

## Schwerpunkt Pfandbrief

# Dänische Pfandbriefe – Besonderheiten eines attraktiven Anleihemarktes

Zwar weist der dänische Covered Bond eine ähnlich lange Tradition und ein vergleichbares Umlaufvolumen wie der deutsche Pfandbrief auf, doch bestehen markante Unterschiede. So müssen sich dänische Emittenten auf den Hypothekarkredit und die Pfandbriefrefinanzierung beschränken – womit sie offensichtlich gut auskommen. Weitere Besonderheiten: Jeder Kreditnehmer weiß, welcher Pfandbrief mit seiner Hypothek besichert ist, und er kann eine Option zur vorzeitigen Kündigung der Hypothek erwerben. Daraus ergeben sich zwar Risiken für den Pfandbriefinvestor, doch will der Autor zeigen, dass die Chancen deutlich überwiegen. (Red.)

Allein aufgrund der Einwohnerzahl von fünfeinhalb Millionen Menschen würde man in Dänemark nicht den zweitgrößten Pfandbriefmarkt Europas vermuten. Tatsächlich hat sich aber dort in über zweihundert Jahren ein Markt ausgebildet, der mit einem Gewicht von über 330 Milliarden Euro an Hypothekendarlehen dem deutschen mit etwa 380 Milliarden Euro kaum nachsteht. Zumal hierzulande neben hypothekengedeckten auch Öffentliche Pfandbriefe existieren, die es in Dänemark nicht gibt. Nach dem Kopenhagener Großbrand im Jahr 1795 wurden die ersten Hypothekendarlehen zur Finanzierung des Wiederaufbaus emittiert. Bis heute hat es dank hoher Sicherheitsanforderungen keinen Ausfall bei den dänischen Hypothekendarlehen gegeben. Auch die Subprime- und Finanzmarktkrise sowie die Euro-Staatschuldenkrise haben dänische Pfandbriefe unbeschadet überstanden.

Sicherheit hat in Dänemark Vorrang. Die Hypothekendarlehen sind an der Kopenhagener Börse notiert und unterliegen der Aufsicht durch die DFSA (Danish Financial Services Authority), die für das

Hypothekengeschäft und für das entsprechende Anleiheemissionsgeschäft sehr klare und strikte Regeln vorschreibt. So erfolgt die Hypothekendarlehenvergabe nach strengen Beleihungsgrenzen sowie Vermögens- und Einkommensnachweisen und ohne jegliche Lockzinsangebote. Kredite über die aufsichtsrechtlichen Beleihungsgrenzen hinaus sind untersagt.

### Sicherheitsstandards

Daneben sind die Hypothekendarlehenbanken selbst stark reglementiert: Sie dürfen sich ausschließlich über Anleiheemissionen finanzieren und keine anderen Geschäftsaktivitäten verfolgen. Auch verbleiben die Kreditforderungen auf der Bilanz des Emittenten – sie dürfen nicht verbrieft und weitergereicht werden. Der Emittent übernimmt gegebenenfalls die Erstverlustposition. Verbriefungs-Eskapaden sind damit ausgeschlossen. Es besteht ein klarer Anreiz für die Hypothekendarlehenbanken, besonders genau darauf zu achten, welche Hypothekendarlehen sie vergeben.

Ein weiteres zentrales Merkmal des dänischen Hypothekendarlehenmarktes ist das gesetzlich verankerte Gleichgewichtsprinzip, das für eine außerordentliche Transparenz sorgt. Die Deckungsaktiva der ausgereichten Pfandbriefe sind einem spezifischen Kreditpool zugeordnet. Jeder Kredit bezieht sich auf genau ein Wertpapier einer Emissionsserie. Anders ausgedrückt: Jeder einzelne Kreditnehmer weiß die Kennnummer des Pfandbriefs, der für ihn begeben wurde. Sollte eine Hypothekendarlehenbank Insolvenz anmelden, wird der Kreditpool eingefroren, und die

Anleger besitzen ein Durchgriffsrecht auf die finanzierten Immobilien.

