

Credit Research

Kantonalbanken: Rating-Änderungen bei den Kantonen führen zu Anpassungen bei Kantonalbankenanleihen

Analysten:

Michel Rodrigues
michel.rodrigues@vontobel.ch
+41 (0)58 283 59 99

Manfred Büchler
manfred.buechler@vontobel.ch
+41 (0)58 283 59 87

Gegenüber dem Vorjahr haben wir in unserem Rating-Modell für Schweizer Kantone leichte Modifikationen vorgenommen. Die wichtigste Änderung stellt die Verwendung von indexierten Werten dar. Somit berücksichtigen wir nicht nur die Rangfolge der einzelnen Faktoren, sondern auch deren Abstände untereinander. Neu fliessen zudem unsere Stand-Alone-Ratings für die Kantonalbanken ins Rating-Modell ein. Auch die Gewichtung einzelner Grössen haben wir angepasst. Die Modellmodifikationen, aber auch fundamentale Gründe führen zu Rating-Anpassungen. Die Details dazu finden sich in unserem Credit Report „Schweizer Kantone: Gestärkt in den Wirtschaftsabschwung“ vom 3. Juli 2008.

Die Rating-Änderungen bei den Kantonen haben auch Einfluss auf die Bonitätseinstufungen der Kantonalbankenleihen. Wie wir die Bonität der einzelnen Staatsinstitutsobligationen neu einschätzen, ist aus der folgenden Tabelle ersichtlich. Weil fundamental keine neuen Daten vorhanden sind, ändern sich die Stand-Alone-Ratings nicht.

VONTOBEL-RATINGS: AKTUELLE BONITÄTSEINSCHÄTZUNGEN UND ÄNDERUNGEN

	Kantone		Kantonalbanken						
	neu	alt	Stand-Alone	Senior Bonds			Nachrangige Anleihen		
				neu	alt	Veränderung in Notches	neu	alt	Veränderung in Notches
Aargauische Kantonalbank	AA+/stabil	AA+/stabil	A-/stabil	AA/stabil	AA	=	AA-/stabil	AA-	=
Appenzeller Kantonalbank	AA/stabil	AA/stabil	BBB+/stabil	AA-/stabil	AA-	=	A+/stabil	A+	=
Banca dello Stato del Cantone Ticino	A+/stabil	A+/stabil	BBB-/stabil	A/stabil	A	=	A-/stabil	A-	=
Banque Cantonale de Fribourg	AA+/stabil	AA+/stabil	A-/stabil	AA+/stabil	AA+	=	AA/stabil	AA	=
Banque Cantonale de Genève	A+/stabil	A+/stabil	BBB/stabil	A-/stabil	A-	=	BBB+/stabil	BBB+	=
Banque Cantonale du Jura	AA-/stabil	A/stabil	BBB-/stabil	A+/stabil	A-	+ 2 Notches	A/stabil	BBB+	+ 2 Notches
Banque Cantonale du Valais	AA/stabil	AA-/stabil	BBB/stabil	AA/stabil	AA-	+ 1 Notch	AA-/stabil	A+	+ 1 Notch
Banque Cantonale Neuchâteloise	AA-/stabil	A+/stabil	BBB/stabil	AA-/stabil	A+	+ 1 Notch	A+/stabil	A	+ 1 Notch
Banque Cantonale Vaudoise	AA/stabil	AA-/stabil	A-/stabil	A+/stabil	A+	=	A/stabil	A	=
Basellandschaftliche Kantonalbank	AA/stabil	AA/stabil	A+/stabil	AA-/stabil	AA-	=	A+/stabil	A+	=
Basler Kantonalbank	AAA/stabil	AA+/stabil	A-/stabil	AA+/stabil	AA	+ 1 Notch	AA/stabil	AA-	+ 1 Notch
Berner Kantonalbank	AA/stabil	AA/stabil	A/stabil	AA-/stabil	AA-	=	A+/stabil	A+	=
Glarner Kantonalbank	A+/stabil	AA-/stabil	BBB-/negativ	A/stabil	A+	- 1 Notch	BBB/stabil	BBB	=
Graubündner Kantonalbank	AA+/stabil	AA+/stabil	AA-/stabil	AA/stabil	AA	=	AA-/stabil	AA-	=
Luzerner Kantonalbank	AA+/stabil	AA+/stabil	A-/stabil	AA/stabil	AA	=	AA-/stabil	AA-	=
Nidwaldner Kantonalbank	AAA/stabil	AAA/stabil	A-/stabil	AA+/stabil	AA+	=	A/stabil	A	=
Obwaldner Kantonalbank	AA/stabil	AA/stabil	BBB/stabil	AA-/stabil	AA-	=	BBB+/stabil	BBB+	=
Schaffhauser Kantonalbank	AAA/stabil	AA+/stabil	A-/stabil	AA+/stabil	AA	+ 1 Notch	AA/stabil	AA-	+ 1 Notch
Schwyz Kantonalbank	AAA/stabil	AAA/stabil	A/stabil	AA+/stabil	AA+	=	AA/stabil	AA	=
St.Galler Kantonalbank	AAA/stabil	AA+/stabil	A/stabil	AA+/stabil	AA	+ 1 Notch	A+/stabil	A+	=
Thurgauer Kantonalbank	AA/stabil	AA-/stabil	A/stabil	AA-/stabil	A+	+ 1 Notch	A+/stabil	A	+ 1 Notch
Urner Kantonalbank	AA-/stabil	A+/stabil	BBB+/stabil	A/stabil	A	+ 1 Notch	A/stabil	A-	+ 1 Notch
Zuger Kantonalbank	AAA/stabil	AAA/stabil	A/stabil	AA+/stabil	AA+	=	AA/stabil	AA	=
Zürcher Kantonalbank	AAA/stabil	AAA/stabil	A-/stabil	AA+/stabil	AA+	=	A/stabil	A	=

