

Schweizer Pensionskassenumfrage

Mai 2017

Tiefe Zinsen und Demografie als zentrale Herausforderungen



Leistungsseite
**Weiterhin Umverteilung
trotz Massnahmen der
Pensionskassen**

Seite 15

Aktivseite
**Tiefzinsumfeld führt zu
Anpassungen der Anla-
gestrategie**

Seite 23

Finanzielle Lage im Alter
**Zweite Säule erst für
höhere Einkommen
von Relevanz**

Seite 29

Impressum

Herausgeber: Investment Solutions & Products

Burkhard Varnholt
Vice Chairman IS&P
Tel. +41 44 333 67 63
E-Mail: burkhard.varnholt@credit-suisse.com

Dr. Oliver Adler
Chefökonom, CIO Office Schweiz
Tel. +41 44 333 09 61
E-Mail: oliver.adler@credit-suisse.com

Druck

Birrhäuser+GBC AG, Römerstrasse 54, 4153 Reinach BL

Redaktionsschluss

3. April 2017

Publikationsreihe

Swiss Issues Branchen

Bestellungen

Einzelne Printexemplare direkt bei Ihrem Kundenberater (kostenlos).
Elektronische Exemplare über www.credit-suisse.com/publikationen.
Interne Bestellungen via MyShop mit Mat.-Nr. 2501891.

Besuchen Sie uns im Internet

www.credit-suisse.com/publikationen (Märkte & Trends – Schweizer Wirtschaft)

Copyright

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.
Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

Autoren

Swiss Sector and Regional Analysis

Dr. Sara Carnazzi Weber
Andreas Christen
Emilie Gachet
Dylon Kastrati
Thomas Mendelin

E-Mail: branchen.economicresearch@credit-suisse.com
Tel. +41 44 332 09 74

Strategieberatung für institutionelle Kunden

Julia Dumanskaya
Agnes Rivas
Christian Wicki

E-Mail: institutional.clients@credit-suisse.com
Tel. +41 44 332 32 18

Inhalt

Editorial	5
Management Summary	6
Pensionskassenlandschaft im Überblick	8
Herausforderungen in der zweiten Säule	12
Entwicklungen im Leistungsbereich	15
Anpassungen der Anlagestrategie und Entwicklung des technischen Zinses	23
Verteilungsfragen in der Alterssicherung	29
Vorsorge im Kontext gesellschaftlicher Veränderungen	35
Glossar	38

Editorial

Zum vierten Mal nach 2009, 2012 und 2014 nehmen wir in der vorliegenden Studie die berufliche Vorsorge in der Schweiz genauer unter die Lupe. Im Rahmen einer exklusiven Umfrage haben wir die Verantwortlichen von knapp 200 Schweizer Vorsorgeeinrichtungen zu den zentralen Themen der zweiten Säule befragt. Die Präsentation der Umfrageresultate ergänzen wir mit tiefer gehenden finanztechnischen und gesamtwirtschaftlichen Analysen zu den strukturellen Herausforderungen der Schweizer Pensionskassen.

Es überrascht nicht, dass praktisch alle von uns befragten Pensionskassen das lang anhaltende Tiefzinsumfeld, den demografischen Wandel und den hohen Mindestumwandlungssatz weiterhin als ihre grössten Herausforderungen ansehen. Unsere Umfrage zeigt auch, wie die Vorsorgeeinrichtungen auf diese Herausforderungen sowohl bezüglich der Leistungen als auch der Anlagestrategie reagiert und diese angepasst haben: Der Anteil von Aktien, Immobilien und alternativen Anlagen wurde zulasten der Obligationen weiter erhöht.

Auf längere Frist gehen wir von wesentlich tieferen Erträgen auf festverzinslichen Anlagen hoher Bonität als in der Vergangenheit aus. Deshalb rechnen wir mit niedrigeren erzielbaren Renditen auf dem Anlagevermögen. Entsprechend müsste der technische Zinssatz auch tiefer angesetzt werden. Allerdings sind die Parameter der derzeit gültigen Fachrichtlinie 4 (FRP 4) zur Festlegung des technischen Referenzzinssatzes unseres Erachtens aus mehreren Gründen zu hinterfragen. Unsere Modellrechnungen zeigen, wie die künftige Entwicklung des technischen Referenzzinssatzes unter Berücksichtigung alternativer Annahmen und Berechnungsformeln aussehen könnte.

Werden die verschiedenen Parameter der beruflichen Vorsorge nicht oder zu langsam an die neue demografische und wirtschaftliche Realität angepasst, akzentuiert sich die Problematik der Umverteilung zwischen den Generationen. Unsere aktualisierten Schätzungen der Umverteilung von den Aktiven zu den Rentnern zeigen, dass sich diese in jüngster Zeit noch verschärft hat. Wir zeigen auch auf, welche Parameter geändert werden müssten, um das Pensionskassensystem langfristig wieder ins Gleichgewicht zu bringen.

Schliesslich stellen wir die grundsätzliche Frage, welchen Stellenwert die zweite Säule für die finanzielle Lage im Alter hat. Unsere zentrale Konklusion ist, dass die Bedeutung der zweiten Säule von Generation zu Generation steigt und sich eine allgemeine Tendenz zu einer besseren Abdeckung durch die drei Säulen der Altersvorsorge beobachten lässt. Dennoch spielen die zweite Säule, aber auch die private Vorsorge, erst für die oberen Einkommensklassen eine wichtige Rolle.

Wir danken allen Beteiligten, die an unserer Umfrage teilgenommen und somit einen wertvollen Beitrag zu unserer Studie geleistet haben. Wir hoffen, dass die nachfolgenden Ausführungen zur Diskussion um die Weiterentwicklung des Pensionskassensystems und damit der Altersvorsorge als Ganzes beitragen.

Wir wünschen Ihnen eine anregende Lektüre.



Beat Zeller
Leiter Pension Funds & Corporate Investors
Credit Suisse (Schweiz) AG



Oliver Adler
Chefökonom
CIO Office Schweiz

Management Summary

Strukturwandel in der Pensionskassenbranche setzte sich fort
(S. 8)

Der Strukturwandel und Konzentrationsprozess in der Pensionskassenbranche setzte sich in den letzten Jahren fort. Zwischen 2006 und 2015 nahm die Anzahl Vorsorgeeinrichtungen in der Schweiz jährlich im Durchschnitt um knapp 100 Einheiten ab, während die Anzahl der aktiven Versicherten und Leistungsbezüger sowie das verwaltete Vermögen insgesamt weiter stiegen. Der Kassenschwund fand in erster Linie bei den kleinsten Einrichtungen (Bilanzsumme unter CHF 100 Mio.) statt, deren Anzahl sich zwischen 2004 und 2014 halbierte.

Tiefzinsumfeld, zu hoher Mindestumwandlungssatz und Demografie als grösste Herausforderungen
(S. 12 – 14)

An der jüngsten Pensionskassenumfrage der Credit Suisse, welche im Oktober/November 2016 durchgeführt wurde, nahmen knapp 200 Verantwortliche von Schweizer Vorsorgeeinrichtungen teil. Sie wurden unter anderem danach gefragt, was aus ihrer Sicht aktuell die grössten Herausforderungen für die berufliche Vorsorge sind. Am häufigsten nannten sie dabei wie bereits in den vorangehenden Umfragen 2011 und 2014 das lang anhaltende Tiefzinsumfeld. Für 93% der Befragten stellt dieses eines der drei wichtigsten Probleme dar, mehr als die Hälfte bezeichnen es sogar als die grösste Herausforderung. Für jeweils knapp 60% der Pensionskassen gehören zudem der zu hohe Mindestumwandlungssatz und der demografische Wandel zu den drei Hauptsorgen.

2015 wurden in der zweiten Säule über CHF 5 Mrd. systemwidrig von Aktiven zu Rentnern umverteilt
(S. 15 – 16)

Durch die ungenügende Anpassung der Leistungen gerät das System der beruflichen Vorsorge aus dem finanziellen Gleichgewicht. Aus versicherungsmathematischer Sicht zu hoch angesetzte Umwandlungssätze und technische Zinssätze führen unter anderem zu einer in der zweiten Säule nicht vorgesehenen Umverteilung zwischen den Generationen. Basierend auf den Ergebnissen unserer Pensionskassenumfrage 2016 schätzen wir, dass im Jahr 2015 insgesamt rund CHF 5.3 Mrd. systemwidrig von den aktiven Versicherten zu den Rentnern umverteilt wurden. Diese Zahl liegt deutlich höher als die in unserer Pensionskassenstudie 2012 präsentierte Schätzung von CHF 3.5 Mrd. für das Jahr 2010.

Ohne Massnahmen der Pensionskassen würde die Umverteilung noch mehrere Milliarden höher ausfallen
(S. 16 – 19)

Eine Mehrheit der Vorsorgeeinrichtungen leitete in Reaktion auf die Herausforderungen Demografie und Tiefzinsumfeld Massnahmen ein. So gaben 93% bzw. 82% der Ende 2016 befragten Pensionskassen an, den technischen Zinssatz bzw. die Umwandlungssätze in den vorangehenden fünf Jahren gesenkt zu haben. Gemäss Umfrage lag der durchschnittliche angewandte technische Zinssatz 2015 bei 2.5%, während er 2010 noch 3.5% betragen hatte. Parallel sank der im Mittel angewandte Umwandlungssatz von 6.8% im Jahr 2010 auf 6.2% (Männer) bzw. 6.1% (Frauen) im Jahr 2015. Die Anpassungen waren aber insgesamt zu wenig stark, um die Umverteilung gänzlich zu verhindern. Bei den meisten Kassen lagen die angewandten Umwandlungssätze 2015 weiterhin höher als die versicherungsmathematisch korrekten, welche sich gemäss Pensionskassenexperten in der Grössenordnung von 5% bewegen. Dank der getroffenen Massnahmen konnten im Jahr 2015 dennoch schätzungsweise rund CHF 4 Mrd. an zusätzlicher Umverteilung vermieden werden. Vielerorts sind weitere Anpassungen der Parameter geplant: 92% bzw. 87% der befragten Pensionskassen haben eine Senkung des technischen Zinssatzes bzw. der Umwandlungssätze in den nächsten fünf Jahren entweder bereits beschlossen oder ziehen eine solche in Erwägung. Dabei streben sie im Mittel einen technischen Zins von 2% und einen Umwandlungssatz von 5.5% an.

Pensionskassen sehen weiter gehenden politischen Handlungsbedarf
(S. 20 – 22)

Die Anpassungsmöglichkeiten der Pensionskassen sind teilweise durch die geltende Gesetzgebung eingeschränkt, welche im BVG-Obligatorium einen Mindestumwandlungssatz von aktuell 6.8% vorschreibt. Wenig überraschend befürworteten 94% der Vorsorgeeinrichtungen die im Rahmen der Rentenreform «Altersvorsorge 2020» geplante Senkung des Mindestumwandlungssatzes auf 6.0%. Über die Hälfte der Befragten ortet allerdings weiteren – über die in der Vorlage «Altersvorsorge 2020» vorgesehenen Massnahmen hinausgehenden – politischen Handlungsbedarf. Insbesondere beim Mindestumwandlungssatz werden weitere Anpassungen und dabei vor allem eine Entpolitisierung der Festlegung gewünscht.

Tiefzinsumfeld veranlasst Pensionskassen zur Anpassung der Anlagestrategie

(S. 8 – 10, S. 23 – 24)

Nach einem schwachen Anlagejahr 2015 (1.0% Rendite) erzielten Schweizer Vorsorgeeinrichtungen gemäss dem Pensionskassen-Index der Credit Suisse im Jahr 2016 eine durchschnittliche Rendite von 3.9%. Aufgrund des anhaltenden Tiefzinsumfelds wurde es in den letzten Jahren jedoch zunehmend schwierig, die nötigen Erträge ohne Inkaufnahme höherer Anlagerisiken zu erwirtschaften. 60% der Ende 2016 befragten Kassen gaben an, in Reaktion auf die tiefen Zinsen ihre Anlagestrategie angepasst zu haben. Der Anteil an Obligationen wurde zugunsten von Aktien, Immobilien und alternativen Anlagen reduziert. Innerhalb der alternativen Anlagen wurden die Subkategorien Infrastruktur, Insurance Linked Securities, Private Equity und Senior Loans von vielen Kassen entweder neu eingeführt oder ausgebaut. Obligationen stellten 2016 zwar nach wie vor die wichtigste Anlageklasse der Schweizer Pensionskassen dar, ihr Anteil war mit geschätzten 31% aber so tief wie zuletzt im Jahr 2000. Dagegen erreichten die Anteile an Immobilien und alternativen Anlagen 2016 Rekordwerte. Im internationalen Vergleich weisen die Schweizer Pensionskassen mit knapp 19% die höchste Quote an Immobilien in den Portfolios aus.

Der technische Referenzzinssatz dürfte in den nächsten Jahren kaum ansteigen

(S. 25 – 28)

Mit dem gestiegenen Druck auf die Anlagerenditen rückte auch die Frage nach der korrekten Höhe des technischen Zinssatzes vermehrt in den Vordergrund. Unsere Simulation der künftigen Entwicklung des auf Basis der Richtlinie FRP 4 berechneten Referenzzinssatzes zeigt, dass dieser nicht unter 2% sinken und ab 2021 wieder leicht auf 2.5% ansteigen dürfte. Die Annahmen der FRP-4-Formel zur Berechnung des technischen Zinses sind jedoch kritisch zu hinterfragen. Einerseits werden die in den letzten Jahren erfolgten Veränderungen in der typischen Anlageallokation der Pensionskassen von der Richtlinie nicht berücksichtigt. Andererseits beruhen die Annahmen zu den künftigen Renditen unter FRP 4 stark auf den Durchschnittsrenditen der letzten 20 Jahren, was im heutigen Umfeld hinterfragt werden muss. Modellrechnungen unter Berücksichtigung alternativer Berechnungsformeln zeigen, dass je nach Annahmen der technische Zinssatz bis im Jahr 2022 bis auf 1.25% – oder sogar tiefer – sinken könnte.

Abdeckung durch die berufliche Vorsorge hängt in erster Linie vom Einkommensniveau ab

(S. 29 – 37)

Im letzten Kapitel untersuchen wir, welche Bedeutung die zweite Säule für die finanzielle Lage der Schweizer Bevölkerung im Alter hat. Wie stark die Renten aus der beruflichen Vorsorge zum Bruttoeinkommen der Rentnerhaushalte beitragen, hängt einerseits vom Geburtsjahrgang der Rentner ab. Ältere Generationen hatten oft nicht die Möglichkeit, eine vollumfängliche Vorsorge aufzubauen, da das BVG-Obligatorium erst 1985 eingeführt wurde. Unsere Analyse zeigt allerdings, dass das Ausmass der Abdeckung durch die berufliche Vorsorge stärker von soziodemografischen und -ökonomischen Merkmalen wie dem Bildungsniveau – die letztendlich Einkommensunterschiede begründen – als vom Jahrgang abhängt. Auch das Vorsorgeverhalten der heutigen Erwerbstätigen deutet darauf hin, dass der Ausbau der zweiten Säule, aber auch der privaten Vorsorge in Zukunft hauptsächlich bei höheren Einkommenskategorien stark ausfallen wird. Die oben beschriebene systemwidrige Umverteilung in der zweiten Säule wird somit in erster Linie von einkommensstarken aktiven Versicherten getragen. Gesellschaftliche Veränderungen, und dabei insbesondere die zunehmende Verbreitung von Teilzeitarbeit, drohen zudem, die Unterschiede zwischen den Einkommensklassen zusätzlich zu verschärfen. Neue Arbeitsmodelle drücken sich in einer zunehmenden Fragmentierung der Erwerbsbiografien aus, welche im heutigen System der beruflichen Vorsorge zu einer Benachteiligung der betroffenen Versicherten führt. Wer in solchen Arbeitsverhältnissen tätig ist, läuft Gefahr, nicht genügend für das Alter vorsorgen zu können. Über drei Viertel der von uns befragten Pensionskassen sehen die Teilzeitarbeit und andere flexible Arbeitsformen ebenfalls als eine der drei grössten gesellschaftlichen Herausforderungen für die berufliche Vorsorge.

Eine kurze Erklärung der wichtigsten in der Studie vorkommenden Fachbegriffe der zweiten Säule finden Sie im [Glossar auf Seite 38](#).

Pensionskassenlandschaft im Überblick

Strukturwandel setzt sich fort

In der Schweiz gibt es immer weniger Pensionskassen und die Zusammensetzung ihrer Anlagestruktur hat sich in den letzten Jahren verändert. Bezüglich realer Rendite lagen die Schweizer Pensionskassen in der letzten Dekade im OECD-Mittelfeld.

Anzahl kleiner Pensionskassen halbierte sich in zehn Jahren

2015 zählte die Schweiz knapp 1800 Vorsorgeeinrichtungen mit insgesamt 4.1 Mio. aktiven Versicherten und mehr als 1.1 Mio. Rentenbezüglern (vgl. Abb. 1). Der anhaltende Strukturwandel und Konzentrationsprozess in der Branche bewirkten, dass sich die Anzahl Pensionskassen seit 2006 pro Jahr im Durchschnitt um 4.4% bzw. rund 100 Vorsorgeeinrichtungen reduzierte. 2013 wurde erstmals die Schwelle von 2000 Einrichtungen unterschritten. Der Rückgang fand vor allem bei kleineren Kassen statt, d.h. bei Vorsorgeeinrichtungen mit weniger als 1000 aktiven Versicherten oder einer Bilanzsumme von weniger als CHF 100 Mio. (vgl. Abb. 2). So halbierte sich zwischen 2004 und 2014 die Zahl der Pensionskassen mit weniger als CHF 100 Mio. Bilanzsumme. Gleichzeitig stieg die Zahl der Einrichtungen mit mehr als CHF 1 Mrd. in den Büchern um etwa die Hälfte. Der Rückgang der Kassenzahl ist indessen nicht nur ein Schweizer Phänomen, sondern ist auch in verschiedenen anderen europäischen Ländern zu beobachten, so z.B. in den Niederlanden und Grossbritannien. Im Gegensatz zur Kassenzahl sind die Zahl der aktiven Versicherten und Leistungsbezüglern sowie das verwaltete Vermögen zwischen 2006 und 2015 durchschnittlich zwischen 1.9% und 3.4% pro Jahr angestiegen. Der Gesamtwert der von den Schweizer Pensionskassen verwalteten Aktiven belief sich 2015 auf rund CHF 788 Mrd., also auf 122% des Schweizer Bruttoinlandprodukts (BIP) – eine der höchsten Quoten in der OECD. Die höchsten Quoten wiesen 2015 Dänemark (206% des BIP), die Niederlande (178%) und Island (157%) auf.

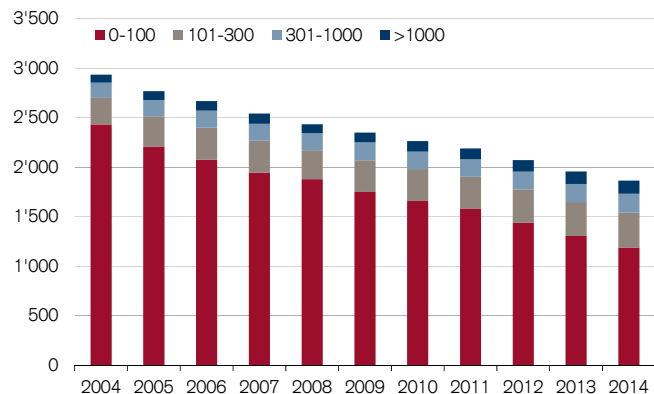
Abb. 1: Strukturdaten berufliche Vorsorge in der Schweiz

	2006	2015	Veränderung p.a.
Anzahl Vorsorgeeinrichtungen	2669	1782	-4.4%
Anzahl aktive Versicherte (in 1000)	3432	4068	1.9%
Anzahl Leistungsbezüglern (in 1000)	930	1132	2.2%
Leistungen (in CHF Mrd.)	26	34	3.0%
Gesamtwert der Aktiven (in CHF Mrd.)*	583	788	3.4%

Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse; * ohne Aktiven aus Versicherungsverträgen

Abb. 2: Strukturwandel der Pensionskassenlandschaft

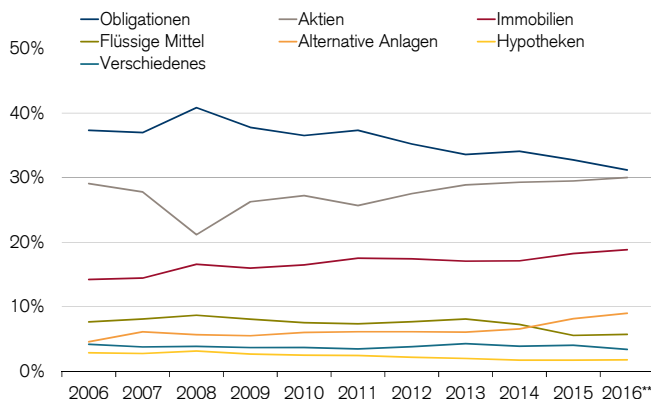
Anzahl Pensionskassen nach Grösse der Bilanz in CHF Mio.



