



Magistrat der Stadt Wien
Magistratsabteilung 5 – Finanzwesen

**STRATEGIE 2.0
FÜR DEN ABBAU DER
FREMDWÄHRUNGSFINANZIERUNGEN**

Stand: 25. Feber 2016

Abkürzungs- und Zeichenverzeichnis

Abs	Absatz
Art	Artikel
ATS	Österreichischer Schilling
BIP	Bruttoinlandsprodukt
B-VG	Bundes-Verfassungsgesetz
bzw	beziehungsweise
.ch	Internetdomain der Schweiz
CHF	Schweizer Franken
dzt	derzeit, derzeitig/e
EUR	Euro
EZB	Europäische Zentralbank
inkl	inklusive
leg cit	legis citatae, zitierte Gesetzesstelle
lit	litera, Buchstabe
LGBI	Landesgesetzblatt
lt	laut
Mag ^a	Magistra
Mio, Mill	Million/en
Mrd	Milliarde/n
Nr	Nummer
rd	rund
RH	Rechnungshof
SMR	Sekundärmarktrendite
SNB	Schweizerische Nationalbank
sz	seinerzeit/ig
ua	unter anderem
UBS	Union Bank of Switzerland
US	Vereinigte Staaten, US-amerikanisch
vgl	vergleiche
www	world wide web
Zl	Zahl
§	Paragraf
%	Prozent

Einleitung

Im Gefolge der Gespräche von Mondsee zu Beginn des Jahres 2013 zwischen Bund, Ländern, Österreichischem Städtebund und Österreichischem Gemeindebund zur Sicherstellung einer risikoaversen Finanzgebarung und Verankerung eines österreichweiten sogenannten Spekulationsverbotes gelangte eine Art 15a B-VG – Vereinbarung zur Ausarbeitung, deren Abschluss und Inkraftsetzung letztendlich mangels Willensbildung im Nationalrat scheiterte. Trotz des Nichtzustandekommens dieser einheitlichen bundesverfassungsgesetzlichen und infolgedessen der darauf aufbauenden, zwischen den Finanzausgleichspartnern einvernehmlich ausgearbeiteten, Art 15a B-VG – Vereinbarung, transformierte der Wiener Landesgesetzgeber mit dem Gesetz über die risikoaverse Ausrichtung der Finanzgebarung, LGBl für Wien Nr 36/2013, die ursprünglichen Regelungsinhalte derselben im Verhältnis 1:1 in Wiener Landesrecht.

Wien hat als einzige Gebietskörperschaft Österreichs eine Strategie für den Abbau der Fremdwährungsfinanzierungen erarbeitet und dem Österreichischen Koordinationskomitee beim Bundesministerium für Finanzen rechtzeitig vor dem 31. Dezember 2013, und zwar am 30. Dezember 2013, zugestellt.

Diese Strategie berücksichtigte neben mehreren Faktoren auch Analysen bzw. Stellungnahmen der Schweizerischen Nationalbank, so auch seinerzeitig aktuelle geldpolitische Lagebeurteilungen – wie zB vom 19. September 2013, in welcher die SNB mitteilte, „[...] unverändert am Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro festzuhalten. Der Franken ist nach wie vor hoch bewertet [...]“. Am 15. Jänner 2015 beendete die SNB diese Mindestkurspolitik überraschend, wodurch es zu einer Aufwertung des Franken gegenüber dem Euro kam. Vorübergehend wurde der Euro unter der Franken-Parität gehandelt.

Aufgrund der im Schuldenportfolio der Stadt enthaltenen und in Schweizer Franken denominierten Schuldtitel (per 31.12.2014 iHv 1.657,27 Mio Euro) ist eine Evaluierung der seinerzeitigen Strategie vom Dezember 2013 angezeigt. Ab Seite 16 folgt die (evaluierte und daher adaptierte) Strategie 2.0 für den Abbau der Fremdwährungsfinanzierungen.

Zur besseren Nachvollzieh- und Lesbarkeit wird die historische Strategie auf den folgenden Seiten 4 bis 16 mit einem hellgrau gekennzeichneten linken Seitenrand und verkleinerter Schriftgröße wiedergegeben. So können Verweise einfacher nachvollzogen und Wiederholungen vermieden werden. Seitenverweise wurden auf die geänderten Fundstellen in der gegenständlichen Strategie adaptiert.

Strategie vom Dezember 2013

Mit Beschluss des Wiener Landesgesetzes über die risikoaverse Ausrichtung der Finanzgebarung, LGBl für Wien Nr 36/2013, hat sich das Land und damit in weiterer Folge auch die Gemeinde Wien Regelungen auferlegt, die einen noch nachhaltigeren Umgang mit öffentlichen Geldern der Steuerzahlerinnen und Steuerzahler sowie mehr Transparenz als in der Vergangenheit gewährleisten sollen.

Die landesspezifische Normierung eines Spekulationsverbotes wurde infolge des Nichtzustandekommens einer einheitlichen bundesverfassungsgesetzlichen und infolgedessen darauf aufbauenden, zwischen den Finanzausgleichspartnern einvernehmlich ausgearbeiteten, Regelung erforderlich.

Der Wiener Landesgesetzgeber hat mit dem zitierten Gesetz die zwischen dem Bund, den Ländern sowie dem Österreichischen Städtebund und dem Österreichischen Gemeindebund ursprünglich im Rahmen der Gespräche von Mondsee zu Beginn des Jahres 2013 erarbeitete und ausverhandelte Art 15a B-VG – Vereinbarung über eine risikoaverse Finanzgebarung im Verhältnis 1:1 in Wiener Landesrecht transformiert.

Gemäß § 1 Abs 1 Z 1 leg cit hat die Gemeinde Wien in ihrer Finanzgebarung, insbesondere bei der Aufnahme von Schulden, beim Schuldenportfoliomanagement, bei der Veranlagung öffentlicher Mittel und beim Risikomanagement ua den Grundsatz einer risikoaversen Finanzgebarung einzuhalten, wobei dies insbesondere bedeutet, keine vermeidbaren Risiken (unter anderem keine offenen Fremdwährungsrisiken [...]) einzugehen.

Zufolge § 4 Abs 2 Z 1 lit a und b dieses Gesetzes können entgegen den Grundsätzen und Vorgaben in § 1 Z 1 bei Vertragsbeziehungen, die vor dem 1. Jänner 2013 eingegangen wurden, auch nach dem Inkrafttreten desselben mit diesen im direkten Zusammenhang stehende Anschlussfinanzierungen (Rollierungen) und risikoreduzierende Absicherungen bestehender Geschäfte vereinbart werden, wenn die Gemeinde Wien bis 31. Dezember 2013 dem Österreichischen Koordinationskomitee beim Bundesministerium für Finanzen eine geeignete Strategie für einen stufenweisen Abbau der Verträge, die in Widerspruch zu den Grundsätzen gemäß § 1 stehen bis zum Ablauf des 31. Dezember 2016 übermittelt, und sie ihre Vertragsbeziehungen gemäß dieser Strategie bis zum Ablauf des 31. Dezember 2016 tatsächlich anpasst.

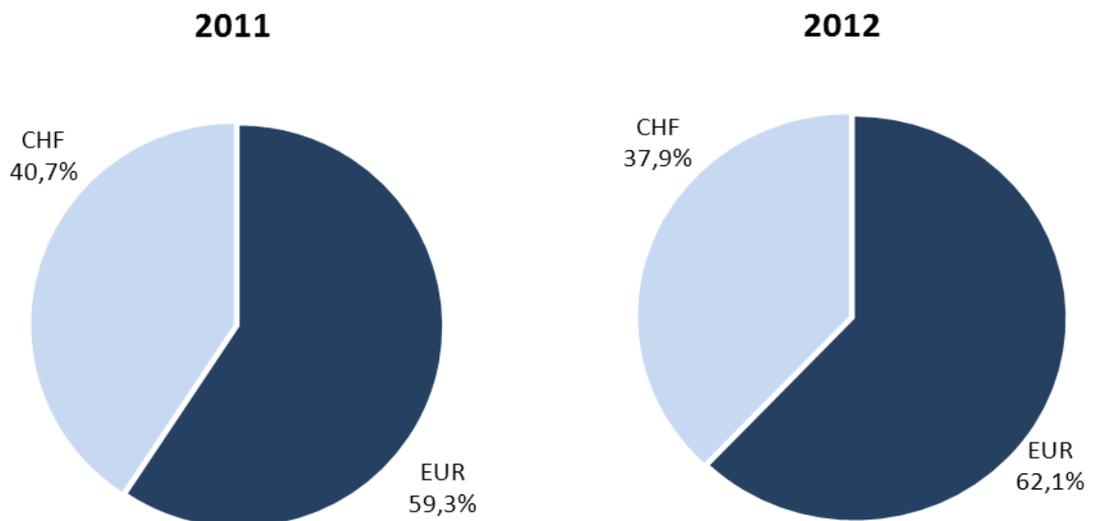
Die Strategie kann einen späteren Endtermin als 31. Dezember 2016 vorsehen, wenn dies auf Grund des Volumens oder der Art der betroffenen Vertragsbeziehungen den Grundsätzen der Sparsamkeit, Wirtschaftlichkeit und Zweckmäßigkeit entspricht und das damit verbundene Risiko vertretbar ist (§ 4 Abs 2 letzter Satz leg cit).

In Wien wurde bereits im Jahr 2011 – und damit auch mit Wirkung für dieses Jahr – die Entscheidung getroffen, keine neuen Finanzierungen mehr in Schweizer Franken vorzunehmen. Lediglich Anschlussfinanzierungen (Rollierungen) im Zusammenhang mit Finanzierungen aus Vorperioden wurden und werden durchgeführt.

Ab diesem Zeitpunkt erfolgten und erfolgen neue Finanzierungen ausschließlich in Euro.

Zum Stichtag 31. Dezember 2012 betrug die Fremdwährungsschuld der Gemeinde, die ausschließlich in Schweizer Franken denominierte, CHF 1.992,7 Mio bzw EUR 1.650,68 Mio. Sie machte damit rd 37,9 % der Gesamtschulden aus (2011: EUR 1.639,27 Mio bzw rd 40,7 %).

Der Anteil der Fremdwährungsschuld am Schuldenstand ist weiter rückläufig und betrug zum Ende des 3. Quartals 2013 rd 35,4 %.