Quelle: Vontobel Credit Research

Offenlegungsanhang & Disclaimer

Vontobel Research

1. Analystenbestätigung

Dieser Vontobel Report wurde von der für die Finanzanalyse zuständigen Organisations-Einheit (Sparte Research, Credit Research) der Bank Vontobel AG, Gotthardstrasse 43, CH-8022 Zürich, Telefon +41 (0)1 283 71 11 erstellt <http://www.vontobel.com/>. Die Erstellerin steht unter der Aufsicht der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK), Schwanengasse 12, Bern, <http://www.ebk.admin.ch/d/>. Die auf Seite 1 der Studie angeführten Autoren bestätigen, dass diese Studie ihre Meinung zur analysierten Gesellschaft vollständig und präzise wiedergibt und dass sie weder direkt noch indirekt eine Vergütung für die von ihnen in dieser Finanzanalyse vertretenen spezifischen Beurteilungen oder Meinungen erhalten haben. Die Vergütung der Autoren dieser Finanzanalyse, hängt nicht direkt vom zwischen der Vontobel Gruppe und dem analysierten Unternehmen generierten Investment-Banking-Geschäftsvolumen ab.

Die Autoren dieser Finanzanalyse besitzen keine Beteiligungsrechte an der analysierten Gesellschaft. Die Finanzanalyse ist der analysierten Gesellschaft vor deren Weitergabe oder Veröffentlichung nicht zugänglich gemacht worden.

2. Offenlegung von Interessenkonflikten

Die Vontobel Gruppe als international tätiges Unternehmen hat bei der Erstellung und Verbreitung von Finanzanalysen eine Vielzahl von Bestimmungen zu beachten. Die Erstellerin und die Distributoren dieser Finanzanalyse weisen insbesondere auf folgende, potentielle Interessenkonflikte hin: Die Erstellerin und die mit ihr verbundenen Unternehmen

- Werden oder bemühen sich, in den nächsten drei Monaten Entgelt für Investment Banking Geschäfte mit der analysierten Gesellschaft zu erhalten,
- führen von Zeit zu Zeit Transaktionen in Wertpapieren der analysierten Gesellschaft durch,
- haben in den letzten 12 Monaten an Kapitalmarkttransaktionen/Emissionen der analysierten Gesellschaft mitgewirkt: Nein,
- sind resp. waren in den letzten 12 Monaten als Market Maker in Beteiligungsrechten der analysierten Gesellschaft tätig: Nein,
- haben in den letzten 12 Monaten für die in diesem Report analysierte Gesellschaft andere öffentlich bekannte Investment Banking Dienstleistungen erbracht: Nein
- haben in den letzten 12 Monaten von der analysierten Gesellschaft Vergütungen für Produkte und Services ausserhalb des Investment Bankings erhalten: Nein,
- halten über 5 % der Stimmrechte an der analysierten Gesellschaft: Nein,
- stellen keinen Verwaltungsrat bei der analysierten Gesellschaft und die analysierte Gesellschaft stellt keinen Verwaltungsrat bei der Erstellerin oder einem mit der Erstellerin verbundenen Unternehmen,
- verfügen über keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf die analysierte Gesellschaft, und
- sind keine Vereinbarung zur Erstellung dieser Finanzanalyse mit der analysierten Gesellschaft eingegangen,

3. History der Researchempfehlungen

Das Rating und/oder der Ratingausblick der in dieser Analyse behandelten Finanzinstrumente wurde zuletzt mit dem Credit Report „Kantonalbanken: Nicht jede Staatsgarantie bietet gleiche Sicherheit“ vom 10-03-2008 und/oder mit dem Credit Manual vom 02-06-2008 geändert.

