreichen vergleichbar hoher Transaktionsvolumina, insbesondere im Gewerbeimmobilienbereich, wie zu den Hoch-

---

<sup>6</sup> So lässt sich der Gewerbeimmobilienmarkt noch weiter u. a. in Büro-, Einzelhandels-, Logistik-, Industrie- sowie Hotel- und Freizeitimmobilien aufschlüsseln.

<sup>7</sup> *BMVBS*, 2. Bericht über die Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, S. 10, welcher der Bundesregierung am 17. Oktober 2012 vorgelegt wurde, abrufbar unter <http://www.bmvbs.de/cae/servlet/contentblob/93186/publicationFile/65337/immobilien-und-wohnungsmarkt-bericht.pdf> (zuletzt eingesehen am 1. Juli 2013).

<sup>8</sup> Ebd.

<sup>9</sup> Siehe hierzu die Seite des Statistischen Bundesamts unter <https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesamtwirtschaftUmwelt/VGR/Inlandsprodukt/Tabellen/BWSBereichen.html> (zuletzt eingesehen am 1. Juli 2013).

<sup>10</sup> Bei dieser Zahl sind somit noch nicht andere Teilbereiche, die zur Immobilienwirtschaft hinzugerechnet werden können, wie die Planung, Erstellung und Finanzierung von Immobilien, mit inbegriffen.

<sup>11</sup> Siehe die Grafik für die Quartale 3/2005 bis 1/2013 in *Jones Lang Lasalle*, *Der Deutsche Investmentmarkt Q1 2013*, S. 2, online abrufbar unter <http://www.joneslang>