

Im Blickfeld

W&W: Vorsorge zahlt sich aus

Dass ein überregionaler Finanzdienstleister aus dem Katastrophenjahr 2008 mit einem soliden und hart erarbeiteten Gewinn herausgeht, sollte in diesen Tagen der Börsen- und Bilanzwertverrichtungen eigentlich zu Jubel Anlass geben. Tatsächlich aber war es nicht Anerkennung, die der Vorstandsvorsitzende der Wüstenrot & Württembergische AG (W&W), Alexander Erdland, erfuhr, als er dieser Tage die Ergebniszahlen seines Hauses verkündete, sondern Argwohn. Ein Ergebnis nach Steuern von 65,5 Millionen Euro in der IFRS-Bilanz beziehungsweise 97,5 Millionen Euro nach HGB sind angesichts der Rahmenbedingungen bemerkenswerte Hausnummern und ein Plus von immerhin mehr als 21 Prozent.

Doch auch an W&W sind die Kapitalmarktkapriolen nicht spurlos vorbeigegangen. Tatsächlich war die Welt bis zur Lehman-Pleite Mitte September 2008 und der HRE-Krise Anfang Oktober noch relativ in Ordnung. Für die ersten drei Quartale errechnete der Konzern einen Gewinn von etwa 90 Millionen Euro. Der Einbruch kam im vierten Quartal. Durch Absicherungsgeschäfte für die Aktienbestände der Versicherungen rutschte das Ergebnis im Schlussquartal 2008 auf minus 25 Millionen Euro. Ohne diese negativen Effekte hätte das IFRS-Konzernergebnis in der Nähe des Planwertes für 2008 von 166 Millionen Euro gelegen, erklärt Erdland. So aber verbuchte die Gruppe gegenüber dem Vorjahresergebnis von 146 Millionen Euro (HGB) einen Rückgang um 55 Prozent.

Indem Erdland das Aktienrisiko durch Sicherungsinstrumente fast vollständig ausschließt, kann er auf der anderen Seite die operative Profitabilität der Konzerngesellschaften umso deutlicher herausstreichen. Dass sich der „Vorsorge-Spezialist“ in allen Sparten als wettbewerbsfähig und solide erweist, ist nämlich zu guten Teilen auch das Verdienst seines straffen „W&W 2009“-Programms. Speziell die Sparte Bank und Bausparen überzeugte. Im Gegensatz zu vielen Pfandbriefbanken ist die Wüstenrot Bank AG Pfandbriefbank stabil, weil sie die Krisentreibsätze – Staatsfinanzierung, internationale gewerbliche Immobilienfinanzierung und Krediteratzgeschäft rechtzeitig aufgegeben

und verkauft hat, um sich auf das Privatkundengeschäft zu konzentrieren und mit dem Online-Banking eine zusätzliche Ertrags- und Refinanzierungsbasis neben dem Pfandbrief zu schaffen. Auch im Bausparen hat Wüstenrot wieder den Vorwärtsgang gefunden und verzeichnet branchenweit mit knapp 24 Prozent die höchste Zuwachsrate im Neugeschäft. (Red.)

Mühe mit dem Pfandbrief

Wer sich bewegt, kann derzeit nur gewinnen. Begierig lauert der Kapitalmarkt auf jede Nachricht, die in diesen Monaten des Attentismus wieder etwas Hoffnung auf Wiederbelebung des mauen Absatzes an gedeckten Schuldverschreibungen verspricht. Entsprechend willkommen ist die Meldung der Deutschen Bank, künftig auch Pfandbriefe emittieren zu wollen. Mit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) wird sogar schon über die Details einer entsprechenden Lizenz gesprochen, heißt es aus dem Unternehmen.