4. Ratingsystem

Definition der Ratingkategorien (Grobstruktur):

AAA: Der Schuldner verfügt über eine AUSSERGEWÖHNLICH STARKE Fähigkeit zur Erfüllung seiner finanziellen Verbindlichkeiten.

AA: Ein Schuldner mit dem Rating "AA" verfügt über eine SEHR STARKE Fähigkeit zur Erfüllung seiner finanziellen Verbindlichkeiten. Er unterscheidet sich von Schuldnern mit dem höchsten Rating nur geringfügig.

A: Der Schuldner verfügt über eine STARKE Fähigkeit zur Erfüllung seiner finanziellen Verbindlichkeiten, ist aber anfälliger gegenüber nachteiligen Auswirkungen von veränderten Umständen und wirtschaftlichen Bedingungen als Schuldner mit Ratings aus höheren Kategorien.

BBB: Der Schuldner verfügt über eine ANGEMESSENE Fähigkeit zur Erfüllung seiner finanziellen Verbindlichkeiten. Jedoch ist es eher wahrscheinlich, dass nachteilige wirtschaftliche Bedingungen oder sich verändernde Umstände zu einer geschwächten Fähigkeit des Schuldners führen, seine finanziellen Verpflichtungen zu erfüllen

BB: Ein Schuldner mit dem Rating "BB" ist kurzfristig gesehen WENIGER ANFÄLLIG als andere niedrig eingestufte Schuldner. Jedoch bestehen starke anhaltende Unsicherheiten und nachteilige geschäftliche, finanzielle oder wirtschaftliche Bedingungen, die dazu führen könnten, dass der Schuldner seine finanziellen Verpflichtungen nicht angemessen erfüllen kann.

B Ein Schuldner mit dem Rating "B" ist STÄRKER ANFÄLLIG als die Schuldner mit dem Rating "BB", aber er ist derzeit in der Lage, seine finanziellen Verpflichtungen zu erfüllen. Nachteilige geschäftliche, finanzielle oder wirtschaftliche Bedingungen werden seine Fähigkeit oder Bereitschaft zur Erfüllung seiner finanziellen Verpflichtungen wahrscheinlich beeinträchtigen.

5. Methodischer Ansatz

Das Vontobel Credit Research verwendet ein so genanntes Scoring-Modell. Dieses Ratingmodell ist ein integraler Bestandteil des Ratingprozesses. Der Grobraster ist unterteilt in Finanzprofil, Geschäftsprofil und Event-Risiken. Diese drei Bewertungsgruppen sind nach Hauptfaktoren gegliedert, beim Finanzprofil bspw. Profitabilität, Cash Flow usw. Zwecks Bewertung sämtlicher risikorelevanter Merkmale werden die Hauptfaktoren anschliessend in Subfaktoren 1 bis n unterteilt. Diese werden mit einem numerischen Wert („Score“) benotet und gewichtet. Die Gewichtung der Subfaktoren innerhalb einer Branche ist grundsätzlich kongruent. Die Summe der Gewichte entspricht stets 100% respektive 1. Die Summe aller gewichteten Einzelscores resultiert in einem Gesamtscore.

Weitergehende Ausführungen/Informationen zu den methodischen Ansätzen unserer Finanzanalyse sowie des Ratingystems finden Sie unter www.vontobel.ch.

6. Disclaimer & Quellenangabe

Obwohl die Erstellerin der Meinung ist, dass die diesem Papier zugrunde liegenden Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in diesem Papier enthaltenen Informationen keine Gewähr übernommen werden.

Dieser Researchbericht dient einzig Informationszwecken und er enthält weder eine Investitionsaufforderung noch stellt er eine Investment Beratung dar. Der Researchbericht wurde ohne Rücksicht auf die individuellen finanziellen Rahmenbedingungen der Empfänger entworfen. Die Erstellerin behält sich vor, jede in diesem Researchbericht geäußerte Meinung jederzeit zu ändern und/oder zu widerrufen. Die Erstellerin weist zudem darauf hin, dass Aus-

Offenlegungsanhang & Disclaimer

Vontobel Research

gen aus diesem Researchbericht keinesfalls als Beratung bezüglich allfälliger Steuer-, Rechnungslegungs-, Rechts- oder Investitionsfragen verstanden werden können.