Der dänische Pfandbriefmarkt ist zudem stark konzentriert. Daraus resultiert eine hohe Liquidität, die in einer begrenzten Anzahl von Papieren gebündelt wird. Die gerateten Emissionen sind mit erstklassigen Bonitätsnoten ausgestattet. Allein die drei größten Akteure, Nykredit, Realkredit Danmark und Nordea Kredit, mit einem aggregierten Marktanteil von über 80 Prozent, kommen sämtlich auf die „AAA“-Bestbewertungen der Ratingagenturen Moody's und Standard & Poor's. Die Pfandbrief-Ratings werden außerdem weitgehend unabhängig vom Emittenten-Rating vergeben.

Neben Sicherheit und Liquidität bieten dänische Pfandbriefe auch einen attraktiven Mehrertrag. In den vergangenen zwölf Jahren haben sie gegenüber Euro-Staatsanleihen im Schnitt eine Zusatzrendite von plus 1,2 Prozent erzielt. Im gleichen Ausmaß konnten beispielsweise auch Euro-Unternehmensanleihen geschlagen werden. Besonders positiv sticht hervor, dass die Überrenditen dann erzielt wurden, wenn Anleger sie benötigten, nämlich in Zeiten schwacher Anleihemärkte wie etwa 1999 oder 2006. Hinzu kommen günstige Diversifikationseigenschaften: Mit einer Korrelation der Erträge von 76 Prozent zwischen dänischen Pfandbriefen und Euro-Staatsanleihen lässt sich ein Portfolio sinnvoll ergänzen und dabei das Risiko reduzieren – eine für institutionelle Portfolios hervorragende Eigenschaft.

### Kündbare Anleihen

Eine entscheidende Besonderheit des dänischen Pfandbriefmarktes muss allerdings unbedingt berücksichtigt werden: die Existenz kündbarer Anleihen. Schuldner kündbarer Hypothekendarlehen haben die Möglichkeit, jederzeit und ohne eine Zahlung einer Vorfälligkeitsentschädigung ihre Hypothek zum Nominalwert vorzeitig zurückzuzahlen beziehungsweise umzuschulden. Eine Refinanzierung zu günstigeren Konditionen bietet sich vor

#### Der Autor

#### Dr. Stefan Klomfass

Leiter institutionelles Wertpapiergeschäft, SEB Asset Management AG, Frankfurt am Main



allem dann an, wenn die Zinsen gefallen sind. Dieses Kündigungsrecht ist mit einer Option vergleichbar: Der Hypothekenschuldner zahlt für das Kündigungsrecht regelmäßig eine Prämie in Form eines Renditeaufschlags. Die Kündigung entspricht dann der Ausübung dieser Option. Anleger in kündbare Hypothekendarlehenbriefe können umgekehrt als Stillhalter der Option die Optionsprämie in Form einer Zusatzverzinsung vereinnahmen.

Stillhalter einer Kaufoption zu sein, klingt riskant, ist es in diesem Fall aber nicht. Denn in Zeiten schwacher oder sich seitwärts bewogender Rentenkurse wird die Option praktisch nicht genutzt. Der Anleiheinvestor kann gerade in diesen schwachen Zeiten den Mehrertrag vereinnahmen. Bei deutlich sinkenden Zinsen, also in Phasen haussierender Anleihemärkte, wird die positive Rendite des Investments durch die Ausübung der Kündigungsoption etwas geschmälert, was sich als Investor aber verschmerzen lassen sollte. Zudem bleibt ein Mehrertrag über die lange Frist bestehen.