Damit scheint es Deutschlands größtem Kreditinstitut diesmal tatsächlich ernst zu sein. Denn bereits seit dem Inkrafttreten des Pfandbriefgesetzes im Sommer 2005 überlegt die Frankfurter Großbank, den Pfandbrief für die Refinanzierung ihres gewerblichen Hypothekengeschäfts zu nutzen, das – den letzten verfügbaren Zahlen zufolge – im Jahr 2007 immerhin 16,5 Milliarden Euro umfasste.

Dass dies nicht schon längst geschah, ist vor allem den hohen Kosten des Pfandbriefs geschuldet. Denn der administrative, personelle und technische Aufwand ist erheblich und rechnet sich nur, wenn die Pfandbriefe dauerhaft und mit einem günstigeren Rating als der Emittent platziert werden können. Doch gerade an die Pfandbriefqualität legten die Ratingagenturen bislang ungeachtet der staatlichen Anforderungen deutlich strengere Maßstäbe an als beispielsweise an Mortgage Backed Securities. Diese Situation hat sich seit der Pleite der US-Investmentbank Lehman Brother grundlegend geändert. Einerseits denken die Ratingagenturen langsam um und bringen dem Pfandbrief – wenn auch noch viel zu zögerlich – mehr Wertschätzung entgegen.

Andererseits hat sich die Refinanzierung über ungedeckte Schuldverschreibungen extrem verteuert. Spreads von 130 bis 150 Basispunkten müssen akzeptiert werden. Ohne Staatsgarantie, welche die Deutsche Bank ablehnt, finden diese Papiere schwerlich Abnehmer. Damit schwinden die relativen Nachteile des Pfandbriefs.

An anderer Stelle treten dafür nun Probleme auf. Die Emissionen von LBBW und Postbank haben zwar gezeigt, dass im Laufzeitenbereich über drei Jahre durchaus reges Investoreninteresse vorhanden ist. Allerdings sind die Preise hoch, für viele Pfandbriefemittenten gar zu hoch. Sie geben ihre Papiere lieber mit Abschlag an die EZB, als sich auf dem Markt die Preise zu „verderben“. Verdorben wurden die Pfandbrief-Konditionen durch staatsgarantierte Bankschuldverschreibungen, die im Moment im Durchschnitt etwa 60 Basispunkte über Mid-Swap liegen, während für Pfandbriefe etwa 80 Basispunkte gezahlt werden müssen.

Indem die Staatsgarantien auf Laufzeitenbänder nun bis fünf Jahre ausgedehnt werden, engt dies den Markt für Pfandbriefe noch weiter ein und dürfte auch deren Preise aus Emittentensicht erhöhen. Die Folge: Immer mehr Banken, auch solche mit Pfandbrieflizenz, schwenken auf Schuldscheine um. Diese Plain-Vanilla-Papiere lassen sich derzeit bei Versicherungen, Pensionskassen und Versorgungswerken noch am ehesten und – relativ betrachtet – kostengünstig absetzen. Denn der Investor muss sie im Gegensatz zu Anleihen und Pfandbriefen nicht Mark-to-Market bewerten, wodurch das Wertanpassungsrisiko gemindert ist. Dafür sind Schuldscheine kaum fungibel. Mittlerweile wählen auch Bundesländer immer häufiger diese Refinanzierungsalternative.

Dass die Deutsche Bank trotz aller momentanen Widrigkeiten gerade jetzt den Pfandbrief in ihr Passiva-Portfolio aufnehmen will, ist sicherlich ein gutes Signal für den Markt, mehr aber auch noch nicht. Denn trotz intensiver Vorarbeiten und unterstellt, dass die Deutsche Bank bereits über das notwendige Know-how verfügt, wird die Platzierung ihres ersten Pfandbriefs doch noch geraume Zeit in Anspruch nehmen. Zwar darf sich die Pfandbrief-Community schon mal durch das Bekenntnis des Frankfurter Branchenprimus hoch geehrt fühlen, doch erst eine konkrete Emission wird zeigen, ob die Deutsche Bank zu mehr als nur zum Hoffnungsträger für den Pfandbrief taugt. L.H.