

# BVG-Reform: Junge bleiben aussen vor

## Vorsorge Schweiz

Autoren: Jackie Bauer, CFA, Economist, UBS Switzerland AG; Veronica Weisser, Analyst, UBS Switzerland AG

- Das geltende Vorsorgegesetz reflektiert nicht die demografische Realität von heute. Deshalb sind Reformen nötig, um die systemfremde Umverteilung von Erwerbstätigen zu Rentnern innerhalb der 2. Säule zu verringern.
- Die aktuelle Vernehmlassungsvorlage des Bundesrats zur BVG-Reform tut dies nur begrenzt. Einige Komponenten, wie die Reduzierung des Umwandlungssatzes, sind zu begrüßen. Andere, wie die im Umlageverfahren finanzierte Zuschussrente, verfehlen das grundlegende Ziel.
- Es liegen bessere Vorschläge auf dem Tisch, die nachhaltig zur Stabilisierung der beruflichen Vorsorge beitragen und die Stärken des Drei-Säulen-Systems untermauern würden.



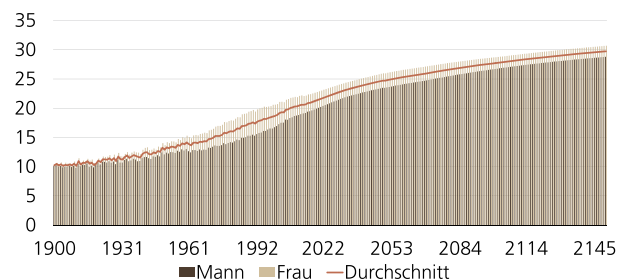
Die Schweizer Bevölkerung genießt das Privileg einer der weltweit höchsten Lebenserwartungen. In den 1940er-Jahren, zur Geburtsstunde des heutigen Vorsorgesystems mit dem Inkrafttreten des Bundesgesetzes über die Alters- und Hinterlassenenversicherung (AHV), betrug die Restlebenserwartung eines 65-Jährigen knapp über 13 Jahre. Mitte der 1980er-Jahre, als das Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) erlassen wurde, war sie schon vier Jahre höher.

Heute kann ein angehender Rentner im Durchschnitt 22 Jahre oder einen Viertel seines Lebens im Ruhestand verbringen; für die Nachkriegsgenerationen waren es nur durchschnittlich 16 Prozent ihres Lebens. Der zukünftige Trend ist klar: Die Lebenserwartung wird weiter ansteigen (Abbildung 1). Da dies die Finanzierung der Renten in Zukunft auf wacklige Beine stellt, ist die logische

Schlussfolgerung, dass auch die Gesetze zur Altersvorsorge angepasst werden müssen.

### Abbildung 1: Lebenserwartung wird weiter steigen

Restlebenserwartung in Jahren von Mann und Frau bei Alter 65 laut Periodensterbetafeln 2015



Quelle: BFS, UBS

Dieser Bericht wurde durch UBS Switzerland AG erstellt. Bitte beachten Sie die wichtigen rechtlichen Informationen am Ende der Publikation.

Für den Grossteil der Schweizer Bevölkerung bildet die berufliche Vorsorge die Hauptfinanzierungsquelle im Ruhestand. Das Kapitaldeckungsverfahren, nach dem die 2. Säule organisiert ist, kommt einem zweckgebundenen Zwangssparen gleich. Während des Erwerbslebens spart jeder Versicherte sein eigenes Altersguthaben an, aus den Arbeitnehmer- und Arbeitgeberbeiträgen sowie den darauf erzielten Finanzmarktrenditen. Bei Rentenbezug wird das verfügbare Altersguthaben mit dem Umwandlungssatz in eine jährliche Rente umgewandelt. Im Durchschnitt, über alle Versicherten eines Jahrgangs hinweg, sollte das Ersparte ausreichen, um die Rentenzahlungen im Ruhestand zu finanzieren.

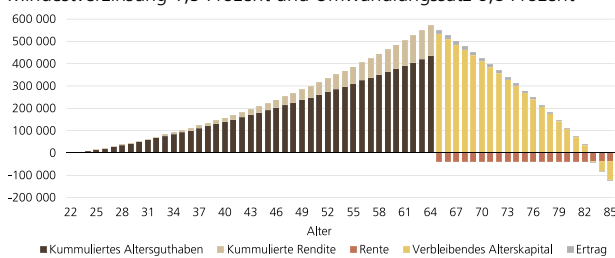
## System im Ungleichgewicht

Damit die Renten gedeckt sind, muss bei steigender Lebenserwartung und fallenden Renditen der Umwandlungssatz sinken. Allerdings ist der gesetzliche Mindestumwandlungssatz (MUWS) von anfangs 7,2 Prozent nur auf 6,8 Prozent gesenkt worden und immer noch so hoch, dass weit über die Hälfte der Versicherten im Rentenalter mehr beziehen, als sie zuvor angespart haben (Abbildung 2).

Diese Lücke wird geschlossen, indem den Aktivversicherten nicht die volle Verzinsung ihres Guthabens gewährt wird und die überobligatorischen Sparbeiträge noch geringer verzinst werden als die obligatorischen. Bei einigen Vorsorgeeinrichtungen müssen die Erwerbstätigen zudem Sanierungsbeiträge zahlen oder sie tragen die Sanierung über überhöhte Risikoprämien für die Invaliditäts- und Todesfallleistungen.

### Abbildung 2: Angespartes Altersguthaben reicht durchschnittlich nicht bis ans Lebensende

Simuliertes Pensionskassenvermögen einer Person in CHF mit durchschnittlich CHF 81 000 Einkommen, bei Bruttorendite 3 Prozent, Mindestverzinsung 1,5 Prozent und Umwandlungssatz 6,8 Prozent



Quelle: UBS

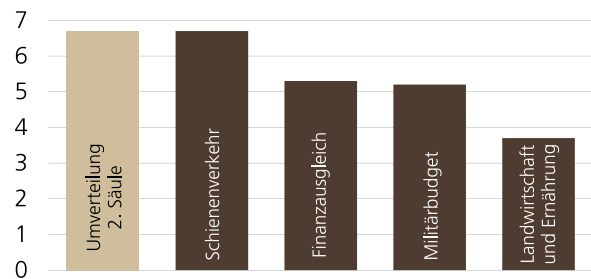
Das Ungleichgewicht zwischen Rentenbezugszeit und Umwandlungssatz in der 2. Säule bewirkt eine Umverteilung, ähnlich wie sie in der 1. Säule stattfindet. Der Unterschied besteht darin, dass die AHV auf

dem Mechanismus der Umverteilung gründet, was aber in der beruflichen Vorsorge systemwidrig ist. Die Solidarität in der 2. Säule besteht darin, dass die jünger Verstorbenen die Personen mit überdurchschnittlich langem Leben mitfinanzieren; diese Unvorhersehbarkeit macht das Grundprinzip einer Versicherung aus. Eine systematische Querfinanzierung von Jung zu Alt und von überobligatorisch Versicherten zu solchen mit nur obligatorisch versicherten Löhnen ist weder legitim noch vertretbar.

Für die Jahre 2014 bis 2018 wird die Umverteilung von der Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK) auf CHF 6,7 Mrd. pro Jahr beziffert. Für 2009 bis 2013 dürfte sie laut den Pensionskassenexperten von PPC Metrics fast das Doppelte betragen haben. Damit übersteigt die jährliche Umverteilung von Erwerbstätigen zu Rentnern in der 2. Säule heute gar das Schweizer Militärbudget (CHF 5,2 Mrd.), den interkantonalen Finanzausgleich (CHF 5,3 Mrd.) sowie die Ausgaben des Bundes für Landwirtschaft und Ernährung (CHF 3,7 Mrd.; Abbildung 3).

### Abbildung 3: Umverteilung innerhalb der 2. Säule im Vergleich zu staatlichen Ausgaben

Umverteilung pro Jahr laut OAK von 2014 bis 2018, budgetierte Staatsausgaben 2020 laut EFV, in Mrd. CHF



Quelle: OAK, EFV, UBS

Im Gegensatz zu den Staatsausgaben ist die Umverteilung in der 2. Säule nicht gesetzlich vorgesehen und wurde nie demokratisch legitimiert. Insbesondere die jüngeren Erwerbstätigen tragen dadurch eine ungerechtfertigte Last, die ihren Lebensstandard vor allem im eigenen Rentenalter senken wird.