Wie funktioniert dies technisch? Aufgrund des Gleichgewichtsprinzips sind vorzeitige Hypothekentrückzahlungen mit einer vorzeitigen Kündigung eines Anteils des entsprechenden Pfandbriefes durch den Emittenten verbunden, sodass sich das ausstehende Emissionsvolumen entsprechend reduziert. Der Investor spürt dies in seinem Portfolio daran, dass sein Anleihebestand nominal etwas schrumpft und er stattdessen Liquidität erhält. Mit anderen Worten: Er partizipiert nicht ganz in Höhe seines vollen Ausgangsinvestments an den steigenden Kursen, was die positive Wertentwicklung seines Investments in kündbaren Anleihen bei sinkenden Zinsen etwas bremst.

Bei sinkenden Zinsen reduziert sich für den Anleger aufgrund der Kündigungen die Duration seines Investments. Die Laufzeit der kündbaren Pfandbriefe ist somit positiv mit dem Zinsniveau korreliert, was auch als „negative Konvexität“ bezeichnet wird. Von einer Investition in kündbare Pfandbriefe sollte man also nur dann absehen, wenn stark sinkende Zinsen zu erwarten sind, was im derzeitigen Umfeld unwahrscheinlich sein dürfte.

Für das Managen kündbarer Hypothekendarlehenbriefe ist die korrekte Prognose der vorzeitigen Rückgaben essenziell. Historische Kündigungsdaten liefern die beteiligten Banken und Börsen. Allerdings hängt das Kündigungsverhalten der Dänen nicht allein von der Zinsbewegung ab, sondern ist äußerst komplex zu mo-

dellieren. Unter anderem spielen auch die Höhe der Hypothek und der daraus resultierende absolute und relative Vorteil einer Umschuldung eine Rolle. Auch sind die Regionen, Nutzungsarten und Arten der Schuldner wichtig. Zudem kommt der Umschuldungsprozess bei sinkenden Zinsen meist erst mit einer Verzögerung in Gang und verhält sich somit spätzyklisch. Steigen die Zinsen nach einem längeren Absinken an, versuchen einige Schuldner beispielsweise meist noch verspätet, sich noch das immer noch günstige Zinsniveau zu sichern.

Aber nicht nur die richtige Prognose des Kündigungsverhaltens selbst ist entscheidend, sondern auch die Prognose der Reaktion der Anleihekurse auf die Kündigungen. Hierzu ist ein finanzmathematisches Bewertungsmodell für den Preis der Kündigungsoption nötig. Aufgrund der hohen Komplexität arbeiten bei der SEB in Kopenhagen fünf Vollzeitkräfte an dem Modell für die Prognose des Kündigungsverhaltens sowie der Auswirkungen desselben auf die Kurse der kündbaren Pfandbriefe.

### Alternative Entschuldungsvariante

Neben der Kündigungsoption steht es dänischen Hypothekenschuldnern offen, noch auf eine andere Art ihre Schulden loszuwerden. Nämlich indem sie auf dem Sekundärmarkt zum Nennwert ihrer Schuld denjenigen Pfandbrief erwerben, der für ihre Hypothek emittiert wurde, und diesen ihrer Hypothekbank übereignen. Dank des Gleichgewichtsprinzips ist ihnen ja die ISIN des für sie begebenen Pfandbriefes bekannt. Die Tilgung der Schuld über den Anleihekauf lohnt sich insbesondere dann, wenn die Zinsen gestiegen sind und die Pfandbriefe an der Börse zu Kursen unter 100 notieren. Dann ist der hierfür aufzuwendende Geldbetrag kleiner als der Nennwert der Schuld.

Benötigt der Schuldner allerdings anschließend einen neuen Hypothekenkredit, lohnt sich das Prozedere nicht, da die neue Hypothek zu einem höheren Zins aufgenommen werden muss. Lohnend ist die Tilgung über den Rückkauf der Anleihe dagegen dann, wenn der Hypotheknehmer in Zeiten steigender Zinsen überraschend über Liquidität verfügt, was allerdings relativ selten der Fall ist. Der Kauf von Anleihen in diesem Zinsszenario wirkt tendenziell bremsend auf den Kursrückgang und bietet einen gewissen Schutz bei steigenden Zinsen. Insgesamt

ist dieser Effekt aber letztlich als gering einzuschätzen.

