

## Solide Anleihen? Griechenland nein, Henkel ja

Die Renditen von Unternehmensbonds sind zum Teil niedriger als die für Zinspapiere europäischer Staaten. Noch deutlicher zeigt sich das bei Derivaten.

Andrea Cünnen, Jörg Hackhausen  
Frankfurt

Die Investoren an den Anleihenmärkten denken komplett um. Sie schätzen die Gefahr, dass Griechenland seine Schulden nicht bedienen kann höher ein, als dass solide Unternehmen pleite gehen. Das signalisieren zumindest die hohen Renditen griechischer Staatsanleihen und die Preise, die Investoren für Credit Default Swaps (CDS) zahlen, um sich vor einem Ausfall griechischer Staatsbonds zu schützen.

Dabei gehen die meisten Investoren und Analysten davon aus, dass die hochverschuldeten Griechen im Zweifelsfall Hilfe von den anderen Euro-Ländern bekommt. Trotzdem bleibt ein Rest von Zweifel. „Anleger bewerten die Ausfallrisiken von Staaten jetzt neu“, sagt **Martin Wilhelm**, Gründer und Geschäftsführer der Vermögensverwaltung **IFK-Institut für Kapitalmarkt**.

### Nicht nur Griechenland betroffen

So sind nicht nur die Renditen griechischer Staatsbonds in diesem Jahr gestiegen, sondern auch die von anderen wirtschaftlich schwächeren Ländern. Dazu gehören insbesondere Portugal, Irland und wegen der Probleme am Immobilienmarkt auch Spanien. Zudem müssen fast alle Euro-Länder für ihre Anleihen wieder deutlich höhere Renditen zahlen als Deutschland. Dabei implizieren steigende Anleihenrenditen sinkende Kurse und umgekehrt.

„Früher waren lang laufende Staatsanleihen immer dann erste Wahl, wenn es der Konjunktur schlecht ging, die Inflation niedrig war und die Liquidität hoch“, meint Bernd Flossbach, Mitgründer und Vorstand der Vermögensverwaltung Flossbach & von Storch. Dieses Paradigma habe sich aber durch die Finanzkrise überholt. „Die Staatsanleihe ist nicht mehr die letzte Zuflucht“, betont Flossbach. Das sieht auch **Martin Wilhelm** so: „Anleger haben mit zum Beispiel griechischen Staatsbonds eine Sicherheitsgeschichte gekauft - und gehen doch Kredit- oder zumindest massive Kursverfallsrisiken ein.“



**Persil-Werbeplakat von 1920.** Deutschland war nach den Kriegen zwei mal Pleite, Persil-Hersteller Henkel nicht. Mancher Anleger bevorzugt deshalb Unternehmensanleihen.

Dabei finden Anleger laut Flossbach zum Teil größere Sicherheit bei Unternehmensanleihen: „Eher wird der Schweizer Staat pleite gehen, als dass Nestlé seine Schulden nicht mehr bedient“, sagt der Vermögensverwalter. Das meinen auch Experten großer Banken. „Multinationale Unternehmen wie zum Beispiel Nestlé sind mit Blick auf ihre Ertragsquellen unabhängiger als Staaten, weil sie ihre Umsätze in der ganzen Welt generieren und nicht auf die Wirtschaftskraft eines Landes angewiesen sind“, sagt Francesco Garzarelli, Chef-Zinsstrategie bei Goldman Sachs in London.

Ob Firmenbonds sicherer sind als Staatsanleihen, ist für Vermögensverwalter **Wilhelm** „fast eine philosophische Frage“. So gebe es Unternehmen wie BASF, Henkel,

Linde und Bayer seit über 130 Jahren; in dieser Zeit war Deutschland nach den Weltkriegen gleich zweimal pleite. **Wilhelm** investiert nicht in griechische Staatsbonds, sondern in Anleihen solider Unternehmen: „Ich möchte mich nicht darauf verlassen, dass Griechenland im Zweifelsfall sozialistisch von den anderen Euro-Ländern gerettet wird, sondern vertraue Unternehmen, die ein robustes Geschäftsmodell haben und die seit mehr als 20 Jahren Geld verdienen und Dividenden zahlen.“

Noch deutlicher als bei den Anleihen zeigt sich die Differenz zwischen Staats- und Unternehmensrisiken bei Kreditderivaten, wo sich Investoren mit Credit Default Swaps (CDS) vor Zahlungsausfällen schützen oder auch gezielt gegen

Schuldner wetten. „Die CDS-Spreads auf Staatsanleihen reagieren viel schneller als die Staatsanleihen selbst“, erklärt Garzarelli. Das liege auch daran, dass Investoren am CDS-Markt viel internationaler seien als am Markt für Staatsbonds.

Das gilt auch für die CDS-Indizes. So sind die Absicherungskosten für ein Index-Portfolio von 15 europäischen Staaten - darunter neben Griechenland auch nicht Euro-Länder wie Dänemark, Norwegen, Schweden und Großbritannien - inzwischen höher als die für den Schutz eines Portfolios von Anleihen 125 europäischer Konzerne. Und das liegt nicht nur an Griechenland. Kreditstrategie **Andrea Cicione** von BNP Paribas hat ausgerechnet, dass auch die CDS-Prämien für italienische, spanische und portugiesische Unternehmen im Schnitt deutlich unter denen der Bonds ihrer Heimatländer liegen.

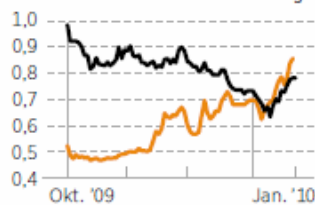
### CREDIT DEFAULT SWAPS

**Verkehrte Welt** Investoren, die sich über Credit Default Swaps (CDS) vor einem Zahlungsausfall 15 europäischer Staaten absichern wollen, zahlen dafür mehr Geld als für die Absicherung eines Portfolios der Anleihen von 125 europäischen Unternehmen mit Investment-Grade-Rating. Und das liegt nicht nur an den außerordentlich hohen Risikoprämien für Griechenland.

### Staaten versus Firmen

Absicherungskosten über CDS in % der zu versichernden Summe

— Markt SovX für 15 europäische Staaten  
— Markt iTraxx für 125 europäische Unternehmen mit Investment-Grade-Rating



Handelsblatt Quelle: Thomson Reuters