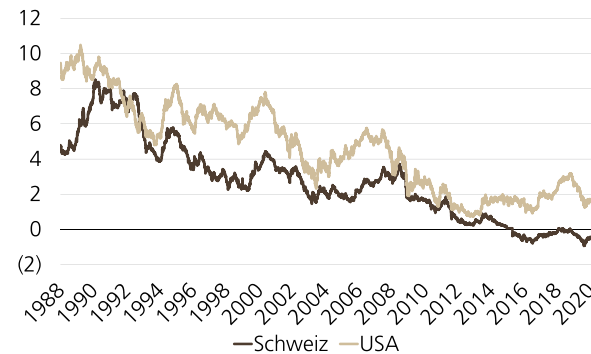
## Renten so unsicher wie Renditen

Die hohen Renditen auf erstklassigen Anleihen haben über weite Strecken der 1980er- und 1990er-Jahre den hohen Umwandlungssatz getragen. Erstklassige Anleihen warfen bis Ende des 20. Jahrhunderts eine fast risikolose Rendite von 4 Prozent oder mehr ab. Doch seit 2000 lag das Zinsniveau hierzulande nur in

wenigen Jahren über 2 Prozent und seit 2015 sind die Zinsen gar negativ (Abbildung 4). Die insgesamt gute Finanzmarktpformance – zu einem grossen Teil bedingt durch die fallenden Zinsen – kaschierte zunächst die Umverteilung in der 2. Säule.

Abbildung 4: Renditen auf sichere Staatsanleihen schrumpfen

5-jährige Swapzinsen, in Prozent



Quelle: Macrobond, UBS

Für die Pensionskassen sind sichere Renditen aus zwei (buchhalterischen) Gründen relevant. Erstens generieren sie Einkommen auf der Aktivseite und zweitens werden sie für die Bewertung der Verpflichtungen auf der Passivseite genutzt. Dies beeinflusst die Verzinsung der Altersguthaben der Erwerbstätigen (Mindestzinssatz), die sicher finanzierbaren Renten (technischer Zinssatz und Umwandlungssatz) und die finanzielle Gesundheit der Vorsorgeeinrichtungen (Deckungsgrad).

Auf der Aktivseite der Bilanz der Vorsorgeeinrichtungen schreibt das Gesetz den Mindestzinssatz vor, das heisst, das Minimum an Rendite, das den obligatorischen Altersguthaben der Erwerbstätigen gutgeschrieben werden muss. Der Mindestzins beträgt aktuell 1 Prozent und liegt damit weit unter der durchschnittlichen Anlagerendite des Pensionskassenkapitals der letzten zehn Jahre von etwa 4,2 Prozent. In guten Anlagejahren gewährten einige Vorsorgeeinrichtungen mehr als den Mindestzins und konnten dank der immer noch grossen Differenz zur effektiven Rendite trotzdem ihre Bilanzen sanieren und ihre Reserven für die zu hoch versprochenen Renten aufpolstern.

Auf der Passivseite der Bilanz wird ein hypothetischer Zinssatz, der technische Zins, verwendet, um den Gegenwartswert des Vorsorgekapitals der Rentner zu bestimmen. Der technische Zins wird vom Pensionskassenexperten und vom Stiftungsrat festgesetzt.

Er basiert lose auf der durchschnittlichen Performance der Vorsorgeeinrichtung und der Zinsen auf zehnjährige Eidgenossen über die vorangehenden zehn Jahre.

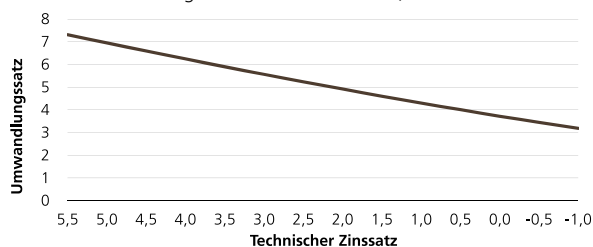
Ein tieferer technischer Zins bedeutet eine höhere Verpflichtung (Versprechen an die Rentner) in der Bilanz der Pensionskassen und damit eine Verschlechterung ihrer Finanzlage – und umgekehrt. Um die Gesundheit einer Pensionskasse objektiv zu beurteilen, muss deshalb der Deckungsgrad in Verbindung mit dem verwendeten technischen Zins beurteilt werden. Wie realistisch der technische Zins gesetzt ist, lässt sich von seinem Niveau im Vergleich zur Rendite, die langfristig auf sichere Anleihen erwirtschaftet werden kann, ableiten.

Theoretisch sollte den Rentnern, die aufgrund der gesprochenen Renten kein Anlagerisiko tragen, eine tiefere Rendite angerechnet werden als den Erwerbstätigen, die risikofähig sind und das Anlagerisiko tragen. Doch in der Praxis wird selten ein negativer technischer Zins angewandt, wenngleich der realistisch generierbare Ertrag auf Kapital, das kein Risiko tragen kann, heute negativ ist. Paradoxiertweise setzten viele Vorsorgeeinrichtungen den technischen Zins mit durchschnittlich 2 Prozent gar höher an als den Mindestzins. Somit werden den Rentnern höhere Renditen gutgeschrieben als den Erwerbstätigen. Neben dieser systematischen Umverteilung müssen viele Aktivversicherte Risikoprämien (für Invaliditäts- und Todesfallversicherung) entrichten, die weit über den versicherungsmathematisch korrekten Beiträgen liegen. Diese überhöhten Prämien stellen eine intransparente Sanierungssteuer dar.

So stehen viele Pensionskassen vor dem Problem, dass sie ihren heutigen und zukünftigen Rentnern Versprechen abgeben, die sie nicht ohne eine Umverteilung einhalten können. Aktuell wird dieses Problem verschleiert, indem die starken Finanzmarktrenditen nicht den zukünftigen Rentnern zugutekommen, sondern für die aktuellen Rentenzahlungen verwendet werden. Ein künftiger Zinsanstieg würde nur eine geringe Verbesserung der Lage bringen, da in diesem Fall der angewandte technische Zins bestenfalls realistischer wäre. Der technische Zins ist zudem ausschlaggebend für die Berechnung des Umwandlungssatzes, der nicht nur wegen der längeren Lebenserwartung, sondern auch aufgrund des anspruchsvollen Anlageumfelds sinken sollte (Abbildung 5; siehe Exkurs "Was bestimmt den fairen Umwandlungssatz" im Anhang).

## Abbildung 5: Tieferer technischer Zinssatz erfordert niedrigeren Umwandlungssatz

Technischer Zinssatz und dazugehöriger versicherungsmathematisch korrekter Umwandlungssatz bei Rentenalter 65, in Prozent



Annahmen: Generationensterbetafel BVG 2015 für Jahrgang 1955, Anwartschaft Ehegattenrente 70 Prozent, Anwartschaft Waisen-/Kinderrente 20 Prozent, Anteil Männer 70 Prozent. Quelle: BFS, UBS

Der Mechanismus des Kapitaldeckungsverfahrens wie auch die Stellhebel, die die Renten der beruflichen Vorsorge bestimmen, sind klar definiert. Auch ist klar, wie man diese Stellhebel anpassen müsste, um dem veränderten äusseren Umfeld – einer längeren Rentenbezugszeit und tieferen Renditen – Rechnung zu tragen. Konkret: Der Umwandlungssatz muss sinken. Wäre der technische Zins gar realistisch bei null oder negativ gesetzt, so wäre der faire Umwandlungssatz heute unter 4 Prozent.

Es kann durchaus argumentiert werden, dass der Staat, der die Vorsorgeeinrichtungen verpflichtet, einen positiven technischen Zins zu setzen, ihnen auch sichere Anlagen mit einer sicheren Rendite zur Verfügung stellen müsste. Denkbar wäre die Emission von "Vorsorge-Eidgenossen", die positive Renditen abwerfen und nur für Schweizer Pensionskassen in dem Umfang, in dem sie Rentnerkapital halten, zugänglich sind. Ansonsten stellen die Negativzinsen als Zwangsabgabe implizit eine neue Form der Besteuerung von Pensionskassen beziehungsweise von deren Aktivversicherten dar; Rentner hingegen sind von dieser Besteuerung ausgenommen.

## Vernehmlassungsvorlage erfüllt Ziele nur teilweise

Die enorme, systemwidrige Umverteilung in der 2. Säule schreit nach einer Reform. Neben der Begrenzung der Umverteilung sollte eine Reform auch mehrere sozialpolitische Ziele erreichen: Erhalt der Ersatzquote von 60 Prozent (Summe aus 1. und 2. Säule) des letzten Erwerbseinkommens bei möglichst tiefen Kosten, bessere Leistungen für Geringverdiener und Teilzeitangestellte sowie eine effiziente Abwicklung für die Pensionskassen.

Die Vernehmlassungsvorlage zur BVG-Reform des Bundesrats erreicht die Ziele, das Leistungsniveau zu halten (jedoch nur mit Rentenzuschlag) und Geringverdiener besser zu stellen. Sie verfehlt jedoch klar das Ziel, die Umverteilung bedeutend zu reduzieren, und auch die Pensionskasseneffizienz wird nicht verbessert. Damit ist die politische Umsetzbarkeit gefährdet und es besteht die Gefahr einer weiteren Verzögerung. Es liegen bessere Vorschläge auf dem Tisch, die nachhaltig zur Stabilisierung der beruflichen Vorsorge beitragen und die Stärken des Drei-Säulen-Systems untermauern würden.

### Senkung des Mindestumwandlungssatzes

Der gesetzliche Mindestumwandlungssatz soll gemäss Vorlage des Bundesrats in einem Schritt von aktuell 6,8 auf 6,0 Prozent gesenkt werden. Zusätzlich zum tieferen MUWS möchte der Bundesrat in Zukunft auch die Umwandlungssätze bei früherem und späterem Renteneintritt gesetzlich regeln, was bisher im Ermessen der Vorsorgeeinrichtungen lag. Zudem soll gesetzlich festgehalten werden, dass der geltende MUWS alle fünf und nicht wie bisher alle zehn Jahre neu zu evaluieren ist.

Dies ist ein wichtiger Schritt, um die Umverteilung zu reduzieren. Der aktuelle MUWS ist zu hoch, aufgrund der höheren Lebens- und geringeren Renditeerwartung. Eine Senkung des MUWS wird die Umverteilung von Jung zu Alt eingrenzen. Um sie vollständig zu eliminieren, müsste er allerdings noch deutlich tiefer festgesetzt werden. Der Bundesrat rechnet in seiner Vorlage mit einer durchschnittlichen Rendite von 3,5 bis 4,5 Prozent; laut UBS Finanzmarkterwartungen und durchschnittlicher Pensionskassenanlagestruktur gehen wir in den nächsten sieben Jahren nur von einer Rendite von 2,3 Prozent pro Jahr aus. Der Sicherungsfonds, der den Solidaritätsbeitrag (siehe unten) verwalten soll, geht gar von 1,5 Prozent aus. Ein noch tieferer MUWS wäre jedoch politisch nicht umsetzbar.

Durch eine MUWS-Senkung werden ohne Kompensation die monatlichen Rentenzahlungen für eine Person die unmittelbar nach Inkrafttreten der Reform den Ruhestand antritt und nur im BVG-Obligatorium versichert ist, bei gleichem Kapital um fast 12 Prozent kleiner ausfallen. Für die jungen Erwerbstätigen werden die Auswirkungen geringer sein, da sie durch einen tieferen Koordinationsabzug mehr Altersguthaben akkumulieren. Für die Übergangsgenerationen (etwa zehn Jahrgänge) wird es Einbussen geben, denn sie haben zu wenig Zeit, um die reduzierten Beitragssätze vollständig durch die höheren Sparbeträge in Folge des tieferen

Koordinationsabzugs aufzufangen. Dabei sind die jüngeren Übergangsgenerationen stärker tangiert.

#### Einführung eines solidarisch finanzierten Rentenzuschlags

Personen, die sich nicht ausreichend auf die anstehende Reform und deren Auswirkungen vorbereiten können, sollen eine Ausgleichsleistung in Form eines Rentenzuschlags erhalten. Dieser soll durch eine dauerhafte Erhöhung der Lohnabgaben auf das AHV-pflichtige Einkommen um 0,5 Prozentpunkte finanziert werden, von Aktivversicherten und Arbeitgebern hälftig getragen. Dadurch wird das Ziel, das Leistungsniveau langfristig zu erhalten, gemäss dem Vorschlag des Bundesrats erreicht.

Die Abgaben sollen an den Sicherungsfonds gehen, der die Zuschläge an die zuständigen Pensionskassen auszahlen würde. Geplant ist, dass die ersten fünf Rentenjahrgänge nach Inkrafttreten der Reform monatlich CHF 200, die nächsten fünf Jahrgänge CHF 150 und weitere fünf Jahrgänge CHF 100 lebenslang als Kompensation für ihre tieferen Renten erhalten sollen. Über die weitere Erhebung und Verwendung der Mittel soll der Bundesrat in 15 Jahren entscheiden. Damit würde in der 2. Säule, die eigentlich nach dem Kapitaldeckungsverfahren organisiert ist, eine explizite finanzielle Solidaritätskomponente eingeführt, wie sie in der 1. Säule besteht – ohne ein klares Ende in Sicht.

Diese Kompensation fällt sehr umfassend aus, manche Personen werden dadurch mehr Rente erhalten als in der aktuellen Situation. Dennoch würden vereinzelte Lohngruppen mancher Jahrgängen gegenüber ihrer heutigen Situation leicht schlechter gestellt. Angesichts der deutlichen Schlechterstellung der jüngeren Generationen, die die Kompensation ein Leben lang finanzieren müssen, scheint eine vollständige Kompensation der Übergangsjahrgänge nicht sinnvoll. Diese Abgabe würde Jahr für Jahr das verfügbare Einkommen der Erwerbstätigen zu Gunsten der Empfänger des Rentenzuschlags reduzieren.

Die derzeitige Umverteilung kommt primär den obligatorisch Versicherten zugute – die Vernehmlassungsvorlage würde neu einen Zuschlag auch den finanziell gut gestellten sowie den überobligatorisch versicherten Neurentnern zukommen lassen. Der Empfängerkreis zu hoher Renten würde somit zulasten der Jungen sogar ausgeweitet anstatt eingegrenzt. Somit steht die vorgeschlagene Massnahme zur Erhaltung des Leistungsniveaus in direktem Widerspruch zum Ziel, die Umverteilung einzugrenzen. Zudem würde

dieser Rentenzuschlag die effiziente Abwicklung der Rentenzahlungen nicht steigern, sondern vielmehr einen Mehraufwand für die Vorsorgewerke verursachen.

#### Reduzierung des Koordinationsabzugs

Der Koordinationsabzug soll verhindern, dass Vermögen, die in der 1. Säule schon versichert sind, ein weiteres Mal versichert werden. Aktuell ist diese Hürde bei 7/8 der maximalen AHV-Rente oder CHF 24 885 pro Jahr. Dies benachteiligt Geringverdiener und vor allem Personen mit Teilzeitpensum. Um deren Situation zu verbessern, soll der Koordinationsabzug auf CHF 12 443 halbiert werden. Die Eintrittsschwelle soll aber bei CHF 21 330 bestehen bleiben. Damit würde der minimal koordinierte Lohn neu CHF 8887 betragen (Differenz zwischen Eintrittsschwelle und Koordinationsabzug). Für Personen, deren Lohn zwischen CHF 21 330 und CHF 30 217 liegt (21 330 + 8887), würde der versicherte Lohn auf den minimal koordinierten Lohn aufgerundet; aktuell beträgt dieser nur CHF 3555.

