

**Credit Insight: Raiffeisenlandesbanken AT: 20. Februar 2025 / VEG & DAM**

## Die österreichischen Raiffeisenlandesbanken und der Glaube an das Gute – in ihren Bilanzen

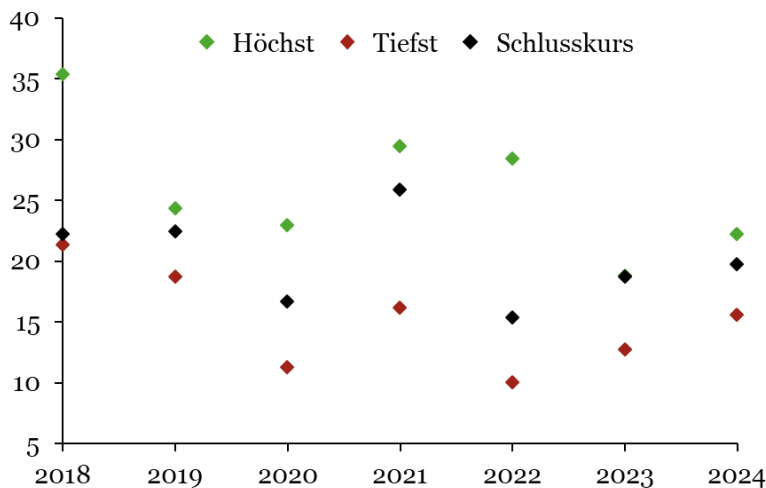
In unserem zweiteiligen Credit Insight zu den österreichischen Raiffeisenlandesbanken gehen wir in Teil 1 der Frage nach, wie unterschiedlich (seriös) sie ihre Anteile an der Raiffeisen Bank International AG (RBI) bewerten. Teil 2 illustriert den Einfluss der RBI-Beteiligung auf Ergebnis und Kapital der einzelnen Raiffeisenlandesbanken und macht deutlich, warum die daraus resultierenden Vorbehalte für eine zurückhaltende Einschätzung ihrer Bonität sprechen.

**Es gilt die Unschuldsvermutung**

Zur *view behind the rating* gehört immer auch der Blick hinter die Kulissen der Jahresabschlüsse und das kreditanalytische Staunen, wie flexibel Banken Ansatz, Bewertung und Ausweis von Vermögenswerten und Verpflichtungen handhaben. Umso mehr, wenn acht Banken aus einem Verbund – die österreichischen Raiffeisenlandesbanken – eine gemeinsame Tochtergesellschaft – die Raiffeisen Bank International AG (RBI) – bewerten. Schliesslich bietet deren Börsenkurs einen robusten Anhaltspunkt für eine «faire», marktgerechte Bewertung – sollte man meinen.

Mit ihrem Fokus auf die Bankenmärkte Mittel- und Südosteuropas und ihrer bislang prominenten Rolle in Russland ist die RBI seit jeher eine der europäischen Banken, die besonders empfindlich auf ökonomische und politische Veränderungen und Risiken reagiert, seien sie allgemeiner (Pandemie 2020) oder spezifischer Natur (russischer Überfall auf die Ukraine 2022). Ihr überdurchschnittliches längerfristiges Aktien-Beta von 1.35 reflektiert diese Sensitivität und Volatilität ebenso wie die seit Jahren unterdurchschnittlich tiefe Price/Book Ratio (Durchschnitt 2020-2024 0.4x, 18.02.2025 0.41x). Seit 2018 ist die Marktkapitalisierung von EUR 7.3 Mia. auf EUR 6.5 Mia. Ende 2024 zurückgegangen, mit einem Tief 2022 von EUR 5.4 Mia. (18.02.2025 EUR 8.1 Mia.). Gleichzeitig stieg das den Aktionären der RBI zuzurechnende bilanzielle Eigenkapital von EUR 10.6 Mia. (2018) auf EUR 17.3 Mia. (2024, vorläufig).

**Graphik 1: Raiffeisen Bank International AG – Höchst-, Tiefst- & Schlusskurse in EUR, 2017-2024**

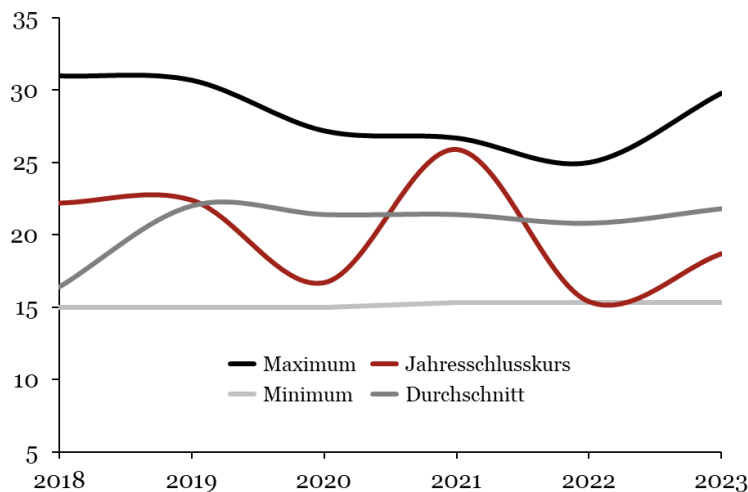


Quelle: RBI Geschäftsberichte, Bloomberg

Dafür, dass die Raiffeisenlandesbanken<sup>1</sup> (RLB) zusammen 61.2% des Kapitals der RBI halten und die RBI-Beteiligung bei allen den mit am wichtigsten Vermögenswert darstellt, schlagen sich diese Volatilität und Marktskepsis in den RLB-Jahresabschlüssen – immerhin acht Einzelabschlüsse und drei IFRS-Konzernabschlüsse – vergleichsweise moderat nieder. Insgesamt fällt auf, wie unterschiedlich die Raiffeisenlandesbanken bei Bewertung und Ausweis vorgehen, nicht nur in einzelnen Geschäftsjahren, sondern über den gesamten hier zugrundeliegenden Zeitraum seit 2018. Einige nutzen Zwischenholdings, die naturgemäss zusätzliche Bewertungsspielräume eröffnen und so die Plausibilisierung von Wertansätzen erschweren. Generell erfolgt die Bewertung der RBI-Anteile in den Einzelabschlüssen nach österreichischem UGB gemäss dem gemilderten Niederstwertprinzip zu fortgeführten Anschaffungskosten und im Konzernabschluss zum Fair Value. Um die Werthaltigkeit ihrer Ansätze zu überprüfen, verlassen sich die RLB auf externe Gutachten und Planzahlen der RBI und nehmen daran nach eigenem Ermessen Anpassungen vor, die sie durchgängig als «konservativer» charakterisieren. Erstaunlich ist dabei u.a. die heterogene Praxis der Wirtschaftsprüfer, ungeachtet der hohen Bedeutung der RBI-Anteile für Ergebnis und Kapitalquoten der RLB diese mal als «besonders wichtigen Prüfungssachverhalt» zu würdigen – und mal eben auch nicht.

<sup>1</sup> Raiffeisenlandesbank Burgenland eGen, Raiffeisen Landesbank Kärnten GmbH, Raiffeisenverband Salzburg eGen, Raiffeisen-Landesbank Tirol AG, Raiffeisenlandesbank Vorarlberg Gen.m.b.H., Raiffeisenlandesbank Niederösterreich-Wien AG, Raiffeisenlandesbank Oberösterreich AG, Raiffeisen-Landesbank Steiermark AG; die drei letztgenannten legen neben den Einzelabschlüssen nach österreichischem UGB auch Konzernabschlüsse gemäss IFRS vor.

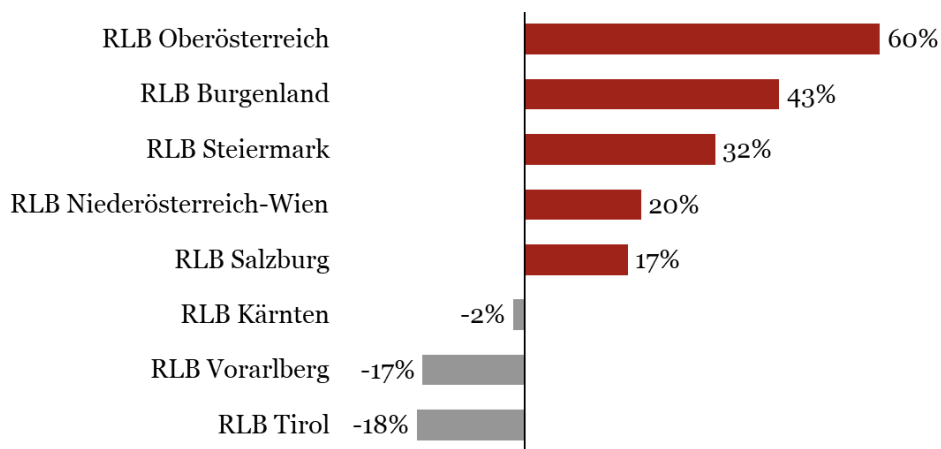
**Graphik 2: Buchwerte pro RBI-Aktie 2018-2023 bei den Raiffeisenlandesbanken**



Quelle: Geschäftsberichte RBI und der Raiffeisenlandesbanken

Angesichts des volatilen RBI-Aktienkurses ergeben sich aus dieser bemerkenswerten «Bewertungsstetigkeit» naturgemäss erhebliche Differenzen zwischen Buchwerten und Marktwerten bzw. stille Lasten und Reserven. Graphik 3 illustriert, dass bei diesem Vorgehen nur die RLB Kärnten, die RLB Tirol und die RLB Vorarlberg Ende 2023 stille Reserven auf ihre RBI-Beteiligung verzeichneten.

