

**Auszug aus dem Protokoll
der Geschäftsleitung des Kantonsrates
des Kantons Zürich**

KR-Nr. 171/2014

Sitzung vom 4. September 2014

Anfrage (Das Armenhaus an der Eulach und seine Bonität)

Die Kantonsräte Hans-Peter Amrein, Küsnacht, und Rolf Robert Zimmermann, Erlenbach, haben am 7. Juli 2014 folgende Anfrage eingereicht:

Die Zürcher Kantonalbank (ZKB) hat soeben ihren Swiss Rating Guide 2014 / Inhaberschuldner auf dem Schweizer Kapitalmarkt publiziert. Dem Werk ist zu entnehmen, dass die Stadt Winterthur durch die Finanzanalysten der ZKB neu mit «AA-/stabil» bewertet wird. Im Vorjahr bewertete die Bank Winterthur noch mit «AA». Damit befindet sich die Stadt neu – gemäss den Analysten der ZKB – auf Ratinghöhe mit den Weltfirmen Novartis und Swiss Re. Dies obwohl Winterthur nur mit Hilfe der Direktion der Justiz und des Innern des Kanton Zürich und einer durch das Gemeindeamt verordneten, höchst fragwürdigen Aufwertung des Verwaltungsvermögens (Pilotgemeinde HRM2) überhaupt noch über Eigenkapital verfügt, was Winterthur ermöglichte, auf dem Kapitalmarkt Geld zur Sanierung der (vor Sanierung massiv unterdeckten) städtischen Pensionskasse aufzunehmen.

In diesem Zusammenhang bitte ich die Geschäftsleitung des Kantonsrats, dem Bankrat der Zürcher Kantonalbank die nachfolgenden Fragen zur Beantwortung weiterzuleiten:

1. Was sind die Gründe, welche die Finanzanalysten der Zürcher Staatsbank veranlasst haben, die Wertpapiere eines maroden Inlandschuldners und Gemeinwesens gleich zu bewerten, wie die Wertpapiere zweier führender schweizerischen Grossunternehmen?
2. Geht die ZKB davon aus, dass marode Kommunen im Kanton Zürich bei Zahlungsunfähigkeit mit finanzieller Unterstützung des Kantons Zürich saniert oder deren Wertpapiere (nachträglich) durch den Kanton garantiert würden?
3. Was rechtfertigt noch ein Rating der Eulachstadt durch die ZKB mit einem «Investment-Grade»?
4. Scheuen die Analysten der Staatsbank bei der Herabstufung der Stadt Winterthur auf ein «Non-Investment Grade» die entsprechenden Konsequenzen aufgrund der Stellung der ZKB als «Market-Maker», als Emittent im organisierten Kapitalmarkt, von Derivaten, Derivategebundenen Produkten und als Verwalterin von Vermögen Nichtmündiger, von Stiftungen und öffentlich-rechtlichen Institutionen etc.?

Auf Antrag des Bankrates der Zürcher Kantonalbank

beschliesst die Geschäftsleitung des Kantonsrates:

I. Die Anfrage Hans-Peter Amrein, Küsnacht, und Rolf Robert Zimmermann, Erlenbach, wird wie folgt beantwortet:

Zu Frage 1:

Das Obligationen-Research der Zürcher Kantonalbank verfasst jährlich für Inlandschuldner auf dem Schweizer Kapitalmarkt, so auch für 21 Schweizer Städte, ein Bonitätsrating. Diese Ratings werden im «Swiss Rating Guide» publiziert und sind in dieser Breite eine einzigartige Dienstleistung auf dem Schweizer Markt. Im Rahmen dieser Analyse wird jeder Inlandschuldner, so auch die Stadt Winterthur, regelmässig überprüft. Ihr Rating wurde am 24. Juni 2014 von AA auf AA– zurückgestuft.