Somit erhöht der Vorschlag die minimalen Versicherungsleistungen, wodurch Geringverdiener besser versichert wären. Der geplante tiefere Koordinationsabzug erhöht zwar die angesparten Altersbeiträge, verursacht allerdings auch deutliche Mehrkosten für Arbeitgeber.

#### Angleichung der Altersgutschriften

Aktuell sieht das Gesetz Altersgutschriften im Alter von 25 bis 65 Jahren vor. Die Beitragssätze steigen in Zehn-Jahres-Schritten von anfänglich 7 Prozent auf 12, 15 und letztlich 18 Prozent an. Dies bedeutet, dass vor allem ältere Arbeitskräfte teurer werden und somit für Arbeitgeber weniger attraktiv sind. Neu soll es nur noch zwei Beitragssätze geben, um die Attraktivität der älteren Arbeitnehmenden zu steigern: 9 Prozent von 25 bis 45 Jahre und 14 Prozent von 45 bis 65 Jahre. Trotz tieferer Beitragssätze fällt das eingezahlte Altersguthaben über die gesamte Erwerbstätigkeit höher aus wegen des reduzierten Koordinationsabzugs.

## Nachhaltige Zielerreichung möglich

Die Stärken des schweizerischen Vorsorgesystems liegen in seinen drei voneinander unabhängigen, auf unterschiedlichen Mechanismen beruhenden Säulen. Soll dieses System wieder zukunftsfähig gemacht werden und weiterhin zu den besten der Welt gehören, ist es unerlässlich, die 2. Säule finanziell zu stabilisieren.

Der vorliegende Reformvorschlag des Bundesrats betrifft lediglich das BVG-Obligatorium. Was er ausser Acht lässt, ist die Tatsache, dass mehr als die Hälfte der Versicherten einer umhüllenden Vorsorgeeinrichtung, also einer Versicherung die sowohl obligatorische als auch überobligatorische Löhne versichert, angeschlossen sind. Für diese Personen ändert sich durch die anstehende Reform wenig.

Denn die überobligatorischen Pensionskassen nutzen heute schon gesetzliche Freiräume, um die längere Lebenserwartung und die tieferen Renditen zu kompensieren. Beispielsweise liegt der Umwandlungssatz in umhüllenden Vorsorgewerken aktuell bereits deutlich unter 6 Prozent, einige Pensionskassen bezahlen Renten an Frauen auch erst ab Alter 65 und verlangen Beiträge schon ab Alter 20. Die Beiträge sind oftmals sogar höher als vorgeschrieben, auch für ältere Personen, wodurch mehr Altersguthaben angespart wird und das Leistungsniveau höher ausfallen kann, als im Obligatorium vorgesehen. Immer mehr umhüllende Pensionskassen verrenten nur noch bis zu einer gewissen jährlichen Rentenhöhe, um die Umverteilung durch die zu hohen Umwandlungssätze zu begrenzen, und schreiben ihren Versicherten vor, das übrige überobligatorische Kapital bei Rentenanstritt zu beziehen.

Eine Senkung des MUWS auf 6 Prozent, wie vom Bundesrat vorgesehen, ist ein guter Schritt. Als Kompensation für die Übergangsgenerationen sollte aber keine Umlagekomponente ins BVG integriert werden. Vor allem nicht eine, die nach Einschätzungen von Pensionskassenexperten von Beginn an die versprochenen Zuschläge potenziell nicht decken würde und neue Finanzierungslücken auftritt – das ist gesellschaftlich nicht tragbar. Denn wer für eine Kompensation aufkommen muss, wird dadurch selber heute und in Zukunft schlechter gestellt.

Eine gesellschaftlich tragbare Kompensation wäre – anstatt einer dauerhaft eingeführten Umlagekomponente – nur den Übergangsgenerationen Ausgleichleistungen aus Pensionskassenrückstellungen oder dem Sicherungsfonds zuzusprechen. Spätere Generationen müssen die aus dem niedrigeren MUWS resultierenden tieferen Renten durch eine Erhöhung des Altersguthabens selber kompensieren; dazu muss jeder Versicherte individuell beitragen.

Sparbeiträge könnten bereits ab Alter 20 oder gar ab Beginn der Erwerbstätigkeit erhoben werden. Die Beitragssätze der Jüngeren könnten auch leicht erhöht werden. Da die Löhne junger Erwerbstätiger in der Regel

tief sind, fielen dadurch auch geringere Mehrkosten an. Weiter würde eine Reduzierung der Beitragssätze für ältere Arbeitnehmende deren Attraktivität am Arbeitsmarkt steigern. Allenfalls könnte auch eine Reduzierung von 18 Prozent auf nur 15 oder 16 Prozent genügen; zu Bedenken ist die Tatsache, dass die Beiträge gegen Ende der Erwerbstätigkeit für den Kapitalaufbau bedeutend sind. Ein Koordinationsabzug relativ zum Einkommen bis zu einem gewissen Maximalbetrag würde die Mehrkosten für Arbeitgeber geringer halten als eine absolute Senkung und käme gezielt den Geringverdienern zugute.

Es liegen weitere Vorschläge auf dem Tisch (Abbildung 6), beispielsweise von der "Allianz für einen vernünftigen Mittelweg". Dieser ist demjenigen des Schweizer Pensionskassenverbandes ASIP sehr ähnlich und stimmt mit dem Bundesrat in vielen Grundprinzipien überein. Allerdings erreicht deren Vorschlag eine ausreichende Kompensation mit deutlich reduzierter Umverteilung, da Ausgleichsmassnahmen nur den Neurentnern zukommen sollen, die tatsächlich von der Reduktion des Mindestumwandlungssatzes betroffen sind.

Unabhängig vom aktuellen BVG-Reformvorschlag kommen auf die jüngeren Generationen ohnehin weitere Lasten zu. Sie werden die Finanzierungslücke der AHV durch höhere Beiträge, geringere Renten und ein höheres Rentenalter schliessen müssen. Des Weiteren treibt die höhere Lebenserwartung und ein grösserer Anteil Rentner an der Gesamtbevölkerung die Nachfrage nach Pflege- und Gesundheitsdienstleistungen in die Höhe, was einen Anstieg der Kosten, der Gesundheitsprämien und der staatliche Zuschüsse an das Gesundheitssystem bewirken wird, den junge Personen schon ab dem ersten Lohn mittragen müssen.

Zudem haben jüngere Menschen aufgrund der hohen Immobilienpreise geringere Chancen als frühere Generationen, den Traum der eigenen vier Wände zu verwirklichen. Wenn es ihnen dennoch gelingt, sind Wertsteigerungen begrenzt und das Abkühlen des Immobilienmarkts wahrscheinlicher. Dies liegt nicht zuletzt am extrem tiefen Zinsumfeld, das die Immobilienpreise in die Höhe getrieben hat und gleichzeitig dafür sorgt, dass auf Sparkonten wie auch auf Altersguthaben kaum noch eine Verzinsung zu erwarten ist. Umso wichtiger wird es in Zukunft sein, die Vermögenssituation strategisch zu planen und so früh wie möglich in die 3. Säule zu investieren – am besten mit einem hohen Aktienanteil, der langfristig höhere Renditen ermöglicht.

Der Kuchen ist begrenzt und wenn wir länger davon zehren wollen, müssen wir uns mit kleineren Happen begnügen. In jedem Fall werden die Leistungen sinken und die private Verantwortung wird steigen. Nachhaltig ausgestaltete Reformen schaffen lediglich Klarheit und stärken das Vertrauen ins Vorsorgesystem. Alle Generationen – nicht nur die jungen – sollten die Reformen mittragen.

## *Exkurs: Was bestimmt den fairen Umwandlungssatz?*

Erwartete Rentenbezugsdauer: Dank der verbesserten medizinischen Versorgung steigt die Lebenserwartung für jeden Jahrgang weiter an. Somit ist für jeden Altersjahrgang auch ein anderer Umwandlungssatz mathematisch korrekt bei gleichbleibendem Rentenalter.

Hinterlassenenrenten: Neben der Altersrente richten die meisten Pensionskassen bei Tod des Versicherten auch Hinterlassenenrenten an den hinterbliebenen Ehepartner in Höhe von 60 Prozent der Altersrente aus. Frauen weisen eine höhere Lebenserwartung auf und sind in der Regel jünger als ihre Ehemänner.

Geschlechteranteil: Die unterschiedliche Lebenserwartung und das unterschiedliche Rentenalter von Frauen und Männern erfordert eine Annahme über das Verhältnis von männlichen zu weiblichen Rentenempfängern, damit ein einheitlicher, fairer Umwandlungssatz berechnet werden kann. Das Verhältnis von Männern zu Frauen bei den Versicherten ist heute durchschnittlich 70 zu 30.

Erwartete Verzinsung des Rentnerkapitals (technischer Zins): Die Höhe des korrekten technischen Zinses ist umstritten. Die Quelle des Streits ist die Frage, ob die Erwerbstätigen für die Rentner das Anlagerisiko tragen sollen. Die Befürworter eines sehr niedrigen technischen Zinses argumentieren, dass sich die Pensionskassen zur Zahlung der Renten verpflichten. So dürfen auch keine Anlagerisiken mit dem Rentnerkapital eingegangen werden und es darf ausschliesslich in sichere Anlagen investiert werden. Die Verzinsung der zehnjährigen Eidgenossen liegt heute unter 0 Prozent. Der technische Zins dürfte daher maximal 0 Prozent betragen und der Umwandlungssatz müsste bedeutend tiefer liegen, als er heute ist. Rentner, die eine höhere Verzinsung und somit einen höheren Umwandlungssatz wünschen, sollten auch das damit einhergehende Anlagerisiko tragen. Demnach ginge ein hoher Umwandlungssatz mit einem Rentenmodell einher, bei dem die Renten in Zukunft

gekürzt würden, falls die erhoffte Anlagerendite nicht erreicht würde.

Die Befürworter eines hohen technischen Zinses gehen davon aus, dass eine Pensionskasse mit einem diversifizierten Anlageportfolio (Aktien, Immobilien, Obligationen, alternative Anlagen) langfristig eine Nettoendite von 2,5 bis 3,5 Prozent erwirtschaften kann. Davon sollen alle Versicherten – Erwerbstätige und Rentner – gleichermassen profitieren. Da die Renten nicht gekürzt werden dürfen, muss die vorhandene Rendite auf das gesamte Kapital der Rentner und Erwerbstätigen zuerst den Rentnern zugerechnet werden. Was übrig bleibt, könnte dem Kapital der Erwerbstätigen angerechnet werden. Das Anlagerisiko liegt bei dieser Vorgehensweise nicht nur vollständig bei den Erwerbstätigen, sondern enthält durch die Verpflichtung der Pensionskasse gegenüber den Rentnern sogar eine verstärkende Hebelwirkung: Falls die Anlagerendite tiefer ausfällt als der zu hoch angesetzte technische Zins, wird die Rendite der Erwerbstätigen durch die Erstbedienung der Rentner nochmals gekürzt.

Teuerung: Da nur sehr wenige Pensionskassen die Renten an die Teuerung anpassen, wird diese selten berücksichtigt. Die Gewährung eines Teuerungsausgleichs würde den mathematisch korrekten Umwandlungssatz verringern.

Abbildung 6: Übersicht aller Vorschläge zur BVG-Reform

	<b>BVG aktuell</b>	<b>Verehmlassungsvorlage</b>	<b>SGV</b>	<b>ASIP</b>	<b>Allianz für einen vernünftigen Mittelweg</b>
<i>Rentenalter</i>	64 für Frauen, 65 für Männer	65 für alle bei Annahme von Reform AHV 21	65 für alle	65 für alle	65 für alle
<i>BVG-Mindestumwandlungssatz</i>	6,8 Prozent	6,0 Prozent	6,0 Prozent	5,8 Prozent	6,0 Prozent
<i>Eintrittsschwelle ins BVG</i>	CHF 21 330	CHF 21 330	CHF 21 330	CHF 21 330	CHF 21 330
<i>Obergrenze BVG</i>	CHF 85 320	CHF 85 320	CHF 85 320	CHF 85 320	CHF 85 320
<i>Koordinationsabzug</i>	7/8 der maximalen AHV-Rente, CHF 24 885	7/16 der maximalen AHV-Rente, CHF 12 443	7/8 der maximalen AHV-Rente, CHF 24 885	60 Prozent des AHV-pflichtigen Lohnes, max. CHF 21 330	60 Prozent des AHV-pflichtigen Lohnes, max. CHF 21 330
<i>Minimal versicherter Lohn</i>	CHF 3555	CHF 8887	CHF 3555	CHF 8532	CHF 8532
<i>Maximal versicherter Lohn</i>	CHF 60 435	CHF 72 877	CHF 60 435	CHF 63 990	CHF 63 990
<i>Sparbeginn</i>	Alter 25	Alter 25	Alter 25	Alter 20	Alter 20
<i>Altersgutschriften</i>	Alter 20-24: 0 Prozent Alter 25-34: 7 Prozent Alter 35-44: 10 Prozent Alter 45-54: 15 Prozent Alter 55-65: 18 Prozent	Alter 20-24: 0 Prozent Alter 25-34: 9 Prozent Alter 35-44: 9 Prozent Alter 45-54: 14 Prozent Alter 55-65: 14 Prozent Monatlicher, lebenslanger Rentenzuschlag für Übergangsjahrgänge: 1-5 Jahre CHF 200 / 6-10 Jahre CHF 150 / 11-15 Jahre CHF 100. Finanziert durch einen Lohnbeitrag von 0,5 Prozent auf den AHV-pflichtigen Lohn.	Alter 20-24: 0 Prozent Alter 25-34: 9 Prozent Alter 35-44: 14 Prozent Alter 45-54: 16 Prozent Alter 55-65: 18 Prozent	Alter 20-24: 9 Prozent Alter 25-34: 9 Prozent Alter 35-44: 12 Prozent Alter 45-54: 16 Prozent Alter 55-65: 18 Prozent	Alter 20-24: 9 Prozent Alter 25-34: 9 Prozent Alter 35-44: 12 Prozent Alter 45-54: 16 Prozent Alter 55-65: 16 Prozent
<i>Kompensation Übergangsgeneration und Finanzierung</i>	-	-	Gleicher Ansatz wie in der Altersvorsorge 2020 (zentrale Lösung via Sicherheitsfonds BVG). Erweisen sich 10 Übergangsjahrgänge als zu wenig, sind sie allenfalls auf 15 oder 20 Jahre auszuweiten.	Prozentuale Erhöhung des Altersguthabens für Übergangsgenerationen, finanziert aus den Rückstellungen für Umwandlungsatzverlust der Pensionskassen.	Prozentuale Erhöhung des Altersguthabens für Übergangsgenerationen, finanziert aus den Rückstellungen für Umwandlungsatzverlust der Pensionskassen.
<i>Teilzeitbeschäftigte, Geringverdiener, Arbeitnehmende mit mehreren Arbeitgebern</i>	-	Verbesserung, da grössere Lohnsumme durch tieferen Koordinationsabzug versichert.	Heutiges System ausreichend, keine Änderungen vorgeschlagen.	Verbesserung, da grössere Lohnsumme durch tieferen Koordinationsabzug versichert.	Verbesserung, da grössere Lohnsumme durch tieferen Koordinationsabzug versichert.
<i>Reformkosten pro Jahr</i>	-	CHF 3,05 Mrd.	CHF 1,3 Mrd.	CHF 1,9 Mrd.	CHF 1,6 Mrd.

Quelle: BSV, SGV, ASIP, c-alm, UBS



## Appendix

Die Anlagebeurteilungen des Chief Investment Office von UBS («CIO») werden durch Global Wealth Management von UBS Switzerland AG (in der Schweiz durch die FINMA beaufsichtigt) oder deren verbundenen Unternehmen («UBS») produziert und veröffentlicht.

Die Anlagebeurteilungen wurden im Einklang mit den gesetzlichen Erfordernissen zur Förderung der **Unabhängigkeit des Anlageresearch** erstellt.

