



MIPIM-SPECIAL

## INVESTMENT-PERLE KOPENHAGEN – FLEXIBLE FINANZIERUNG, VERLÄSSLICHE RENDITE

Von der Einwohnerzahl eines Landes auf dessen immobilienwirtschaftliche Relevanz zu schließen, kann trügerisch sein. Ein Paradebeispiel dafür ist mit Sicherheit Dänemark: Gerade einmal rund 5,8 Millionen Einwohner zählt das skandinavische Land, nichtsdestoweniger verfügt es über den größten Hypothekenanleihemarkt in ganz Europa. Der vorliegende Beitrag beleuchtet die dort momentan vorherrschenden Rahmenbedingungen für institutionelle Investoren. Red.

Die Weltbank hat im Jahr 2020 untersucht, wie unternehmensfreundlich die Staaten sind. Bei den europäischen Ländern steht Dänemark an erster Stelle. Solide wirtschaftliche Schlüsselindikatoren gepaart mit hoher politischer Stabilität schlagen sich in einem exzellenten Rating internationaler Agenturen nieder. Dabei geht das Land seit vielen Jahrzehnten einen währungspolitischen Sonderweg. Seit Anfang der 1980er Jahre wird eine Politik der festen Wechselkurse, zunächst gegenüber der D-Mark und dann gegenüber dem Euro, betrieben.

### Günstige makro- und mikroökonomische Einflüsse

Aufgrund dieser Stabilität gilt Dänemark bei institutionellen Kapitalanlegern als sicherer Hafen. Dabei stehen auch Sachwerte im Fokus. Der Immobilienmarkt in Dänemark und besonders in Kopenhagen genießt einen ausgezeichneten Ruf als in hohem Maße transparent und stabil. Sehr günstige makro- und mikroökonomische Faktoren führen dazu, dass Investoren für den Immobilienmarkt Kopenhagen eine besonders positive Entwicklung erwarten.

Hier ist zunächst die positive demografische Entwicklung zu nennen. In der Region Kopenhagen leben 1,8 Millionen Menschen. Das ist etwa ein Drittel der gesamten Be-

völkerung Dänemarks. Die dänische Hauptstadt hat im Allgemeinen eine junge Bevölkerung und verzeichnete laut Colliers in den zurückliegenden zehn Jahren einen Zuwachs um insgesamt 110.000 Einwohner. Das Statistische Amt Dänemarks prognostiziert ein anhaltend starkes Bevölkerungswachstum, das auf einer steigenden Zahl von Neubürgern, einer positiven Nettozuwanderung und einem Geburtenüberschuss beruht. Es schätzt, dass die Bevölkerung bis 2030 um weitere 65.000 Einwohner wachsen wird. Ein weiterer Faktor ist die zunehmende Urbanisierung. Es ist zu erwarten, dass die Städte weltweit weiter an Attraktivität für die Menschen gewinnen und der Zuzug anhält. Kopenhagen verfügt also auch über weiteres Wachstumspotenzial.

Mit demografischer Entwicklung und der Zuwanderung in die Stadt geht eine starke Wohnungsnachfrage einher. Neben privaten Investoren und dänischen Institutionen sind hierbei in wachsendem Maße auch internationale Akteure auf der Anbieterseite aktiv. Letztere haben ihren Appetit und ihr Investitionsvolumen erheblich gesteigert.

Internationale Private-Equity-Immobilien-gesellschaften wie Blackstone, Goldman Sachs oder KKR sind bereits präsent oder beabsichtigen, ihr Engagement zu erhöhen. Auch internationale paneuropäische Fonds und Manager wie Invesco, Swiss Life oder Patrizia haben die Attraktivität von Kopenhagen erkannt. Aufgrund des festen Wechselkurses besteht auch kein Währungsrisiko für Investoren aus dem Euroraum.

Ebenfalls bemerkenswert: Die Weltbank misst, wie stark Länder die unternehmerische Tätigkeit erleichtern. Dänemark rangiert hier an vierter Position. Im IMD World Talent Ranking 2021 des World Competitiveness Center erreichte das Land den fünften Platz. Hinzu kommt ein im Vergleich zu anderen europäischen Städten mit Safe-Haven-Status hohes Renditeni-

veau. So liegen beispielsweise die Nettoerrenditen für Core-Wohnimmobilien in München, Berlin, Paris, Zürich, Genf und Basel unter 2,5 Prozent, während sie in Kopenhagen derzeit bei rund 3,3 Prozent liegen. Dies erklärt bis zu einem gewissen Grad auch die steigende Nachfrage von paneuropäischen Investoren.

### Einzigartigkeit des dänischen Pfandbriefmarktes

Schließlich ist das dänische Hypothekarkreditsystem in seinem Aufbau einzigartig und sowohl für Anleiheinvestoren als auch für Kreditnehmer äußerst attraktiv. Das System basiert auf dem Prinzip der Match-Funding-Finanzierung mit einer exakten Übereinstimmung zwischen dem von der Hypothekenbank gewährten Darlehen und dem zugrunde liegenden Hypothekenspfandbrief. Der Marktpreis der Anleihen zum Zeitpunkt des Verkaufs bestimmt den Kreditzins.