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 3: Asset Allocation Schweizer Pensionskassen

Anteil der Anlageklassen in % der Gesamtbilanz von Schweizer Pensionskassen*



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse; * ohne Aktiven aus Versicherungsverträgen; ** Werte 2016 von der Credit Suisse geschätzt

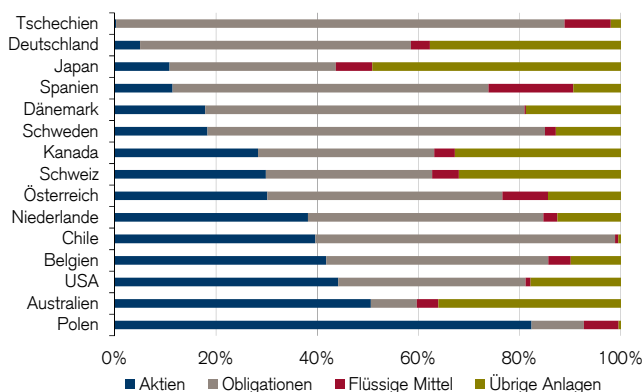
2016 rekordhoher Anteil an Immobilien und alternativen Anlagen

Die wichtigste Anlageklasse der Schweizer Pensionskassen stellten 2016 mit einem Anteil von 31.2% der Aktiven nach wie vor die Obligationen dar, gefolgt von Aktien mit 30.0% und Immobilien mit 18.8% (vgl. Abb. 3). Pensionskassen halten mit 76.4% einen Grossteil ihrer Anlagen in CHF. Unter den Fremdwährungen hat der USD mit 7.1% vor dem EUR mit 3.2% das höchste Gewicht.¹ Die Asset Allocation veränderte sich in der letzten Dekade spürbar: Der starke Kursrückgang bei Aktien führte in den Krisenjahren 2007 und 2008 dazu, dass deren Anteil am Gesamtportfolio der Schweizer Pensionskassen von 29.1% auf 21.2% sank. Während der Krise kam es jedoch auch zu einem starken Rückgang der Zinsniveaus bzw. zu Kursgewinnen bei den Obligationen, deren Anteil an der Asset Allocation sich von 37.0% auf 40.1% erhöhte. Als Reaktion auf die extrem tiefen Zinsen reduzierten die Pensionskassen in den letzten Jahren ihren Obligationenanteil und erhöhten die Allokation bei Immobilien und alternativen Anlagen, welche 2016 Rekordwerte erreichten. Die Erhöhung der alternativen Anlagen kann indes zum Teil auch auf die Änderungen der BVV-2-Vorschriften zurückgeführt werden, bei der gewisse festverzinsliche Kategorien neu als alternative Anlagen zu klassifizieren waren. Aufgrund der Erholung der Aktienkurse und einer stärkeren Gewichtung dieser Anlageklasse in der strategischen Anlagestruktur stieg gleichzeitig der Aktienanteil: 2016 war die Obligationenquote so tief und der Aktienanteil so hoch wie zuletzt im Jahr 2000. Welche Anpassungen der Anlagestrategie Pensionskassen aufgrund des Tiefzinsumfelds vornahmen, beleuchten wir detailliert im Kapitel «Anpassungen der Anlagestrategie und Entwicklung des technischen Zinses» auf Seite 23.

Schweizer Pensionskassen weisen international den höchsten Immobilienanteil auf

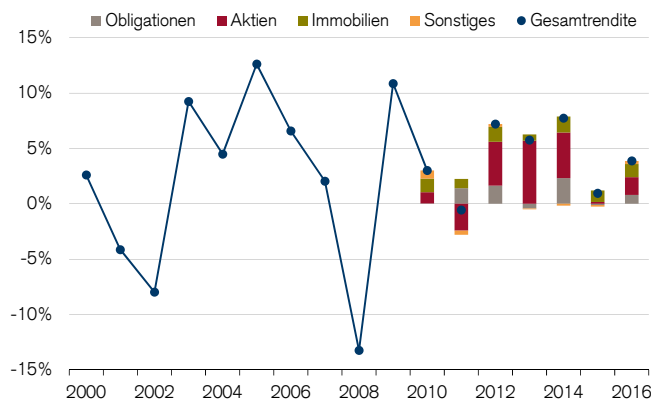
Zwar stellen Aktien und Obligationen praktisch in allen OECD-Ländern die wichtigsten Anlageklassen von Pensionskassen dar, die Anteile schwanken aber von Land zu Land stark. So sind in Australien weniger als 10% der Vorsorgegelder in Obligationen angelegt, in Tschechien aber 89% (vgl. Abb. 4). Umgekehrt lag der Aktienanteil 2015 zwischen 0.3% in Tschechien und 82.3% in Polen. Weiter halten die Pensionskassen verschiedene «übrige Anlagen», zu welchen unter anderem Investitionen in Fonds oder Immobilien gehören. Die Schweizer Pensionskassen weisen dabei mit 18.8% den OECD-weit grössten Immobilienanteil in ihren Portfolios auf. Wie in der Schweiz hat sich die Asset Allocation auch in den meisten OECD-Ländern seit der Finanzkrise verändert, zum Teil aber in stark gegensätzliche Richtungen. Interessanterweise sank beispielsweise zwischen 2008 – also dem Jahr, als sich die Finanzkrise in den Aktienkursen widerspiegelte – und 2015 der Aktienanteil in acht Ländern, während er in 19 Ländern anstieg. In der Schweiz nahm er während dieses Zeitraums um acht Prozentpunkte zu. Umgekehrt sanken die Obligationenanteile in vielen OECD-Ländern weniger stark als in der Schweiz oder stiegen im besagten Zeitraum sogar. Relativ konsistent war die Abnahme der Cashbestände. Deren Anteil an der Gesamtallokation ging in rund zwei Dritteln der OECD-Länder zurück, wohl als Folge der im Trend sinkenden Geldmarktsätze.

Abb. 4: Asset Allocation Pensionskassen international
Anteil der Anlageklassen 2015 in %, ausgewählte OECD-Länder



Quelle: OECD, Credit Suisse

Abb. 5: Anlageperformance Schweizer Pensionskassen
In %; ab 2010 Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



Quelle: Credit Suisse Schweizer Pensionskassen-Index

¹ Währungsallokation gemäss Credit Suisse Schweizer Pensionskassen-Index. Siehe www.credit-suisse.com/pensionskassenindex. Der Index berücksichtigt das tatsächliche Anlageverhalten von autonomen Pensionskassen, deren Vermögenswerte bei der Credit Suisse im Rahmen eines Global Custody verwahrt werden. Der Index erfasst rund 20% des Vermögens aller autonomen Pensionskassen der Schweiz. Dank der breiten Abstützung in diesem Segment, welches 80% des kumulierten Gesamtvermögens in der zweiten Säule abdeckt, ergibt sich ein repräsentatives Bild der Renditesituation in der zweiten Säule.

Renditen in den letzten fünf Jahren mit Ausnahme von 2015 höher als im langfristigen Durchschnitt

In den letzten zehn Jahren (2007 – 2016) erzielten Schweizer Pensionskassen gemäss dem Pensionskassen-Index der Credit Suisse im Schnitt eine jährliche Rendite von 2.6% (vgl. Abb. 5). Sie erreichten damit in diesem Zeitraum mehr als die annualisierte BVG-Mindestverzinsung von 1.8%. In den letzten fünf Jahren lagen die erzielten Renditen bis auf 2015 in jedem Jahr über dem langfristigen Durchschnitt und über der jeweils geltenden BVG-Mindestverzinsung. Insbesondere die gute Performance der Jahre 2012 – 2014 ist auf die positive Entwicklung der Aktienmärkte und Bewertungsgewinne auf Obligationen zurückzuführen. Dafür trugen diese Anlageklassen 2015 nur minimal zur Performance bei. Den stabilsten Beitrag zur Rendite leisteten in den letzten Jahren die Immobilienanlagen. Insgesamt resultierte 2016 nach einem schwachen 2015 wieder eine überdurchschnittliche Jahresrendite von 3.9%, welche vor allem dank Erträgen aus ausländischen Aktien- und Schweizer Immobilienanlagen zustande kam.

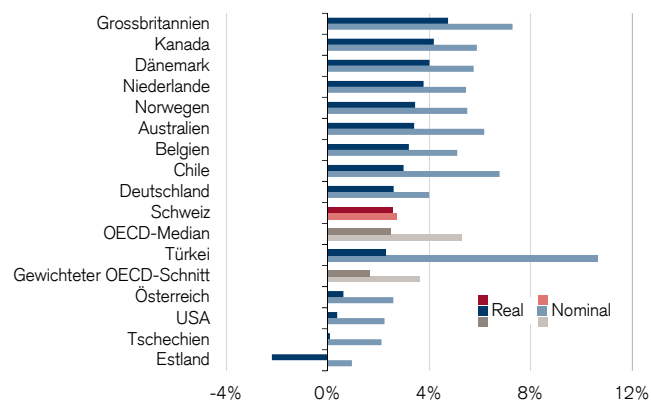
Langjährige reale Rendite von Schweizer Pensionskassen liegt international im Mittelfeld

Die von den Schweizer Pensionskassen zwischen 2005 und 2015² erzielte jährliche Durchschnittsrendite von 2.7% liegt klar unter dem anhand der Aktiven gewichteten OECD-Mittel von 3.6% (vgl. Abb. 6). Dabei handelt es sich aber um die nominale, d.h. nicht inflations- oder wechselkursbereinigte Rendite. In vielen Ländern war die Inflation deutlich höher als in der Schweiz; ausserdem hat die wiederholte Aufwertung des CHF die Renditen international diversifizierter Portfolios reduziert. Die inflationsbereinigte reale Rendite – welche aus Kaufkraftsicht aussagekräftiger ist – entwickelte sich im internationalen Vergleich besser: Die reale Rendite der Schweizer Pensionskassen lag mit 2.6% über dem gewichteten OECD-Schnitt (1.7%), vor allem weil die reale Rendite im gewichtigen US-Pensionskassensystem in erster Linie aufgrund einer deutlich negativen Rendite im Jahr der Finanzkrise (2008) sehr tief ausfiel. Gemessen an der realen Medianrendite (2.5%) rangierte das Schweizer Vorsorgesystem OECD-weit im Mittelfeld, d.h. in etwas mehr als der Hälfte der betrachteten Länder erzielten Pensionskassen real eine tiefere Rendite als in der Schweiz. Die Unterschiede in der Performance sind unter anderem von den jeweiligen nationalen Kapitalmärkten sowie von der unterschiedlichen strategischen Asset Allocation abhängig. Letztere wird zum Teil durch regulatorische Bestimmungen und die Ausprägung der verschiedenen Pensionskassensysteme bestimmt. Ausserdem ist zu betonen, dass die hier vorgenommene isolierte Renditebetrachtung das eingegangene Risiko zur Renditeerzielung vernachlässigt. Da für die eingegangenen Risiken keine internationalen Vergleichswerte vorliegen, ist diesbezüglich keine Analyse möglich.

Deckungsgrad der Pensionskassen stabilisierte sich 2016 nach leichtem Rückgang im Vorjahr wieder

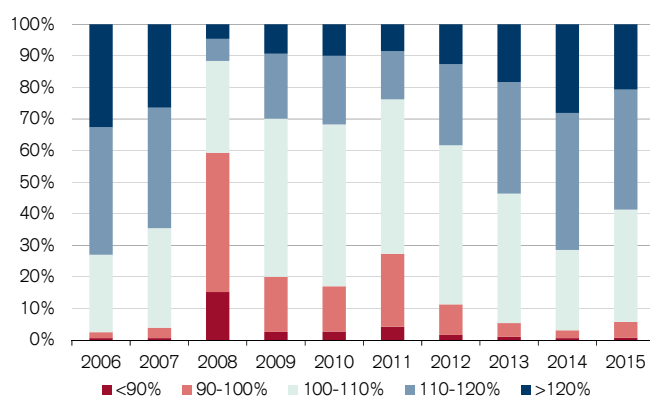
Aufgrund der international zwar eher unterdurchschnittlichen, im Zeitvergleich aber guten nominalen Anlageperformance konnten viele Schweizer Vorsorgeeinrichtungen ihren Deckungsgrad in den Jahren 2012 – 2014 verbessern (vgl. Abb. 7). Hingegen führte die verhaltene Entwicklung der Finanzmärkte 2015 dazu, dass sich die finanzielle Situation der Pensionskassen wieder etwas verschlechterte. Knapp 60% der Vorsorgeeinrichtungen erreichten 2015 einen Deckungsgrad von 110% und mehr. Dies entspricht etwa den Werten der Jahre 2013 oder 2007. Abbildung 7 zeigt Daten für privatrechtliche Pensionskassen. Öffentlich-rechtliche Vorsorge-

Abb. 6: Performance Pensionskassen international
Durchschnittliche jährliche Rendite 2005 – 2015, ausgewählte OECD-Länder, in %



Quelle: OECD, Credit Suisse

Abb. 7: Deckungsgrad Schweizer Pensionskassen
Anteil privatrechtlicher Pensionskassen mit entsprechendem Deckungsgrad in %



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

² Die OECD stellt noch keine Zahlen für das Jahr 2016 zur Verfügung.

einrichtungen weisen in der Regel einen deutlich tieferen Deckungsgrad auf. Der nach Bilanzsumme gewichtete durchschnittliche Deckungsgrad der privatrechtlichen Pensionskassen betrug 2015 gemäss unserer Umfrage (vgl. Box «Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2016» auf Seite 14) 111.3%, derjenige der öffentlich-rechtlichen Einrichtungen 80.1%. Für 2016 liegen noch keine konkreten Zahlen zum Deckungsgrad vor. Die gute Anlageperformance im entsprechenden Jahr trug einerseits zwar dazu bei, den Deckungsgrad vieler Kassen leicht zu verbessern. Auf der anderen Seite reduzierten viele Einrichtungen ihren technischen Zinssatz (der technische Referenzzinssatz wurde per 30. September 2016 von 2.75% auf 2.25% gesenkt), was sich negativ auf den Deckungsgrad auswirkte. Insgesamt schätzen wir, dass der durchschnittliche Deckungsgrad bei privatrechtlichen Kassen 2016 bei etwa 111% praktisch stagnierte.

Herausforderungen in der zweiten Säule

Seit fünf Jahren die gleichen Herausforderungen

Tiefzinsumfeld, zu hoher Mindestumwandlungssatz und Demografie belasteten Schweizer Pensionskassen auch 2016. Das Ausmass der staatlichen Regulierung stellt für die zweite Säule eine weitere wichtige Herausforderung dar.

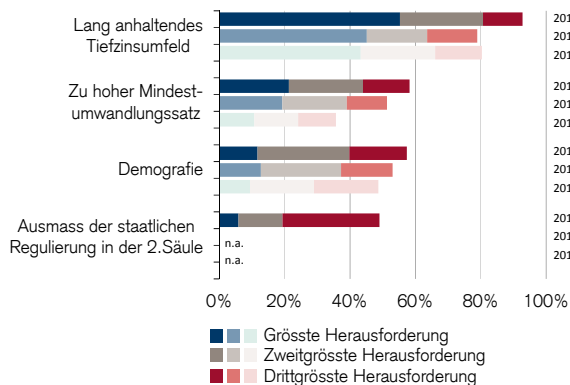
Tiefzinsumfeld, Mindestumwandlungssatz und Demografie immer noch grosse Herausforderungen für Schweizer Pensionskassen

Seit der ersten Durchführung unserer Credit Suisse Pensionskassenumfrage im Jahr 2011 wollen wir von den Vorsorgeeinrichtungen regelmässig erfahren, welches aus ihrer Sicht die grössten Herausforderungen für die zweite Säule sind. In der Umfrage von Ende 2016 hat sich in ihren Antworten gegenüber 2014 und 2011 kaum etwas geändert. Die drei wichtigsten Sorgen stellen nach wie vor das lang anhaltende Tiefzinsumfeld, ein zu hoher Mindestumwandlungssatz und die Demografie dar (vgl. Abb. 8 und 9). Diese Themen sind eng miteinander verknüpft, ist doch die Rentenhöhe – zumindest für das BVG-Obligatorium – durch den Mindestumwandlungssatz gesetzlich garantiert. Diese Garantie besteht ungeachtet dreier für das finanzielle Gleichgewicht der zweiten Säule wichtigen Parameter: der Lebenserwartung, des effektiven Pensionsalters und der an den Finanzmärkten tatsächlich erzielbaren Renditen.

Steigende Lebenserwartung gefährdet das finanzielle Gleichgewicht des Pensionskassensystems

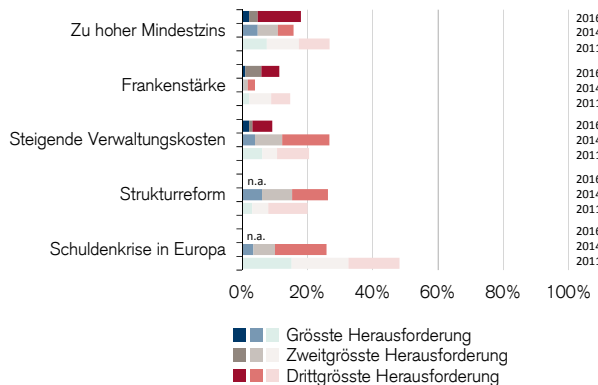
Das Umfeld, in dem die Schweizer Pensionskassen operieren, hat sich seit der Einführung des BVG-Obligatoriums im Jahr 1985 stark verändert. Innerhalb von drei Dekaden erhöhte sich für 65-jährige Männer in der Schweiz die Restlebenserwartung im Durchschnitt um knapp fünf Jahre, von 14.9 Jahren im Jahr 1985 auf 19.2 Jahre im Jahr 2015. Bei Frauen nahm sie im gleichen Zeitraum von 19.0 auf 22.2 Jahre zu (vgl. Abb. 10). Für die finanzielle Gesundheit der zweiten Säule stellt der an sich erfreuliche Anstieg der Lebenserwartung eine grosse Herausforderung dar. Bleiben Pensionsalter und versprochene Rentenhöhe (definiert durch den Umwandlungssatz) unverändert, steigt mit den zusätzlichen Lebensjahren das Risiko, dass das während des Erwerbslebens angesparte Vorsorgekapital für die gesamte Rentenbezugsdauer nicht ausreicht. Ist das Kapital einmal aufgebraucht, müssen die weiterhin anfallenden Renten von der Vorsorgeeinrichtung als Kollektiv finanziert werden. Entsprechend betrachten mehr als die Hälfte der Schweizer Pensionskassen die Demografie weiterhin als grosse Herausforderung. Wie wir in unserer Studie aus dem Jahr 2014 gezeigt haben, sehen die Pensionskassen die Alterung der Gesellschaft vor allem aufgrund ihrer Umverteilungswirkung in Kombination mit einem zu hohen Umwandlungssatz als Problem³ (vgl. Abb. 11). Pensionskassen fürchten gemäss der damaligen

Abb. 8: Grösste 4 Herausforderungen für Pensionskassen
Anteil Nennungen in % (3 Nennungen waren möglich)



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfragen 2016, 2014 und 2011

Abb. 9: Weitere Herausforderungen für Pensionskassen
Anteil Nennungen in % (3 Nennungen waren möglich)



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfragen 2016, 2014 und 2011

³ Vgl. Credit Suisse (2014), Swiss Issues Branchen: «Schweizer Pensionskassen 2014 – Perspektiven in der Demografie und im Anlagemanagement».

Umfrage, dass die demografische Alterung zu einer allfälligen Erhöhung der Sparbeiträge und/oder zu einem Leistungsabbau führen wird.

Tiefe Zinsen erschweren die Suche nach Erträgen

Mit Abstand am häufigsten nannten die befragten Vorsorgeeinrichtungen jedoch in der aktuellen Umfrage das Tiefzinsumfeld als Herausforderung. Für praktisch alle (93%) stellt es eines der drei grössten Probleme dar, mehr als die Hälfte bezeichnen es gar als grösste Herausforderung. Neben den aktiven Versicherten (Arbeitnehmenden) und den Arbeitgebern gilt im System der zweiten Säule generell der Anlageertrag als «dritter Beitragszahler». Dieser erfüllte in den letzten Jahren aufgrund hoher Bewertungsgewinne auf Aktien und auch auf Obligationen seine Aufgabe zwar noch teilweise. Obligationen, welche bei Schweizer Pensionskassen nach wie vor die wichtigste Anlageklasse darstellen (vgl. Abb. 3 auf Seite 8), werfen inzwischen aber kaum noch Renditen ab. So sank die Rendite 10-jähriger Schweizer Bundesobligationen, welche in den 1990er-Jahren noch durchschnittlich 4.8% betrug, im Nachgang der Finanzkrise 2008 auf rekordtiefe Niveaus und liegt seit 2015 sogar mehrheitlich im negativen Bereich (vgl. Abb. 10). In diesem Kontext wird es für Pensionskassen zunehmend schwierig, die zur nachhaltigen Finanzierung ihrer Leistungen nötigen Erträge ohne Inkaufnahme höherer Anlagerisiken zu erwirtschaften. Wie sich das Tiefzinsumfeld auf die Anlageentscheide von Schweizer Vorsorgeeinrichtungen konkret auswirkt und welche weiteren Entwicklungen diesbezüglich zu erwarten sind, zeigen wir im Kapitel «Anpassungen der Anlagestrategie und Entwicklung des technischen Zinses» auf Seite 23.