Die Fremdwährungsfinanzierungen wiesen mit Stand 15. November 2013 eine Restlaufzeit zwischen einem Monat (monatliche Rollierung) und rd 2 ¾ Jahren auf und setzen sich aus folgenden sechs Finanzierungen zusammen:

Anleihe/Darlehen	Laufzeit	Darlehenshöhe in CHF
2011/I	22.11.2013	272.700.000
2010/II-Anleihe	07.01.2014	300.000.000
2010/I	28.11.2013	250.000.000
2009/III	04.12.2013	400.000.000
2009/II (ÖBFA-Darlehen)	14.07.2016	300.000.000
2008/I (2 Tranchen)	11.12./13.12.2013	470.000.000
Gesamt		1.992.700.000

Per Ende 2012 betrug die Nominalverzinsung für die gesamte Finanzschuld Wiens rd 1,4 %, wobei sich die Verzinsung für den EUR-Anteil auf rd 1,7 % bzw für den CHF-Anteil auf lediglich rd 0,9 % belief.

Die Gemeinde Wien hat bereits Mitte der 1980er Jahre, und damit noch „unter“ der seinerzeitigen Währung, dem Österreichischen Schilling, ihre Fremdmittelaufnahmestrategie dahingehend ausgerichtet, die Haushaltsabgangsfinanzierung ab diesem Zeitpunkt über den Schweizer Franken abzuwickeln. Ausschlaggebend dafür war insbesondere das deutlich vorteilhaftere Zinsdifferenzial (ursprünglich im Verhältnis CHF : ATS).

In der Zeit ab 1984 hat Wien bedingt durch diese Zinsrelation der Fremdwährungsfinanzierungen zum ATS bzw nunmehrigen EUR, aber auch aus Wechselkursrelationen (bei Tilgungs- und Zinsleistungen) deutliche Vorteile lukriert. Auf Grund der in der Vergangenheit durchaus als signifikant zu bezeichnenden Zinsdifferenz zwischen ATS und CHF (SMR ATS Bund per 01.01.1984 8%, SMR CHF Bund per 01.01.1984 rd 4,1%; ab 1999 Vergleich nicht nach der jeweiligen SMR sondern lt 10-jährigen-Finanzierungen), welche auch nach Einführung des EUR eine Fortsetzung fand und bis dato anhält ([Anlage 1](#)), wurden in CHF denominatede Fremdwährungsfinanzierungen, und zwar nicht nur von Gebietskörperschaften und damit der Gemeinde Wien, über lange Zeiträume zur Reduktion der Finanzierungskosten genützt.

Dieses Bild bestätigte auch der Rechnungshof mit seinem Bericht Reihe Wien 2002/1, ZI 001.509/055-E1/02, betreffend das Ergebnis der Überprüfung der Länder- und Gemeindehaushalte. In den Punkten 29 und 30 hielt der RH fest, dass *die Stadt Wien ihre Finanzschulden, von Anfang 1998 bis Ende 1999 um 0,435 Mrd EUR (rd 10%) verringerte. Der größte Anteil der Schulden bestand bei ausländischen Banken; die Finanzierung erfolgte vorwiegend in Schweizer Franken. Für die 1998 bestehenden durchschnittlichen Finanzschulden von 3 905 Mill EUR leistete die Stadt Wien 149 Mill EUR Zinsen, was einer durchschnittlichen Verzinsung von 3,82 % entsprach. Im Jahr 1999 verringerte sich das durchschnittliche Fremdkapital auf 3 687 Mill EUR, was bei Zinsen von 135 Mill EUR einer durchschnittlichen Verzinsung von 3,66 % entsprach. Nach Ansicht des RH waren die Zinskosten für die Stadt Wien in den Jahren 1998 und 1999 niedrig. In Punkt 31 desselben Berichtes beurteilte der RH das Schuldenmanagement der Stadt Wien im überprüften Zeitraum zusammenfassend als gut.*

Hinsichtlich der Finanzierungskosten hielt der RH in seinem Bericht Reihe Wien, 2010/6, Punkt 11.1 auf Seite 32 oben fest, dass *die Durchschnittsverzinsung um bis zu 190 Basispunkte unter der SMR lag, da die Stadt Wien ihre CHF-Finanzierungen im Vergleich zu EUR-Finanzierungen zu günstigen Zinssätzen aufnehmen konnte.*

Dem signifikanten zinsseitigen Einsparungspotential entsprechender CHF-Finanzierungen welche in Form von Anleihen, Darlehen oder Barvorlagen eingegangen wurden, stand und steht das Risiko einer nachteiligen Wechselkursentwicklung gegenüber. Diesbezüglich ist zu bemerken, dass sich die Wechselkurse – und zwar sowohl im Verhältnis ATS : CHF als auch EUR : CHF – langjährig stabil entwickelten (Anlage 2).

Trotz dieser Kontinuität reduzierte Wien das Engagement im Schweizer Franken. Korrespondierend bemerkte der RH im zuletzt zitierten Bericht, Punkt 11.1 auf Seite 31 unten, dass *der Anteil dieser Fremdwährungsfinanzierungen bis 2008 auf 52,7 % sank, während die Stadt Wien sich im Jahr 2004 zu 85,4 % in CHF finanzierte*. In Folge wurde der Anteil der CHF-Finanzierungen bereits weiter maßgeblich reduziert (siehe Grafik oben).

Im Zusammenhang mit der allgemeinen Diskussion um Fremdwährungsfinanzierungen ist generell zu berücksichtigen, dass die diesen Instrumenten zugrundeliegenden Verträge im Falle Wiens die Gemeinde nicht verpflichten oder gar zwingen (können), sowohl Schuldenaufnahmen als auch Schuldentrückführungen zu bestimmten – und damit auch ungünstigen – Zeitpunkten vorzunehmen bzw. vornehmen zu müssen.

Auf Grund des bestehenden Schuldenmanagements sowie des vorhandenen Liquiditätsstandes der Gemeinde können diese jeweils zu einem von ihr selbst gewählten – und damit günstigeren – Zeitpunkt durchgeführt werden.

Darüber hinaus ist festzuhalten, dass wegen der bestehenden Wechselkursschwankungen im Verhältnis zwischen CHF und EUR (derzeit zu Lasten Wiens im Vergleich zu den Zeitpunkten der jeweiligen seinerzeitigen Schuldenaufnahme) bei erforderlichen Tilgungen bestehender CHF-Finanzierungen Anschlussfinanzierungen, sogenannte Rollierungen, durchgeführt werden, um eine liquiditätsmäßig wirksame Realisierung des Wechselkursrisikos hintanzuhalten. Diese Vorgangsweise hat sich auch in der Vergangenheit bewährt.

Eine effektive Durchrechnung des gesamten neuzeitlichenⁱ Fremdwährungsportfolios, dh ab dem Jahr 1984, bis zum letzten Rechnungsabschlussstichtag, das war der 31. Dezember 2012, hinsichtlich der erzielten Wechselkursrelationen (aus erfolgten Tilgungs- und Zinsleistungen) sowie aus den jeweiligen Zinsrelationen der Fremdwährungsfinanzierungen zu ATS- bzw EUR-Finanzierungen (bei gleicher Strukturierung) und Umlegung auf die derzeit noch ausstehenden CHF-Finanzierungen (es handelt sich dabei um sechs Finanzierungen mit einem Gesamtvolumen von 1.992,7 Mio CHF, vgl Seiten 5 und 6) ergibt vorerst einen für Wien relevanten EUR : CHF Break-Even-Kurs von 1 : 1,0707.

Zu diesem Break-Even-Kurs ist zu bemerken, dass dabei die Auswirkungen der Inflation nicht berücksichtigt wurden. Ebenfalls nicht berücksichtigt wurde bisher, dass die Gemeinde Wien bei Finanzierungen auf dem Kapitalmarkt – verglichen mit der einzigen Gebietskörperschaftsebene Österreichs, die ebenfalls namhaft auf dem Kapitalmarkt tätig ist, und damit dem Bund – wohl einem Spreadⁱⁱ relativ zu Bundesanleihen unterliegen würde.

Findet nur der zuerst angeführte Effekt, dh die Inflationsbereinigung, Berücksichtigung, so errechnet sich der für Wien relevante (und in Folge der dargelegten Annahmen als durchaus konservativ berechnet zu bezeichnende) EUR : CHF Break-Even-Kurs von 1 : 0,9638.

Daraus folgt, dass selbst bei einer – im Übrigen wirtschaftlich unvernünftigen – Rückführung der bestehenden CHF-Schuld zum bisherigen Wechselkurs-Extremwert von EUR : CHF im Verhältnis 1 : 1,0451 (siehe EZB-Referenzkurs vom 10. August 2011) sich für die Gemeinde Wien immer noch ein positives Gesamtergebnis aus der Schweizer Franken Fremdwährungsfinanzierungs-Strategie ergeben hätte.

Durch die Berücksichtigung eines weiteren Effektes, nämlich des bereits oben angeführten Spreads, würde die dargelegte Wechselkursrelation noch weiter nach unten gedrückt werden (können), ohne dass die Gemeinde Wien einen in der Gesamtbetrachtung aller ihrer erfolgten und bestehenden Finanzierungen in Schweizer Franken wirtschaftlichen Nachteil realisieren würde.

Nach Ausbruch der Finanz-, Immobilien- und Wirtschaftskrise durch den Zusammenbruch des US-Investmentunternehmens Lehman-Brothers im Herbst 2008 kam es in der Folge auch zu verstärkten Währungsspekulationen gegen den Schweizer Franken. Auch dies führte zu einer Verteuerung des CHF gegenüber dem EUR.

In die geldpolitische Lagebeurteilung der Schweizerischen Nationalbank (kurz: SNB) vom 16. September 2010 floss diese Entwicklung wie folgt ein:

[...] Für 2010 rechnet die Nationalbank mit einem realen Wachstum des Bruttoinlandprodukts (BIP) von rund 2,5%. Für die zweite Jahreshälfte und insbesondere für 2011 geht die Nationalbank nun aber von einer deutlichen Abschwächung des Wachstums aus. Dies widerspiegelt die starke Aufwertung des Frankens und die abnehmende Dynamik der Weltkonjunktur.