### Allgemeines Anlageresearch – Risikohinweise:

Diese Publikation dient **ausschliesslich zu Ihrer Information** und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die in dieser Publikation enthaltene Analyse ist nicht als persönliche Empfehlung aufzufassen und berücksichtigt weder die Anlageziele noch die Anlagestrategien oder die finanzielle Situation oder Bedürfnisse einer bestimmten Person. Sie basiert auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Bestimmte Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuftem Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab (ausgenommen sind Offenlegungen, die sich auf UBS beziehen). Alle Informationen und Meinungen sowie angegebenen Prognosen, Einschätzungen und Marktpreise sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Hierin geäusserte Meinungen können von den Meinungen anderer Geschäftsbereiche von UBS abweichen oder diesen widersprechen, da sie auf der Anwendung unterschiedlicher Annahmen und/oder Kriterien basieren.

Dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen (einschliesslich Prognosen, Werte, Indizes oder sonstiger berechneter Beträge («Werte»)) dürfen unter keinen Umständen für folgende Zwecke verwendet werden: (i) für Bewertungs- oder buchhalterische Zwecke; (ii) zur Bestimmung der fälligen oder zahlbaren Beträge, Preise oder Werte von Finanzinstrumenten oder -verträgen; oder (iii) zur Messung der Performance von Finanzinstrumenten, einschliesslich zwecks Nachverfolgung der Rendite oder Performance eines Werts, Festlegung der Vermögensallokation des Portfolios oder Berechnung der Performance Fees. UBS und ihre Direktoren oder Mitarbeiter könnten berechtigt sein, jederzeit Long- oder Short-Positionen in hierin erwähnten Anlageinstrumenten zu halten, in ihrer Eigenschaft als Auftraggeber oder Mandatsträger Transaktionen mit relevanten Anlageinstrumenten auszuführen oder für den Emittenten beziehungsweise eine mit diesem Emittenten wirtschaftlich oder finanziell verbundene Gesellschaft bzw. das Anlageinstrument selbst andere Dienstleistungen zu erbringen. Zudem könnten Mitglieder der Konzernleitung bei der Emittentin oder einer mit ihr verbundenen Gesellschaft als Verwaltungsräte tätig sein. Die von UBS und ihren Mitarbeitern getroffenen Anlageentscheidungen (einschliesslich der Entscheidung, Wertpapiere zu kaufen, verkaufen oder zu halten) könnten von den in den Research-Publikationen von UBS geäusserten Meinungen abweichen oder ihnen widersprechen. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. UBS setzt Informationsbarrieren ein, um den Informationsfluss aus einem oder mehreren Bereichen innerhalb von UBS in andere Bereiche, Einheiten, Divisionen oder verbundene Unternehmen von UBS zu steuern. Der Termin- und Optionenhandel eignet sich nicht für jeden Anleger, da ein erhebliches Verlustrisiko besteht und die Verluste den ursprünglich investierten Betrag übersteigen können. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Der/Die Analyst(en), der/die diesen Bericht erstellt hat/haben, kann/können zum Zweck der Sammlung, Zusammenfassung und Interpretation von Marktinformationen mit Mitarbeitern des Trading Desk und des Vertriebs sowie anderen Gruppen interagieren.

Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation ab und kann sich in Zukunft ändern. UBS erbringt keine Rechts- oder Steuerberatung und macht keinerlei Zusicherung im Hinblick auf die steuerliche Behandlung von Vermögenswerten oder deren Anlagerenditen – weder im Allgemeinen noch in Bezug auf die Verhältnisse und Bedürfnisse eines spezifischen Kunden. Wir können nicht auf die persönlichen Anlageziele, finanziellen Situationen und Bedürfnisse unserer einzelnen Kunden eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor jeder Investition Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren.

Dieses Material darf ohne vorherige Einwilligung von UBS nicht reproduziert werden. Sofern nicht etwas anderes schriftlich vereinbart wurde, untersagt UBS ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieses Materials an Dritte. UBS übernimmt keinerlei Haftung für Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieses Materials resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden. Informationen darüber, wie das CIO Konflikte regelt und die Unabhängigkeit seiner Anlagebeurteilungen, des Publikationsangebots, des Research sowie der Ratingmethoden aufrechterhält, finden Sie unter [www.ubs.com/research](http://www.ubs.com/research). Weitere Informationen über die jeweiligen Autoren dieser und anderer CIO-Publikationen, auf die in diesem Bericht verwiesen wird, sowie Kopien von vergangenen Berichten zu diesem Thema können Sie bei Ihrem Kundenberater bestellen.

**Wichtige Informationen über nachhaltige Anlagestrategien:** Nachhaltige Anlagestrategien versuchen, die Faktoren Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG) beim Anlageprozess und Portfolioaufbau miteinzubeziehen. So verschieden die Strategien je nach geografischer Region und Anlagestil sind, so unterschiedlich ist deren Vorgehen bezüglich ESG-Analysen und der Einbeziehung der daraus resultierenden Erkenntnisse. Wenn ein Portfoliomanager ESG-Faktoren oder Nachhaltigkeitskriterien einbezieht, kann er bestimmte Anlagechancen möglicherweise nicht nutzen, die ansonsten zu seinem Anlageziel und anderen grundsätzlichen Anlagestrategien passen würden. Die Erträge eines Portfolios, das hauptsächlich aus nachhaltigen Anlagen besteht, sind unter Umständen geringer oder höher als die eines Portfolios, bei dem der Portfoliomanager keine ESG-Faktoren, Ausschlusskriterien oder andere Nachhaltigkeitsthemen berücksichtigt. Zudem kann ein solches Portfolio Unterschiede hinsichtlich der Anlagechancen aufweisen. Unternehmen erfüllen möglicherweise nicht bei allen Aspekten für ESG oder nachhaltiges Investieren hohe Performancestandards. Es gibt auch keine Garantie, dass ein Unternehmen die Erwartungen bezüglich der Corporate Responsibility, Nachhaltigkeit und/oder Wirkung erfüllt.

Vertrieb an US-Personen durch UBS Financial Services Inc. oder UBS Securities LLC, Tochterunternehmen von UBS AG. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V., UBS Securities

Japan Co., Ltd, UBS Wealth Management Israel Ltd und UBS Menkul Degerler AS sind verbundene Unternehmen von UBS AG. UBS Financial Services Incorporated in Puerto Rico ist ein Tochterunternehmen von UBS Financial Services Inc. **UBS Financial Services Inc. übernimmt die Verantwortung für die Inhalte von Berichten, welche durch nicht in den USA ansässige Tochterunternehmen erstellt wurden, wenn diese Berichte an US-Personen weitergegeben werden. Alle Transaktionen von US-Personen mit Wertpapieren, die in dieser Publikation erwähnt werden, müssen über ein in den USA zugelassenes Brokerhaus abgewickelt werden und dürfen nicht von einem nicht in den USA ansässigen Tochterunternehmen durchgeführt werden. Der Inhalt dieser Publikation wurde und wird nicht durch irgendeine Wertpapieraufsichts- oder Investitionsbehörde in den USA oder anderswo genehmigt. UBS Financial Services Inc. ist nicht als Berater für irgendeine Kommunalbehörde oder verpflichtete Person im Sinne von Abschnitt 15B der Securities Exchange Act (die «Municipal Advisor»-Regel) tätig. Die in dieser Publikation vertretenen Meinungen und Ansichten stellen keine Empfehlung im Sinne der Municipal Advisor Rule dar und sind auch nicht als solche aufzufassen.**

**Externe Vermögensverwalter / Externe Finanzberater:** Für den Fall, dass dieses Research oder die Publikation an einen externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausgegeben wird, untersagt UBS dem externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausdrücklich, diese an ihre Kunden und/oder Dritte weiterzugeben beziehungsweise zur Verfügung zu stellen.