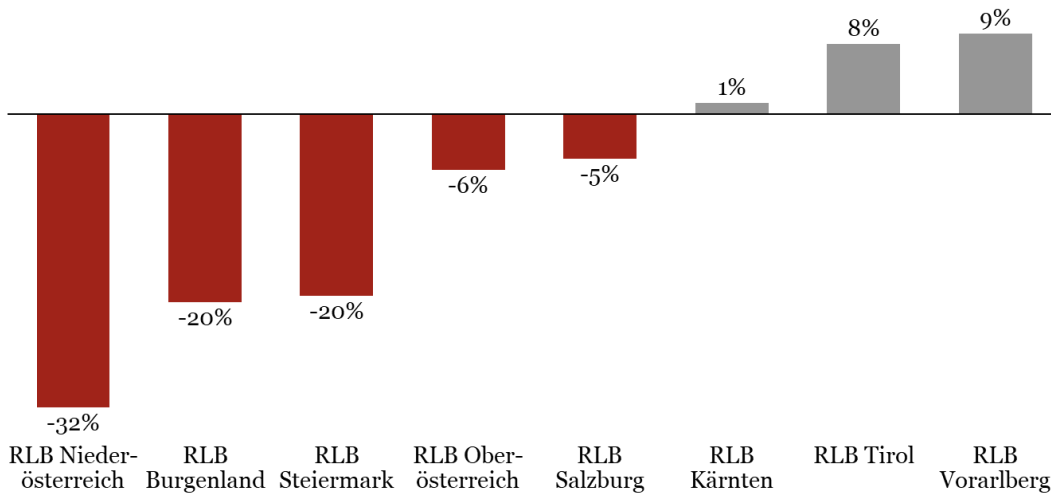
**Graphik 3: Abweichung des Buchwertes vom Marktwert in %**



Quelle: Geschäftsberichte der Raiffeisenlandesbanken, I-CV Berechnungen; positives Vorzeichen = stille Lasten

Buchwerte, die z.T. markant über den Marktwerten liegen, finden sich dagegen bei RLB Burgenland, RLB Niederösterreich-Wien, RLB Oberösterreich, RLB Salzburg und RLB Steiermark. Diese stillen Lasten machen z.T. 20% und mehr des bilanziellen Eigenkapitals aus, nicht nur in 2023, sondern in ähnlichen Dimensionen auch in den Vorjahren. Diese Bewertungseffekte sind also kein akademisches Phänomen, sondern überzeichnen effektiv die Risikotragfähigkeit einiger Raiffeisenlandesbanken.

Graphik 4: Stille Lasten & stille Reserven in % des bilanziellen Eigenkapitals 2023



Quelle: Geschäftsberichte der Raiffeisenlandesbanken, I-CV Berechnungen

Es ehrt die Raiffeisen Bank International, dass sie in ihrer Berichterstattung sauber zwischen dem Zahlenkranz des gesamten heutigen RBI-Konzerns einerseits und dem in Zukunft verbleibenden Kern der RBI – also ohne Russland und Belarus – andererseits unterscheidet. Dieser Kern weist mit EUR 15.5 Mia. (31.12.2024) laut RBI EUR 4.9 Mia. weniger an bilanziellem Eigenkapital auf als der Gesamtkonzern. Die RBI geht bei dieser Differenzierung von einer kompletten Entkonsolidierung der russischen Aktivitäten aus, die derzeit rund EUR 4.5 Mia. an hartem Kernkapital binden. Nicht oder nur partiell berücksichtigt sind dabei Risiken und Lasten, die noch im Zusammenhang mit dem Rückzug aus Russland entstehen oder als Folge von Russland-Sanktionen drohen können.

Von den bestenfalls EUR 15.5 Mia. an Buchwert entfallen nach der Bereinigung um Minderheitsaktionäre und AT1-Gläubiger 61.2% bzw. EUR 7.6 Mia. auf die acht Raiffeisenlandesbanken. Der Marktwert der gesamten RBI belief sich am 31.12.2024 auf EUR 6.5 Mia. (aktuell ca. EUR 8.1 Mia.; 18.02.2025), der Anteil aller RLB also auf knapp EUR 4.0 Mia. Die aggregierten Buchwerte aller Raiffeisenlandesbanken betragen dagegen am 31.12.2023 EUR 4.8 Mia. Die Jahresabschlüsse 2024 sind mithin für die Raiffeisenlandesbanken eine gute Gelegenheit zu erklären, warum sie ihre RBI-Anteile 28% höher bewerten als die übrigen Aktionäre.

**Disclaimer**

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.