Die Unsicherheiten über die weitere Entwicklung der Weltkonjunktur bleiben hoch. Die wirtschaftliche Erholung ist noch nicht nachhaltig. Die Risiken sind vor allem nach unten gerichtet. Falls Abwärtsrisiken eintreten und zu erneuter Deflationsgefahr führen sollten, würde die Nationalbank die notwendigen Massnahmen ergreifen, um die Preisstabilität zu gewährleisten.

[...]

In der zweiten Jahreshälfte und zu Beginn des nächsten Jahres erwartet die Nationalbank dagegen aufgrund der starken Frankenaufwertung und der abnehmenden Dynamik der Weltkonjunktur eine deutliche Abschwächung des realen BIP-Wachstums. [...]

Auch im Dezember 2010 erhellten sich die Aussagen der SNB im Hinblick auf die allgemeine wirtschaftliche Situation nicht:

Die weltwirtschaftliche Erholung setzt sich fort. Während die aufstrebenden Länder eine lebhaftere Dynamik aufweisen, bleibt die Entwicklung in den Industrieländern insgesamt verhalten. Die Schweizer Wirtschaft ist im dritten Quartal 2010 robust gewachsen, jedoch deutet vor allem die Abschwächung bei den Exporten auf eine deutliche Reduktion des Wachstums in den kommenden Quartalen hin. Die Nationalbank geht deshalb von einem BIP-Wachstum von rund 1,5% für 2011 aus, nach rund 2,5% im laufenden Jahr.

Die Geldpolitik agiert in einem Umfeld hoher Unsicherheit. Sorgen um die Stabilität in der Eurozone haben an den Finanzmärkten wiederum zu Anspannungen geführt. In diesem Zusammenhang hat sich der Schweizer Franken erneut aufgewertet. Falls sich diese Anspannungen verschärfen und die wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone belasten sollten, würde auch die Schweizer Wirtschaft in Mitleidenschaft gezogen. Sollte eine Deflationsgefahr auftreten, würde die Nationalbank die notwendigen Massnahmen ergreifen, um die Preisstabilität zu gewährleisten.

Seit 6. September 2011 gilt ein von der SNB festgesetzter Mindestkurs EUR : CHF von 1 : 1,20, den sie erforderlichenfalls durch umfangreiche Devisenkäufe konsequent um- bzw durchsetzt (siehe die Geschäfts- und Rechenschaftsberichte der SNB auf www.snb.ch).

In ihrer aktuellsten geldpolitischen Lagebeurteilung vom 19. September 2013 teilte die SNB neuerlich mit, *unverändert am Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro festzuhalten. Der Franken ist nach wie vor hoch bewertet. Die Nationalbank steht bereit, den Mindestkurs wenn nötig durch den Kauf von Devisen in unbeschränkter Höhe durchzusetzen und bei Bedarf weitere Massnahmen zu ergreifen. Zwar hat sich die Stimmung an den internationalen Finanzmärkten etwas entspannt. Trotzdem bleibt der Mindestkurs bei einem Dreimonats-Libor nahe null notwendig. Er verhindert eine unerwünschte Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen, falls der Aufwertungsdruck auf den Franken wieder zunehmen sollte. Das Zielband für den Dreimonats-Libor wird bei 0%-0,25% belassen.*

Die Inflationsaussichten haben sich gegenüber Juni kaum verändert. Die bedingte Inflationsprognose der Nationalbank liegt für die kurze Frist etwas höher, weil der Ölpreis gegenüber dem letzten Quartal angestiegen ist und die Einschätzung der Konjunkturlage etwas positiver ausfällt. Wie im letzten Quartal beruht die Prognose auf einem Dreimonats-Libor von 0% über die nächsten drei Jahre. Für 2013 und 2014 erwartet die Nationalbank nun eine leicht höhere Inflation von minus 0,2% und von 0,3%. Für das Jahr 2015 bleibt die prognostizierte Inflation unverändert bei 0,7%. Für die Schweiz sind damit keine Inflationsrisiken erkennbar.

Nicht zuletzt auf Grund der (wiederholten) Ankündigung der SNB, einen Mindestkurs von CHF 1,20 per EUR auch längerfristig halten zu wollen, erscheint vor dem Hintergrund der bisherigen Ausführungen für Wien das daraus resultierende Risikopotential bei einem vorläufigen

Verbleib im CHF als eher überschaubar. Letztendlich könnten aber Umstände, wie zB eine Hyperinflation in der Schweiz, eintreten, die die SNB zu einer Abkehr von ihrer Mindestkurspolitik bewegen könnte. Dafür gibt es zurzeit jedoch keine Anzeichen.

Im Zusammenhang mit dem nunmehr oftmals zitierten Mindestkurs ergeben sich für die Gemeinde Wien nachstehende Handlungsoptionen zum Abbau der Fremdwährungsfinanzierungen:

Eine vollständige Schließung des Wiener Fremdwährungsportfolios zum SNB-Mindestkurs von CHF 1,20 per EUR ergäbe als Ausfluss der in Rede stehenden Fremdwährungsfinanzierungsstrategie seit 1984 einen seitens der Gemeinde Wien erzielten Vorteil von rd 200 Mio EUR unter Berücksichtigung der Methode der effektiven Durchrechnung (vgl Seite 7, 5. Absatz) bzw von rd 407 Mio EUR bei Miteinbeziehung des Effektes aus der Inflationsbereinigung (vgl Seite 8, 1. und 2. Absatz).

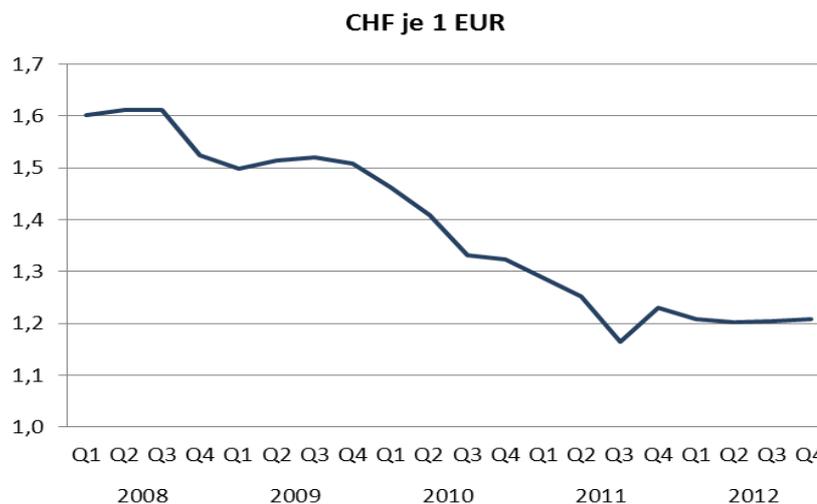
Gleichzeitig würde dies bedeuten, dass durch die getätigten Fremdwährungsfinanzierungen der Gemeinde Wien – und damit auch den Steuerzahlerinnen und Steuerzahlern – eine Verschuldung im gleichen Ausmaß von rd 200 bzw 407 Mio EUR erspart werden konnte.

Auf Grund der Tatsache, dass der aktuelle EZB-Referenzwechsellkurs per 15. November 2013 1,2346 betrug, erhöht sich der ausgewiesene Vorteil weiter auf rd 247 Mio EUR unter Berücksichtigung der Methode der effektiven Durchrechnung (vgl Seite 7, 5. Absatz) bzw auf rd 453 Mio EUR bei Miteinbeziehung des Effektes aus der Inflationsbereinigung (vgl Seite 8, 1. und 2. Absatz).

Bei den oben auf den Seiten 5 und 6 angeführten, noch aufrecht bestehenden sechs Finanzierungen mit einem Volumen von insgesamt CHF 1.992,7 Mio, errechnet sich ein durchschnittlicher CHF-Aufnahmekurs von 1,5806.

Durch die bisherigen Einsparungen bei diesen sechs Finanzierungen infolge des für Wien vorteilhaften Zinsdifferentials sowie der Wechselkursrelationen in Höhe von rd 204 Mio EUR unter Berücksichtigung der Methode der effektiven Durchrechnung (vgl Seite 7, 5. Absatz) bzw von rd 247 Mio EUR bei Miteinbeziehung des Effektes aus der Inflationsbereinigung (vgl Seite 8, 1. und 2. Absatz), ergeben sich nach der gleichen Systematik rechnerische Break-Even-Kurse von 1,3600 bzw 1,3216.

Die Entwicklung des EZB-Referenzkurses für den CHF in den Jahren 2008 bis 2012 zeigt folgendes Bild:



Die Bandbreite der derzeitigen Marktprognosen von nationalen und internationalen Kreditinstituten zeigt per Ende 2014 einen voraussichtlichen CHF-EUR-Wechselkurs zwischen 1,25 und 1,35.

Um eine gewisse Flexibilität bei der Umschuldung von Fremdwährungsfinanzierungen in EUR-Finanzierungen gewährleisten zu können ist es ua erforderlich, kurze Bindungsfristen einzugehen. Diesem Erfordernis wird derzeit durch die Rollierung bestehender kurzfristiger CHF-Finanzierungen auf monatlicher Basis Rechnung getragen. Wien war und ist zu keinem Zeitpunkt gesetzlich oder vertraglich verpflichtet, Fremdwährungspositionen – unabhängig vom Vorliegen eines günstigen oder ungünstigen CHF-Wechselkurses – endgültig schließen zu müssen. Des Weiteren ist auch die jeweilige Liquidität sicherzustellen, um bei entsprechendem Wechselkurs reagieren zu können.

Zur Zeit befinden sich im Finanzierungsportfolio der Stadt Wien zwei fix verzinste Fremdwährungsfinanzierungen, nämlich die

- 2010/II-Anleihe in Höhe von 300 Mio CHF mit einer Laufzeit bis 7. Jänner 2014 sowie das
- 2009/II-ÖFBA-Darlehen in Höhe von 300 Mio CHF mit einer Laufzeit bis 14. Juli 2016.

Beide Finanzierungen sind vorzeitig nicht kündbar.