Zu hoher Mindestumwandlungssatz für mehr als die Hälfte der Pensionskassen eine grosse Herausforderung

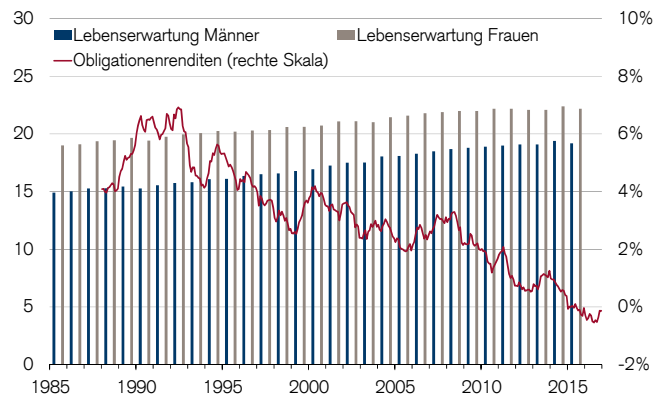
Als zweithäufigste Herausforderung wurde von den Umfrageteilnehmern der zu hohe Mindestumwandlungssatz genannt (von 58% der Kassen). Im Vergleich zu den früheren Umfragen hat diese Problematik tendenziell sogar noch an Gewicht gewonnen. Aus versicherungsmathematischer Sicht liegt angesichts des Tiefzinsumfelds und der zunehmenden Alterung der aktuell gesetzlich vorgeschriebene Satz von 6.8% unbestritten zu hoch. Zu hohe Umwandlungssätze in Kombination mit einem fixen Rentenalter führen zu einer Umverteilung von aktiven Versicherten zu Rentnern. Eine solche Umverteilung ist Kernbestandteil der ersten Säule, in der zweiten ist sie aber nicht vorgesehen und daher höchst problematisch. Im nächsten Kapitel gehen wir detailliert auf diese Problematik ein.

Staatliche Regulierung belastet Pensionskassen

Zum ersten Mal haben wir in dieser Ausgabe der Umfrage das «Ausmass der staatlichen Regulierung in der zweiten Säule» als mögliche Herausforderung zur Auswahl angegeben. In den letzten Jahren nahmen die Komplexität und der Umfang der staatlichen Regulierung laufend zu. Zu nennen wäre z.B. die Strukturreform, die Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegÜV, Umsetzung der Minder-Initiative), aber auch der Mindestumwandlungssatz. Die Berücksichtigung der staatlichen Regulierung im Fragekatalog war offenbar mehr als berechtigt: Jede zweite Pensionskasse gab an, dass der aktuelle Regulierungsgrad für sie eine der drei wichtigsten Herausforderungen der zweiten Säule darstellt. Einschränkend gilt aber, dass diese Herausforderung mit den oben genannten zusammenhängt,

Abb. 10: Lebenserwartung und Obligationenrenditen

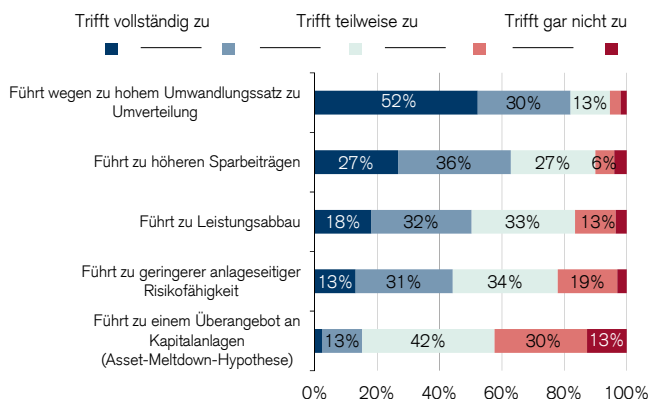
Restlebenserwartung im Alter von 65, in Jahren; Rendite 10-jähriger Schweizer Bundesobligationen in %



Quelle: Bundesamt für Statistik, Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

Abb. 11: Weshalb stellt die Demografie für Pensionskassen eine Herausforderung dar?

Anteil Nennungen in %



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2014

denn der Mindestumwandlungssatz ist ebenfalls Bestandteil der staatlichen Regulierung und dürfte daher die Einschätzung der Pensionskassen zum Regulierungsgrad mitgeprägt haben. Auf ausgewählte Aspekte des Themas Regulierung gehen wir im nächsten Kapitel im Rahmen der Diskussion um die «Altersvorsorge 2020» ein. Die wichtigsten gesellschaftlichen Herausforderungen thematisieren wir im Kapitel «Vorsorge im Kontext gesellschaftlicher Veränderungen».

Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2016

Zum dritten Mal nach 2011 und 2014 haben wir Schweizer Pensionskassen zu ihren wichtigsten Herausforderungen befragt. Die Umfrage wurde zwischen Ende Oktober und Ende November 2016 durchgeführt. Der Fragebogen wurde an Stiftungsratspräsidenten, Geschäftsführer oder andere zentrale Ansprechpersonen von Pensionskassen versandt. 184 komplett und 71 teilweise ausgefüllte Fragebögen gingen beim externen Marktforschungsinstitut LINK ein, welches die anonyme Umfrage durchführte. Die Anzahl der Antworten schwankt je nach Frage und Filtersetzung. 182 Kassen gaben die Grösse ihrer Bilanzsumme für das Jahr 2015 an. Sie teilten sich folgendermassen auf:

CHF 0 – 30 Mio.	13 Kassen
CHF 31 – 100 Mio.:	33 Kassen
CHF 101 – 300 Mio.:	51 Kassen
CHF 301 – 1000 Mio.:	39 Kassen
> CHF 1000 Mio.:	46 Kassen

Die Pensionskassen, welche Angaben zur Bilanzsumme machten, repräsentierten 2015 rund 1'056'800 aktive Versicherte und 231'300 Rentner. Die Pensionskassenstatistik des Bundesamtes für Statistik weist für 2015 insgesamt rund 4.1 Mio. aktive Versicherte aus, womit unsere Umfrage gut ein Viertel davon erfasst. Die durchschnittliche teilnehmende Pensionskasse zählt gut 5600 aktive Versicherte und 1600 Altersrentner und weist eine Bilanzsumme von CHF 1.31 Mrd. auf. Gemessen an der Versichertenzahl sind die teilnehmenden Pensionskassen mehr als zwei Mal so gross wie der Durchschnitt aller Pensionskassen laut Pensionskassenstatistik. Gemessen an der Bilanzsumme sind sie dreimal grösser. Damit sind in unserer Umfrage grössere Pensionskassen gegenüber kleineren übervertreten. 92% der Pensionskassen, welche an der Umfrage teilgenommen haben, versichern ihre Destinatäre im Beitragsprimat, 8% im Leistungsprimat (bezogen auf die Altersleistungen).

Entwicklungen im Leistungsbereich

Weiterhin Umverteilung trotz Massnahmen der Pensionskassen

2015 wurden in der zweiten Säule über CHF 5 Mrd. von den Aktiven zu den Rentnern umverteilt. Pensionskassen und Politik sind gefordert, korrigierende Massnahmen einzuleiten, um das finanzielle Gleichgewicht des Systems langfristig sicherzustellen.

Falsch kalibrierte Parameter verursachen ungewollte Umverteilung von Aktiven zu Rentnern in der zweiten Säule

Die steigende Lebenserwartung und das anhaltende Tiefzinsumfeld stellen Pensionskassen vor grosse Herausforderungen. Werden die verschiedenen Parameter der beruflichen Vorsorge nicht – oder zu langsam – an die neuen demografischen und wirtschaftlichen Realitäten angepasst, gerät das System finanziell aus dem Gleichgewicht. Eine konkrete, wenn auch wenig sichtbare Folge dieser Problematik stellt die Umverteilung von den Aktiven zu den Rentnern dar. Während diese in der umlagefinanzierten ersten Säule (AHV) explizit vorgesehen ist, sind solche Mechanismen im der zweiten Säule zugrunde liegenden Kapitaldeckungsverfahren eigentlich systemfremd. Wie und unter welchen Umständen in der beruflichen Vorsorge dennoch eine Quersubventionierung von Alt durch Jung entsteht, haben wir bereits in unserer Studie von 2012 ausführlich beleuchtet.⁴ Im Folgenden präsentieren wir basierend auf den Ergebnissen unserer Pensionskassenumfrage 2016 zunächst eine aktualisierte Schätzung des Umverteilungsausmasses in der beruflichen Vorsorge für das Jahr 2015. Wie bereits 2012 unterstützte uns die Firma Exactis AG bei den Berechnungen. Anschliessend zeigen wir auf, mit welchen Massnahmen die Pensionskassen auf die genannten Herausforderungen reagieren und welchen Handlungsbedarf seitens der Politik sie in diesem Kontext sehen.

Umverteilung bei Neurenten von rund CHF 3.5 Mrd. im Jahr 2015

Grundsätzlich findet die Umverteilung von den Aktiven zu den Rentnern über zwei unterschiedliche Kanäle statt. Bei den Neurenten entsteht eine Umverteilung, wenn eine Vorsorgeeinrichtung zu hohe Umwandlungssätze anwendet und damit aus versicherungsmathematischer Sicht zu hohe Renten festsetzt. Einmal gesprochene Renten können aus rechtlichen Gründen nicht angefasst werden (vgl. Box «Möglichkeit zur Anpassung bestehender Renten» auf Seite 22). Die Finanzierungslücke zwischen den zu hohen Rentenversprechen und den versicherungsmathematisch korrekten Renten (diskontiert auf den Zeitpunkt der Pensionierung) wird als Pensionierungsverlust bezeichnet. Dieser müsste zurückgestellt werden und wird letztlich von den Beitragszahlenden getragen. Insgesamt lieferten in der Umfrage 106 Vorsorgeeinrichtungen die zur Berechnung dieses Effekts nötigen Informationen vollständig. Im Durchschnitt (Median) wandten diese Kassen 2015 im reglementarischen Pensionsalter einen Umwandlungssatz von 6.2% für Männer und von 6.1% für Frauen an. In über 90% der Fälle sind die angewandten Umwandlungssätze aus versicherungsmathematischer Sicht (zum Teil deutlich) zu hoch. Mögliche Gründe dafür sind eine Unterschätzung der Lebenserwartung oder die Anwendung eines zu hohen technischen Zinses. Auch die Politik verursacht mit dem zu hohen Mindestumwandlungssatz einen Teil des Problems. Die auf Basis der neuen technischen Grundlagen BVG 2015 (Generationentafeln) und eines technischen Zinses von 2%⁵ berechneten «korrekten» Umwandlungssätze betragen bei den befragten Pensionskassen 2015 im Mittel 4.9% (Männer) bzw. 5.1% (Frauen). Die Summe der für jede Kasse berechneten Pensionierungsverluste belief sich für das Jahr 2015 auf 0.4% der kumulierten Bilanzsumme.⁶ Hochgerechnet auf alle Schweizer Pensionskassen ergibt dies Pensionierungsverluste in Höhe von rund CHF 3.5 Mrd. (vgl. Abb. 12).

Umverteilung bei laufenden Renten von CHF 1.8 Mrd. im Jahr 2015

Die zweite Art von Umverteilung von Jung zu Alt entsteht bei laufenden Renten, wenn der technische Zins zu hoch angesetzt ist und das Vorsorgekapital der Rentner deshalb über längere Zeit höher verzinst wird als das Vorsorgekapital der aktiven Versicherten. Bei Pensionskassen im

⁴ Vgl. Credit Suisse (2012), Swiss Issues Branchen: «Herausforderungen Pensionskassen 2012 – Aktuelles Stimmungsbild und Hintergründe», S.36ff.

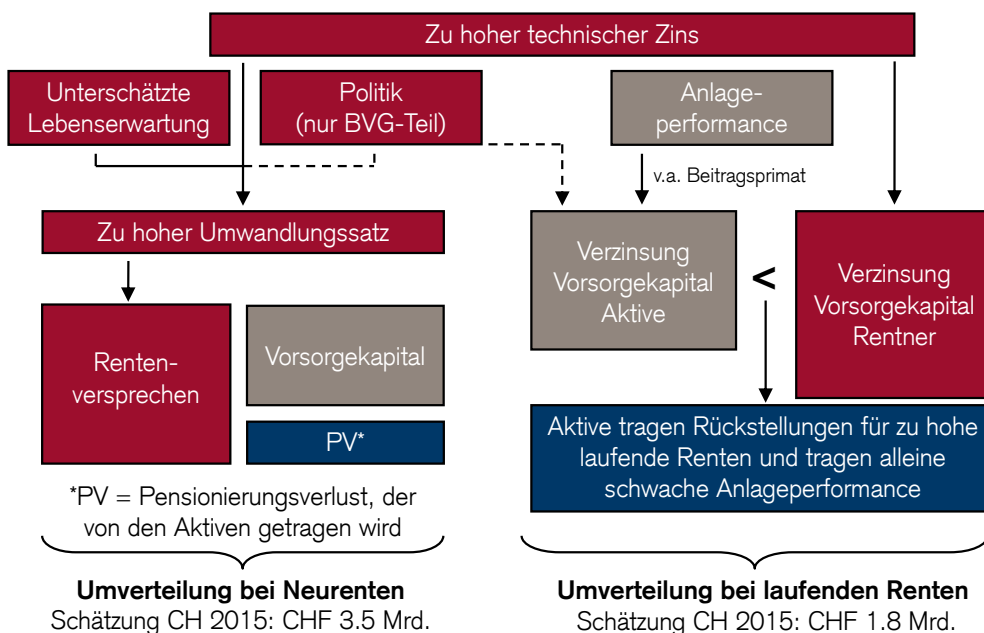
⁵ Der technische Zinssatz sollte den langfristig erzielbaren Renditen entsprechen. Auf die Rolle des technischen Zinssatzes, die Annahmen zu seiner Bestimmung und seine erwartete Entwicklung in den nächsten Jahren gehen wir im Kapitel «Anpassungen der Anlagestrategie und Entwicklung des technischen Zinses» detaillierter ein.

⁶ Unterschiede beim reglementarischen Pensionierungsalter und der Geschlechterstruktur der Kassen werden berücksichtigt. Bei den Leistungsprimatskassen wurde der Barwertfaktor abgefragt und der entsprechende Umwandlungssatz daraus berechnet. Den Pensionierungsverlust berechnen wir als: Vorsorgekapital der Neurenten x (angewandter Umwandlungssatz / «korrekter» Umwandlungssatz - 1).

Leistungsprimat werden meistens auf beide Kapitalblöcke dieselben technischen Zinssätze angewandt, womit grundsätzlich keine Umverteilung stattfindet. Die Lage kann allerdings problematisch werden, falls sich der technische Zins langfristig nicht erwirtschaften lässt, denn dann müssen die Versicherten und der Arbeitgeber eine allfällige Sanierung der Vorsorgeeinrichtung tragen. Die Situation ist anders im Beitragsprimat, wo die aktiven Versicherten das Anlagerisiko tragen, indem sich die Verzinsung ihres Vorsorgekapitals an der von der Pensionskasse erzielten Rendite orientiert. Bei einer schwachen Anlageperformance erhalten die aktiven Versicherten weniger Zins auf ihrem Kapital als die Rentner. Auf Basis der von 150 Vorsorgeeinrichtungen gelieferten Daten schätzen wir, dass sich die Umverteilung bei laufenden Renten im Jahr 2015 auf 0.2% der kumulierten Bilanzsumme belief. Rechnet man dies auf die gesamte Schweizer Pensionskassenlandschaft hoch, kommt man auf einen Wert von CHF 1.8 Mrd. (vgl. Abb. 12).

Abb. 12: Umverteilung von Aktiven zu Rentnern in der zweiten Säule

Schematische Darstellung



Quelle: Credit Suisse, Exactis

Insgesamt nahm die Umverteilung zwischen 2010 und 2015 zu

Fasst man beide Effekte zusammen, wurden unseren Schätzungen zufolge 2015 in der zweiten Säule insgesamt CHF 5.3 Mrd. systemwidrig von den aktiven Versicherten zu den Rentnern umverteilt. Diese Zahl liegt deutlich höher als die in unserer Studie 2012 für das Jahr 2010 ermittelten CHF 3.5 Mrd., wobei aber zwei gegenläufige Entwicklungen zu beobachten sind. Auf der einen Seite nahm die Umverteilung bei laufenden Renten zwischen 2010 und 2015 um knapp 30% ab (Schätzung 2010: CHF 2.5 Mrd.), dies obwohl 2015 ein vergleichsweise renditeschwaches Jahr für Schweizer Pensionskassen war (vgl. Abb. 5 auf Seite 9). Im Durchschnitt (Median) verzinsten die befragten Beitragsprimatskassen das Vorsorgekapital ihrer aktiven Versicherten 2015 mit nur 1.75%, was dem damals geltenden BVG-Mindestzinssatz entspricht. Die Reduktion der Umverteilung bei laufenden Renten ist folglich primär der Tatsache zu verdanken, dass viele Vorsorgeeinrichtungen ihren technischen Zinssatz seit 2010 gesenkt haben. Auf der anderen Seite fiel die geschätzte Umverteilung bei Neurenten 2015 dreieinhalbmal so hoch aus wie 2010 (Schätzung 2010: CHF 1.0 Mrd.). Zwar haben Schweizer Pensionskassen auch bei den Umwandlungssätzen seit 2010 Massnahmen ergriffen (vgl. unten). Die von ihnen vorgenommenen Senkungen waren aber offenbar insgesamt zu wenig stark, um mit dem sich parallel fortsetzenden Anstieg der Lebenserwartung und dem rückläufigen Zinsniveau Schritt zu halten.

Pensionskassen leiten korrigierende Massnahmen ein und denken über weitere nach

Grundsätzlich können folgende Massnahmen zur Eindämmung der systemwidrigen Umverteilung zwischen Aktiven und Rentnern beitragen (vgl. Abb. 12): eine Senkung des technischen Zinssatzes, eine Reduktion des Umwandlungssatzes und eine Angleichung der Verzinsung des Vorsorgekapitals der aktiven Versicherten an den für die Rentner gültigen Zins (d.h. an den technischen

Zinssatz).⁷ In den letzten Jahren beschlossen verschiedene grössere Schweizer Vorsorgeeinrichtungen, wie die Zürcher BVK oder die Pensionskasse der Credit Suisse, Anpassungen ihrer reglementarischen Leistungen, die in diese Richtung zielen. Mit den angekündigten, zum Teil einschneidenden Schritten sorgten diese Fälle für Medienaufmerksamkeit. Waren das aber nur Einzelfälle oder Vorboten eines breiteren Umdenkens in der Branche? Um diese Frage zu beantworten, wollten wir in unserer Umfrage von den Pensionskassen wissen, welche Massnahmen sie bereits umgesetzt haben und welche sie noch planen oder zumindest in Erwägung ziehen.

Flächendeckende Senkung der Umwandlungssätze und der technischen Zinssätze in den letzten Jahren

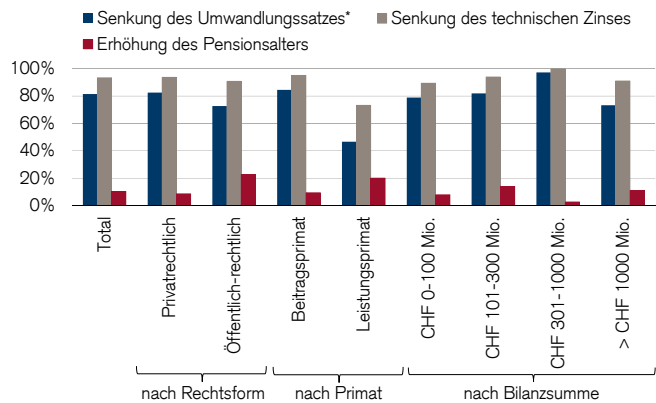
Eine deutliche Mehrheit der befragten Pensionskassen (82%) gab an, in den letzten fünf Jahren ihre Umwandlungssätze gesenkt zu haben (vgl. Abb. 13). Mitverantwortlich für diese hohe Häufigkeit dürfte die 1. BVG-Revision gewesen sein, in deren Rahmen der gesetzlich vorgegebene Mindestumwandlungssatz zwischen 2005 und 2014 schrittweise von 7.2% auf 6.8% herabgesetzt wurde. Der Anteil an Einrichtungen, welche in den vergangenen Jahren ihren technischen Zins senkten, liegt mit 93% noch höher. Das länger anhaltende Tiefzinsumfeld zwang die Schweizer Pensionskassenbranche zu einem flächendeckenden Handeln. Nur wenige Vorsorgeeinrichtungen (10%) hoben hingegen das reglementarische Pensionsalter an. Mit einer Erhöhung des Rentenalters verlängert sich die Beitragszeit. Damit kann im Laufe des Erwerbslebens zusätzliches Vorsorgekapital angespart werden, was wiederum die durch die Senkung des Umwandlungssatzes entstehenden Rentenkürzungen etwas abfedert. Dass die Erhöhung des Pensionsalters eine von den Pensionskassen relativ selten vorgenommene Massnahme ist, überrascht indes wenig. Wie die Resultate unserer Umfrage 2011 zeigen, lag bereits 2010 das reglementarische Pensionsalter nur bei einer kleinen Minderheit der Pensionskassen unter dem gesetzlichen Rentenalter von 65 Jahren (bzw. 64 für Frauen). Insgesamt gibt es bezüglich der Häufigkeit der drei Massnahmen in der Vergangenheit relativ wenig Unterschiede je nach Rechtsform, Primat oder Grösse der Vorsorgeeinrichtungen. Eine Ausnahme bilden Kassen im Leistungsprimat, welche seltener den Barwertfaktor ihrer Altersrenten erhöhten (was faktisch einer Senkung des Umwandlungssatzes entspricht; 47%) bzw. den technischen Zins senkten (73%). Angesichts der relativ kleinen Stichprobe bei Leistungsprimatskassen sollte dieses Ergebnis jedoch nicht überbewertet werden. Auffällig, wenn auch nicht überraschend, ist zudem die höhere Häufigkeit (23%) von Rentenaltererhöhungen bei öffentlich-rechtlichen Pensionskassen. Denn von allen Kassen, deren Reglement 2010 ein Pensionsalter unter 65 (für Männer) vorsah, war gemäss unserer Umfrage 2011 die Mehrheit öffentlich-rechtlich.