Die systematische Überrendite dänischer kündbarer Pfandbriefe basiert demnach vor allem auf der Rückzahlungsoption, die insbesondere bei gleichbleibenden oder steigenden Zinsen kaum genutzt wird, was für Anleger in diesem Fall vorteilhaft ist. Aber noch ein weiterer Effekt spielt eine Rolle. Die Kündigungsoption wird zwar vor allem bei sinkenden Zinsen genutzt. Zu einem geringen Teil erfolgt sie jedoch stets, und zwar auch unabhängig von der Zinsentwicklung, obwohl für den Schuldner dabei ein gewisser Verlust entsteht. Dieses Maß an Kündigungen reduziert tendenziell die Duration des Investments für einen Anleger im Zeitablauf.

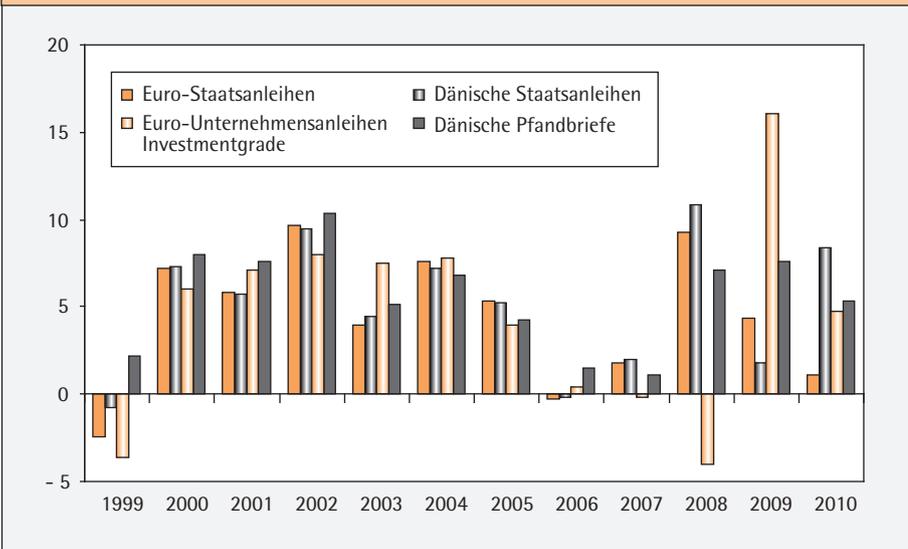
Sollten die Zinsen jedoch plötzlich sprunghaft steigen, wäre der Verlust, der aus der Ausübung der Kündigungsoption entsteht, außerordentlich hoch. In der Folge unterbleiben dann die vorzeitigen Kündigungen praktisch völlig. Die Duration des Investments bei einem sehr starken Zinsanstieg nimmt daher vorübergehend nicht so stark ab, wie dies sonst der Fall ist, und bereits in den Anleihekursen

**DEUTSCHE/HYPO**  
Ein Unternehmen der NORD/LB

**PFAaaNDBRIEFE**  
[www.Deutsche-Hypo.de](http://www.Deutsche-Hypo.de)

Ihr Erfolg ist: unser Maßstab

**Abbildung 1: Wertentwicklung dänischer Pfandbriefe im Vergleich zu Bonds**  
(Angaben in Prozent)



eskomptiert wurde. Für den Anleger sind kündbare Anleihen dann vorübergehend nachteilig, da er die Phase des Zins-sprungs mit einer vergleichsweise höheren Duration vollzieht. Letztlich ist aber dieser Fall in der Praxis von untergeordneter Bedeutung.