Das derzeitige Fremdwährungsportfolio in der Gesamthöhe von 1.992,7 Mio CHF hat – wie bereits dargestellt – Laufzeiten zwischen 22. November 2013 und 14. Juli 2016. Auf Grund der seinerzeitigen Aufnahmekurse bei der Begebung würde sich ein CHF-Durchschnittskurs von 1,5806 ergeben. Bezieht man die bisherigen bereits realisierten finanziellen Vorteile aus diesen Finanzierungen mit ein, ergäben sich für die jeweiligen Finanzierungen Tilgungs-/Umschuldungskurse je nach Betrachtungsweise, dh bei Berücksichtigung der Methode der effektiven Durchrechnung (vgl Seite 7, 5. Absatz) sowie bei Miteinbeziehung des Effektes aus der Inflationsbereinigung (vgl Seite 8, 1. und 2. Absatz), zwischen rd 1,15 und 1,49.

Auf Grund der Eingangs dargelegten langfristigen Fremdwährungsfinanzierungsusancen Wiens würden Umschuldungen zu den entsprechenden Wechselkursen zu endgültigen finanziellen Vorteilen in Größenordnungen von noch immer rd 353 Mio EUR unter Berücksichtigung der Methode der effektiven Durchrechnung (vgl Seite 7, 5. Absatz) bzw rd 560 Mio EUR bei Miteinbeziehung des Effektes aus der Inflationsbereinigung (vgl Seite 8, 1. und 2. Absatz) führen.

Wie bereits wiederholt ausgeführt, betrug die Fremdwährungsschuld Wiens per 31. Dezember 2012 1.992,7 Mio CHF bzw umgerechnet rd 1.650,68 Mio EUR (EZB-Referenzwechselkurs: 1,2072). Wird diese stichtagsbezogene Fremdwährungsschuld – umgerechnet in Euro – zum präliminierten Budgetvolumen Wiens für das Jahr 2013 in Höhe von rd 12.220 Mio EUR in Relation gesetzt, so beträgt das Verhältnis rd 13,5 %.

Unter Berücksichtigung der oben ausführlich dokumentierten SNB-Mindestkurspolitik stellt dieses Verhältnis bzw das der CHF-Verschuldung korrespondierende dargelegte Verschuldungsausmaß Wiens in Euro auf Grund der Tatsache, dass der EZB-Referenzwechselkurs am 31. Dezember 2012 sehr nahe am SNB-Mindestkurs von CHF 1,20 per EUR notierte, gleichzeitig das höchstens erforderliche Umschuldungsvolumen dar, welches bereits im Rechnungsabschluss 2012 ausgewiesen wurde.

Am 15. November 2013 betrug der hier interessierende EZB-Referenzwechselkurs 1,2346. Die per 31. Dezember 2012 bestehende Fremdwährungsschuld Wiens in Höhe von 1.992,7 Mio CHF belief sich daher zu diesem Stichtag auf umgerechnet rd 1.614,04 Mio EUR und lag damit nominell um rd 36,64 Mio EUR unter dem Wert zum Ende des Jahres 2012.

Setzt man diese Differenz – sie ist zum Stichtag 15. November 2013 der de facto größtmögliche Verlust bei einem höchstmöglichen Wertverlust des Euro gegenüber dem Schweizer Franken bei bestehender SNB-Mindestkurspolitik – zum präliminierten Budgetvolumen Wiens für das Jahr 2013 in Höhe von rd 12.220 Mio EUR in Relation, so beträgt dieses Verhältnis rd 0,30 %.

Bei Erreichen des angestrebten CHF-Ziel-Wechselkurses von 1,3216 würde sich die korrespondierende Euro-Schuld auf umgerechnet rd 1.507,79 Mio belaufen. Die Differenz zum Ultimowert des Jahres 2012 würde daher rd 142,89 Mio EUR betragen. Gemessen am präliminierten Budgetvolumen, beträgt dieses Verhältnis rd 1,17 %. Diese Differenz stellt gleichzeitig das noch mögliche Verbesserungspotential der Wiener Finanzschuld dar, wobei das damit einhergehende Wechselkursverlustrisiko unter Berücksichtigung der SNB-Mindestkurspolitik derzeit nicht massiv ins Gewicht fällt.

Die angeführten Verhältnisse bzw die damit dargestellten nominellen Wechselkursverlustrisiken stellen vor dem Hintergrund der bisher eingetretenen finanziellen Vorteile aus den Schweizer-Franken-Finanzierungen seit 1984 wenngleich nicht zu vernachlässigende, so doch vertretbare Risiken dar. Gleichzeitig wird ersichtlich, dass die Wiener Praxis der Anschlussfinanzierungen

wirtschaftlich sinnvoll und zweckmäßig war und ist. Ebenso wird durch die dargelegten Relationen die bisherige Vorgangsweise und das grundsätzliche Vorhaben Wiens, erst bei Vorliegen günstigerer Wechselkursrelationen umzuschulden, als maßvolle und verantwortungsbewusste Handlungsoption validiert. Die Laufzeiten bei Rollierungen werden vor diesem Hintergrund so gestaltet, dass angemessen agiert bzw reagiert werden kann.

Die Voraussetzungen zur Inanspruchnahme der Rechtswohltat gemäß § 4 Abs 2 letzter Satz des Wiener Landesgesetzes über die risikoaverse Finanzgebarung, LGBl für Wien Nr 36/2013, sind daher im gegenständlichen Falle erfüllt.

Da bereits im Zuge des Rechnungsabschlusses 2012 durch einstimmigen Beschluss des Gemeinderatsausschusses für Finanzen, Wirtschaftspolitik und Wiener Stadtwerke in der Sitzung vom 11. März 2013 eine entsprechende (Teil)Vorsorge in Form einer Sonderrücklage zur Sicherstellung einer risikoaversen Ausrichtung der Finanzgebarung (inkl Haftungsvorsorge) in Höhe von rd 13,9 Mio EUR getroffen wurde, könnten bereits bei einem Differenzbetrag von rd 128,99 Mio EUR und somit bei einer korrespondierenden Euro-Schuld in Höhe von 1.521,69 Mio EUR die CHF-Finanzierungen umgewandelt werden. Dies entspräche einem Wechselkurs von 1,3095.

Wien ist bestrebt, nach Maßgabe der wirtschaftlichen und finanziellen Situation bzw Rahmenbedingungen die bestehende Sonderrücklage weiter zu dotieren, um Vorsorge für ein, gemessen am nachfolgenden Punkt 1., entsprechend ungünstigeres Wechselkurs-Niveau nach dem 31. Dezember 2016 zu schaffen.

Wie bereits ausgeführt, würden Umschuldungen bei einem unter dem nachfolgenden Punkt 1. angeführten CHF-Ziel-Wechselkurs von 1,3216 je nach Betrachtungsweise zu endgültigen finanziellen Vorteilen in Größenordnungen von rd 353 Mio EUR unter Berücksichtigung der Methode der effektiven Durchrechnung (vgl Seite 7, 5. Absatz) bzw von rd 560 Mio EUR bei Miteinbeziehung des Effektes aus der Inflationsbereinigung (vgl Seite 8, 1. und 2. Absatz) führen.

Wien wird daher bei

1. Erreichen des CHF-Ziel-Wechselkurses von 1,3216 vor dem 31. Dezember 2016 die bestehenden CHF-Finanzierungen jedenfalls in EUR-Finanzierungen umschulden;
2. Nichterreichen des CHF-Ziel-Wechselkurses gemäß Punkt 1. bis zum 31. März 2016 (unter besonderer Beachtung des 2009/II-ÖFBA-Darlehens in Höhe von 300 Mio CHF mit einer Laufzeit bis 14. Juli 2016, siehe Seite 11) eine Evaluierung der bisherigen Wechselkursentwicklungen bzw zukünftigen Wechselkurserwartungen durchführen, um darauf aufbauend ebenso wie unter Beachtung der

- Grundsätze der Sparsamkeit, Wirtschaftlichkeit aber auch Zweckmäßigkeit gemäß § 4 Abs 2 letzter Satz leg cit und
- der aktuellen (finanz)wirtschaftlichen Situation und Rahmenbedingungen des Jahres 2016

alternative sowie aktuelle Entscheidungsgrundlagen für einen auch stufenweisen Fremdwährungsfinanzierungsausstieg für die Zeit nach dem 31. Dezember 2016 zu erlangen. Dabei wird die Sonderrücklage zu berücksichtigen sein.

Angesichts der aufgezeigten Relationen von

- möglichen Wechselkursnachteilen,
- Budgetvolumen,
- Verbesserungspotential der Finanzschuld und
- unter Berücksichtigung der bereits erfolgten Realisierung von finanziellen Vorteilen aus der jahrzehntelangen Schweizer Franken Fremdwährungsstrategie Wiens

besteht kein Anlass, für einen überstürzten kurzfristigen und unüberlegten Ausstieg aus der derzeit rollierten CHF-Schuld.

Besonders hervorzuheben ist, dass Wien nicht zuletzt auf Grund der in § 4 Abs 2 letzter Satz leg cit besonders erwähnten Prinzipien der Sparsamkeit, Wirtschaftlichkeit und Zweckmäßigkeit ein ökonomisch vertretbarer und damit vor dem Hintergrund der nach wie vor wirtschaftlich angespannten Rahmenbedingungen seriöser Abbau der Fremdwährungsfinanzierungen ermöglicht wird.

- ⁱ Der Begriff „neuzeitlich“ soll lediglich in Erinnerung rufen, dass die Gemeinde Wien bereits in einer früheren Periode, nämlich ab Ende des 19. Jahrhunderts an ausländischen Kapitalmärkten (insbesondere am Schweizer Kapitalmarkt) aktiv war.
- ⁱⁱ Unter einem „Spread“ wird ein Risikoaufschlag verstanden, der sich de facto in einer verteuerten Finanzierung einer nachgeordneten Gebietskörperschaft (hier: Wien) im Vergleich zum Bund auswirkt.

Anlage 1



Anlage 2



Strategie 2.0, Stichtag 31. Dezember 2015

An den wesentlichen Sachverhalten, wie sie auch der Strategie aus dem Jahre 2013 zugrunde gelegt sind, hat sich – abgesehen vom Wechselkurs Euro : Franken – kaum etwas geändert. Wie bereits in der Einleitung ausgeführt, hat die SNB am 15. Jänner 2015 den von ihr 2011 festgesetzten Mindestkurs EUR : CHF von 1 : 1,20 überraschend aufgehoben und den Zins auf den von den Banken bei der SNB gehaltenen Sichtguthaben auf -0,75 % gesenkt, um die Attraktivität von Frankenanlagen zu reduzieren. Dies führte vorübergehend zu einem Kurssturz von 1 : 0,85, der sich im Laufe des 15. Jänner wieder auf 1 : 1,0280 (siehe EZB-Referenzkurs vom selben Tag) erholte.

Die SNB teilte zu dieser von ihr gesetzten Maßnahme mit Medienmitteilung am 15. Jänner 2015 mit, dass [...] *der Mindestkurs in einer Zeit der massiven Überbewertung des Frankens und grösster Verunsicherung an den Finanzmärkten eingeführt wurde. Diese ausserordentliche und temporäre Massnahme hat die Schweizer Wirtschaft vor schwerem Schaden bewahrt. Der Franken bleibt zwar hoch bewertet, aber die Überbewertung hat sich seit Einführung des Mindestkurses insgesamt reduziert. Die Wirtschaft konnte diese Phase nutzen, um sich auf die neue Situation einzustellen. [...]*

Im Quartalsheft 1/2015 März, Seite 23, argumentierte die SNB ihre Vorgangsweise folgendermaßen:

Als die SNB am 15. Januar 2015 den Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro aufhob, endete eine dreieinhalbjährige Phase, in der der Mindestkurs das zentrale Element zur Aufrechterhaltung angemessener monetärer Bedingungen bildete. Gleichzeitig mit der Aufhebung des Mindestkurses beschloss die SNB, den Zins auf den von den Banken bei der SNB gehaltenen Sichtguthaben auf -0,75% zu senken, um die Attraktivität von Frankenanlagen zu reduzieren. Der Mindestkurs war im September 2011 in einer für die Schweizer Volkswirtschaft sehr schwierigen Situation eingeführt worden. Er war als temporäre Massnahme gedacht und wurde auch als solche kommuniziert. Die Weltwirtschaft überwand gerade die tiefste Rezession seit der Grossen Depression der 1930er Jahre. Die Staatsschuldenkrise in der Eurozone verstärkte die Unsicherheit über die Zukunft des Euros, gleichzeitig tendierte der US-Dollar zur Schwäche. Obwohl die SNB die Liquidität stark ausgedehnt und die Geldmarktzinsen fast auf null reduziert hatte, sank der Euro innert weniger Jahre von rund 1.60 Franken auf praktisch Parität. Mit dem Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro korrigierte die SNB diese Aufwertung teilweise. Der Mindestkurs hat der Schweizer Volkswirtschaft gute Dienste geleistet. Er verschaffte ihr Zeit, sich an die neuen Verhältnisse anzupassen. Die Produktion und die Beschäftigung erholten sich schneller als in vielen anderen Ländern. Die positive Entwicklung widerspiegelt sich auch in den Bilanzen

der Unternehmen und deren Bewertung an den Aktienbörsen. Die Situation zum Zeitpunkt der Aufhebung des Mindestkurses im Januar 2015 unterschied sich somit deutlich von jener bei der Einführung des Mindestkurses im September 2011. Die Aufhebung des Mindestkurses erfolgte vor dem Hintergrund wachsender Divergenzen in der Geldpolitik in den grossen Währungsräumen. Während in den USA ein Zinsanstieg näher rückte, zeichnete sich in der Eurozone ab Mitte 2014 eine weitere Lockerung der Geldpolitik ab. Der Euro schwächte sich zum US-Dollar massiv ab und der Franken machte diese Bewegung aufgrund des Mindestkurses weitgehend mit. Der Druck auf den Franken erhöhte sich in der ersten Januarhälfte 2015. Die SNB musste mit grossen und rasch ansteigenden Summen am Devisenmarkt intervenieren. Der Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro war nicht mehr nachhaltig, sodass ein Kurswechsel notwendig wurde. Ein Hinauszögern des Aufhebens des Mindestkurses wäre nur auf Kosten einer unkontrollierbaren Ausdehnung der Bilanz um mehrere 100 Mrd. Franken – potenziell um ein Mehrfaches des schweizerischen Bruttoinlandprodukts – möglich gewesen. Eine solche Bilanzausdehnung hätte die zukünftige geldpolitische Handlungsfähigkeit der SNB stark beeinträchtigt und die Erfüllung des Mandats in der langen Frist gefährdet. Vor dem Hintergrund, dass der Mindestkurs nicht mehr nachhaltig war, wären zusätzliche Interventionen auch zwecklos und die daraus entstehenden enormen Verluste nicht zu rechtfertigen gewesen. Die Aufhebung des Mindestkurses traf viele Marktteilnehmer überraschend. Die SNB konnte die Aufhebung des Mindestkurses jedoch nicht im Voraus ankündigen, weil dadurch gerade die spekulativen Kapitalflüsse ausgelöst worden wären, die man durch die Aufhebung verhindern wollte. Selbst blosser Andeutungen einer kommenden Aufhebung des Mindestkurses hätten die Möglichkeit eröffnet, annähernd risikolose Spekulationsgewinne zu erzielen.

Im gleichen Quartalsheft, Seite 25, analysierte die SNB die starke Aufwertung des Frankens nach Aufhebung des Mindestkurses:

Unmittelbar nach der Aufhebung des Mindestkurses am 15. Januar 2015 wertete sich der Franken gegenüber allen Währungen stark auf. Der Preis des Euros in Franken fiel am Interbankenmarkt in den ersten Minuten nach der Ankündigung der SNB auf ein Allzeittief von 0.85 Franken pro Euro, machte einen Teil des Einbruchs aber rasch wieder wett und pendelte sich am Nachmittag des 15. Januars nahe der Parität ein. Der Preis des US-Dollars in Franken fiel kurzfristig fast im gleichen Ausmass wie der Eurokurs [...]. In den Wochen nach der Aufhebung der Kursuntergrenze stiegen die Wechselkurse in Franken bei teilweise grosser Volatilität weiter an. Dabei machte vor allem der US-Dollar, der bereits im Laufe des Jahres 2014 kontinuierlich stärker geworden war, Boden gut. Mitte März 2015 lag der Wechselkurs des US-Dollars in Franken bereits leicht höher als zu Beginn des Jahres. Der Wechselkurs des Euros zum Franken lag dagegen weiterhin deutlich unter dem Niveau, das

er vor der Aufhebung des Mindestkurses erreicht hatte. Mitte März 2015 lag er bei 1.06 Franken pro Euro, was gegenüber dem bis Mitte Januar geltenden Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro einer Aufwertung von rund 12% entspricht.

Der Tenor der Geldpolitischen Lagebeurteilung der SNB vom 18. Juni 2015 war, dass [...] die negativen Zinsen in der Schweiz Anlagen in Franken weniger attraktiv machen und über die Zeit zu einer Abschwächung des Frankens beitragen werden. Insgesamt ist der Franken deutlich überbewertet. Bei der Gestaltung ihrer Geldpolitik trägt die Nationalbank der Wechselkursituation und deren Einfluss auf Inflation und Wirtschaftsentwicklung Rechnung. Sie bleibt deshalb bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv, um die monetären Rahmenbedingungen zu beeinflussen.[...] In weiterer Folge wurde eine Belebung der Wirtschaft in der Eurozone – unterstützt vom anhaltend tiefen Euro und verbesserten Kreditbedingungen – konstatiert, während [...] in der Schweiz gemäss ersten Schätzungen das reale Bruttoinlandprodukt im ersten Quartal leicht zurück ging. Die Warenexporte litten wie erwartet unter der starken Aufwertung, aber auch unter dem Rückgang des Welthandels. [...] In mehreren Wirtschaftszweigen stehen die Gewinnmargen unter grossem Druck. [...]

Auch der Verband der Schweizer Unternehmen, economiesuisse, analysierte im Rahmen der Reihe dossierpolitik, Nr 1 vom 2. Feber 2015 die Frankenstärke und die daraus zu ziehenden Schlussfolgerungen:

[...] Mit der jüngsten Aufwertung wurde also keine Unterbewertung korrigiert, sondern die Überbewertung hat sich drastisch verstärkt. Bei einem Franken-Euro-Kurs von 1:1 und einer geschätzten Kaufkraftparität von derzeit 1.28 beträgt die Überbewertung rund 22 Prozent! Diese Reaktion des Devisenmarkts ist angesichts der politischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten weltweit leider nicht überraschend. Die Erfahrung lehrt uns, dass sich Wechselkurse langfristig hin zur Kaufkraftparität bewegen. Unter- oder Überbewertungen sind grundsätzlich temporäre Phänomene. Allerdings können sie jahrelang anhalten. So dauerte die letzte Phase der Unterbewertung des Frankens etwa sechs Jahre (2003 bis 2010). Auch die aktuell starke Überbewertung des Frankens könnte sich als hartnäckig erweisen. Einerseits haben viele Euroländer weiterhin mit strukturellen Problemen zu kämpfen, die sich nicht über Nacht auflösen werden. Dies wirkt sich negativ auf das Vertrauen der Investoren in den Euroraum aus und schwächt die Gemeinschaftswährung. Andererseits startet die Europäische Zentralbank (EZB) ein eigenes „Quantitative Easing“-Programm nach dem Vorbild der US-Zentralbank (FED). Der damit verbundene Aufkauf von Staatsanleihen wird die Euro-Geldmenge zusätzlich ausweiten und die Währung damit tendenziell weiter abwerten. Im Falle der USA dauerte die monetäre Expansionsstrategie

beinahe fünf Jahre (2009 bis 2014): Folgt die EZB diesem Beispiel, ist so bald nicht mit einer substantziellen Wiedererstarkung des Euro zu rechnen. [...]

Hinsichtlich der hier angesprochenen Kaufkraftparität ist auf das Konzept der Kaufkraftparitäten (KKP) näher einzugehen. Die Kaufkraftparität der Länder A und B gibt an, wieviel Währungseinheiten des Landes B benötigt werden, um im Land B die Menge eines bestimmten Erzeugnisses zu kaufen, die im Land A mit einer Währungseinheit des Landes A gekauft werden kann¹. Kaufkraftparitäten für Gütergruppen und für weitere Aggregations Ebenen bis zum Bruttoinlandsprodukt ergeben sich aus den Paritäten einzelner Erzeugnisse durch Gewichtung mit den Ausgabenanteilen. Der Preisniveauindex zwischen zwei Ländern ergibt sich, indem die Kaufkraftparität durch den Wechselkurs der beiden Länder dividiert wird.

Die Doktrin², wonach die (absolute) Kaufkraftparität die Richtgröße für das (langfristige) Gleichgewichtsniveau von Wechselkursen bildet, leitet sich aus dem „law of one price“ ab (Froot – Rogoff, 1995). Der internationale Gütermarkt ist demnach dann im Gleichgewicht, wenn der Wechselkurs auf jenem Niveau liegt, bei dem ein Warenkorb in einheitlicher Währung in den betreffenden Ländern gleich viel kostet, also auf dem Niveau ihrer Kaufkraftparität. Empirische Tests lehnten die Hypothese, wonach der nominelle Wechselkurs zur Kaufkraftparität konvergiert, überraschenderweise überwiegend ab. Grund dafür bildete das Abstellen auf zu kurzen Zeitreihen. Studien auf der Basis langer Zeitreihen bzw von Querschnittsdaten ergaben fast einhellig dass die Wechselkurse zwar zur Kaufkraftparität konvergieren, aber nur sehr langsam: Im Durchschnitt wird die Abweichung um etwa 15 % pro Jahr korrigiert, ihre „Halbwertszeit“ beträgt also etwa 4 Jahre.³

Vor dem Hintergrund dieser empirischen Belege ist dem historischen und vom Bund initiierten Mondseer-Prozess zu konstatieren, dass die seitens des Bundes zu Beginn des Jahres 2013 angestrebte Vorgangsweise zur de facto Verpflichtung von Ländern und Gemeinden zum kurzfristigen Ausstieg aus Schweizer Franken-Finanzierungen (der seinerzeitige Entwurf des Bundesministeriums für Finanzen vom 16. Jänner 2013 für eine staatsrechtliche Vereinbarung über eine risikoaverse Finanzgebarung sah in seinem Art 5 Abs 4 eine Anpassung bestehender Verträge bis 31. März 2015 vor) a priori zum finanziellen Nachteil der vom Bund verschiedenen Gebietskörperschaftsebenen geführt hätte.

¹ Siehe <https://www.oenb.at/Statistik/Standardisierte-Tabellen/Internationale-Vergleiche>

² Schulmeister, Kaufkraftparitäten des Dollars und des Euros, WIFO Monatsberichte 8/2000, S 488

³ Schulmeister, aaO, S 489

Die Oesterreichische Nationalbank beschäftigte sich ebenfalls mit dem aus der Kaufkraftparitätentheorie abgeleiteten Gleichgewichtskonzept für Wechselkursprognosen. Im Quartalsheft Geldpolitik & Wirtschaft Q2/10 stand ua die Modellierung und Prognose des EUR/USD-Wechselkurses⁴ im Mittelpunkt des Interesses:

[...] Auch wenn die Literatur zunehmend Hinweise auf Mittelwertstationarität der realen Wechselkurse findet, ist die geschätzte Persistenz der Schwankungen mit Halbwertszeiten von drei bis fünf Jahren weiterhin außerordentlich hoch (Rogoff, 1996). Solche langen Halbwertszeiten lassen sich nicht durch Preisrigiditäten rechtfertigen. Rogoff schreibt: „The purchasing power parity puzzle then is this: How can one reconcile the enormous short-term volatility of real exchange rates with the extremely slow rate at which shocks appear to damp out?“ (Rogoff, 1996, S. 647). Taylor (2001) zeigt, dass es aufgrund zweier statistischer Probleme zu einer Überzeichnung der Halbwertszeiten kommt, was die hohe Persistenz der realen Wechselkurse weitgehend erklären könnte: der temporalen Datenaggregation einerseits (d. h. die Umwandlung von hochfrequenten in niederfrequente Zeitreihen) und einer inadäquaten – weil linearen – Modellspezifikation andererseits. Die Überlegung, dass reale Wechselkurse auf nichtlineare Art und Weise um ihren Mittelwert schwanken können, geht zurück auf das Jahr 1916, als Eli Heckscher annahm, dass Transaktionskosten im internationalen Güterhandel zu einem „Trägheitsbereich“ (Band-of-Inaction) führen, innerhalb dessen es zu keiner Güterarbitrage kommt, und zwar selbst dann nicht, wenn Kaufkraftunterschiede zwischen zwei Ländern bestehen. Erst wenn die Arbitragemöglichkeiten die Transaktionskosten übersteigen, kommt es zu internationaler Güterarbitrage und zu einer Rückkehr des Wechselkurses Richtung Mittelwert⁵.

Andere Ansätze (O’Connell und Wei, 1997) betrachten zusätzlich zu den fixen auch die variablen Handelskosten. Letztere führen zusätzlich zur fehlenden Mittelwertkorrektur innerhalb des Band-of-Inaction dazu, dass die Wechselkurse den Mittelwert nur selten überschreiten. Kilian und Taylor (2001) entwickelten einen alternativen Erklärungsansatz für die nichtlineare Anpassung, wobei sie sich auf die Bildung der Wechselkurse auf den Finanz- anstatt auf den Gütermärkten konzentrieren. In diesem Modell folgen Händler einerseits dem Rat von Volkswirten, die angesichts der Unsicherheit über das wahre Gleichgewichtsmodell

⁴ Crespo-Cuaresma/Orthofer, Modellierung und Prognose des EUR/USD-Wechselkurses: die Bedeutung nichtlinearer Anpassungen an die Kaufkraft, OeNB Quartalsheft Geldpolitik & Wirtschaft Q2/10, Seite 67 ff

⁵ Das Transaktionskostenargument kam bei der Wechselkursbestimmung während des Goldstandards zum Tragen. Da Abweichungen des nominalen Wechselkurses von der Goldparität Arbitragemöglichkeiten eröffneten, wurden Wechselkursschwankungen auf beiden Seiten durch die Kosten für Goldtransporte beschränkt. inkludiert sind Frachtkosten, Versicherung, Opportunitätskosten sowie Risikoaufschläge (Mooslechner, 2008)

unterschiedliche Meinungen zur Über- oder Unterbewertung einer Währung vertreten, und andererseits jenem technischer Analysten, die sich bei ihrer Prognoseerstellung auf Extrapolationen vergangener Trends stützen. Je größer die Uneinigkeit zwischen den Volkswirten hinsichtlich des Gleichgewichtswechsellkurses, umso mehr Gewicht wird den Prognosen der technischen Analysten beigemessen, die nahelegen, dass sich der Wechselkurs über einen längeren Zeitraum von seinem Gleichgewichtswert entfernt. Währenddessen wächst unter den Volkswirten die Einigkeit über das Bestehen von Kursverzerrungen, und ihren Prognosen – die nun immer schlüssiger erscheinen – wird mehr Bedeutung beigemessen, sodass allmählich die Rückkehr zum Mittelwert einsetzt. [...]

Unter Berücksichtigung der letztverfügbaren Kaufkraftparitäten⁶ für die Aggregate des ESGV 2010 mit Stand 17. Dezember 2015 für 2014 für Deutschland 1,04290; Österreich 1,08600 und die Schweiz von 1,77043 bedeutet dies, dass für einen identischen Warenkorb von Gütern und Dienstleistungen, der im Durchschnitt der 28 EU-Mitgliedsstaaten EUR 100 kostet, muss man in Deutschland EUR 104, in Österreich EUR 109 und in der Schweiz CHF 177 bezahlen. Auf der Grundlage des aktuellen EZB-Referenzkurses EUR:CHF vom 31.12.2015 von 1,0835 zeigt ein Vergleich mit der wenngleich historischen⁷ Kaufkraftparität EUR : CHF von 1,77043 derzeit eine ausgeprägte Überbewertung des Schweizer Frankens.

Im Quartalsheft 3/2015 September, Seite 5, erläuterte die SNB ihren geldpolitischen Entscheid vom 17. September 2015 wie folgt:

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) belässt das Zielband für den Dreimonats-Libor (3M-Libor) bei -1,25% bis -0,25%. Der Zins auf Sichteinlagen bei der SNB beträgt unverändert -0,75%. Gleichzeitig bleibt die SNB bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv, um dem Einfluss der Wechselkurssituation auf Inflation und Wirtschaftsentwicklung Rechnung zu tragen. Trotz einer leichten Abschwächung bleibt der Franken insgesamt immer noch deutlich überbewertet. Die negativen Zinsen in der Schweiz und die Bereitschaft der SNB, bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv zu sein, machen Anlagen in Franken weniger attraktiv. Beides dient dazu, den Druck auf den Franken abzuschwächen. [...]

⁶ vgl Eurostat, http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=prc_ppp_ind&lang=de

⁷ Realistischerweise ist nicht anzunehmen, dass derzeit ein auch nur annäherndes Gleichgewicht der KPP bzw gar ein vertauschtes Kräfteverhältnis zwischen EUR und CHF besteht oder vorliegt.

Zu den realwirtschaftlichen Aussichten bemerkte die SNB auf Seite 17 Folgendes:

[...] Die Auswirkungen der Frankenaufwertung bleiben jedoch klar sichtbar. Die Unternehmen stehen unter grossem Preisdruck. Besonders betroffen sind Firmen, die in direkter Konkurrenz zum Ausland stehen. Aber auch im Inlandgeschäft hat der Preisdruck infolge des Importwettbewerbs zugenommen. In vielen Fällen können die Absatzvolumen nur auf Kosten der Gewinnmargen gehalten werden. Die Unternehmen stehen daher unter Druck, Massnahmen zur Effizienzsteigerung und Kostenreduktion zu ergreifen. [...]

Im Quartalsheft 4/2015 Dezember, Seite 5 erläuterte die SNB ihren geldpolitischen Entscheid vom 10. Dezember 2015. Es wurden die Einschätzungen, die im Quartalsheft 3/2015 September 2015 ausgeführt waren, unverändert fortgeführt.

Bei der Einschätzung der weiteren Kursentwicklung sind die Imponderabilien für die Schweizer Wirtschaft, die mit dem Tiefzinsumfeld einhergehen, nicht außer Acht zu lassen. Gleiches gilt auch für die zu führenden Verhandlungen mit der Europäischen Union im Zusammenhang mit der vom Schweizer Volk angenommenen Initiative „Gegen Masseneinwanderung“, die zu einer Neuverhandlung der bilateralen Vereinbarungen zur Personenfreizügigkeit führen müssen. Binnen drei Jahren und daher bis 2017 muss das Ergebnis der Volksabstimmung umgesetzt sein. Die Schweiz ist nach der Aufwertung des Frankens wirtschaftlich auf die Vorteile einer engen Partnerschaft mit der EU angewiesen. Die zu führenden Gespräche bzw die im Falle des Scheiterns für die Schweizer Volkswirtschaft im Raum stehenden negativen Auswirkungen können den Wechselkurs zugunsten des Euros und damit auch zugunsten der Stadt Wien beeinflussen.

Zur Thematik des Tiefzinsumfeldes kann der Publikation der UBS AG *Die Zinswelt steht Kopf* vom 3. März 2015 auf den Seiten 12 ff entnommen werden, dass *der primäre Zweck des Negativzinses in der Schwächung des überbewerteten Schweizer Frankens liegt, womit ein Abgleiten der Schweizer Volkswirtschaft in eine deflationäre Entwicklung verhindert werden soll. Die Effekte auf die Preisentwicklung und die Konjunktur sind komplex; hinzu kommt, dass es kaum relevante Präzedenzfälle gibt. [...] Negativzinsen senken den Preis für den Faktor Kapital. Wird nun Kapital im Verhältnis zu Arbeit billiger (der Zins sinkt bei gleichbleibendem Lohnniveau), versuchen Unternehmen mit mehr Kapital und weniger Arbeitskräften zu produzieren. Da der Produktionsfaktor Arbeit in der Schweiz relativ teurer geworden ist, dürfte sein Einsatz im Produktionsprozess weiter sinken. Dies hat zur Folge, dass mittels höherem Technologieinsatz beziehungsweise stärkerer Automatisierung einfach substituierbare Arbeitsschritte wegfallen. [...] Die Folgen für den hiesigen Bildungs- und Arbeitsmarkt, aber auch für die Unternehmen könnten gravierend sein. Es ist zu*

erwarten, dass die Arbeitslosigkeit bei den tiefqualifizierten Arbeitskräften zunehmen wird und die Kosten für die Arbeitslosenunterstützung sowie für Weiterbildungsmassnahmen ansteigen werden. [...]

Beim Schweizer Pensions-Vorsorgesystem spielt das Kapitaldeckungsverfahren eine große Rolle – und auch hier hat der Negativzins nach den Analysen der UBS nicht übersehbare Auswirkungen. De facto wird durch das Kapitaldeckungsverfahren auf den heutigen Konsum verzichtet, um mit dem angesparten Kapital die zukünftigen Pensionen zu finanzieren. *Falls durch eine Pensionskasse eine unzureichende Rendite erwirtschaftet wird, muss die Rente dennoch in gleicher Höhe bezahlt werden – finanziert von den erwerbstätigen Versicherten, die noch keinen gesetzlichen Rentenanspruch haben. [...]* Der Großteil der Pensionskassen dürfte in einem anhaltenden Negativzinsumfeld in Unterdeckung geraten. Für viele Pensionskassen müssten erneut Sanierungsmaßnahmen getroffen werden; die betroffenen Unternehmen und Kantone würden dadurch finanziell geschwächt. Seit 2011 ist die Schuldenquote der Kantone von 8,3 auf fast 10 Prozent gestiegen – dieser primär durch Pensionskassensanierungen getriebene Anstieg dürfte sich bei Negativzinsen weiter beschleunigen. Darüber hinaus hat die Einführung der Negativzinsen das bereits sehr niedrige Zinsniveau in der Schweiz nochmals deutlich gesenkt und so die Profitabilität der Banken geschmälert.

Nachfolgend werden die Veränderungen im Schuldenportfolio der Gemeinde Wien seit Dezember 2013 dargestellt:

Zum Stichtag 31. Dezember 2015 betrug die Fremdwährungsschuld, die ausschließlich in Schweizer Franken denominierte, CHF 1.992,7 Mio bzw EUR 1.839,13 Mio bei Berücksichtigung des EZB-Referenzwechsellkurses per 31.12.2015 von 1,0835. Sie machte damit rd 33,9 % der Gesamtschulden aus (2013: EUR 1.623,25 Mio bzw rd 35,0 %, 2014: EUR 1.657,27 Mio bzw rd 33,9 %).

Die Fremdwährungsfinanzierungen wiesen mit Stand 31. Dezember 2015 eine Restlaufzeit zwischen einem (monatliche Rollierung) und rd sieben Monaten auf und setzen sich aus nachstehenden sechs Finanzierungen zusammen.

Darlehen	Laufzeit	Darlehenshöhe in CHF
2015/V	25.01.2016	272.700.000
2014/IV	15.01.2016	400.000.000
2014/I	07.01.2016	300.000.000
2013/V	11.01.2016	250.000.000
2012/II (2 Tranchen)	21./22.01.2016	470.000.000
2009/II (ÖBFA-Darlehen)	14.07.2016	<u>300.000.000</u>
Gesamt		1.992.700.000

Per Ende 2013 betrug die Nominalverzinsung für die gesamte Finanzschuld Wiens 1,33 %, wobei sich die Verzinsung für den Anteil, der in Euro finanziert ist, auf 1,65 % bzw für den Teil, der in Schweizer Franken finanziert ist, auf lediglich 0,75 % belief. Der Zinsvorteil aus der teilweisen und langfristigen Finanzierung der Verschuldung in Schweizer Franken belief sich daher im Jahr 2013 auf 0,90 %-Punkte.

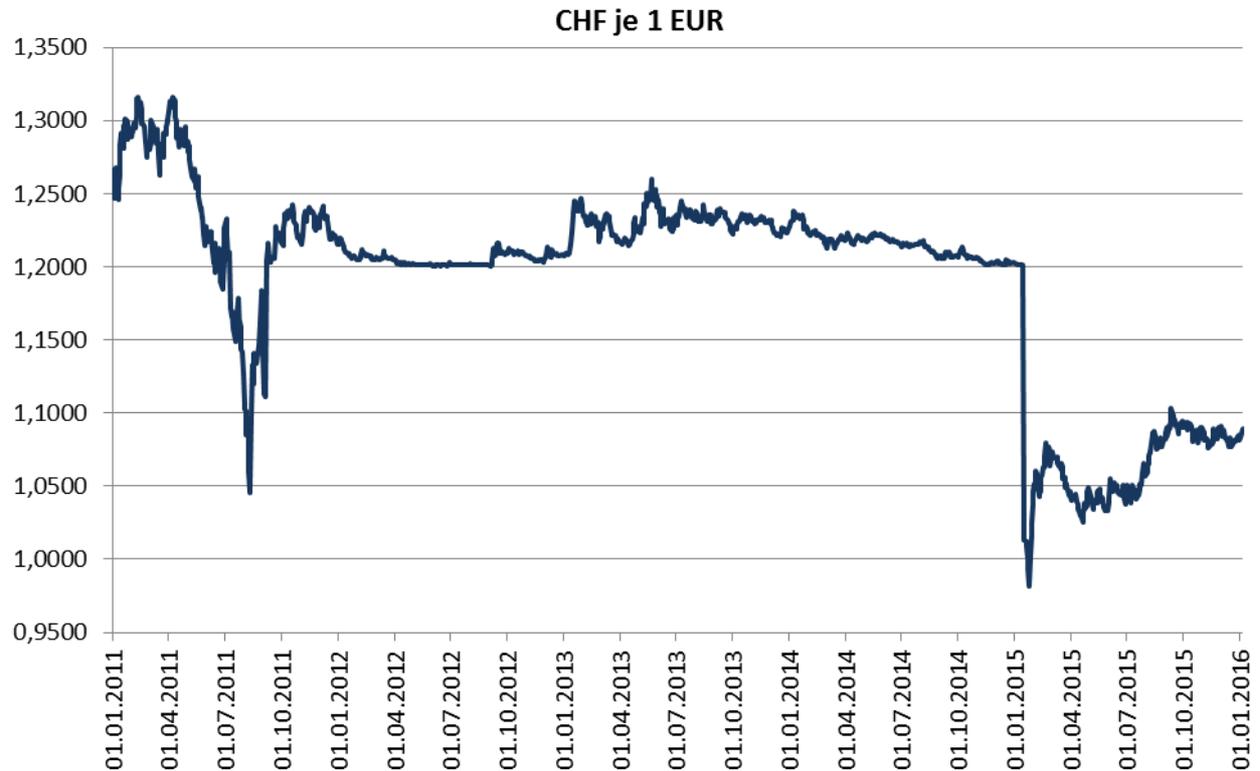
Per Ende 2014 betrug die Nominalverzinsung für die gesamte Finanzschuld Wiens 1,52 %, wobei sich die Verzinsung für den Anteil, der in Euro finanziert ist, auf 1,92 % bzw für den Teil, der in Schweizer Franken finanziert ist, auf lediglich 0,75 % belief. Der Zinsvorteil aus der teilweisen und langfristigen Finanzierung der Verschuldung in Schweizer Franken belief sich daher im Jahr 2014 auf 1,17 %-Punkte.

Per Ende 2015 betrug die Nominalverzinsung für die gesamte Finanzschuld Wiens 1,27 %, wobei sich die Verzinsung für den Anteil, der in Euro finanziert ist, auf 1,72 % bzw für den Teil, der in Schweizer Franken finanziert ist, auf lediglich 0,39 % belief. Der Zinsvorteil aus der teilweisen und langfristigen Finanzierung der Verschuldung in Schweizer Franken belief sich daher im Jahr 2015 auf 1,33 %-Punkte.

Dies zeigt somit in den Jahren 2013 – 2015 einen stark ansteigenden Zinsvorteil aus der Finanzierung der Verschuldung in Schweizer Franken.

Durch die in den Jahren 2013 - 2015 erfolgten Einsparungen bzw Vorteile aus den sechs Finanzierungen infolge des für Wien vorteilhaften Zinsdifferentials gegenüber einer Finanzierung in Euro in Höhe von rd 9,84 Mio EUR ergeben sich nach der gleichen Systematik, wie sie in der oben widergegebenen historischen Strategie auf Seite 8, 1. und 2. Absatz dargelegt ist, rechnerische Break-Even-Kurse zwischen 1,15 und 1,45.