Zur Ermittlung der Bonitäten der einzelnen Städte verwenden wir seit 2005 ein aus 11 Faktoren bestehendes, standardisiertes Modell. Die Faktoren beziehen sich auf das Finanzrisikoprofil sowie auf das makroökonomische und das politische Umfeld («Geschäftsrisikoprofil»), die Ausgestaltung der Kantonsaufsicht (Autonomiegrad) und den innerkantonalen Finanzausgleich, dessen Quantifizierung in Form des Kantonsratings in das Modell einfließt. Für die einzelnen Faktoren sowie die für die Berechnung der Kennzahlen verwendeten Zeitperioden verweisen wir auf die nachfolgende Tabelle. Die Zahlen basieren auf dem FS-Modell der Eidgenössischen Finanzverwaltung, das die Vergleichbarkeit sicherstellt.

Faktor	Zeitperiode	Gewichtung
Gesamtschulden/Gesamteinnahmen	2010–2012*	1.0
Pensionskassenunterdeckung/Gesamteinnahmen	31.12.2012	1.0
Finanzierungssaldo/Gesamteinnahmen	2010–2012*	1.0
Primärsaldo/Gesamteinnahmen	2010–2012*	1.5
Deckungsquote	2010–2012*	1.0
Bevölkerungsentwicklung	2010–2012	0.5
Steuerkraft	2009–2011*	1.0
Steuerbelastung	2009–2012*	1.0
Arbeitslosenquote	2011–2013*	0.5
Autonomiefaktor	31.12.2013	0.5
Kantonsrating	04.05.2014	1.0

* Durchschnitt

In der Schweiz werden lediglich die Städte Genf und Lausanne von einer internationalen Ratingagentur (Standard & Poor's oder Moody's) beurteilt. Die Ratings dieser beiden Städte sind vergleichbar mit denjenigen, die das Research der Zürcher Kantonalbank vergibt, und geben einen ersten Anhaltspunkt bezüglich der richtigen Kalibrierung des von der Zürcher Kantonalbank verwendeten Modells.

Neben der von uns angewendeten fundamentalen Bonitätsanalyse, die der Stadt Winterthur wie erwähnt ein Rating von AA– ergibt, kann man auch auf den Ansatz des impliziten Ratings zurückgreifen, der Informationen aus dem Kapitalmarkt nutzt. Beim impliziten Rating werden die vorhandenen Marktdaten – basierend auf den Transaktionen mit Anleihen der Stadt Winterthur – so strukturiert, dass sich der Preis jedes einzelnen Bonds in ein implizites Bonitätsrating umwandeln lässt. Aktuell implizieren die bezahlten Anleihensurse der Stadt Winterthur ein Rating von A+ und liegen damit lediglich einen Notch unter dem von der Zürcher Kantonalbank vergebenen Rating AA–. Zwar kann das implizite Rating je nach Marktsituation Schwankungen unterliegen, es befand sich aber für die Anleihen der Stadt Winterthur über die letzten 12 Monate in einem Bereich von AA+ bis A.

Die Anleihen der Stadt Winterthur werden von der Schweizerischen Nationalbank (SNB) als repofähig eingestuft. Das Repo-Geschäft ist das wichtigste geldpolitische Instrument der SNB. Es wird heute gezielt zur Steuerung der kurzfristigen Geldmarktzinsen und der Geldversorgung eingesetzt. Als Sicherheit werden für Repo-Geschäfte nur Wertschriften akzeptiert, die bezüglich Bonität und Liquidität hohe Anforderungen erfüllen. Die SNB entscheidet darüber, welche Titel diese Kriterien erfüllen bzw. welche wieder ausgeschlossen werden.

Swiss Re oder Novartis weisen ebenso wie die Stadt Winterthur ein Fundamentalrating von AA– auf. Auch wenn zur Beurteilung von Unternehmensschuldnern andere Kriterien als bei öffentlich-rechtlichen Körperschaften zur Anwendung kommen, hat das resultierende Rating die gleiche Aussagekraft. Es steht für die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Schuldners. Anleihen mit gleichen Ratings und gleichen Restlaufzeiten haben theoretisch die gleichen Renditen. Letztlich entscheidet aber der Marktteilnehmer, welchen Preis er für eine Anleihe zu bezahlen bereit ist.