Schweizer Pensionskassen wollen Umwandlungssätze und technischen Zins weiter senken

Bei vielen Pensionskassen wird es auch im laufenden und in den kommenden Jahren zu Anpassungen der reglementarischen Leistungen kommen (vgl. Abb. 14). Bei 32% der Befragten war zum Umfragezeitpunkt Ende 2016 eine weitere Senkung der Umwandlungssätze in den nächsten fünf Jahren bereits beschlossen, bei 55% stand ein solcher Schritt zur Diskussion. Eine

Abb. 13: Reglementarische Änderungen – Vergangenheit

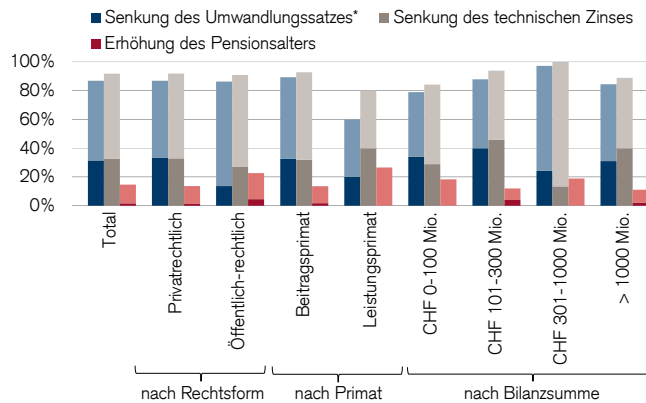
Anteil der Vorsorgeeinrichtungen, welche in den letzten fünf Jahren die entsprechenden Schritte vorgenommen haben, in %



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2016; * bei Kassen im Leistungsprimat: Erhöhung des Barwertfaktors der Altersrente

Abb. 14: Reglementarische Änderungen – Zukunft

Anteil der Vorsorgeeinrichtungen, welche in den nächsten fünf Jahren die entsprechenden Schritte planen (dunkel: bereits beschlossen; hell: steht zur Diskussion), in %



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2016; * bei Kassen im Leistungsprimat: Erhöhung des Barwertfaktors der Altersrente

⁷ Die Höhe der Verzinsung des Vorsorgekapitals der Aktiven hängt wesentlich von der erzielten Anlageperformance und somit von der Anlagestrategie der Vorsorgeeinrichtung ab. Anpassungen der Anlagestrategie sind Gegenstand des nächsten Kapitels. Im vorliegenden Kapitel richten wir zunächst den Blick auf aktuelle Entwicklungen im Leistungsbereich.

Herabsetzung des technischen Zinses planten 33%, während 59% dies zumindest in Erwägung zogen. Der Spielraum für weitere Erhöhungen des reglementarischen Pensionsalters scheint im geltenden gesetzlichen Rahmen indes extrem limitiert: Nur gerade 2% der befragten Pensionskassen hatten Ende 2016 eine entsprechende Anpassung ihres Reglements beschlossen. Bei 13% ist es aber zumindest ein Diskussionspunkt – eventuell in Vorwegnahme weiterer politischer Entwicklungen in diesem Bereich. Im Rahmen der Beratungen zur Vorlage «Altersvorsorge 2020» (vgl. unten) stellte die Erhöhung des Rentenalters einen besonders intensiv diskutierten Punkt dar.

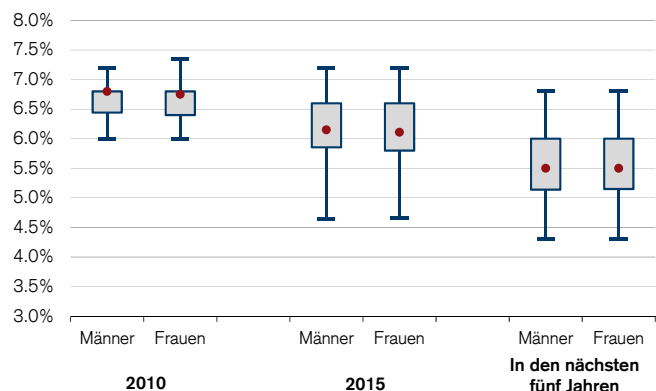
Wie stark wurden bzw. werden Umwandlungssätze und technischer Zins gesenkt?

Neben der Häufigkeit interessiert auch das Ausmass der von den Pensionskassen vorgenommenen und geplanten Senkungen von Umwandlungssatz und technischem Zins. Was die in den letzten Jahren umgesetzten Massnahmen angeht, haben wir deren Umfang in der Umfrage 2016 nicht direkt abgefragt; Aussagen dazu lassen sich aber aus dem Vergleich mit Daten aus der Umfrage 2011 ableiten. Eine Gegenüberstellung der Ergebnisse beider Umfragen ermöglicht zudem eine Einschätzung, wie viel höher die beiden oben genannten Umverteilungseffekte 2015 ausgefallen wären, hätten die Pensionskassen ihre reglementarischen Parameter nach 2010 nicht angepasst. Bei den bis Ende 2016 beschlossenen oder zur Diskussion stehenden Massnahmen für die nächsten Jahre haben wir die Vorsorgeeinrichtungen – dort, wo bereits bekannt – nach ihren Zielwerten gefragt.

Ohne Massnahmen der Pensionskassen wäre die Umverteilung 2015 noch höher ausgefallen

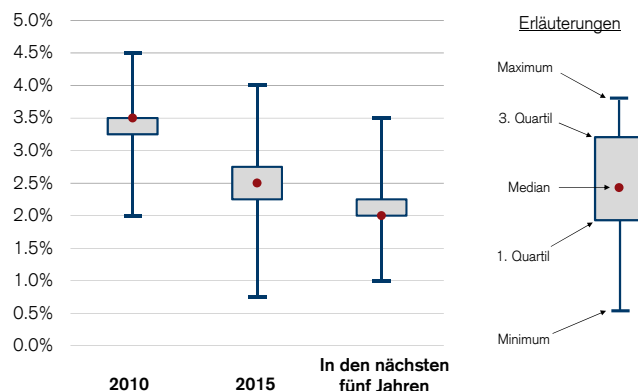
2010 lag der Umwandlungssatz im reglementarischen Pensionsalter bei den befragten Vorsorgeeinrichtungen im Durchschnitt (Median) bei 6.8% für Männer und Frauen (vgl. Abb. 15). Hätten die an der Umfrage 2016 teilnehmenden Pensionskassen im Jahr 2015 alle einen Umwandlungssatz von 6.8% gehabt, wäre die Umverteilung bei Neurenten mit geschätzten CHF 5.6 Mrd. rund 1.6 Mal höher ausgefallen als mit den effektiv angewandten Umwandlungssätzen (Median: 6.2% bei Männern, 6.1% bei Frauen). Die durchschnittlichen effektiven Umwandlungssätze waren jedoch trotz des Rückgangs seit 2010 aus versicherungsmathematischer Sicht, wie oben dargestellt, immer noch zu hoch, um 2015 eine Umverteilung vermeiden zu können. Der mittlere technische Zinssatz seinerseits lag gemäss der Umfrage 2011 im Jahr 2010 noch bei 3.5% (vgl. Abb. 16). Analog zur Umverteilung bei Neurenten wollten wir wissen, wie viel höher die Umverteilung bei laufenden Renten im Jahr 2015 ausgefallen wäre, wenn das Gros der Pensionskassen seine technischen Zinssätze nach 2010 nicht gesenkt hätte. Wenn die Kassen alle anstatt ihres effektiven technischen Zinses 2015 (Median: 2.5%) einen Satz von 3.5% angewandt hätten, wäre die Umverteilung bei laufenden Renten gemäss unseren Berechnungen im Beitragsprimat zweimal grösser gewesen. So konnten dank der Massnahmen der Pensionskassen 2015 schätzungsweise insgesamt rund CHF 4 Mrd. an systemfremder Umverteilung zwischen Aktiven und Rentnern vermieden werden.

Abb. 15: Umwandlungssätze – Entwicklung über die Zeit
Nur Kassen im Beitragsprimat



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfragen 2011 und 2016

Abb. 16: Technischer Zins – Entwicklung über die Zeit
Beitrags- und Leistungsprimat



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfragen 2011 und 2016

Trotz weiterer geplanter Massnahmen dürfte sich die Umverteilung in den nächsten Jahren nicht ganz beseitigen lassen

Für die nächsten fünf Jahre rechnen die befragten Pensionskassen im Mittel mit einem Umwandlungssatz von 5.5% für Männer und Frauen (vgl. Abb. 15). Als Zielgrösse für den technischen Zinssatz nannten sie Werte zwischen 1% und 3.5%, wobei der Median bei 2% liegt (vgl. Abb. 16). Die mittleren angestrebten Umwandlungssätze übersteigen weiterhin die angesichts der Demografie- und Renditeerwartungen aus heutiger Sicht «korrekten» Umwandlungssätze, was eine weitere Umverteilung zwischen Aktiven und Rentnern in den nächsten Jahren befürchten lässt.

Regulierung schränkt Festlegung des Umwandlungssatzes teilweise ein

Es ist allerdings zu beachten, dass Pensionskassen bei der Festlegung des Umwandlungssatzes durch die geltende Regulierung teilweise eingeschränkt sind. Freie Hand haben sie im überobligatorischen Teil, während sie im obligatorischen BVG-Teil an den Mindestumwandlungssatz von aktuell 6.8% gebunden sind. Umhüllende Vorsorgeeinrichtungen, die sowohl obligatorische als auch überobligatorische Leistungen versichern und bei denen ein einziger Umwandlungssatz auf dem Gesamtbetrag zur Anwendung kommt, können zwar implizit die zu hohe BVG-Minimalvorgabe mit einem tieferen Umwandlungssatz auf dem überobligatorischen Teil kompensieren. Problematisch wird dies aber, wenn bei der Vorsorgeeinrichtung das Obligatorium einen hohen Anteil an den versicherten Leistungen ausmacht.

Obligatorischer Kapitalbezug führt zu tieferem Risiko bei Pensionskassen, aber nicht bei den Versicherten

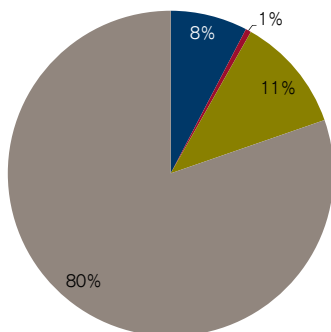
Jüngst rückte eine weitere Massnahme, welche Vorsorgeeinrichtungen zur Reduktion (bzw. Eliminierung) der Rentenbezugsdauer vornehmen können, vermehrt in den Brennpunkt der öffentlichen Aufmerksamkeit: der obligatorische Kapitalbezug. Gewisse Pensionskassen, wie zum Beispiel diejenigen von Novartis (seit 2011 mit der Errichtung der Pensionskasse 2) und der Credit Suisse (seit 2017), sehen in ihren Reglementen vor, dass das für Lohnbestandteile oberhalb einer bestimmten Grenze (CHF 150'000 bei Novartis, CHF 126'900 bei der Credit Suisse) angesparte Altersguthaben bei der Pensionierung ausschliesslich als Kapital ausbezahlt wird. Die Einführung eines solchen Zwangs zum Kapitalbezug ist nur im überobligatorischen Teil der beruflichen Vorsorge möglich. Die Massnahme ist in der Branche umstritten, denn sie laufe dem ursprünglichen Zweck der zweiten Säule zuwider, nämlich der Sicherstellung eines regelmässigen und verlässlichen Ersatzeinkommens im Alter. Mit der Einführung eines obligatorischen Kapitalbezugs werde ein zentraler Gedanke des Pensionskassensystems, nämlich der Ausgleich der unterschiedlichen Lebensdauer über das Kollektiv, ausgehebelt. Mit der Massnahme reduzieren Pensionskassen zwar ihre Anlage- und Langlebkeitsrisiken, diese werden aber auf die Versicherten übertragen. Wie Abbildung 17 zeigt, sind solche Bestimmungen bei Schweizer Pensionskassen noch relativ wenig verbreitet: Nur bei 8% der befragten Einrichtungen sieht das Reglement einen obligatorischen Kapitalbezug vor. Immerhin 12% der Umfrageteilnehmer gaben aber an, die Einführung entweder bereits beschlossen zu haben oder zurzeit zu diskutieren. Bei einigen – wenn auch bei Weitem nicht allen – Pensionskassen, welche einen obligatorischen Kapitalbezug eingeführt haben oder in Erwägung ziehen, steht dieser im Zusammenhang mit der (geplanten) Einführung von sogenannten 1e-Vorsorgeplänen (vgl. Box «1e-Vorsorgepläne» auf nächster Seite). Denn das bei solchen Vorsorgeplänen angesparte Altersguthaben wird bei der Pensionierung als Kapital ausbezahlt.

Abb. 17: Zwang zum Kapitalbezug

Anteil der Antworten in %

Müssen gemäss Reglement Ihrer Pensionskasse bestimmte Versicherte zum Zeitpunkt der Pensionierung einen Teil ihres Altersguthabens als Kapital beziehen?

- Ja
- Nein, die Einführung solcher Bestimmungen wurde aber beschlossen
- Nein, steht aber zur Diskussion
- Nein und nicht vorgesehen



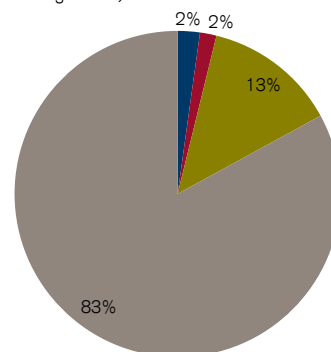
Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2016

Abb. 18: 1e-Vorsorgepläne

Anteil der Antworten in %

Bietet Ihre Pensionskasse sogenannte 1e-Vorsorgepläne an (Wahlmöglichkeiten der Versicherten bzgl. Anlagestrategien im Überobligatorium)?

- Ja
- Nein, aber Einführung 2017-2018 geplant
- Nein, steht aber zur Diskussion
- Nein und nicht vorgesehen



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2016

1e-Vorsorgepläne

1e-Vorsorgepläne verdanken ihren Namen dem Artikel 1e der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2). Gemäss diesem dürfen Vorsorgeeinrichtungen, welche ausschliesslich Lohnanteile über dem anderthalbfachen oberen Grenzbetrag von CHF 84'600 nach Art. 8 Abs. 1 BVG versichern (was einer Grenze von CHF 126'900 entspricht), ihren Versicherten innerhalb eines Vorsorgeplans unterschiedliche Anlagestrategien zur Auswahl anbieten. Diese Möglichkeit besteht seit 2006, fand aber in der Schweizer Pensionskassenlandschaft bisher wenig Verbreitung (vgl. Abb. 18). Neben dem relativ beschränkten infrage kommenden Personenkreis und dem administrativen Aufwand für die Errichtung solcher Pläne dürften in erster Linie die bisherigen Bestimmungen des Freizügigkeitsgesetzes (FZG) zu den Mindestgarantien im Austrittsfall dafür verantwortlich sein. Denn bisher durften die Versicherten die mit der selbst gewählten Anlagestrategie erzielten Gewinne beim Austritt aus der Pensionskasse mitnehmen, während aber das einbezahlte Kapital garantiert wurde (d.h. die Anlageverluste wurden von der Pensionskasse getragen). Das Parlament verabschiedete Ende 2015 eine Änderung des Freizügigkeitsgesetzes, welche diese Asymmetrie behebt – die Versicherten tragen neu das volle Anlagerisiko – und damit der Verbreitung von 1e-Plänen möglicherweise Auftrieb verleihen wird. Bei 13% der von uns befragten Pensionskassen steht eine Einführung zur Diskussion, bei 2% ist sie bereits beschlossen. Der genaue Zeitpunkt des Inkrafttretens des neuen Art. 19a FZG bzw. der entsprechenden Ausführungsverordnung stand bei Redaktionsschluss jedoch noch nicht fest.

Mit der Rentenreform «Altersvorsorge 2020» versucht auch die Politik, auf die Herausforderungen zu reagieren

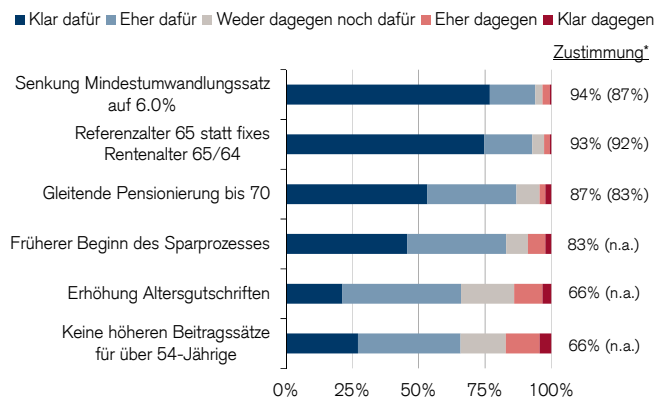
Wie oben bereits erwähnt, haben Pensionskassen bei der Reaktion auf die demografischen und finanziellen Herausforderungen nicht überall freie Hand. Ihre Anpassungsmöglichkeiten sind insbesondere im obligatorischen BVG-Teil durch die geltende Regulierung eingeschränkt. Entsprechend ist auch die Politik gefordert, ihren Beitrag zur Sicherung des langfristigen Gleichgewichts der zweiten Säule zu leisten. Mit der Botschaft zur «Reform der Altersvorsorge 2020» präsentierte der Bundesrat Ende 2014 einen Vorschlag zur umfassenden Revision des Schweizer Vorsorgesystems. Nach über zwei Jahren kontroverser Beratung und einer sehr knappen Schlussabstimmung wurden die Differenzen zwischen dem National- und dem Ständerat in der vergangenen Frühjahrs-session 2017 beseitigt und das Projekt in einer vom Vorschlag des Bundesrates abweichenden Version vom Parlament verabschiedet. Die Volksabstimmung findet im September 2017 statt.

Was meinen die Pensionskassen zur Reform «Altersvorsorge 2020»?

Wie in unserer Umfrage 2014 wollten wir die Meinung der Pensionskassenvertreter zur Vorlage «Altersvorsorge 2020» in Erfahrung bringen. Die jüngste Umfrage fand im Oktober/November 2016 statt, d.h. vor dem Beginn des Differenzbereinigungsverfahrens zwischen Ständerat und Nationalrat. Aufgrund der zu diesem Zeitpunkt noch bestehenden Differenzen zwischen den beiden Räten war es nicht möglich, die Stellung der Pensionskassen zum Gesamtpaket in Erfahrung zu bringen. Sie wurden aber zu einzelnen, die zweite Säule betreffenden Vorschlägen befragt, die entweder der Bundesrat oder die Räte im Rahmen der Beratungen einbrachten.

Abb. 19: Rentenreform «Altersvorsorge 2020»

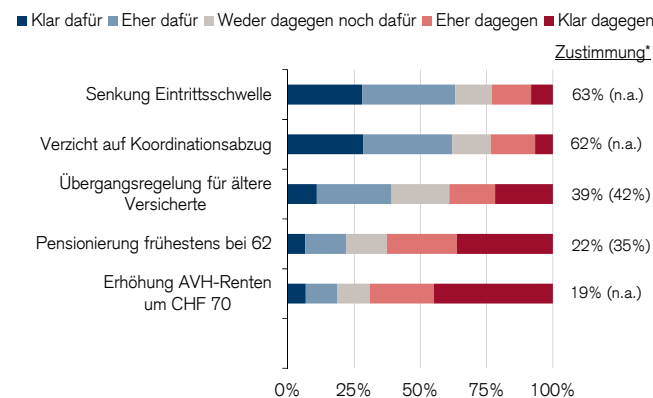
Anteil der Antworten in %; * Zustimmung = Total «klar dafür» und «eher dafür», in Klammern: Vergleich mit Umfrage 2014



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfragen 2016 und 2014

Abb. 20: Rentenreform «Altersvorsorge 2020» (Forts.)