Der Spread von dänischen Hypothek-pfandbriefen ist weiterhin attraktiv. Bei den kündbaren Anleihen liegt er mit Stand Ende April 2011 im mittleren Laufzeitenbereich 50 bis 60 Basispunkte über den dänischen Asset Swap Rates. Bei den nichtkündbaren Anleihen sieht es mit 80 bis 90 Basispunkten noch attraktiver aus. Eine vierprozentige Verzinsung bei einer in etwa sechsjährigen Laufzeit ist somit mit kündbaren dänischen Pfandbriefen durchaus zu erzielen.

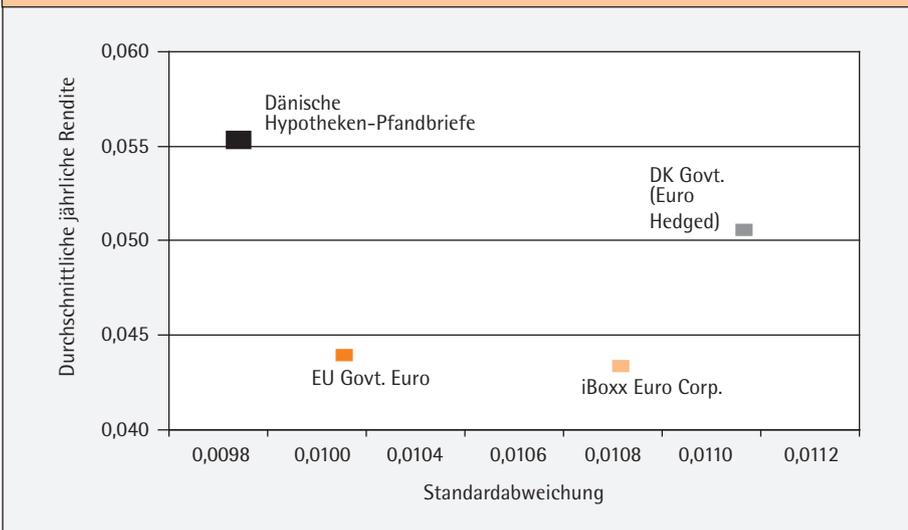
### Stabiles Umfeld

Auch der dänische Immobilienmarkt ist robust. Inzwischen erholt sich auch der dänische Arbeitsmarkt zusehends. Dank der restriktiven Kreditvergabe hielten sich die Zwangsversteigerungen auch während und nach der Finanzmarktkrise in engen Grenzen. Insgesamt ist die fundamentale Verfassung der dänischen Volkswirtschaft als solide einzustufen. Hervorzuheben sei die geringe Staatsverschuldung. Die Neuverschuldung lag im vergangenen Jahr bei 2,7 Prozent des Bruttoinlandsproduktes, der Schuldenstand bei 43,6 Prozent.

Dänische Pfandbriefe werden sowohl in dänischen Kronen als auch in Euro emittiert. Faktisch spielt das Währungsrisiko selbst bei Investments in dänischen Kronen keine Rolle. Da die Satellitenwährung gegenüber dem Euro in den vergangenen zehn Jahren nur um weniger als ein Prozent schwankte, fallen die Kosten für eine Währungsabsicherung, die in der Regel vorgenommen wird, nicht ins Gewicht.

Dänische Hypothekpfandbriefe bieten somit systematische Überrenditen gegenüber Euro-Staatsanleihen, und dies ohne ein höheres Risiko, sondern sogar bei geringerer Volatilität. Die Kündigungsoption wird mit einem Renditeaufschlag entlohnt, der zu einem Mehrertrag und einer geringen Korrelation zu Euro-Staatsanleihen führt. Ein komplexes Analysemodell der vorzeitigen Kündigungen, ein systematischer Managementprozess und ein guter Marktzugang mit einem etablierten Partner vor Ort sind jedoch unabdingbar, um von den attraktiven Eigenschaften dänischer Pfandbriefe profitieren zu können.

**Abbildung 2: Korrelation dänischer Pfandbriefe mit anderen Bonds**



**Abbildung 3: Vorzeitige Tilgungen umlaufender Hypothekpfandbrief**  
(Angaben in Milliarden Dänischer Kronen)