Die Erstellerin übernimmt weder eine Gewähr dafür, dass die in diesem Researchbericht diskutierten Wertpapiere den Empfängern zugänglich sind, noch dass diese Wertpapiere für die Empfänger geeignet sind. Dieser Research Bericht wurde für institutionelle Investoren erstellt. Falls nicht-institutionelle Investoren diesen Report erhalten, wird ihnen empfohlen, sich vor einem allfälligen Investitionsentscheid von einem Vermögensverwalter oder Anlageberater beraten zu lassen.

Die Erstellerin betrachtet allfällige Empfänger dieses Reports, soweit nicht zusätzliche Geschäfts- oder Vertragsbeziehungen vorliegen, nicht als Kunden.

Jede Verwendung, insbesondere der ganze oder teilweise Nachdruck oder die Weitergabe an Dritte, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung des Vontobel Research und nur mit vollständiger Quellenangabe gestattet.

Bank Vontobel AG hat interne organisatorische Vorkehrungen getroffen um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen bzw. diese falls vorhanden und unvermeidlich, offenzulegen. Weitergehende Informationen insbesondere bezüglich des Umgangs mit Interessenkonflikten und der Wahrung der Unabhängigkeit der Finanzanalyseabteilung, sowie weitere Offenlegungen betreffend Finanzanalyseempfehlungen der Bank Vontobel AG finden Sie unter www.vontobel.com.

7. Länderspezifische Richtlinien und Informationen

Dieser Researchbericht darf nicht an Empfänger verteilt werden, welche Bürger eines Staates sind oder welche in einem Staat domiziliert sind, in welchem die Distribution dieses Researchberichts unzulässig ist, oder in welchem für dessen Distribution eine spezielle Lizenz benötigt ist, es sei denn, dass entweder die Erstellerin oder die Distributorin über die entsprechenden Lizenzen verfügt. Mit Ausnahme der nachfolgenden speziellen Distributionswege gilt dieser Researchreport als von der auf der Umschlagseite bezeichneten Gesellschaft verteilt:

Additional Information for US Institutional Clients

In the United States of America, this publication is being distributed solely to persons that qualify as "major US institutional investors" under SEC Rule 15a-6. Vontobel Securities, Inc. accepts responsibility for the content of reports prepared by its non-US affiliate when distributed to US institutional investors. US investors who wish to effect any transaction in securities mentioned in this report should do so with Vontobel Securities, Inc. at the address hereafter and not with Bank Vontobel AG: Vontobel Securities, Inc., 1540 Broadway, 38th Floor, New York, NY 10036, Tel: 1 212 792 5820, fax: 1 212 792 5832, e-mail: vonsec@vusa.com.

Vontobel Securities Inc. New York, with headquarters at Vontobel Securities AG, Gotthardstrasse 43, 8001 Zurich, Tel +41 58 76 17, Fax +41 58 283 76 49, is a broker-dealer registered with the Securities and Exchange Commission and a member of the National Association of Securities Dealers. Bank Vontobel Zurich is a foreign broker dealer which is not delivering services into the USA except for those allowed under the exemption of SEC Rule 15a-6.

Additional Information for UK Clients

Bank Vontobel AG is a company limited by shares with a Swiss Banking license which has no permanent place of business in the UK and which is not regulated under the Financial Services and Markets Act 2000. The protections provided by the UK regulatory system will not be applicable to the recipients of any information or documentation provided by Bank Vontobel AG and compensation under the Financial Services Compensation Scheme will not be available.

Past performance is not a guide to the future. The price of securities may go down as well as up and as a result investors may not get back the amount originally invested. Changes in the exchange rates may cause the value of investments to go down or up. Any literature, documentation or information provided is directed solely at persons we reasonably believe to be investment professionals. All such communications and the activity to which they relate are available only to such investment professionals; any activity arising from such communications will only be engaged in with investment professionals. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely upon such communications. Any contact with analysts, brokers or other employees of Bank Vontobel AG must be directed with Bank Vontobel AG directly and not through offices or employees of Vontobel Group affiliates in London/UK.

Informationen für Kunden aus Deutschland

Distributorin für institutionelle Kunden ist die Vontobel Securities AG, WDR-Arkaden, Auf der Ruhr 2, 50667 Köln (beaufsichtigt durch: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn). Distributorin für Privatkunden ist die Niederlassung München der Bank Vontobel Österreich AG, Möhlstrasse 9, 81675 München (beaufsichtigt durch: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn).