

## Dänen statt Hellenen

Staatsanleihen galten bisher als relativ sichere Anlageklasse. Doch die Entwicklungen in Griechenland sprechen eine andere Sprache. Private Investoren, die nach Stabilität und guten Renditen suchen, sollten den dänischen Rentenmarkt unter die Lupe nehmen.

Von **CLAUS C. CARØE**

Griechenland ist das alles beherrschende Thema an den europäischen Rentenmärkten. Doch auch die Entwicklungen in Portugal, Spanien und Irland halten Anleihe-Anleger in Atem. Bisher galten Staatsanleihen als relativ sichere Anlageklasse. Die aktuellen Geschehnisse lassen an diesem Allgemeinplatz nun allerdings Zweifel aufkommen. Gibt es noch wirklich sichere Anlageklassen? Für Anleger, die den "Safe Haven" und gleichzeitig auch Rendite suchen, könnte unser nördlicher Nachbar interessant sein. Dänemark zeichnet sich durch einen speziellen Rentenmarkt aus. Zwei Drittel des Gesamtmarktes machen Hypothekenanleihen aus. Die Ratingagentur Moody's hat das dänische Hypothekensystem sogar zum sichersten weltweit erklärt. Das System verdankt seinen Ursprung einem katastrophalen Ereignis, das vor mehr als 200 Jahren eintrat. Im Jahre 1795 brach in der Innenstadt von Kopenhagen ein Brand aus, der binnen 24 Stunden ein Viertel der Häuser in Schutt und Asche legte. Die damalige Regierung konnte nicht für die Kosten des Wiederaufbauprogramms aufkommen. Deshalb wurde 1797 die "Kreditkassen for Husejere i Kjøbenhavn", die "Kreditgenossenschaft für die Hauseigentümer von Kopenhagen", gegründet - die erste dänische Hypothekenkreditanstalt. Im Prinzip bestand das Programm darin, Hypothekennachfragen zusammenzulegen. So konnten die Darlehensnehmer mit den Darlehensgebern bessere Zinssätze verhandeln, als sie einzeln in der Lage gewesen wären. Das Programm war so erfolgreich, dass die Regierung es gesetzlich verankerte und es bis heute die vorherrschende Methode zur Finanzierung von Eigenheimen in Dänemark ist.

Kein Zahlungsausfall in 200 Jahren

Dänemark besitzt heute einen der größten, am besten geführten und widerstandsfähigsten Hypothekenmärkte der Welt mit einem Wert von über 180 Milliarden Euro. Damit ist er nach Deutschland der zweitgrößte in Europa. Die drei wichtigsten Anleihe-Emittenten besitzen ein Rating von AAA. Trotz Weltkriegen und Wirtschaftskrisen und politisch schwierigen Phasen hat es in Dänemark beim Handel mit Hypothekenanleihen in 200 Jahren keinen einzigen Zahlungsausfall gegeben. Aus diesem Grund sind die dänischen Hypothekenanleihen als eine der sichersten Anlagemöglichkeiten eingestuft. Zudem zeichnen sie sich durch einige Besonderheiten aus, die Anlegern überdurchschnittliche Erträge mit hoher Kapitalsicherheit bieten.

In Dänemark verschulden sich die Hausbesitzer langfristig bei einem Hypothekeninstitut zu einem festen Zinssatz. Dabei kann der Kauf eines Eigenheims nur zu 80 Prozent und der Kauf eines gewerblichen Gebäudes nur zu 60 Prozent mit einer Hypothek finanziert werden. Diese Kredite werden gebündelt und als Hypothekenanleihen mit Laufzeiten von 10, 20 oder 30 Jahren auf dem Rentenmarkt verkauft. Die dänischen Hypotheken werden dabei so strukturiert, dass sie sowohl für den Erwerber der Hypothek als auch für Anleger in vom Markt emittierte hypothekenbesicherte

# Frankfurter Allgemeine

## ZEITUNG FÜR DEUTSCHLAND

Wertpapiere äußerst günstig sind. Die Investoren sind in der Regel Pensionsfonds, Investmentfonds und Versicherungsgesellschaften.

Der Darlehensnehmer ist durch eine Kombination aus festen Zinssätzen und der Option zur Tilgung des Darlehens vor Endfälligkeit geschützt. Ungefähr 50 Prozent der Anleihen sind kündbare Schuldverschreibungen. Die vorzeitige Rückzahlung erfolgt zum Nennwert zuzüglich Verwaltungskosten. In der Praxis heißt dies: Steigen die Zinsen nach dem Kauf des Eigenheims, ist das laufende Darlehen davon nicht betroffen. Fallen die Zinsen dagegen, kann der Darlehensnehmer das laufende Darlehen vorzeitig tilgen und zu einem niedrigeren Zinssatz eine neue Hypothek aufnehmen. Dieses Kündigungsrecht verringert die Wahrscheinlichkeit von Zahlungsausfällen.

### Vorteile für den Anleger

Dänische Hypotheken werden von Kreditinstituten finanziert, die Anleihetranchen mit Festkupon und langen Laufzeiten ausgeben. Die hypothekenbesicherten Wertpapiere werden zusammengelegt und vereinheitlicht, wodurch sie sehr liquide werden. Diese Anleihen unterliegen dem "Ausgleichsprinzip". Das heißt, Fälligkeit und Cashflow der Anleihen haben denen der zugrundeliegenden Darlehen fast vollkommen zu entsprechen. In der Vergangenheit konnten kündbare Anleihen höhere Erträge einbringen als nicht kündbare Anleihen mit derselben Bonität. Sie bieten eine Prämie, die Anleger für das Risiko einer vorzeitigen Rückzahlung entschädigt. Kündbare Anleihen müssen jedoch laufend überprüft werden, um das Risiko einer eventuellen vorzeitigen Rückzahlung zu beurteilen. Wann und bei exakt welchem Kurs eine Anleihe gekündigt wird, hängt von verschiedenen Faktoren ab. Die Kosten der Rückzahlung spielen ebenso eine Rolle wie die Höhe des Kupons und die Möglichkeit der günstigeren Refinanzierung.

Neben der hohen Sicherheit bieten die dänischen Hypothekenanleihen auch eine attraktive Verzinsung. Sie rentieren etwa ein Prozent höher als dänische Staatsanleihen und rund zwei Prozent höher als deutsche Staatsanleihen mit vergleichbarer Laufzeit. Dänische Hypothekenanleihen bieten daneben noch einen ganz anderen, entscheidenden Vorteil: Sie sind ein geeignetes Instrument zur Portfolio-Optimierung. Aufgrund der gänzlich unterschiedlichen Struktur des dänischen Rentenmarktes im Vergleich zum heimischen System bietet sich der dänische Bondmarkt zur Risiko-Diversifikation an.

Es gibt ihn also doch noch: den sogenannten Safe Haven. Dazu müssen Anleger jedoch über die heimischen Grenzen hinweg ihren Blick auf Märkte abseits des Mainstreams richten.

Claus C. Carøe leitet den Rentenbereich bei der dänischen Investmentgesellschaft Sparinvest.