**Bahrain:** UBS ist eine Schweizer Bank, die nicht in Bahrain von der Zentralbank von Bahrain zugelassen ist oder von ihr überwacht oder reguliert wird und die keine Bankgeschäfte oder Kapitalanlagegeschäfte in Bahrain unternimmt. Deshalb haben die Kunden keinen Schutz nach den örtlichen Rechtsvorschriften zum Bankrecht und zum Recht der Kapitalanlagendienstleistungen. **Brasilien:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach brasilianischem Recht oder einen Research- bzw. Analysebericht gemäss der Definition in der Anweisung 598/2018 der Comissão de Valores Mobiliários («CVM») dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden von UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda. und/oder UBS Consenso Investimentos Ltda. verteilt, die beide durch die CVM beaufsichtigt werden. **China:** Dieser Bericht wird von UBS Switzerland AG oder deren Offshore-Tochtergesellschaft oder verbundenem Unternehmen (gemeinsam «UBS Offshore») erstellt. UBS Offshore ist eine ausserhalb Chinas gegründete Rechtseinheit, die nicht in China für die Durchführung von Bank- oder Wertschriftengeschäften oder die Beratung zu Wertschriftenanlagen in China zugelassen ist, überwacht oder reguliert wird. Dieser Bericht ist nicht als spezifische Wertschriftenanalyse von UBS Offshore zu betrachten. Der Empfänger sollte sich zwecks Anlageberatung nicht an die Analysten oder UBS Offshore wenden und dieses Dokument nicht für Anlageentscheidungen heranziehen oder sich in anderer Weise bei seinen Anlageentscheidungen auf die in diesem Bericht enthaltenen Informationen verlassen; UBS übernimmt keine Verantwortung in dieser Hinsicht. **Dänemark:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach dänischem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden von UBS Europe SE, Denmark Branch, Niederlassung von UBS Europe SE, mit Geschäftssitz in Sankt Annæ Plads 13, 1250 Kopenhagen, Dänemark, beim dänischen Gewerbe- und Gesellschaftsamt unter Nummer 38 17 24 33 eingetragen, verteilt. UBS Europe SE, Denmark Branch, Filial af UBS Europe SE unterliegt der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der dänischen Finanzaufsicht (Finanstilsynet), der dieses Dokument nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. UBS Europe SE ist ein nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründetes Kreditinstitut, das von der EZB zugelassen wurde. **Deutschland:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach deutschem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden von UBS Europe SE, Deutschland, mit Geschäftssitz Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main verteilt. UBS Europe SE ist ein Kreditinstitut, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet, ordnungsgemäss von der Europäischen Zentralbank («EZB») zugelassen wurde und der Aufsicht der EZB, der Deutschen Bundesbank und der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht untersteht, der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Frankreich:** Diese Publikation wird an Kunden und «Prospects» von UBS (France) SA, einer französischen «Aktiengesellschaft» mit einem Aktienkapital von EUR 132.975.556 vertrieben. Ihr Domizil ist an der 69, boulevard Haussmann, F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670. UBS (France) SA ist als Finanzdienstleister entsprechend den Bestimmungen des französischen «Code Monétaire et Financier» ordnungsgemäss zugelassen und steht unter der Aufsicht der französischen Bank- und Finanzaufsichtsbehörden wie der «Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution». **Griechenland:** Die UBS Switzerland AG und ihre verbundenen Unternehmen (UBS) sind nicht als Bank oder Finanzinstitut gemäss griechischem Recht zugelassen und erbringen in Griechenland keine Bank- und Finanzdienstleistungen. Folglich bietet UBS derartige Dienstleistungen nur über Niederlassungen ausserhalb Griechenlands an. Dieses Dokument ist nicht als ein in Griechenland bereits unterbreitetes oder noch zu unterbreitendes Angebot an Personen mit Wohnsitz in Griechenland zu betrachten. **Grossbritannien:** Dieses Dokument wird von UBS Wealth Management herausgegeben, einem von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht in der Schweiz zugelassenen und beaufsichtigten Unternehmensbereich der UBS AG. In Grossbritannien ist UBS AG von der «Prudential Regulation Authority» zugelassen und unterliegt der Regulierung durch die «Financial Conduct Authority» und der beschränkten Regulierung durch die «Prudential Regulation Authority». Einzelheiten zum Umfang der Regulierung durch die «Prudential Regulation Authority» sind auf Anfrage erhältlich. Mitglied der «London Stock Exchange». Diese Publikation wird an Privatkunden von UBS Wealth Management verteilt. **Hongkong:** Diese Publikation wird durch die Niederlassung von UBS AG in Hongkong, einem nach der «Hong Kong Banking Ordinance» lizenzierten und gemäss den Bestimmungen der «Securities and Futures Ordinance» registrierten Finanzinstitut, an Kunden der Niederlassung von UBS AG in Hongkong verteilt. UBS AG Hong Kong Branch ist eine in der Schweiz gegründete Gesellschaft mit begrenzter Haftung. **Indien:** UBS Securities India Private Ltd. (Corporate Identity Number (Handelsregisternummer) U67120MH1996PTC097299) 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (Indien) 400051. Tel: +912261556000. Das Unternehmen erbringt Brokerage-Leistungen unter der SEBI-Registrierungsnummer INZ000259830; Handelsbankdienstleistungen unter der SEBI-Registrierungsnummer: INM000010809 sowie Research- und Analysedienstleistungen unter der SEBI-Registrierungsnummer INH000001204. UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften halten unter Umständen Schuldtitel oder Positionen in den gegenständlichen indischen Unternehmen. UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften haben in den letzten zwölf Monaten möglicherweise von dem oder den gegenständlichen indischen Unternehmen Honorare für Dienstleistungen ausserhalb des Investmentbanking-Wertschriftengeschäfts und/oder nicht mit Wertschriften zusammenhängende Dienstleistungen erhalten. Das/Die gegenständliche(n) Unternehmen hat/haben in den zwölf Monaten vor der Publikation des Researchberichts möglicherweise als Kunde(n) von UBS AG, ihren verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften Dienstleistungen im Rahmen und/oder ausserhalb des Investmentbanking-Wertschriftengeschäfts und/oder nicht mit Wertschriften zusammenhängende Dienstleistungen in Anspruch genommen. Informationen zu verbundenen Unternehmen finden Sie im Jahresbericht unter: [http://www.ubs.com/global/en/about\\_ubs/investor\\_relations/annualreporting.html](http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html). **Indonesien, Malaysia, Philippinen,**

**Thailand:** Diese Unterlagen wurden Ihnen zugestellt, weil UBS von Ihnen und/oder Personen, die dazu befugt sind, eine Anfrage erhalten hat. Sollten Sie diese Unterlagen irrtümlicherweise erhalten haben, vernichten / löschen Sie sie bitte und benachrichtigen Sie UBS unverzüglich. Sämtliche durch UBS gemäss diesen Unterlagen erbrachte Beratungsdienste und/oder durch UBS gemäss diesen Unterlagen ausgeführte Transaktionen wurden ausschliesslich auf Ihre konkrete Anfrage hin oder gemäss Ihren spezifischen Anweisungen erbracht oder ausgeführt. Sie können folglich durch UBS und Sie selbst auch als solche angesehen werden. Die Unterlagen wurden möglicherweise nicht durch eine Finanzaufsichts- oder Regulierungsbehörde in Ihrem Land geprüft, genehmigt, abgelehnt oder gebilligt. Die betreffenden Anlagen unterliegen bei einer Übertragung gemäss den Bestimmungen in den Unterlagen gewissen Beschränkungen und Verpflichtungen, und mit dem Erhalt dieser Unterlagen verpflichten Sie sich, diese Beschränkungen und Verpflichtungen vollumfänglich einzuhalten. Sie sollten diese sorgfältig durchlesen und sicherstellen, dass Sie sie verstehen und bei der Abwägung Ihres Anlageziels, Ihrer Risikobereitschaft und Ihrer persönlichen Verhältnisse gegenüber dem Anlagerisiko angemessene Sorgfalt und Umsicht walten lassen. Es wird Ihnen empfohlen, im Zweifelsfall eine unabhängige professionelle Beratung einzuholen. **Israel:** UBS ist ein führendes globales Finanzunternehmen, das von seinem Hauptsitz in der Schweiz und seinen Vertretungen in über 50 Ländern weltweit Wealth-Management-, Asset-Management- und Investment-Banking-Dienstleistungen für Privat-, Firmen- und institutionelle Kunden erbringt. UBS Switzerland AG ist in Israel als ausländischer Händler eingetragen, der mit UBS Wealth Management Israel Ltd, einer 100%igen Tochtergesellschaft von UBS, zusammenarbeitet. UBS Wealth Management Israel Ltd ist zugelassener Portfolio Manager, der auch Investment Marketing betreibt und unter der Aufsicht der Israel Securities Authority steht. Diese Publikation dient ausschliesslich zur Information und stellt weder ein Angebot zum Kauf noch eine Aufforderung zur Offertenstellung dar. Diese Publikation ist weder als Anlageberatung noch als Investment Marketing zu verstehen und ersetzt weder eine auf die individuellen Bedürfnisse zugeschnittene Anlageberatung noch ein auf die individuellen Bedürfnisse zugeschnittenes Investment Marketing durch entsprechend lizenzierte Anbieter. Das Wort «Beratung» und sämtliche Ableitungen davon sind im Zusammenhang mit der Definition des Begriffs «Investment Marketing» gemäss Definition des israelischen Gesetzes für Anlageberatung, Investment Marketing und Portfoliomanagement von 1995 auszulegen. **Italien:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach italienischem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden der UBS Europe SE, Succursale Italia, mit Geschäftssitz Via del Vecchio Politecnico, 3-20121 Mailand, verteilt. UBS Europe SE, Succursale Italien steht unter der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht sowie der italienischen Zentralbank (Banca d'Italia) und der italienischen Finanzmarktaufsicht (CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. UBS Europe SE ist ein Kreditinstitut, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der EZB zugelassen wurde. **Jersey:** UBS AG, Jersey Branch, wird reguliert und autorisiert durch die Jersey «Financial Services Commission» zur Durchführung von Bankgeschäften, Anlagefonds und Investmentgeschäften. Dienstleistungen, die ausserhalb von Jersey erbracht werden, werden nicht von der Aufsichtsbehörde von Jersey erfasst. UBS AG, Jersey Branch, ist eine Niederlassung von UBS AG, eine in der Schweiz gegründete Aktiengesellschaft, die ihre angemeldeten Geschäftssitze in Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel und Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zürich, hat. Der Hauptgeschäftssitz von UBS AG, Jersey Branch, ist: 1, IFC Jersey, St Helier, Jersey, JE2 3BX. **Kanada:** In Kanada wird diese Publikation von UBS Investment Management Canada Inc. an Kunden von UBS Wealth Management Canada verteilt. **Luxemburg:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach luxemburgischem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden von UBS Europe SE, Niederlassung Luxemburg, mit Geschäftssitz in der Avenue J. F. Kennedy 33A, L-1855 Luxemburg verteilt. UBS Europe SE, Niederlassung Luxemburg, steht unter der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht sowie der luxemburgischen Finanzaufsichtsbehörde (Commission de Surveillance du Secteur Financier), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. UBS Europe SE ist ein Kreditinstitut, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der EZB zugelassen wurde. **Mexiko:** Dieses Dokument wird verteilt von UBS Asesores México, S.A. de C.V., («UBS Asesores»), einem verbundenen Unternehmen der UBS Switzerland AG, das aufgrund seiner Beziehung zu einer ausländischen Bank gemäss dem mexikanischen Wertpapierrecht (Ley de Mercado de Valores, LMV) als nicht-unabhängiger Anlageberater eingetragen ist. UBS Asesores ist ein reguliertes Unternehmen und untersteht der Aufsicht der mexikanischen Banken- und Wertpapierkommission («CNBV»), die UBS Asesores ausschliesslich in Bezug auf die Erbringung von Portfoliomanagementleistungen sowie in Bezug auf Wertpapieranlegeberatung, Analyse und Bereitstellung individueller Anlageempfehlungen reguliert, sodass die CNBV in Bezug auf andere Dienstleistungen von UBS Asesores über keine Kompetenzen zur Beaufsichtigung verfügt oder verfügen darf. UBS Asesores wurde unter der Registernummer 30060 von der CNBV registriert. Sie erhalten diese UBS-Publikation, weil Sie gemäss Ihren Angaben gegenüber UBS Asesores als erfahrener qualifizierter Anleger mit Sitz in Mexiko gelten. Die Vergütung des / der Analysten, der / die diesen Bericht erstellt hat / haben, wird ausschliesslich durch Research Management und Senior Management einer Einheit des UBS-Konzerns bestimmt, für die dieser / diese Analyst(en) Dienstleistungen erbringt / erbringen. **Nigeria:** Die UBS Switzerland AG und ihre verbundenen Unternehmen (UBS) verfügen in Nigeria weder über eine Banklizenz der Zentralbank von Nigeria oder der Nigerian Securities and Exchange Commission noch werden sie von diesen beaufsichtigt und reguliert. Sie sind in Nigeria nicht im Bank- oder Anlagegeschäft tätig. **Österreich:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach österreichischem Recht dar. Sie wird von UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, mit Geschäftssitz in der Wächtergasse 1, A-1010 Wien ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden verteilt. UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, unterliegt der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der österreichischen Finanzmarktaufsicht, der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. UBS Europe SE ist ein Kreditinstitut, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der EZB zugelassen wurde. **Portugal:** Die UBS Switzerland AG ist in Portugal nicht für Bank- und Finanzaktivitäten zugelassen und wird auch nicht von den portugiesischen Aufsichtsbehörden (Banco de Portugal und Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) beaufsichtigt. **Schweden:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach schwedischem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden der UBS Europe SE, Sweden Bankfilial, mit Geschäftssitz Regeringsgatan 38, 11153 Stockholm, Schweden, verteilt, die im schwedischen Handelsregister unter der Registrierungsnummer 516406-1011 eingetragen ist. UBS Europe SE, Schweden Bankfilial steht unter der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der schwedischen Aufsichtsbehörde (Finansinspektionen), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. UBS Europe SE ist ein Kreditinstitut, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der EZB zugelassen wurde. **Singapur:** Diese Unterlagen wurden Ihnen zugestellt, weil UBS von Ihnen und/oder Personen, die dazu befugt sind, eine Anfrage erhalten hat. Sollten Sie diese Unterlagen irrtümlicherweise erhalten haben, vernichten /

löschen Sie sie bitte und benachrichtigen Sie UBS unverzüglich. Kunden der UBS AG, Niederlassung Singapur, werden gebeten, sich mit allen Fragen, die sich aus oder in Verbindung mit der Finanzanalyse oder dem Bericht ergeben, an die Niederlassung von UBS AG Singapore zu wenden, einen «exempt financial adviser» gemäss dem «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110) und eine nach dem «Singapore Banking Act» (Cap. 19) durch die «Monetary Authority of Singapore» zugelassene Handelsbank. **Spanien:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach spanischem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden der UBS Europe SE, Sucursal en España, mit Geschäftssitz Calle María de Molina 4, c.P. 28006, Madrid, verteilt. UBS Europe SE, Sucursal en España steht unter der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht sowie der spanischen Aufsichtsbehörde (Banco de España), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. Darüber hinaus ist sie für die Erbringung von Investmentdienstleistungen für Wertschriften und Finanzinstrumente zugelassen. In diesem Zusammenhang wird sie auch von der Comisión Nacional del Mercado de Valores überwacht UBS Europe SE, Sucursal en España, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der EZB zugelassen wurde. **Taiwan:** Dieses Material wird von der UBS AG, Taipei Branch, in Einklang mit den Gesetzen Taiwans oder mit dem Einverständnis der Kunden/«Prospects» oder auf deren Wunsch zugestellt. **Tschechische Republik:** UBS ist in der Tschechischen Republik nicht als Bank zugelassen und darf in der Tschechischen Republik keine regulierten Bank- oder Anlagendienstleistungen erbringen. Bitte informieren Sie UBS, wenn Sie keine weitere Korrespondenz wünschen. **VAE:** UBS verfügt in den Vereinigten Arabischen Emiraten (VAE) weder über eine Zulassung der Zentralbank der VAE noch der Securities & Commodities Authority. Die Niederlassung der UBS AG in Dubai wurde im Dubai International Financial Centre (DIFC) durch die Dubai Financial Services Authority als autorisiertes Unternehmen zugelassen.

Stand 06/2019 CIO82652744

© UBS 2020. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.