Für Kreditnehmer bietet das System eine Reihe von Vorteilen. Da der Markt sehr liquide ist und es hohe Sicherheiten für die Anleger gibt, ist die Preisgestaltung der Darlehen für die Kreditnehmer attraktiv. Der Zinssatz eines Hypothekendarlehens und der Rückzahlungspreis werden direkt von der gewählten Darlehensart und der zugrunde liegenden Anleihe bestimmt. Festverzinsliche Hypothekendarlehen sind mit Laufzeiten von bis zu 30 Jahren und einer Zinsbindung von bis zu zehn Jahren möglich, wobei die Möglichkeit der Refinanzierung zur Verlängerung der Zinsbindung besteht.

Im Allgemeinen können Darlehen immer durch den Kauf der zugrunde liegenden Hypothekenanleihe auf dem Markt zu vorher festgelegten Terminen getilgt werden. Damit ist eine flexible vorzeitige Rückzahlung ohne Vertragsstrafe geboten. Ferner ist es dem Darlehensnehmer damit möglich, an der Entwicklung der Zinssätze zu profitieren: Steigen die Zinsen, sinkt der Wert der Anleihe. Sie kann also mit einem Abschlag zurückgezahlt werden. Wenn die Zinsen sinken, hat der Kreditnehmer eine Verkaufsoption, um den Kredit zu parirückzuzahlen.

DER AUTOR

### URS KUNZ

Head Client Relationship  
Management & Marketing,  
Swiss Finance & Property AG,  
Zürich



Hypothekendarlehen sind unkündbar, das heißt Hypothekenbanken sind nicht berechtigt, ein Darlehen zu kündigen, es sei denn, es liegt ein Ausfall vor. Covenants schließen in der Regel regelmäßige LTV-Bewertungen aus. Bei einem Marktabschwung sind Kreditnehmer nicht gezwungen, das Darlehen übermäßig zu tilgen.

### Vorteile für Anleihegläubiger

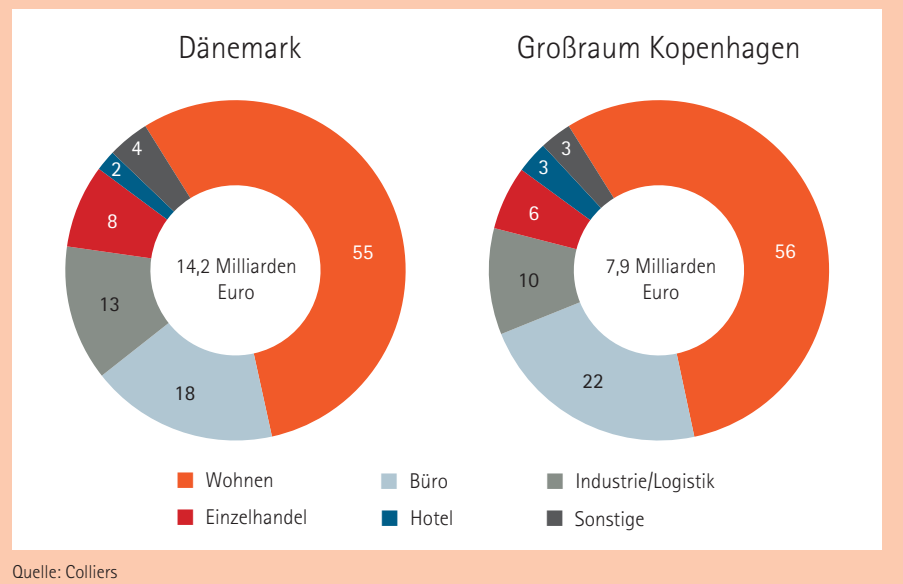
Der dänische Hypothekenanleihemarkt ist der größte in Europa. Seine Liquidität ist nach Einschätzung der European Banking Association nur unwesentlich geringer als die von Staatsanleihen. Darüber hinaus ist der Markt transparent, standardisiert und zeichnet sich durch Kreditratings aus, die über „AA-“ und bei den meisten Anleihen bei „AAA“ liegen. Seit seiner Gründung im Jahr 1797 sind keine Ausfälle von Anleihen zu verzeichnen und kein Inhaber dänischer Hypothekenanleihen hat jemals seine Investition verloren. Dies liegt auch daran, dass die Hypothekenbanken das Kreditrisiko tragen und sicherstellen müssen, dass der Deckungspool aus Hypothekendarlehen und Sicherheiten die Beleihungsgrenzen einhält.