Die Entwicklung des EZB-Referenzkurses für den CHF seit 2011 zeigt folgendes Bild:



Beim derzeitigen Fremdwährungsportfolio in der Gesamthöhe von CHF 1.992,7 Mio würde sich auf Grund der seinerzeitigen Aufnahmekurse bei der Begebung ein CHF-Durchschnittskurs von 1,5806 ergeben. Bezieht man die bisherigen bereits realisierten finanziellen Vorteile aus diesen Finanzierungen mit ein, ergäben sich für die jeweiligen Finanzierungen ein Tilgungs-/Umschuldungskurs zwischen rd 1,15 und 1,45.

Auf Grund der Eingangs dargelegten langfristigen Fremdwährungsfinanzierungsusancen Wiens würden Umschuldungen zu einem Wechselkurs von 1,0835 zu endgültigen finanziellen Vorteilen von noch immer rd 238 Mio EUR (vgl Seite 10, 7. Absatz) führen.

Wie bereits wiederholt ausgeführt, betrug die Fremdwährungsschuld Wiens per 31. Dezember 2015 1.992,7 Mio CHF bzw umgerechnet rd 1.839,13 Mio EUR (EZB-Referenzwechsellkurs: 1,0835) und lag damit nominell um rd 181,86 Mio EUR über dem Wert zum Ende des Jahres 2014. Wird diese stichtagsbezogene Fremdwährungsschuld – umgerechnet in Euro – zum präliminierten Budgetvolumen Wiens für das Jahr 2015 in Höhe von rd 12.744 Mio EUR in Relation gesetzt, so beträgt das Verhältnis rd 14,4 %.

Bei Erreichen des bisher angestrebten CHF-Ziel-Wechselkurses von 1,3131 würde sich die korrespondierende Euro-Schuld auf umgerechnet rd 1.517,55 Mio belaufen. Die Differenz zum Ultimowert des Jahres 2015 würde daher rd 321,58 Mio EUR betragen. Diese Differenz stellte gleichzeitig das noch mögliche Verbesserungspotential der Wiener Finanzschuld dar.

Die angeführten Verhältnisse bzw die damit dargestellten nominellen Wechselkursänderungsrisiken stellen vor dem Hintergrund der bisher eingetretenen finanziellen Vorteile aus den Schweizer-Franken-Finanzierungen seit 1984 wenngleich nicht zu vernachlässigende, so doch vertretbare Risiken dar. Gleichzeitig wird ersichtlich, dass die Wiener Praxis der Anschlussfinanzierungen wirtschaftlich sinnvoll und zweckmäßig war und ist. Ebenso wird durch die dargelegten Relationen die bisherige Vorgangsweise und das grundsätzliche Vorhaben Wiens, erst bei Vorliegen günstigerer Wechselkursrelationen umzuschulden, als maßvolle und verantwortungsbewusste Handlungsoption validiert. Die Laufzeiten bei Rollierungen werden vor diesem Hintergrund so gestaltet, dass angemessen agiert bzw reagiert werden kann.

Die dargelegte spezielle derzeitige Situation im Zusammenhang mit der Refinanzierung der Schweizer Franken in Form von Barvorlagen, dh sämtliche diesbezüglichen Barvorlagen verfügen derzeit über einen variablen Zinssatz von 0 % und einer ebensolchen effektiven Gesamtbelastung, führt dazu, dass diese Finanzierungsform sogenannten „Ewigen Anleihen“ nahe kommen kann. Unter Letzteren werden Anleihen (engl: Perpetual Floater) verstanden⁸, die keinen festen Rückzahlungstermin ausweisen bzw für die eine Rückzahlung nicht vorgesehen ist, wenngleich der Schuldner das Recht besitzt, die Anleihe zu bestimmten Zeitpunkten zu kündigen.

Auf die in Rede stehenden Barvorlagen angewendet bedeutet das Modell der Ewigen Anleihe, dass solange die effektive Zinsbelastung gleich Null, bzw günstiger als eine Finanzierung im Euro ist, besteht unter Berücksichtigung der Grundsätze der Wirtschaftlichkeit, Sparsamkeit und Zweckmäßigkeit **keine Veranlassung zum kurzfristigen Konvertieren der Gesamtschulden in CHF** in EUR. Dies ist auch vor dem Hintergrund der oben zitierten Studie von Froot – Rogoff, 1995, und den weiteren Erfahrungen aus der Empirie konsequent.

⁸ Siehe auch <http://www.wirtschaftslexikon24.com>

Die US-Zentralbank bzw Notenbank (kurz: FED) hat ihr Zielband für den Tagesgeldsatz in der Sitzung am 16. Dezember 2015 von 0,00 % bis 0,25 % auf 0,25 % bis 0,50 % erhöht. Dies hatte jedoch keine unmittelbaren Auswirkungen auf das Wechselkursverhältnis zwischen CHF und EUR, das sich in einer engen Bandbreite zwischen 1,08 und 1,09 bewegt. Tangiert ist der CHF insbesondere in seiner besonderen Qualität als sogenannte „Save Harbour Currency“, die dazu führt, dass in Krisenzeiten Kapital in den Schweizer Franken flüchtet und damit dessen Kurs nachhaltig Auftrieb verleiht. Auslösende Faktoren können dabei sowohl reale weltwirtschaftliche Krisen, kriegerische Auseinandersetzungen, etc aber auch „bloße“ psychologische (Massen)Vorgänge bzw -vorstellungen mit mehr oder weniger rationalem Hintergrund sein. Dass diese Eigenschaft des sicheren Hafens nach wie vor anhält ist auch daran zu erkennen, dass trotz negativer Zinslandschaft in der Schweiz kein signifikanter Kapitalabfluss infolge Absenken des Zinsniveaus zu Beginn des Jahres 2015 aus der Schweiz bzw dem Schweizer Franken eingesetzt hat. Den Teilnehmerinnen und Teilnehmern am Schweizer Kapitalmarkt ist offensichtlich die als sehr hoch eingeschätzte Wahrscheinlichkeit, maßgebliche Anteile des im Schweizer Franken veranlagten Vermögens wieder zurückzuerhalten wichtiger (dh, Veranlagungen in anderen Währungen erscheinen diesen Personen weniger vertrauenserweckend), als eine Rendite zu erzielen.

Kommt es durch weitere Entscheidungen der FED im Laufe des Jahres 2016 zu einer Anhebung der Zinsen in der Weltleitwährung US-Dollar, so ist mit einem Abzug von Geldern aus dem Schweizer Franken zu rechnen. Dies wiederum hätte auch mittelfristig Auswirkungen auf den Wechselkurs zwischen CHF und EUR, wobei mit einer Reduzierung der bestehenden Überbewertung des Frankens zu rechnen wäre.

Angesichts der aufgezeigten Relationen von

- möglichen Wechselkursnachteilen,
- Budgetvolumen,
- Verbesserungspotential der Finanzschuld und
- unter Berücksichtigung der bereits erfolgten Realisierung von finanziellen Vorteilen aus der jahrzehntelangen Schweizer Franken Fremdwährungsstrategie Wiens

besteht nach wie vor **kein Anlass für einen überstürzten kurzfristigen und unüberlegten Ausstieg** aus der derzeitigen Fremdwährungsschuld.

Die erzielten Vorteile der seit 1984 durchgeführten Fremdwährungsfinanzierungen erhöhten sich durch die dargelegte Situation im Zusammenhang mit der Refinanzierung der Schweizer Franken in Form von Barvorlagen, die derzeit einen variablen Zinssatz von 0 % für eine Laufzeit von 1 – 3 Monaten ausweisen, bis Ende 2015 auf rd 816,6 Mio. EUR.

Das anhaltend vorteilhaftere Zinsniveau im Schweizer Franken ist seit jeher mit dem Nachteil des systemimmanenten Fremdwährungsrisikos verbunden. Vor dem Hintergrund eines dauerhaft angespannten wirtschaftlichen Umfelds sowie fortlaufender politischer Diskussionen im Gegenstand richtet sich **der Fokus nunmehr verstärkt auf die Minimierung des Fremdwährungsrisikos**. Das Inkrafttreten des Wiener Landesgesetzes über die risikoaverse Ausrichtung der Finanzgebarung, LGBl Nr 36/2013, der Wiener Verordnung über die Ausrichtung der Finanzgebarung – WVAf, LGBl Nr 57/2013 idGF, und der Richtlinie für das Finanzmanagement vom 19. März 2014 zeugen von gesteigener Governance in diesem Bereich.

Auf Grund des nunmehrigen Fokus auf der Minimierung des Fremdwährungsrisikos erfolgt daher ein nachfolgend dargelegter geordneter Ausstieg aus der derzeitigen Fremdwährungsschuld unter besonderer Berücksichtigung der Prinzipien der Sparsamkeit, Wirtschaftlich- und Zweckmäßigkeit (vgl § 4 Abs 2 letzter Satz des Wiener Landesgesetzes über die risikoaverse Ausrichtung der Finanzgebarung).

Abbaustrategie – Vorgehensweise

1. Auf Grund des nunmehrigen Fokus auf der Minimierung des Fremdwährungsrisikos ist beginnend mit dem 2. Halbjahr 2016 eine Umschichtung des CHF-Portfolios in Höhe von CHF 1.992,7 Mio. in mindestens halbjährlich Tranchen in Höhe von zumindest CHF 150 Mio. durchzuführen.

Die jeweilige Konvertierung von CHF-Finanzierungen hat – sowohl hinsichtlich der Tranchenhöhe als auch des Zeitpunktes im Halbjahr – unter Berücksichtigung der nachstehenden Parameter zu erfolgen:

- A. Auf das bestehende Tilgungsprofil der Finanzschuld der Stadt sowie die Refinanzierungsmöglichkeiten bei der ÖBFA bzw auf dem Kapitalmarkt ist Bedacht zu nehmen.
 - B. Einer möglichen Beeinträchtigung der Liquidität der Stadt ist durch das Verschieben der Umschichtung auf einen späteren, ehestmöglichen Zeitpunkt zu begegnen.
 - C. Eine vorzeitige Konvertierung ist jederzeit möglich.
 - D. Fällt der maßgebliche Wechselkurs der EZB unter den Wert des Jahresultimos 2015 so besteht die Möglichkeit die Konvertierung einmalig auszusetzen.
2. In Fortführung der bisherigen Strategie für den Abbau der Fremdwährungsfinanzierungen wird – sofern die CHF-Schuld nicht bereits im obigen Sinne abgetragen wurde – bei Erreichen eines Konvertierungskurses von 1,3131 eine vollständige Umschichtung des CHF-Portfolios in EUR vorgenommen.