Anteil der Antworten in %; * Zustimmung = Total «klar dafür» und «eher dafür», in Klammern: Vergleich mit Umfrage 2014



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfragen 2016 und 2014

Notwendigkeit einer Senkung des Mindestumwandlungssatzes anerkannt

Besonders zwei Massnahmen aus der Vorlage «Altersvorsorge 2020» stossen bei den Pensionskassenvertretern auf klare Zustimmung (vgl. Abb. 19 und 20): Es sind die inzwischen vom Parlament beschlossene Senkung des Mindestumwandlungssatzes auf 6.0% und die Festlegung des Referenzalters der Pensionierung auf 65 Jahre für Männer und Frauen (was faktisch einer Erhöhung des Frauenrentenalters um ein Jahr entspricht). Über drei Viertel der Befragten zeigten sich jeweils klar dafür. Die Zustimmungsraten haben sich gegenüber der Umfrage 2014 sogar noch erhöht, insbesondere bezüglich der Anpassung des Mindestumwandlungssatzes. Inzwischen wird auch im Parlament von einer Mehrheit anerkannt, dass der aktuelle Mindestumwandlungssatz von 6.8% angesichts der demografischen und finanziellen Realitäten zu hoch ist. Diskussionen und Kontroversen gab es in den parlamentarischen Beratungen aber darüber, wie die mit der Senkung des Umwandlungssatzes entstehenden Leistungskürzungen kompensiert werden sollen, um das Leistungsniveau langfristig zu sichern. Die verschiedenen in diesem Kontext diskutierten Massnahmen erhielten von den Vorsorgeeinrichtungen denn auch eine unterschiedlich hohe Zustimmung. So waren zum Beispiel 46% klar und 37% eher für den inzwischen vom Parlament verworfenen Vorschlag des Ständerates, den Beginn des Sparprozesses in die zweite Säule vorzuverlegen (ab 21 statt 25 Jahren für Altersleistungen). Einer Senkung der Eintrittsschwelle bzw. dem Verzicht auf den Koordinationsabzug stimmten hingegen jeweils nur 28% klar und 34 – 35% eher zu. Letztere Massnahmen würden bei Versicherten mit tieferen Einkommen und Teilzeitbeschäftigten zu einer besseren Abdeckung durch die berufliche Vorsorge führen, würden aber für die Unternehmen Mehrkosten bedeuten. Die vom Parlament verabschiedete Vorlage sieht einzig eine Senkung und Flexibilisierung des Koordinationsabzugs vor.

Pensionskassen stehen Kompensation durch eine Erhöhung der AVH-Renten skeptisch gegenüber

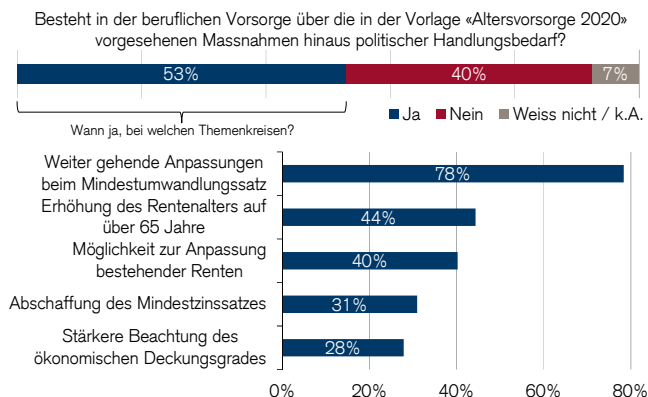
Zwei Punkte stiessen bei den Pensionskassen mehrheitlich auf Ablehnung (vgl. Abb. 20). Es handelt sich zum einen um den inzwischen vom Parlament akzeptierten Vorschlag des Ständerates, die durch die Senkung des Mindestumwandlungssatzes in der zweiten Säule entstehenden Leistungskürzungen mit einer Erhöhung der monatlichen AHV-Rente um CHF 70 – d.h. in der ersten Säule – zu kompensieren. 69% der Befragten zeigten sich klar oder eher gegen diesen Vorschlag. Zum anderen wurde der Vorschlag des Bundesrats, den frühestmöglichen Rückzugszeitpunkt aus dem Erwerbsleben auf 62 Jahre (anstatt heute 58) anzusetzen, von 63% der Umfrageteilnehmer negativ beurteilt.

Über die Hälfte der Pensionskassen orten weiter gehenden politischen Handlungsbedarf

Die Massnahmen zur zweiten Säule aus der Rentenreform «Altersvorsorge 2020» stellen zwar einen Schritt in die richtige Richtung dar, die Vorlage geht aber in Anbetracht der aktuellen Herausforderungen zu wenig weit. Dieser Meinung sind auch über die Hälfte der befragten Pensionskassenvertreter (vgl. Abb. 21). Sie sehen insbesondere beim Mindestumwandlungssatz weiter gehenden politischen Handlungsbedarf. Auch die Erhöhung des Rentenalters über 65 Jahre, die derzeit fehlende Möglichkeit zur Anpassung der laufenden Renten (vgl. Box «Möglichkeit zur Anpassung bestehender Renten» auf nächster Seite) oder die Abschaffung des Mindestzinssatzes gehören zu den Themen, bei denen sich viele Vorsorgeeinrichtungen eine Weiterführung der politischen Debatte wünschen.

Abb. 21: Weiter gehender politischer Handlungsbedarf

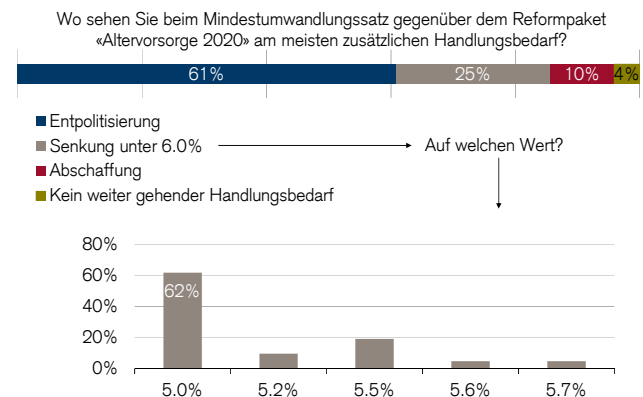
Oben: Anteil der Antworten in %; unten: Anteil der Vorsorgeeinrichtungen, für welche das entsprechende Thema* zu den drei wichtigsten gehört, in %



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2016; * Abgebildet sind nur die fünf meistgenannten

Abb. 22: Mindestumwandlungssatz

Anteil der Antworten in %; nur Vorsorgeeinrichtungen, welche über die Vorlage «Altersvorsorge 2020» hinaus weiter gehenden politischen Handlungsbedarf sehen



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2016

Pensionskassen wünschen eine Entpolitisierung des Mindestumwandlungssatzes

Von den Umfrageteilnehmern, welche über die Vorlage «Altersvorsorge 2020» hinaus weitergehenden politischen Handlungsbedarf orten, ist eine Mehrheit (61%) der Meinung, dass die Festlegung des Mindestumwandlungssatzes entpolitisiert werden soll (vgl. Abb. 22). Unter Entpolitisierung versteht man zum Beispiel die Verankerung einer an demografischen und wirtschaftlichen Parametern gekoppelten Formel im Gesetz oder die Festsetzung des Satzes durch Experten statt den Gesetzgeber. Das Parlament befasste sich bereits mehrmals mit dem Thema. In der Herbstsession 2016 nahm der Nationalrat eine Motion seiner Kommission für soziale Sicherheit und Gesundheit (SGK-N) an, welche den Bundesrat beauftragt, eine Änderung des BVG einzuleiten, mit welcher der Mindestumwandlungssatz sowie der Mindestzinssatz entpolitisiert werden sollen. Der Bundesrat lehnt das Vorhaben – unter anderem mit dem Verweis auf fehlende unbestrittene wissenschaftliche Grundlagen – ab. Ein Viertel der befragten Pensionskassenvertreter sieht nicht eine Entpolitisierung, sondern eine stärkere Senkung des Mindestumwandlungssatzes als prioritär an. Wie oben bereits erklärt, sind auch die vom Parlament im Rahmen der Vorlage «Altersvorsorge 2020» beschlossenen 6.0% aus versicherungsmathematischer Sicht mit grosser Wahrscheinlichkeit zu hoch. Die Mehrheit dieser Pensionskassen erachtet einen Mindestumwandlungssatz von 5.0% als angemessen – was ungefähr dem Niveau der versicherungstechnisch korrekten Umwandlungssätze 2015 entspricht. 10% der Befragten sprechen sich schliesslich für die ganzheitliche Abschaffung des Mindestumwandlungssatzes aus.

Möglichkeit zur Anpassung bestehender Renten

Wurde die Höhe der gesprochenen Rente einmal festgelegt, darf sie gemäss geltendem Recht im Nachhinein nicht mehr gesenkt werden. Befindet sich die Vorsorgeeinrichtung in Unterdeckung, kann zwar von den Rentnern ein Beitrag zur Behebung der Unterdeckung verlangt werden; laut Art. 65d Abs. 3 Bst. b BVG darf dieser aber nur im überobligatorischen Bereich und nur auf dem Teil der laufenden Renten erhoben werden, der in den zehn Jahren zuvor durch gesetzlich oder reglementarisch nicht vorgeschriebene Erhöhungen (z.B. Teuerungsanpassungen) entstanden ist. Die «Höhe der Renten bei Entstehung des Rentenanspruchs bleibt jedenfalls gewährleistet». Das 2014 von der Pensionskasse der Prüfungsgesellschaft PricewaterhouseCoopers (PwC) vorgestellte Rentenmodell, welches eine Flexibilisierung der bestehenden überobligatorischen Renten (d.h. die Unterteilung in eine fixe Basisrente und einen variablen, von der Anlagerendite abhängigen Teil) vorsah, brachte die Debatte über die Möglichkeit zur Anpassung laufender Renten aber wieder in Gang. Die Stiftungsaufsicht des Kantons Zürich lehnte das Modell ab, die PwC-Pensionskasse zog den Fall aber an das Bundesverwaltungsgericht weiter. Im Februar 2017 erklärte dieses das PwC-Modell für unzulässig. Gemäss dem Urteil bräuchte es für die Reduktion der laufenden Altersrenten ohne Vorliegen einer Unterdeckung eine Gesetzesänderung. Wäre der Gerichtsentscheid zugunsten der Pensionskasse ausgefallen, wäre dies ein Paradigmenwechsel für die Schweizer Pensionskassenbranche gewesen.

Anpassungen nötig, aber politisch schwierig umzusetzen

Dass es eine Reform des gesetzlichen Rahmens braucht, damit die Pensionskassen wirkungsvoll auf die demografischen und finanziellen Herausforderungen reagieren und somit unter anderem der systemwidrigen Umverteilung von den Aktiven zu den Rentnern ein Ende bereiten können, ist aus ökonomischer Sicht unbestritten. Darüber, ob eine Reform der zweiten Säule tatsächlich gelingen wird, wird letztlich das Stimmvolk entscheiden – nicht zuletzt im nächsten Herbst bei der Abstimmung zur Vorlage «Altersvorsorge 2020». Erfahrungen aus der Vergangenheit zeigen, dass es nicht einfach sein dürfte, eine Mehrheit für die Reform zu gewinnen. Insbesondere die Senkung des Mindestumwandlungssatzes dürfte einen schweren Stand haben. In der letzten Abstimmung zu diesem Thema hatten 2010 noch 72.7% der Stimmberechtigten eine Senkung auf 6.4% abgelehnt. Der Widerstand scheint sich aber seither abgeschwächt zu haben. In einer Ende 2015 von der politisch neutralen Informationsplattform Vimentis durchgeführten Umfrage gaben noch 54% der Befragten an, die Senkung des Mindestumwandlungssatzes auf 6.0% zu verwerfen. Unsere und weitere Studien dürften zu einer Stärkung des öffentlichen Bewusstseins für die Umverteilungsproblematik in den letzten Jahren beigetragen haben.

Anpassungen der Anlagestrategie und Entwicklung des technischen Zinses

Die tiefen Zinsen fordern die Vorsorgeeinrichtungen

Das anhaltende Tiefzinsumfeld stellt für Schweizer Pensionskassen nach wie vor eine grosse Herausforderung dar. Vorsorgeeinrichtungen haben als Reaktion ihre Anlagestrategie angepasst. Der technische Zins bleibt tief und könnte noch weiter sinken.

Tiefzinsproblematik wird nach wie vor als grösste Herausforderung wahrgenommen

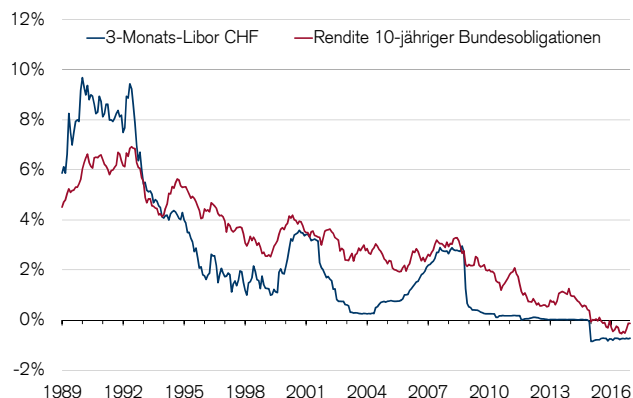
Die seit Anfang 2009 auf sehr tiefem Niveau verharrenden oder gar weiter sinkenden Zinsen wurden bereits in der Pensionskassenumfrage 2011 von 43% der Befragten als die grösste Herausforderung der zweiten Säule wahrgenommen. Entgegen den Erwartungen vieler Finanzmarktbeobachter hat sich die Situation seither nicht entschärft, sondern akzentuiert. So ist der 3-Monats-Libor von einem Stand von 0.05% Ende 2011 nach der Einführung von Negativzinsen durch die Schweizerische Nationalbank (SNB) auf -0.72% Ende Januar 2017 gesunken (vgl. Abb. 23). Vor diesem Hintergrund überrascht es wenig, dass 2014 bereits 45% und in der aktuellen Umfrage sogar 54% der Pensionskassen im anhaltenden Tiefzinsumfeld das zentrale Problemfeld sehen. Risikolose Anlagen wie zum Beispiel Bundesobligationen erzielen in diesem Kontext keine oder gar negative nominale Renditen. Somit wird es für die Vorsorgeeinrichtungen immer schwieriger, die für die Finanzierung der Verpflichtungen notwendige Rendite zu erwirtschaften.

Erwartete Zinswende trat nicht ein

Viele Pensionskassen, aber auch andere Marktteilnehmer und Ökonomen wurden vom Ausmass und von der Dauer der Tiefzinsphase überrascht. Die in der Pensionskassenumfrage 2011 befragten Vorsorgeeinrichtungen gingen von einer Zinswende aus. Sie rechneten mit einem Anstieg der Rendite 10-jähriger Bundesobligationen in den nachfolgenden Jahren. Diese wurde damals im Mittel für Ende 2011 auf 1.0% und für Ende 2015 auf 2.5% geschätzt. Tatsächlich lag sie aber zu diesen Zeitpunkten bei 0.74% respektive -0.04%. Infolge des weiteren Zinsrückgangs resultierte zwischen Ende 2011 und Ende 2015 statt eines geschätzten Verlustes von rund 13%⁸ auf dem Obligationenportfolio ein Gewinn von rund 6%. Ein solcher unerwarteter Kursgewinn ist jedoch unseres Erachtens für die kommenden Jahre sehr unwahrscheinlich; nur ein Abgleiten in eine ausgeprägte Deflation würde nochmals zu einem markanten Rückgang der Renditen und zu Kursgewinnen führen. Neben den wegfallenden Kursgewinnen auf den Obligationen müssen Neuanlagen in Obligationen auf einem viel tieferen oder gar negativen Zinsniveau getätigt werden.

Abb. 23: Zinsentwicklung in der Schweiz

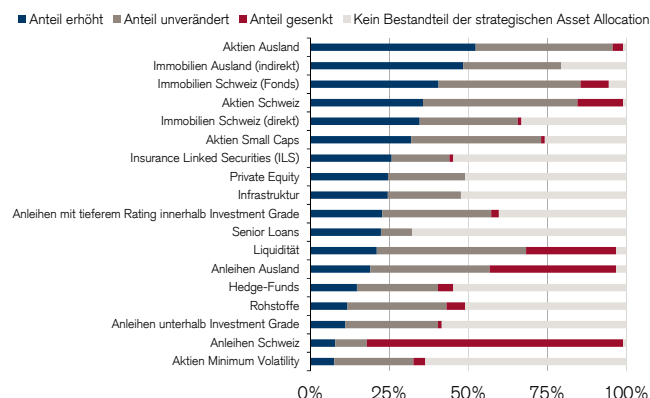
3-Monats-Libor CHF; Rendite 10-jähriger Bundesobligationen; in % p.a.



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

Abb. 24: Anpassung der Anlagestrategie als Reaktion auf anhaltendes Tiefzinsumfeld

Anteil der Vorsorgeeinrichtungen, die aufgrund des Tiefzinsumfelds die Anlagestrategie angepasst haben und dies durch Veränderung der Gewichte gemacht haben



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2016

⁸ Änderung der Rendite 10-jähriger Schweizer Bundesobligationen um 176 Basispunkte (Anstieg von 0.74% auf 2.5%) bei einer Duration von 7.5%.

Pensionskassen überdenken die Anlagestrategie

Vorsorgeeinrichtungen haben den gesetzlichen Auftrag, ihr Vermögen so anzulegen, dass ein genügender Ertrag gewährleistet ist, um die Vorsorgekapitalien zu verzinsen und die Kosten zu decken. Um dieser Verpflichtung im aktuellen Marktumfeld nachzukommen, sind Pensionskassen gezwungen, mehr Risiken einzugehen. Bereits in der Umfrage 2011 gaben viele Pensionskassen an, die Obligationenquote infolge des Tiefzinsumfelds reduziert zu haben. Insbesondere ging der Anteil inländischer Obligationen markant zurück. Vor dem Hintergrund negativer kurzfristiger Zinsen wurden auch die Cashbestände deutlich reduziert. In der Umfrage von 2011 gaben jene Pensionskassen, welche eine Umschichtung ihrer Anlagen vorgenommen hatten (46% aller Befragten), an, entweder den Anteil an Immobilien (74%), Aktien (42%) oder an alternativen Anlagen (41%) erhöht zu haben. Die Umschichtungen erfolgten jeweils zulasten der Obligationen. Auch in der aktuellen Umfrage, d.h. fünf Jahre später, erklärten 81% der Vorsorgeeinrichtungen, die als konkrete Reaktion auf das anhaltende Tiefzinsumfeld umgeschichtet haben, die Gewichtung diverser Anlagekategorien zulasten von Schweizer Obligationen angepasst zu haben.

Reduktion der Obligationen zugunsten von Sachwerten

Obwohl sich Obligationen insgesamt nach wie vor als wichtigste Anlagekategorie im Pensionskassenportfolio behaupten, ist eine weitere Reduktion des Anteils der Nominalwerte⁹ zugunsten der Sachwerte¹⁰ feststellbar. Wurde eine Anpassung der Anlagestruktur vorgenommen, haben 81% den Anteil von Schweizer Anleihen und 40% den Anteil ausländischer Anleihen gesenkt (vgl. Abb. 24). Die Aktienquote wurde hingegen nochmals erhöht. Dabei haben besonders viele Kassen (52% derjenigen, welche Gewichtsveränderungen vorgenommen haben) den Anteil ausländischer Aktien erhöht. Auch bei den Immobilien ist eine Diversifikation in ausländische Anlagen festzustellen, wenn auch in sehr geringem Umfang. Im Vergleich zu anderen Anlagekategorien ist bei Immobilien die Übergewichtung des heimischen Marktes weiterhin stark ausgeprägt. Der Anteil der Schweizer Immobilienanlagen wurde vor allem mittels indirekter Immobilienengagements erhöht. Innerhalb der alternativen Anlagen wurden die Subkategorien Infrastruktur, Insurance Linked Securities, Private Equity und Senior Loans vielerorts entweder neu eingeführt oder ausgebaut. Jeweils rund ein Viertel derjenigen Kassen, welche die Gewichte im Portfolio angepasst haben, gab an, den Anteil dieser Kategorien in ihrer Asset Allocation erhöht zu haben. Etwas widersprüchlich verhält es sich bei den Hedge Funds. Obwohl bei der Umfrage 55% der Teilnehmer, welche die Gewichtungen verändert haben, keine Hedge Funds im Portfolio halten und nur 15% die Hedge-Fund-Quote erhöht haben, wuchs deren Anteil in der Allokation gemäss Credit Suisse Pensionskassenindex von 2.0% Ende 2011 auf 2.9% Ende 2016. Der HFR Global Hedge Fund Index in CHF stieg in der gleichen Periode um 17.7%. Wertänderungen erklären somit nur einen geringen Teil des Anstiegs im Portfolioanteil von Hedge Funds.

Erhöhtes Risiko auch bei unverändertem Obligationenanteil

Obligationenanlagen werden allgemein als risikoarm angesehen. Aufgrund der Verlängerung der Duration in den gängigen Obligationenindizes¹¹ ist jedoch das Zinsänderungsrisiko in den letzten Jahren aus zwei Gründen deutlich gestiegen. Einerseits führen tiefere Zinsen automatisch zu längerer Duration. Andererseits haben viele Emittenten die Gelegenheit genutzt, bei historisch tiefen Zinsen Kapital auf sehr lange Frist aufzunehmen. In marktgewichteten Indizes nimmt die Gewichtung von hoch verschuldeten Ländern wie den USA oder Japan laufend zu, was zu Klumpenrisiken führt. Zudem ist bei Indizes nicht sofort erkennbar, wie sich die Gewichtungen der einzelnen Bonitätskategorien über die Zeit verschieben. Somit kann es sein, dass sich auch bei einer unveränderten Obligationenquote das Risiko erhöht hat.

Bonität der Obligationen wird eher selten gesenkt

Bei den Obligationen wurde neben einer Reduktion der Schweizer Anleihen am häufigsten mit einer Verkürzung der Duration (36%) auf das aktuelle Tiefzinsumfeld reagiert. Lediglich 3% gaben an, die Duration verlängert zu haben. Ob die Duration lediglich im Vergleich zum Benchmark oder effektiv verkürzt wurde, bleibt aufgrund der oben erwähnten Verlängerung der Laufzeiten in den Obligationenindizes offen. Nur wenige Pensionskassen, die eine Umschichtung vorgenommen haben, gaben an, bei der Bonität der Obligationen in tiefere Ratings zu investieren (23%), sowohl innerhalb der Kategorien mit Investment Grade wie auch in tiefere Qualitäten (11%).

⁹ Geldmarkt, Hypotheken und Obligationen.

¹⁰ Aktien, Immobilien und alternative Anlagen.

¹¹ Zum Beispiel Swiss Bond Index SBI AAA-BBB seit 2011 um rund zwei Jahre.

Technischer Zins muss der langfristig erzielbaren Rendite entsprechen

In der zweiten Säule spielt die langfristig am Geld-, Kapital- und Immobilienmarkt erzielbare Rendite¹² eine zentrale Rolle für die Finanzierung der Leistungen. Die Renditeerwartungen bestimmen den technischen Zinssatz. Dieser ist der Diskontsatz (oder Bewertungszinssatz), mit dem sich die Vorsorgekapitalien oder technischen Rückstellungen bestimmen lassen. Der technische Zins fliesst neben der Lebenserwartung in die Berechnung des Umwandlungssatzes ein. Sinken die langfristig erzielbaren Renditen wegen der sehr tiefen Zinsen, ist eine Reduktion der Leistungen u.a. in Form von tieferen Umwandlungssätzen unvermeidbar (das Kapitel «Entwicklungen im Leistungsbereich» zeigt, was passiert, wenn dies nicht gemacht wird). Als Bewertungszins hat der technische Zinssatz zudem einen direkten Einfluss auf die Höhe des Vorsorgekapitals der Rentner und entsprechend den Deckungsgrad. Daher ist die künftige Entwicklung des technischen Zinssatzes von zentraler Bedeutung für die finanzielle Lage einer Pensionskasse. Die von der Schweizerischen Kammer der Pensionskassen-Experten (SKPE) herausgegebene Fachrichtlinie 4 (FRP 4) soll die Pensionskassen bei der Festlegung ihres individuellen technischen Zinssatzes unterstützen und wird als (oberer) Referenzzins verstanden. Wie wir im Folgenden darlegen, ist diese Richtlinie in diverser Hinsicht eher problematisch.

Festlegung des technischen Zinssatzes nach FRP 4

Die Festlegung des technischen Zinses fällt in die Kompetenz des obersten Organs einer Vorsorgeeinrichtung und basiert auf der Empfehlung ihres Pensionskassenexperten. Dieser Parameter wird so festgelegt, dass er langfristig mit einer angemessenen Marge unterhalb der aufgrund der Anlagestrategie langfristig zu erwartenden Rendite liegt. Die SKPE hat im Herbst 2010 in ihrer Fachrichtlinie 4 (FRP 4) eine Formel zur Ermittlung des technischen Referenzzinssatzes festgelegt. Diese ist seit dem 1. Januar 2012 in Kraft:

Referenzzinssatz i^{ref} =

$$\begin{aligned} & \frac{2}{3} \times \text{durchschnittliche Performance der letzten 20 Jahre in \%} \\ & + \frac{1}{3} \times \text{(aktuelle) Rendite für 10-jährige Bundesanleihen in \%} \\ & - 0.5\% \text{ (Sicherheitsmarge)} \end{aligned}$$

Das Ergebnis wird auf 0.25% abgerundet und darf weder unter der aktuellen Rendite für 10-jährige Bundesanleihen liegen noch 4.5% übersteigen. Die durchschnittliche Performance wird am BVG-Index 2005 BVG-25 plus gemessen. In Kombination mit der Rendite für 10-jährige Bundesanleihen berücksichtigt die Formel somit sowohl die historischen Renditen als auch das aktuelle Zinsniveau.

Pensionskassen dürften ihren technischen Zins weiter senken

Der technische Referenzzinssatz gemäss FRP 4 ist in den letzten zehn Jahren kontinuierlich gesunken. Für das Jahr 2007 lag er bei 4.5%, für 2017 noch bei 2.25%. In diesem Kontext wenig überraschend gaben in der Pensionskassenumfrage 2016 auch 93% der befragten Einrichtungen an, in den vorangehenden fünf Jahren den technischen Zins gesenkt zu haben (vgl. Abb. 13 auf Seite 17). Wie wir im vorangegangenen Kapitel gesehen haben, steht bei 59% der Pensionskassen eine weitere Senkung zur Diskussion, bei 33% ist diese bereits beschlossen. Dabei wurden Zielwerte zwischen 1% und 3.5% genannt. Der Median liegt bei 2% und damit unter dem heutigen Wert des Referenzzinssatzes.

Schätzung der künftigen Entwicklung des technischen Zinses

Wir haben die künftige Entwicklung des technischen Referenzzinses auf Basis von FRP 4 modelliert. Die erwartete durchschnittliche Performance des BVG-Index 2005 BVG-25 plus wurde anhand der historischen Performance und der Renditeerwartungen für die Anlagekategorien im Index geschätzt (vgl. Abb. 25). Die Prognosen für die erwarteten Renditen beruhen unter anderem auf der Schätzung des Potenzialwachstums der Wirtschaft und modellbasierten Berechnungen.

¹² Vgl. Art. 51 BVV 2.

Abb. 25: Modellannahmen BVG-Index 2005 BVG-25 plus

	Gewichtung in %	Renditeerwartung bis 2021 (in CHF) in % p.a.	Volatilität in % p.a. (Jan. 07 – Dez. 16)	Referenzindex, Total Return in CHF
Obligationen CHF	40.0%	-0.6%	2.4%	SBI AAA-BBB 1-15Y TR
Obligationen Welt	25.0%	-0.2%	2.8%	Bbg Barclays Global Agg. hgd
Aktien Schweiz	7.5%	4.9%	13.5%	Swiss Performance Index TR (SPI)
Aktien Welt	12.5%	7.6%	16.0%	MSCI ACWI ex Switzerland NR hgd
Immobilien Schweiz	7.5%	4.5%	6.7%	SXI Real Estate® Funds Index
Immobilien Welt	2.5%	4.8%	13.4%	FTSE EPRA/NAREIT Global
Hedge Funds	2.5%	4.7%	6.0%	HFRX Global Hedge Fund Index hgd
Private Equity	2.5%	12.4%	11.9%	CA Composite (80% BO & 20% VC)

Erwartete Rendite für 10-jährige Bundesanleihe, 5-Jahresdurchschnitt (2016 – 2021): 0%

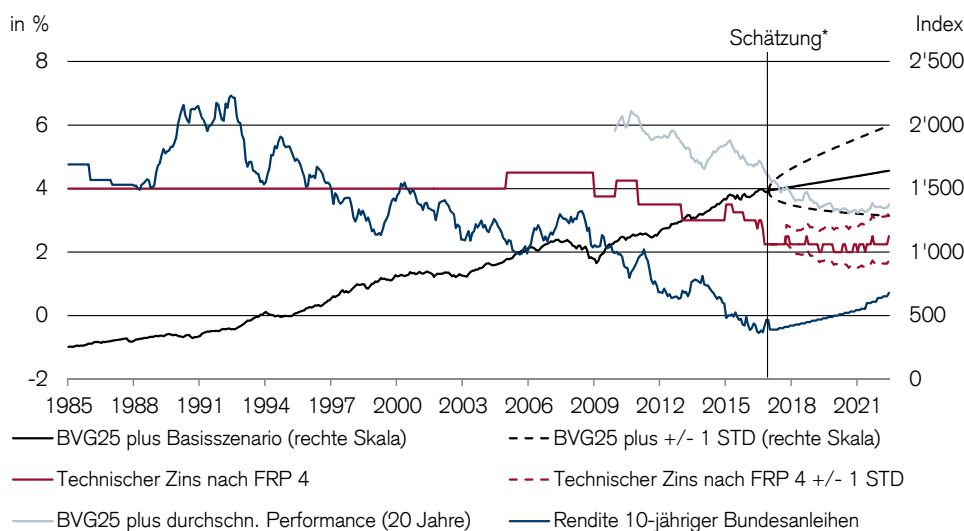
Quelle: Pictet, Morningstar, Credit Suisse

Der technische Referenzzinssatz reagiert sehr träge

In der Formel werden die Schwankungen in der Jahresperformance des BVG-Index durch die Bildung des Durchschnitts der letzten 20 Jahre stark geglättet. Bei der letzten Berechnung des Referenzzinssatzes im September 2016 entsprach die 20-jährige historische Rendite des BVG-Index 2005 BVG-25 plus 4.7% p.a., während die Renditeerwartung gemäss Modellannahmen für die nächsten fünf Jahre lediglich bei 1.9% pro Jahr liegt (Basisszenario). So berechnet sich der Referenzzins für das jeweilige Folgejahr aus 19 Jahren historischer Rendite und lediglich einem Jahr prognostizierter künftiger Rendite. Dadurch ist der Grossteil der künftig zu erwartenden Entwicklung des technischen Zinses durch die Vergangenheit bestimmt. Die Entwicklung der Zinsen für 10-jährige Bundesanleihen spielt angesichts des geringeren Gewichts in der Berechnung ebenfalls eine untergeordnete Rolle. Entsprechend passt sich der mittels FRP 4 ermittelte technische Referenzzinssatz nur sehr träge an veränderte Marktbedingungen an. Auf Basis dieser Modellannahmen wird der Referenzzinssatz in den kommenden Jahren nicht unter 2% sinken und ab 2021 wieder leicht auf 2.5% ansteigen (vgl. Abb. 26).

Abb. 26: Parameter zur Projektion des Referenzzinses unter FRP 4

Linke Skala in %; rechte Skala: Indexwerte BVG-25 plus



* Prognose für alle Parameter ausser für den Referenzzinssatz ab 2017, Schätzung des Referenzzinssatzes nach FRP 4 ab Oktober 2017, da bis September 2017 fixiert auf 2.25%

Quelle: Pictet BVG-25 plus 2005 (ext. Pictet BVG-25 2000 vor 01.1990), Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

FRP 4 auf dem Prüfstand

Es stellt sich jedoch die Frage, ob die Annahmen der FRP 4 zum technischen Zins geeignet sind, den Anforderungen an diese zentrale Stellgrösse zu genügen. Der BVG-Index 2005 BVG-25 plus misst die Entwicklung eines Pensionskassenportfolios mit 65% Obligationen. Aktuell sind Pensionskassen in der Schweiz jedoch nur zu rund 31% in Obligationen investiert. Obligationen in Schweizer Franken erzielten zudem zwischen 2007 und 2016 eine jährliche Performance von 2.8%, welche in den nächsten fünf Jahren nur wiederholt werden kann, wenn die

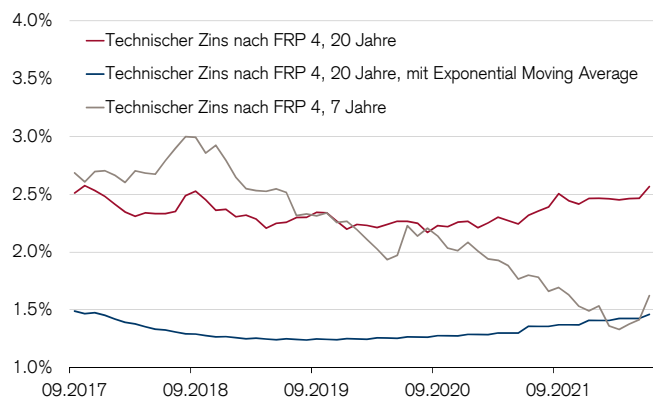
Zinsen im ersten Jahr auf -2.5% sinken¹³ und die restlichen vier Jahre auf diesem Niveau verharren würden. Dies ist ein Szenario, das zurzeit wohl fast niemand ernsthaft als wahrscheinlich einstuft. Die Verwendung eines BVG-Index mit deutlich geringerem Obligationenanteil würde diesem Umstand bereits besser Rechnung tragen. Die kürzlich lancierte Indexfamilie BVG 2015 reduziert den Obligationenanteil ebenfalls. Die FRP-4-Formel trägt mit der Berücksichtigung der Rendite der 10-jährigen Bundesobligationen dem aktuellen Zinsniveau Rechnung. Mit dem technischen Zins werden allerdings die künftigen Cashflows einer Pensionskasse diskontiert. Somit müsste eigentlich eine Zinskurve verwendet werden, welche Laufzeiten beinhaltet, die über den 10-jährigen Bereich hinausgehen. Damit liesse sich der aktuelle Wert der künftigen Renten genauer berechnen. Gleichzeitig muss die tiefe Gewichtung des aktuellen Zinsniveaus von nur einem Drittel in der Formel kritisch betrachtet werden.

Der technische Zins soll dem aktuellen Marktumfeld besser Rechnung tragen

Obwohl die FRP 4 einen wichtigen Beitrag zur Präzisierung der gesetzlichen Vorgaben geleistet hat, wird die vorgegebene Formel unter anderem aufgrund der beschriebenen Schwächen in weiten Kreisen hinterfragt.¹⁴ Auch gemäss unserer Umfrage zeigt sich Reformbedarf. 29% der Schweizer Pensionskassen fordern die Abschaffung der Richtlinie und 63% eine Anpassung derselben, damit die Annahmen in der Formel dem aktuellen Marktumfeld besser Rechnung tragen. Eine Anpassung kann durch eine Verkürzung oder im Extremfall durch die Streichung des historischen Zeitraums erreicht werden. Zur Veranschaulichung der Auswirkungen einer solchen Anpassung haben wir die oben beschriebene Modellierung gemäss FRP 4 mit verschiedenen Zeiträumen durchgeführt. Wird der historische Durchschnitt durch unsere Renditeerwartungen (vgl. Abb. 25) ersetzt, der BVG-Index 2005 BVG-25 plus aber beibehalten, ergäbe sich aktuell ein Referenzzinssatz von 0.5% .¹⁵ Für diesen Schritt müssten sich die Akteure der zweiten Säule allerdings auf eine Quelle für die Schätzungen der künftigen Renditen einigen, was sich als sehr schwer erweisen dürfte. Deshalb ist ein historischer Durchschnitt als Berechnungsbasis für die Renditen in der Praxis wohl realistischer. Unter Berücksichtigung eines 10-jährigen historischen Durchschnitts für den BVG-Index 2005 BVG-25 plus (statt des aktuell 20-jährigen) läge der gerundete Referenzzinssatz im Jahr 2022 bei 2.25% , würde aber bei sieben Jahren beispielsweise auf 1.5% sinken (vgl. Abb. 27). Eine weitere Möglichkeit wäre, die nähere Vergangenheit stärker zu gewichten als die weiter zurückliegende, beispielsweise mit der Methode des Exponential Moving Average. Mit dieser Berechnung könnte der technische Zins bis 2022 sogar bis auf 1.25% sinken (vgl. Abb. 27).

Abb. 27: Projektion des Referenzzinses unter verschiedenen Annahmen

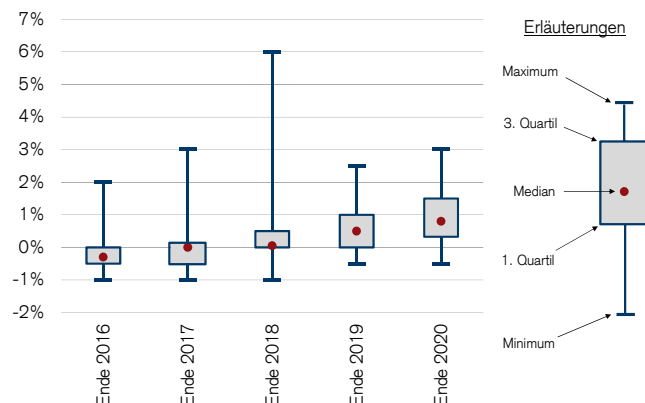
Referenzzinssatz (ungerundet), in %



Quelle: Pictet BVG-25 plus 2005, Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

Abb. 28: Künftig erwartetes Zinsniveau in der Schweiz

Erwartungen der Pensionskassen bezüglich Zinsniveau für 10-jährige Schweizer Bundesobligationen, in %



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2016

¹³ Bei einer angenommenen Duration von 7% und ohne Reinvestition von Fälligkeiten oder Couponzahlungen. Für eine detaillierte Betrachtung dieser Effekte, vgl. Credit Suisse (2012), Swiss Issues Branchen: «Herausforderungen Pensionskassen 2012 – Aktuelles Stimmungsbild und Hintergründe», S.25 ff.

¹⁴ Vgl. Tätigkeitsbericht 2015 OAK BV Kap. 3.1.3.: «Bei den Vorgaben zum technischen Zinssatz wurde von der OAK BV und der SKPE ein gemeinsamer Ausschuss eingesetzt, welcher sich nochmals intensiv mit den offenen Fragen auseinandersetzen wird», sowie Oliver Kern, Präsident der SKPE: «Wir prüfen, die Formel anzupassen oder gar zu streichen», Interview FuW 31.07.16.

¹⁵ $(1.9\% \cdot 0.66) + (0\% \cdot 0.33) = 0.5\%$.

Der Referenzzins dürfte in den nächsten fünf Jahren kaum ansteigen

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass in absehbarer Zukunft kaum mit Erhöhungen der technischen Zinsen, sondern eher mit möglichen weiteren Senkungen zu rechnen ist. Somit wird es einerseits nicht zu einem Anstieg der Umwandlungssätze, sondern wohl eher zu weiteren Reduktionen (vgl. Kapitel «Entwicklungen im Leistungsbereich») und damit zu tieferen Renten kommen. Andererseits bleiben die Deckungsgrade der Pensionskassen weiter unter Druck. Jede Herabsetzung des technischen Zinses führt zu einer Senkung des technischen Deckungsgrades. Eine Faustregel besagt, dass bei einer Senkung des technischen Zinses von 0.5% eine Reduktion des Deckungsgrades von 5% resultiert. Das Ausmass des Einflusses auf den Deckungsgrad bei einem weiteren Zinsrückgang kann so leicht abgeschätzt werden.

Mehrheit der Pensionskassen erwartet leicht steigende Zinsen

In der aktuellen Umfrage geht die Mehrheit der Pensionskassen – erneut – von leicht steigenden Zinsen aus. Die Renditen 10-jähriger Bundesobligationen werden von den Pensionskassen im Durchschnitt für Ende 2017 auf 0.0% und für Ende 2020 auf 0.8% geschätzt (vgl. Abb. 28). Die Credit Suisse teilt in ihren Prognosen diese Erwartung. In der technischen Bilanz, nach der die Pensionskassen rapportieren müssen, wird bei einem Zinsanstieg der Deckungsgrad vorerst sinken, weil die Obligationen auf der Aktivseite an Wert verlieren. Wie die Anlagenseite ist die Verpflichtungsseite ebenfalls zinssensitiv und verliert bei einem Zinsanstieg an Wert. Dies tritt jedoch erst mit einer gewissen Verzögerung bei Anpassung des technischen Zinses ein. Wie oben dargelegt, ist gemäss der aktuellen reglementarischen Formel nur ein Drittel des Referenzzinssatzes durch die Rendite der 10-jährigen Bundesobligationen beeinflusst. Laut Einschätzung der Pensionskassen bliebe der technische Referenzzins trotz eines leichten Zinsanstiegs – ganz unseren Modellrechnungen entsprechend – noch einige Jahre auf tiefem Niveau. Daher benötigen Pensionskassen neue Renditequellen, um die Wertschwankungsreserven zu äufnen und langfristig eine attraktive Verzinsung zu gewährleisten.

Erweiterung des Anlagespektrums erschliesst neue Renditemöglichkeiten

Bei der Suche nach neuen Renditequellen geht es nicht nur um die Frage, ob Aktien zulasten von Obligationen weiter aufgebaut werden sollen. Vielmehr empfehlen wir, auch innerhalb jeder Anlagekategorie nach attraktiveren Möglichkeiten zu suchen. Die ausschliesslich passive Umsetzung der Anlagestrategie kann um eine Erweiterung durch aktive Komponenten ergänzt werden. Bei den Obligationen bedeutet dies beispielsweise, auch Anlagen in tieferen Kreditqualitäten und Schwellenländer einzubeziehen. Bei Aktien sehen wir interessante Anlagen in Schwellenländern oder kleinkapitalisierten Gesellschaften. Auch einzelne Segmente des Marktes, wie Aktien mit unterdurchschnittlicher Bewertung oder solche mit hoher Dividendenrendite, bieten interessante Erweiterungen des Anlagespektrums. Die Immobilienanlagen wiederum lassen sich mit Auslandsimmobilien ergänzen. Und schliesslich können bei den alternativen Anlagen vielversprechende neue Kategorien erschlossen werden wie beispielsweise Infrastruktur oder Senior Loans. Allerdings ist klar, dass mit einer derartigen Erweiterung des Anlagespektrums das fundamentale Problem, wonach die erwarteten Renditen der Anlagen mit dem tiefsten Risiko (Obligationen mit Top-Rating) auf längere Frist wesentlich geringer ausfallen werden als in der Vergangenheit, nicht gelöst, sondern bestenfalls gemindert werden kann.

Verteilungsfragen in der Alterssicherung

Bedeutung der zweiten Säule für die Altersvorsorge

Die Reichweite der Altersvorsorge hat sich über die Zeit verbessert, so auch die Abdeckung durch die zweite Säule. Die Unterschiede zwischen Einkommensklassen bleiben jedoch bestehen.

Ein zentraler Grundgedanke des schweizerischen Systems der Altersvorsorge besteht darin, über drei sich ergänzende Säulen den Versicherten nach ihrer Pensionierung die Beibehaltung eines angemessenen Lebensstandards zu ermöglichen. Dieses Drei-Säulen-System wurde über die vergangenen Jahrzehnte ausgebaut und weiterentwickelt. Wie das System in der aktuellen Rentnergeneration greift und in den künftigen Rentnergenerationen greifen wird, nicht zuletzt vor dem Hintergrund der vorherrschenden Umverteilung zwischen Aktiven und Rentnern, soll in diesem Kapitel untersucht werden.

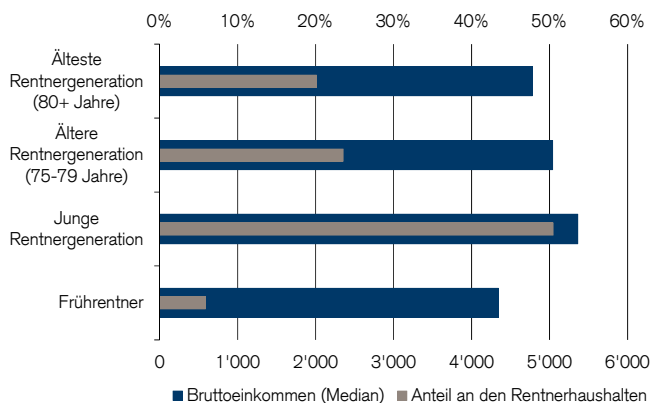
Welche Bedeutung hat die zweite Säule für die finanzielle Lage im Alter?

Wie stark tragen die einzelnen Säulen zum Einkommen im Alter bei?

Wie stark die einzelnen Säulen der schweizerischen Altersvorsorge dazu beitragen, einen angemessenen Lebensstandard im Alter zu gewährleisten, hängt in erster Linie vom Geburtsjahrgang der Rentner ab. Ältere Rentnergenerationen hatten nicht die Möglichkeit, eine vollumfängliche Altersvorsorge aufzubauen, weil der entscheidende Ausbau der beruflichen und privaten Vorsorge erst in den 1980er-Jahren mit der Einführung des BVG-Obligatoriums 1985 und der Verankerung der steuerlich begünstigten Säule 3a 1986 stattfand. Eine kurze Beitragsdauer oder gar eine fehlende Beitragsleistung schmälern demnach für diese Generationen die Altersleistungen, die über die erste Säule hinausgehen. Um diese Unterschiede zu verdeutlichen, wurden im Rahmen der vorliegenden Analyse die Rentnergenerationen in vier Kategorien unterteilt und ihre Einkommenssituation anhand der Haushaltsbudgeterhebung (HABE) 2012 – 2014 des Bundesamts für Statistik ausgewertet (Definitionen vgl. Box «Rentnergenerationen» auf nächster Seite).¹⁶ Vergleicht man das Einkommensniveau der einzelnen Rentnergenerationen, macht sich die verbesserte Abdeckung durch die Altersvorsorge im Verlaufe der letzten Jahrzehnte wie erwartet in einer Zunahme der Einkommen für die jüngeren Rentnergenerationen bemerkbar (vgl. Abb. 29).

Abb. 29: Einkommenssituation der Rentnergenerationen

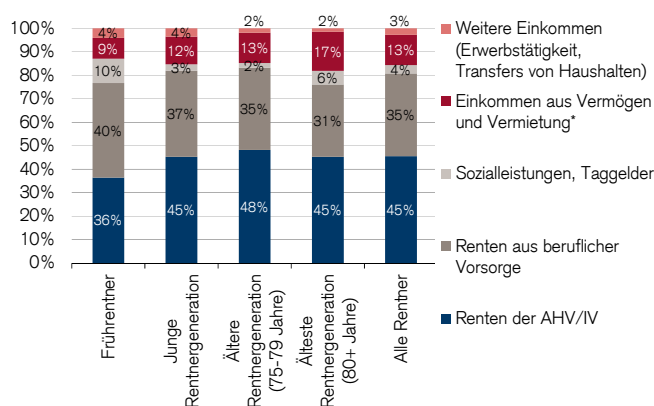
Monatliches Bruttoeinkommen der Rentnerhaushalte in CHF, Anteile an den Rentnerhaushalten in %, 2012 – 2014



Quelle: Bundesamt für Statistik (HABE), Credit Suisse

Abb. 30: Altersleistungen nach Rentnergeneration

Anteil am Bruttoeinkommen der Rentnerhaushalte in %, 2012 – 2014



Quelle: Bundesamt für Statistik (HABE), Credit Suisse; * Kapitalauszahlungen aus der 2. und 3. Säule werden dem Vermögen zugeschlagen und erscheinen indirekt als Vermögenseinkommen.

¹⁶ In Anlehnung an Stamm, H., Lamprecht, M. (2003): Die schweizerische Altersvorsorge im Spiegel der Einkommens- und Verbrauchserhebung 1998, Bundesamt für Statistik, info social Nr. 8; Auswertungen auf der Grundlage gewichteter Daten.

Rentnergenerationen

Im Rahmen der vorliegenden Analyse wurden die Rentnergenerationen auf der Grundlage des Jahrgangs der Referenzperson in vier Kategorien unterteilt, wobei das Alter im Jahr 2014 massgebend war.

- *Frührentner*: Altersgrenze für den gesetzlichen Rentenanspruch (65 Jahre für Männer, 64 Jahre für Frauen) noch nicht erreicht
- *Junge Rentnergeneration*: Gesetzliches Rentenalter erreicht, aber unter 75 Jahre alt
- *Ältere Rentnergeneration*: Zwischen 75 und 79 Jahre alt
- *Älteste Rentnergeneration*: 80-jährig oder älter

Bedeutung der zweiten Säule steigt von Generation zu Generation

Bei der jungen Rentnergeneration tragen Renten aus der beruflichen Vorsorge mit einem Anteil von knapp 37% zum Bruttoeinkommen der Rentnerhaushalte bei (vgl. Abb. 30). Wie erwartet ist die Bedeutung der zweiten Säule umso geringer, je älter die Rentnergeneration ist. Die Unterschiede zwischen den Generationen sind jedoch nicht markant. Auch bei der ältesten Rentnergeneration steuert die zweite Säule immerhin noch rund 30% zum Bruttoeinkommen bei. Dies lässt sich dadurch erklären, dass die berufliche Vorsorge bereits vor dem Obligatorium relativ breit verankert war. So zählte man gemäss Pensionskassenstatistik bereits 1980 knapp 1.7 Mio. Versicherte. Bis 1987 ergab sich dann als Folge des Obligatoriums fast eine Verdoppelung auf knapp 3.3 Mio. Versicherte. Die verhältnismässig grosse Bedeutung der beruflichen Vorsorge bei den Frührentnern darf hingegen nur bedingt als Tendenz zu einer markant wichtigeren Rolle dieser Säule bei jüngeren Generationen interpretiert werden. Denn im Fall einer vorzeitigen Pensionierung haben Rentner noch gar keinen AHV-Anspruch, wenn sie das Erwerbsleben vor dem frühestmöglichen Termin für den AHV-Vorbezug verlassen. Einkünfte aus der ersten Säule können sich in diesem Fall nur aus einer IV-Rente ergeben oder wenn ein anderes Haushaltsmitglied AHV bezieht. Dadurch erhöht sich das relative Gewicht der zweiten Säule.

Vermögenseinkommen zweitwichtigste Einkommensquelle im Alter, ...

Mit einem Anteil am Bruttoeinkommen der Rentnerhaushalte zwischen rund 76% bis 83% stellen Renten aus der Altersvorsorge für alle Rentnergenerationen den Grundpfeiler für die finanzielle Lage im Alter dar. Neben den Renten aus der ersten und zweiten Säule ist das Vermögenseinkommen die zweitwichtigste Einkommensquelle der Rentnerhaushalte. Diese Komponente beinhaltet auch die Erträge aus allfälligen Kapitalauszahlungen aus der zweiten und dritten Säule, welche in der verwendeten Datengrundlage nicht getrennt ausgewiesen werden. Im Durchschnitt aller Rentnergenerationen trägt der Ertrag aus dem Vermögen mit einem Anteil von 13% zum Bruttoeinkommen bei. Vermögenseinkünfte spielen bei den älteren Jahrgängen mit 17% eine grössere Rolle als bei der jungen Rentnergeneration (12%) oder bei Frührentnern (9%).

Abb. 31: Einkommen und Vermögen der Generationen im Lebenszyklus

In CHF Tausend, Kanton Zürich, 1999 – 2013, obige Darstellung: steuerbares Einkommen (Median), untere Darstellung: steuerbares Vermögen (Median)



Quelle: Steueramt Kanton Zürich (Bundessteuerstatistik, Anpassung der Liegenschaftsbewertungen im Jahr 2009), Credit Suisse

... was die Konzentration der Vermögenswerte widerspiegelt

Die Bedeutung des Vermögenseinkommens als Einnahmequelle widerspiegelt die Konzentration der Vermögenswerte in den höheren Altersklassen. Dies lässt sich aus einer Auswertung von Steuerdaten aus dem Kanton Zürich klar erkennen, welche die Entwicklung von Einkommen und Vermögen gleichaltriger Bevölkerungsgruppen über die Periode 1999 – 2013 darstellt.¹⁷ Vor dem 50. Lebensjahr erfolgt kaum eine Vermögensbildung (vgl. Abb. 31). Die Einkommen sind zwar höher, die Ausgaben aufgrund der Familienbildung und allenfalls des Erwerbs von Wohneigentum führen aber dazu, dass die steuerbaren Vermögen eher gering bleiben. Erst im Vorrentenalter und mit der Pensionierung erfolgt ein deutlicher Anstieg der Vermögen, wobei Erbschaften eine wichtige Rolle spielen. Schätzungen zufolge entfallen die meisten Erbschaften auf die Altersgruppe der 50- bis 64-Jährigen.¹⁸ Die Pensionierung kann ebenfalls zur Vermögensbildung beitragen, wenn Kapital aus der Altersvorsorge bezogen wird.

Je höher das Einkommensniveau, desto grösser der Beitrag der zweiten Säule

Die Bedeutung der einzelnen Säulen der Alterssicherung für die finanzielle Lage der Rentnerhaushalte hängt nicht nur vom Alter ab, sondern in erheblichem Masse auch von soziodemografischen und -ökonomischen Merkmalen wie Bildungsstand oder Beruf, die sich letztlich im Einkommensniveau und in den Beitragsleistungen während des Erwerbslebens niederschlagen. Ein Vergleich nach Quintilen der Einkommensverteilung zeigt, dass der Beitrag der beruflichen Vorsorge zum Bruttoeinkommen der Rentnerhaushalte umso höher ausfällt, je höher das Einkommensniveau ist (vgl. Abb. 32). So tragen Renten aus der zweiten Säule bei der tiefsten Einkommensklasse (1. Quintil) nur mit einem Anteil von 9% zum Bruttoeinkommen der Rentnerhaushalte bei, bei der höchsten Einkommensklasse (5. Quintil) sind es 43%. Ähnlich verhält es sich mit Einkünften aus Vermögen, deren Beitrag vom untersten zum höchsten Einkommensquintil von 4% auf 23% steigt.

Unterschiede in Einkommensniveau...

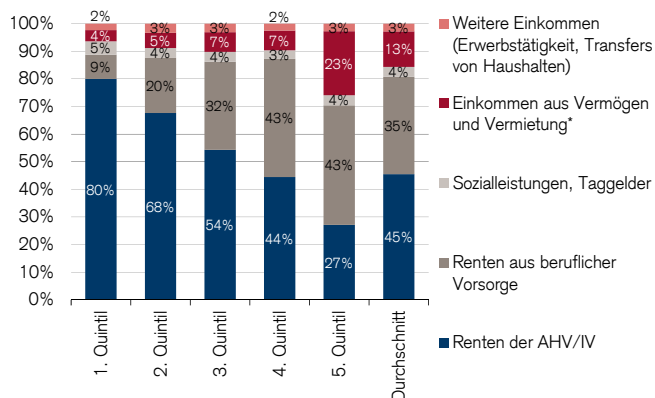
Dieses Bild bleibt über die verschiedenen Rentnergenerationen grundsätzlich erhalten. Die Bedeutung der beruflichen Vorsorge steigt zwar in jedem Einkommensquintil von Generation zu Generation. Insgesamt sind aber die Gemeinsamkeiten zwischen denselben Einkommensklassen der jeweiligen Generation grösser als diejenigen zwischen den Generationen. Oder anders formuliert: Die relative Bedeutung der einzelnen Säulen der Alterssicherung unterscheidet sich stärker zwischen den Einkommensgruppen als zwischen den einzelnen Rentnergenerationen.

... und soziodemografischem Profil fallen stärker ins Gewicht als Geburtsjahrgang

Weitere Anhaltspunkte liefert eine Analyse der typischen Vorsorgekombinationen auf der Grundlage der Schweizerischen Arbeitskräfteerhebung des Bundesamts für Statistik (SAKE). Im Vergleich der Rentnergenerationen lässt sich zwar eine allgemeine Tendenz zu einer besseren Abdeckung durch die drei Säulen der Altersvorsorge beobachten. Bei der jungen Rentnergeneration ist

Abb. 32: Altersleistungen nach Einkommensniveau

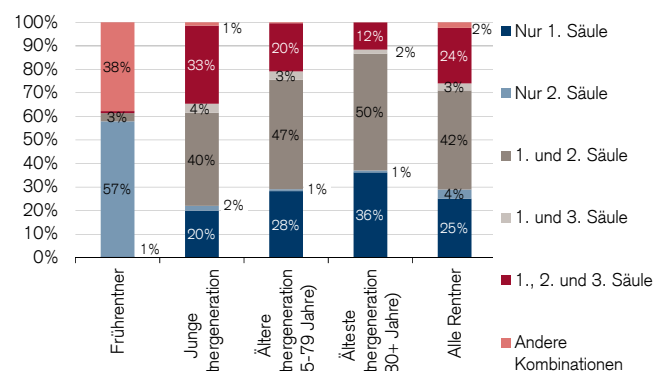
Anteil am Bruttoeinkommen der Rentnerhaushalte nach Quintil der Einkommensverteilung in %, 2012 – 2014



Quelle: Bundesamt für Statistik (HABE), Credit Suisse; * Kapitalauszahlungen aus der 2. und 3. Säule werden dem Vermögen zugeschlagen und erscheinen indirekt als Vermögenseinkommen.

Abb. 33: Vorsorgekombinationen nach Rentnergeneration

Anteil an der Gesamtheit der Rentnerhaushalte in %, 2015



Quelle: Bundesamt für Statistik (SAKE), Credit Suisse

¹⁷ Bei der Betrachtung von altersbezogenen Entwicklungen sind Alters- und Generationeneffekte auseinanderzuhalten. Unter Alterseffekt versteht man Entwicklungen, die mit dem fortschreitenden biologischen Alter verknüpft sind, z. B. die Abnahme des Einkommens beim Übergang ins Rentenalter. Generationeneffekte sind hingegen nicht mit dem Alter, sondern mit dem Geburtszeitpunkt verbunden. Generationenphänomene drücken sich in einem unterschiedlichen Verhalten derselben Altersgruppe zu unterschiedlichen Zeitpunkten aus.

¹⁸ Bauer, T., Stutz, H., Schmutz, S. (2005): Erben in der Schweiz. Eine sozioökonomische Analyse unter besonderer Berücksichtigung der Generationenbeziehungen, Büro Bass im Rahmen des Nationalen Forschungsprogramms 52.

der Anteil von Rentnern, die lediglich Leistungen aus der ersten Säule beziehen, mit 20% zum Beispiel deutlich tiefer als bei der ältesten Rentnergeneration mit 36% (vgl. Abb. 33). Auch erhöht sich von Generation zu Generation der Anteil von Rentnern, die auf alle drei Säulen der Altersvorsorge zählen können, von 12% bei der ältesten auf 33% bei der jungen Rentnergeneration. Betrachtet man jedoch die Wahrscheinlichkeit, eine bestimmte Vorsorgekombination aufzuweisen, so fallen soziodemografische und -ökonomische Profile, die letztlich Einkommensunterschiede begründen, stärker ins Gewicht als die Zugehörigkeit zu einer bestimmten Rentnergeneration. Dies verdeutlicht eine Analyse der relativen Wahrscheinlichkeit einer umfassenden (alle drei Säulen) bzw. schwachen (nur erste Säule) Abdeckung durch die Altersvorsorge in Abhängigkeit von soziodemografischen und -ökonomischen Merkmalen der Rentner (vgl. Abb. 34). Rentner mit einem Ausbildungsniveau auf Tertiärstufe haben eine um das 1.6fache höhere Wahrscheinlichkeit, zur Gruppe mit einer umfassenden Altersvorsorge zu gehören als solche, für welche dieses Merkmal nicht zutrifft. Verfügen Rentner über Wohneigentum oder Vermögenseinkommen, so ist die Wahrscheinlichkeit ebenfalls bis um das Zweifache höher, sich in der Gruppe mit umfassender Altersvorsorge zu finden, als wenn solche Merkmale nicht vorhanden sind. Schlecht ausgebildete Personen oder auch Frauen weisen hingegen eine besonders hohe Wahrscheinlichkeit auf, zu der Rentnergruppe zu gehören, die lediglich auf Altersleistungen aus der ersten Säule zählen kann. Gerade bei Frauen dürfte dies auf fehlende Erwerbstätigkeit bzw. eine stärkere Ausrichtung auf Teilzeitarbeit zurückzuführen sein.

Auch bei der jungen Rentnergeneration spielt die zweite Säule erst für die oberen Einkommen eine wichtige Rolle

Obwohl sich die Abdeckung durch die Altersvorsorge im Verlaufe der letzten Jahrzehnte verbessert hat, gibt es auch bei der jüngeren Generation Rentner, die weiterhin kaum Zugang zur beruflichen oder freiwilligen Vorsorge haben oder nur sehr beschränkte Leistungen daraus beziehen. Auch für diese Rentnergeneration, die zwar noch keine vollständige Pensionskassengeschichte aufweist, jedoch bereits stärker am Aufbau der beruflichen Vorsorge partizipieren konnte, spielt dieser Pfeiler der Altersvorsorge erst für die Einkommensklassen oberhalb des Medians eine verhältnismässig wichtige Rolle, und lediglich in der höchsten Einkommensklasse übersteigt der Beitrag der zweiten Säule zum Bruttoeinkommen mit rund 43% denjenigen aus der ersten Säule (27%).

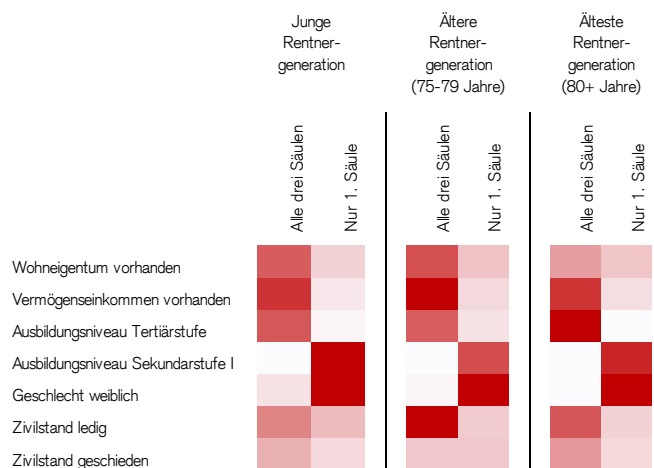
Erwerbstätige geben im Durchschnitt 13% ihres Bruttoeinkommens für die Altersvorsorge aus

Das Vorsorgeverhalten erwerbstätiger Haushalte

Erwerbstätige Haushalte in der Schweiz zahlen gemäss der Haushaltsbudgeterhebung 2012 – 2014 im Durchschnitt rund 13% ihres Bruttoeinkommens für die Altersvorsorge ein. Die absoluten, aber auch die relativen Ausgaben für die Altersvorsorge steigen in dem Masse, wie die Einkommen über den Lebenszyklus zunehmen. So ist es nicht überraschend, dass die Belastung bei den 55- bis 64-Jährigen mit knapp 14% ihren Höchstwert erreicht, während jüngere Haushalte unter 35 Jahren lediglich 11.4% ihres Bruttoeinkommens für die Altersvorsorge ausgeben. Die Belastung durch Beiträge an die zweite Säule nimmt nicht zuletzt aufgrund der ansteigenden Sparskala von 3.9% bei den jüngeren Haushalten auf 5.3% für solche zu, die vor

Abb. 34: Was begünstigt eine gute Abdeckung im Alter?