Daher müssen die Banken zusätzliches Kapital bereitstellen, wenn die Immobilienpreise fallen. Die Hypothekenbanken funktionieren nicht wie Geschäftsbanken und können Kredite nur durch den Verkauf von Anleihen finanzieren. Für die Anleger bieten die dänischen Hypothekenanleihen neben der hohen Sicherheit im Allgemeinen auch attraktive Renditen im Vergleich zu Euro-Staatsanleihen oder anderen gedeckten Euro-Anleihen. Das Liefer- und Rückzahlungsrisiko für die Anleger ist in den Renditen der Hypothekenanleihen eingepreist.

Die makroökonomische Entwicklung unterstützt in Kopenhagen die Nachfrage nach Wohnungen. Zudem trifft der ungebrochene Zuzug vor allem junger Menschen in die Stadt auf ein ohnehin knappes Wohnungsangebot. Wie vielerorts ist auch im Ballungsraum Kopenhagen Bauland für neue Wohnungen rar. Daher bietet es sich an, in gewachsenen Vierteln nach Möglichkeiten zur Wohnraumschaffung zu suchen. Das können zum Beispiel Objekte aus dem Risikosegment Core Plus sein. Durch Investitionen in die Gebäudesubstanz und das Umfeld lässt sich die Attraktivität der Wohnungen und des Viertels gezielt steigern, um Mietreserven aktivieren zu können.

Eine weitere Möglichkeit der Verwertung und Renditegenerierung ist der Verkauf der neu positionierten Wohnungen. Je nach Objekt kann das einen Portfolioverkauf an

### Transaktionsvolumen nach Assetklassen 2021 (in Prozent)



einen institutionellen Investor bedeuten oder die Veräußerung einzelner Wohnungen an private Käufer als Kapitalanlage oder Selbstnutzung. Günstig ist hierbei, dass der dänische Pfandbriefmarkt den Investoren genügend Flexibilität hinsichtlich Laufzeit und Konditionen bietet.

### Risiken durch Inflation und Politik

Neben der Vermietung und dem Verkauf besteht als dritte Ertragsquelle der Börsengang. Bei ausreichender Portfoliogröße und wenn die Marktbedingungen günstig sind, kann durch eine Börsennotierung eine Liquiditätsprämie realisiert werden.

Die weltweit zu beobachtenden Inflationstendenzen können sich auch auf die Rentabilität von Investitionen in den dänischen Wohnungsmarkt auswirken. Sollten die Zinssätze inflationsbedingt steigen und gleichzeitig die Mieten stagnieren, wären die Bewertungsansätze von Wohnimmobilien neu zu beurteilen. Allerdings sind Mietverträge in Dänemark an den Verbraucherindex gekoppelt, sodass die Mieten zumindest ein Stück weit mit den Inflationsraten steigen. Zwar würden steigende Zinsen unmittelbar die variabel verzinsten Teile der Immobilienfinanzierung betreffen, doch könnten sich zumindest Refinanzierungsmöglichkeiten mit festverzinslichen Darlehen ergeben.

Außerdem ist zu beobachten, dass Städte mit einem hohen Zuzug einem starken Mietpreisanstieg ausgesetzt sind. Stark anziehende Mieten können jedoch gesellschaftspolitisch unerwünschte Folgen haben. Für einige Bevölkerungs- und Berufs-

gruppen könnte das Wohnen in der Stadt dann unerschwinglich werden. Unter Umständen kann so das Funktionieren des Gemeinwesens und der öffentlichen oder privaten Infrastruktur gefährdet sein. In den betroffenen Kommunen wächst dann der politische Druck, regulatorisch einzugreifen. Berlin ist ein Beispiel, wo es Vorstöße gab, Mietobergrenzen einzuführen. Auch in Kopenhagen wurden nach aggressiven Aktivitäten einiger Marktteilnehmer bereits Maßnahmen zum Schutz der Mieter ergriffen. Bislang sind davon vor allem ältere Immobilien betroffen.

### Anlagechancen eröffnen

In dänische Immobilien investieren vorwiegend dänische Pensionsfonds und ausländische institutionelle Anleger. Im Jahr 2020 entfielen 55 Prozent des Immobilientransaktionsvolumens in Höhe von rund zehn Milliarden Euro auf ausländische Investoren. Um die Chancen dieses besonderen Marktes für ihre institutionellen Anleger in Deutschland und der Schweiz zu erschließen, ist Swiss Finance & Property Group am dänischen Immobilien-Asset-Manager VIGA RE Management ApS beteiligt.

Aktuell besteht das Portfolio nach zwei Kapitalerhöhungen aus Core-Objekten mit einem Gesamtwert von 108 Millionen Euro – aufgeteilt in 90 Prozent Wohnen und 10 Prozent Gewerbe. Über 30 Investoren sind bereits in der Aktiengesellschaft VIGA RE A/S investiert. Ziel ist es, das erworbene Portfolio in den nächsten fünf Jahren kontinuierlich auf eine Milliarde Euro zu erweitern.