Gemäss Datenauswertungen der Ratingagenturen steht ein AA für eine Ausfallwahrscheinlichkeit für die kommenden 10 Jahre von 0,8%. Für einen A-Schuldner liegt der Wert bei 1,9%. Entsprechend ist die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls sehr gering.

Zu Frage 2:

Bei unseren Einstufungen aller von uns analysierten Schweizer Städte gehen wir vom Grundsatz aus, dass die Gemeinden autonom sind. Eine Haftungsübernahme durch den Kanton ist grundsätzlich nicht zu erwarten. Dies wurde im Fall Leukerbad auch durch das Bundesgericht bestätigt. Ziel der kantonalen Gesetzgebung ist es aber, eine solide Finanzlage der Gemeinden sicherzustellen, und die Stadt Winterthur profitiert, wie andere Gemeinden auch, vom kantonalen Finanzausgleich. Dies hat einen entsprechend positiven Einfluss auf das Obligationenrating der Stadt Winterthur.

Zu Frage 3:

Unseres Erachtens ist die Finanzlage der Stadt Winterthur aufgrund der ausgeglichenen laufenden Rechnung solide – die starke Investitionstätigkeit hat aber zu einem Verschuldungsanstieg geführt. Kommt hinzu, dass die städtische Pensionskasse eine namhafte Deckungslücke aufweist. Die Anwendung der harmonisierten Rechnungslegung 2 (HRM2) führt zwar tatsächlich zu einer Höherbewertung des Eigenkapitals. Wie jedoch der obigen Tabelle zu entnehmen ist, hat dies keine Auswirkungen auf die Bonität, da das Eigenkapital nicht als Faktor in das von uns verwendete Modell einfließt. Der von der Regierung mittelfristig angestrebte Rechnungsausgleich und die Erträge aus dem kantonalen Finanzausgleich sprechen für eine Einstufung im Rating AA–. Für weitere Informationen zur Stadt Winterthur verweisen wir auf Seite 128 der Publikation «Swiss Rating Guide» vom Juni 2014.

Zu Frage 4:

Bei der Vergabe der Ratings spielen etwaige Geschäftsbeziehungen zwischen der Zürcher Kantonalbank und der Stadt Winterthur keine Rolle. Die Analysten der Zürcher Kantonalbank haben die Anforderungen an eine unabhängige Finanzanalyse gemäss den Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse zu erfüllen. Deshalb ist die Research-Abteilung durch sogenannte Chinese Walls (d. h. Informationsbarrieren) von den Kreditverantwortlichen sowie vom Eigenhandel der Bank organisatorisch strikt getrennt und hat die Empfehlungen unabhängig abzugeben. Die Einhaltung der erwähnten Richtlinie wird regelmässig durch die interne und die externe Revisionsstelle überprüft. Das Obligationenresearch der Zürcher Kantonalbank hat also nach eigenständig erfolgter Analyse und dem Studium der öffentlich zugänglichen Informationen zur Stadt Winterthur das entsprechende Rating vergeben. Die vom Research der Zürcher Kantonalbank vergebenen Ratings werden von einer Vielzahl institutioneller Investoren (z. B. Pensionskassen, Vermö-

gensverwalter, Versicherungen, Treasury-Abteilungen von Grossunternehmen) verwendet. Ein Gefälligkeitsrating für einen Schuldner wie die Stadt Winterthur würde die Glaubwürdigkeit nachhaltig beeinträchtigen. Entsprechend würden institutionelle Investoren die Ratings des Obligationenresearchs der Zürcher Kantonalbank bei ihren Anlageentscheiden nicht mehr verwenden.

Der oben mehrfach genannte Swiss Rating Guide wurde dem Parlamentsdienst zugestellt und kann dort von interessierten Kantonsrätinnen und Kantonsräten eingesehen werden.

II. Mitteilung an die Mitglieder des Kantonsrates sowie an den Bankrat der Zürcher Kantonalbank.

Im Namen der Geschäftsleitung

Die Präsidentin:	Die Sekretärin:
Brigitta Johner	Barbara Bussmann