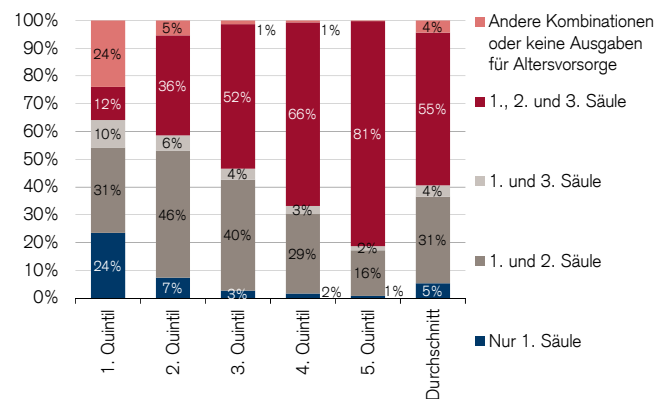
Relatives Risiko, rot = hohe Wahrscheinlichkeit, Weiss = geringe Wahrscheinlichkeit



Quelle: Bundesamt für Statistik (SAKE), Credit Suisse

Abb. 35: Vorsorgekombinationen der Aktiven nach Einkommensniveau

Anteil an der Gesamtheit der erwerbstätigen Haushalte in %, 2012 – 2014



Quelle: Bundesamt für Statistik (HABE), Credit Suisse

der Pensionierung stehen. Bei der dritten Säule lässt sich ein Anstieg von 2.6% auf 3.9% beobachten. Die Belastung durch Beiträge an die erste Säule bleibt hingegen über die verschiedenen Altersgruppen bei knapp 5% des Bruttoeinkommens stabil.

Bedeutende Unterschiede je nach Einkommensniveau

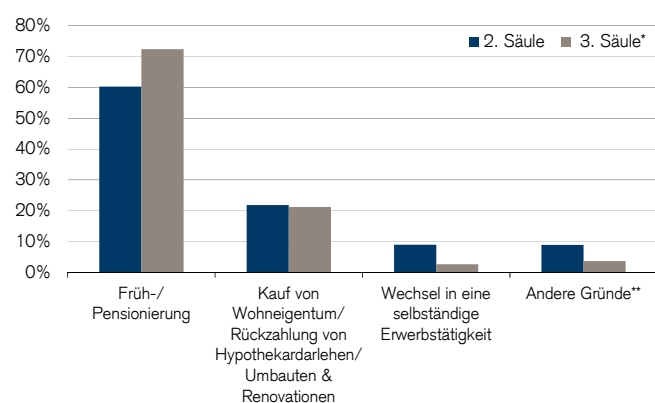
Beim Einzahlungsverhalten in die Altersvorsorge spielen nicht nur Alterseffekte eine Rolle, die sich aufgrund tendenziell steigender Löhne im Lebenszyklus ergeben. Gerade bei der zweiten und dritten Säule lässt sich erkennen, dass die Möglichkeit, umfassend Beiträge an die Altersvorsorge zu leisten, auch vom Einkommensniveau der Haushalte abhängt, wobei steuerliche Begünstigungen zusätzliche Anreize generieren können. Eine Betrachtung nach Quintilen der Einkommensverteilung verdeutlicht diesen Umstand. In der untersten Einkommensklasse geben erwerbstätige Haushalte 2.4% ihres Bruttoeinkommens für die berufliche und private Vorsorge aus, in der obersten Einkommensklasse sind es 8.8%. Noch aussagekräftiger ist jedoch die Tatsache, dass der Anteil der Haushalte, die über die erste Säule hinaus auch Beiträge an die zweite und dritte Säule leisten, in den unteren Einkommensklassen deutlich tiefer ist als in den oberen. So steigt der Anteil Haushalte, die Beiträge an alle drei Säulen der Altersvorsorge leisten, von rund 12% im untersten auf 81% im obersten Einkommensquintil (vgl. Abb. 35). Eine Analyse des Einzahlungsverhaltens in die private, nicht an Lohnprozente gekoppelte Vorsorge anhand der Daten aus der Schweizerischen Arbeitskräfteerhebung (SAKE) liefert ähnliche Ergebnisse. Erwerbstätige mit hohem Ausbildungsniveau und Einkommen haben eine bis um das 1.5fache höhere Wahrscheinlichkeit, zur Gruppe zu gehören, die in die dritte Säule einzahlt, als Personen, für welche diese Merkmale nicht zutreffen.

Ausbau der beruflichen und privaten Vorsorge nicht in allen Bevölkerungsgruppen gleich stark

Wie bereits bei der Analyse der Rentnerhaushalte gesehen, zeigen diese Befunde einmal mehr, dass die Reichweite der Altersvorsorge vom Einkommensniveau der Haushalte abhängt. Insbesondere für die zweite Säule gilt, dass die Rolle dieser Renten mit höheren Einkommen zunimmt, u.a. weil die möglichen Beiträge steigen. Dies widerspiegelt zu einem gewissen Grad die Konstruktion des Drei-Säulen-Systems, bei welchem der Versicherungsauftrag bei tiefen Einkommen in erster Linie durch die AHV erfüllt wird. Die Abdeckung durch die einzelnen Säulen der Altersvorsorge hat sich und wird sich in Zukunft zwar weiter verbessern und ausgeglichener werden. So zahlen heute im Durchschnitt nur rund 5% der Erwerbstätigen lediglich Beiträge an die erste Säule, während bei der aktuellen «jungen» Rentnergeneration noch 20% der Rentnerhaushalte lediglich eine AHV-Rente beziehen. Der Ausbau der beruflichen und privaten Vorsorge in den vergangenen Jahrzehnten hat aber wenig daran geändert, dass diese Pfeiler erst für die oberen Einkommensklassen eine verhältnismässig wichtige Rolle spielen. Dies lässt sich nicht nur bei der jungen Rentnergeneration im Vergleich zu den älteren Jahrgängen feststellen. Auch das Vorsorgeverhalten der heutigen Erwerbstätigen deutet darauf hin, dass der Ausbau der beruflichen und privaten Vorsorge nicht in allen Bevölkerungsgruppen gleich stark ausfällt.

Abb. 36: Gründe für einen Kapitalbezug

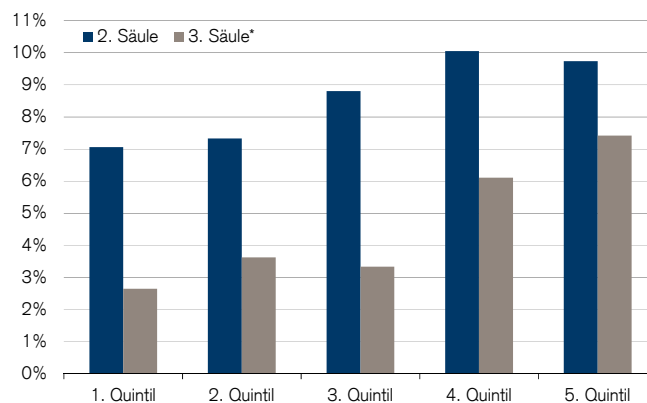
Anteil an den Befragten in %, 2. oder 3. Säule, Jahre 2012/2015



Quelle: Bundesamt für Statistik (SAKE), Credit Suisse; * Die Angabe zur 3. Säule ist aufgrund der geringen Stichprobengrösse mit Vorsicht zu interpretieren; ** Darunter fallen Auswanderung ins Ausland, Invalidität/Todesfall und weitere nicht näher genannte Gründe.

Abb. 37: Kapitalvorbezug nach Einkommensniveau

Anteil an Personen innerhalb der Quintile in %, die in ihrem Leben bisher einen Vorbezug getätigt haben, nur Vorbezüge für Wohneigentum und selbständige Erwerbstätigkeit, befragte Personen zwischen 55 und 65 Jahren, 2012/2015



Quelle: Bundesamt für Statistik (SAKE), Credit Suisse; * Die Resultate sind aufgrund der geringen Stichprobengrösse mit Vorsicht zu interpretieren.

Umverteilung wird überdurchschnittlich stark von einkommensstarken Aktiven getragen

Die im heutigen System der beruflichen Vorsorge vorherrschende Umverteilung zwischen Aktiven und Rentnern (vgl. Kapitel «Entwicklungen im Leistungsbereich») nimmt in diesem Kontext eine weitere Dimension an: Die Umverteilung wird hauptsächlich von den jungen einkommensstarken Versicherten getragen. Diese Problematik ist primär die Folge zu hoch berechneter Umwandlungssätze. Wenn zudem aktive Versicherte im Beitragsprimat aufgrund einer schwachen Anlageperformance weniger Rendite auf ihrem Vorsorgekapital erhalten, werden jene mit höheren Einkommen zusätzlich benachteiligt.

Zu welchen Zwecken wird angespartes Kapital vorbezogen?

Das im Rahmen der beruflichen und gebundenen privaten Vorsorge angesparte Kapital darf in bestimmten Fällen bereits vor der Pensionierung bezogen werden. Neben der Finanzierung einer vorzeitigen Pensionierung, der Aufnahme einer selbständigen Tätigkeit, dem Bezug im Invaliditäts- bzw. Todesfall oder der Auswanderung ins Ausland (ausser EU und EFTA) wird der Kapitalvorbezug auch für die Finanzierung von Wohneigentum erlaubt, einschliesslich Rückzahlung von Hypothekendarlehen oder Finanzierung von Umbau und Renovation.

Gemäss Zahlen aus der Schweizerischen Arbeitskräfteerhebung (SAKE) stellt die Finanzierung von Wohneigentum mit 22% der Nennungen den zweitwichtigsten Grund für einen Bezug von Kapital aus der zweiten Säule dar (vgl. Abb. 36). In knapp 10% der Fälle wird Kapital aus der beruflichen Vorsorge für die Aufnahme einer selbständigen Tätigkeit ausbezahlt, andere Zwecke kommen deutlich weniger oft vor. Der am häufigsten genannte Grund (rund 60% der Fälle) ist jedoch die Finanzierung der eigenen Pensionierung (sowohl vorzeitige als auch reguläre Pensionierung).

Gemäss Pensionskassenstatistik wurden 2014 Vorbezüge von Pensionskassengeldern für Zwecke im Zusammenhang mit Wohneigentum in Höhe von CHF 1.49 Mrd. getätigt. Es sind dies im Durchschnitt knapp CHF 77'000 pro Auszahlung, wobei nicht bekannt ist, wie viel tatsächlich für den Kauf von Immobilien verwendet wurde. Im Vergleich dazu werden zur Finanzierung der eigenen (Früh-)Pensionierung im Durchschnitt CHF 213'000 aus der zweiten Säule bezogen.¹⁹ In der Hälfte der Fälle betragen die Auszahlungen jedoch weniger als CHF 100'000. Für Kapitalbezüge aus der gebundenen privaten Vorsorge ergibt sich ein ähnliches Bild, wobei die bezogenen Beträge geringer sind. In der Hälfte der Fälle sind es weniger als CHF 60'000.

Grundsätzlich birgt der Kapitalvorbezug das Risiko, dass das angesparte Kapital vor der Pensionierung aufgebraucht wird, und dass, wenn das Rentenalter einmal erreicht ist, lediglich eine ungenügende Deckung übrig bleibt. Aus diesem Grund hat der Bundesrat in der Botschaft zur Reform der Ergänzungsleistungen (EL) im Herbst 2016 vorgeschlagen, den Vorbezug auf den überobligatorischen Teil der beruflichen Vorsorge zu beschränken. Dies soll auch für die Aufnahme einer selbständigen Erwerbstätigkeit gelten, denn es besteht ein nicht unerhebliches Risiko, dass das Vorsorgekapital aufgrund eines Konkurses verloren geht. Für den Erwerb von Wohneigentum, ein Thema, das nicht zuletzt im Zusammenhang mit dem Wohneigentumsboom der letzten Jahre in der Öffentlichkeit kontrovers diskutiert worden ist, soll ein Kapitalvorbezug aus der obligatorischen Vorsorge hingegen nach wie vor möglich sein. Ein Haus oder eine Wohnung stellen einen Vermögenswert dar, der ebenfalls als eine Form der Altersvorsorge betrachtet werden kann.

Eine Auswertung der Kapitalvorbezüge aus der zweiten und dritten Säule für Zwecke im Zusammenhang mit Wohneigentum und der Aufnahme einer selbständigen Tätigkeit nach Quintilen der Einkommensverteilung zeigt, dass vorzeitige Kapitalauszahlungen zwar in der Tendenz häufiger in den höheren Einkommensklassen vorgenommen werden (vgl. Abb. 37). Gerade im Rahmen der beruflichen Vorsorge ist der Unterschied zu den unteren Einkommensquintilen jedoch relativ klein. Der Anteil an Personen, die in ihrem Leben bisher einen Vorbezug getätigt haben, variiert zwischen rund 10% bei den Einkommensquintilen oberhalb des Medians und etwa 7% in den unteren Einkommensklassen. Eine vorsichtige Abschätzung der Risiken eines Kapitalvorbezugs ist daher durchaus gerechtfertigt.

¹⁹ Die Schweizerische Arbeitskräfteerhebung (SAKE) erlaubt eine Aussage zur Höhe der Kapitalauszahlung lediglich für den Zweck der (Früh-)Pensionierung.

Vorsorge im Kontext gesellschaftlicher Veränderungen

Neue Arbeitsmodelle stellen aktuelles System auf die Probe

Gesellschaft und Arbeitswelt befinden sich im Wandel. Neue Formen der Partnerschaft und die Verbreitung flexibler Arbeitsformen bleiben nicht ohne Implikationen und drohen die Unterschiede zwischen Einkommensschichten aus vorsorglicher Sicht zu verschärfen.

Das schweizerische System der Altersvorsorge wurde in einer Zeit konzipiert, als die Ehe und die traditionelle Rollenverteilung zwischen Mann und Frau das vorherrschende gesellschaftliche Modell darstellten. Darüber hinaus orientiert sich das Regelwerk sehr stark am Erwerbseinkommen, sei es über Lohnprozente, die Eintrittsschwelle in das Obligatorium der beruflichen Vorsorge, den Koordinationsabzug oder den Betrag, den Selbständige in die gebundene private Vorsorge einzahlen dürfen. Die Gesellschaft und die Strukturen der Erwerbsarbeit haben sich inzwischen jedoch stark verändert und stellen die Funktionsfähigkeit des Alterssicherungssystems zunehmend auf die Probe.

Teilzeitarbeit ist für Pensionskassen eine der grössten gesellschaftlichen Herausforderungen

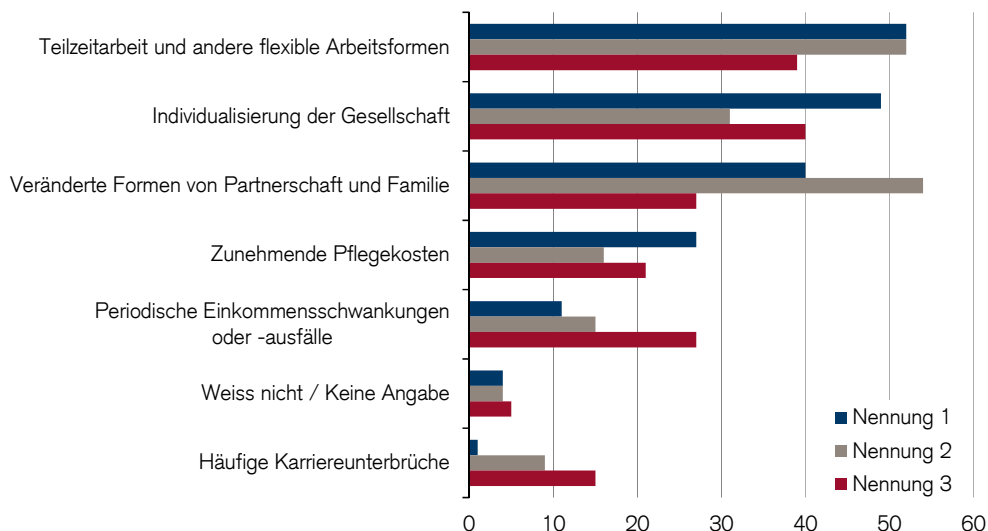
Im Rahmen der Pensionskassenumfrage 2016 wurden Vorsorgeeinrichtungen nach den grössten gesellschaftlichen Herausforderungen für das System der Altersvorsorge befragt. Neben veränderten Formen von Partnerschaft und Familie sowie der Individualisierung der Gesellschaft wurde die Verbreitung von Teilzeitarbeit und anderen flexiblen Arbeitsformen am häufigsten genannt (vgl. Abb. 38), sei es als Arbeitszeitreduktion, um mehr Zeit für sich selbst oder die Familie zu haben, oder als Aufbrechen der traditionellen Arbeitsstrukturen durch temporäre Tätigkeiten. Zudem liegen alternative Arbeitsformen wie die selbständige Arbeit als Freelancer im Trend.

Fragmentierung der Erwerbsbiografien führt zu Benachteiligung

Diese neuen Arbeitsmodelle drücken sich in einer zunehmenden Fragmentierung der Erwerbsbiografien aus, welche im heutigen System der beruflichen Vorsorge zu einer Benachteiligung der betroffenen Versicherten führt. Zum einen wird bei Teilzeitarbeit nur der Lohn oberhalb des Koordinationsabzugs dem Obligatorium unterstellt. Zum anderen sind Selbständige von der Beitragspflicht im Rahmen der zweiten Säule befreit, solange sie keine Mitarbeitenden beschäftigen. Wer in solchen Arbeitsverhältnissen tätig ist, läuft Gefahr, nicht genügend für das Alter vorsorgen zu können. Diese Problematik ist auch im Rahmen der Reform «Altersvorsorge 2020» adressiert worden. Die vom Parlament inzwischen akzeptierte Vorlage sieht eine Senkung und eine Flexibilisierung des Koordinationsabzuges über eine Staffelung nach dem Einkommen vor, um Personen mit tiefen Löhnen oder mehreren kleinen Arbeitspensen besser zu schützen.

Abb. 38: Gesellschaftliche Herausforderungen für die berufliche Vorsorge

Anzahl Nennungen auf die Frage «Welche gesellschaftlichen Trends stellen die grösste Herausforderung für das System der beruflichen Vorsorge dar?» (3 Nennungen waren möglich)



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2016

Immer mehr Männer arbeiten Teilzeit

Teilzeitarbeit ist in der Schweiz weit verbreitet. Gemäss der Schweizerischen Arbeitskräfteerhebung (SAKE) arbeitete 2015 mehr als jeder Dritte mit einem reduzierten Pensum, rund 23% mit einem Beschäftigungsgrad von über 50% und 14% mit einem Beschäftigungsgrad von unter 50%.²⁰ Während der Anteil der Teilzeit arbeitenden Frauen in den letzten Jahren relativ konstant geblieben ist, stieg derjenige der Männer zwischen 2006 und 2015 von rund 11% auf 15.5%. Insgesamt resultiert dies in einer Zunahme von über 300'000 Teilzeitangestellten in der Schweiz. Betrachtet man die Entwicklung der Teilzeitarbeit gleichaltriger Erwerbstätiger über die Zeit, lässt sich während der letzten zehn Jahre insbesondere bei den jungen Erwerbstätigen und bei den Männern ein Anstieg erkennen (vgl. Abb. 39). In allen Altersgruppen arbeiten Männer heutzutage häufiger Teilzeit als noch vor zehn Jahren. Den stärksten Anstieg verzeichnen dabei die 65- bis 69-Jährigen, von 56% im Jahr 2006 auf 67% 2015. Betrachtet man nur Erwerbstätige im Vorrentenalter, weisen die 25- bis 29-Jährigen mit fünf Prozentpunkten die stärkste Zunahme auf. Dass die Einkommen junger Erwerbstätiger in den letzten Jahren stagnierten, kann unter anderem auch damit in Verbindung gebracht werden (vgl. Abb. 31). Doch nicht nur in der Teilzeitarbeit sind Veränderungen beobachtbar, sondern auch in weiteren Charakteristika der Erwerbstätigkeit. In den letzten zehn Jahren stellt man zum Beispiel auch eine Zunahme der befristeten Arbeitsverträge, eine Verkürzung der mittleren Anstellungsdauer bei häufigerem Betriebswechsel oder auch eine Verteilung der Erwerbstätigkeit auf mehrere kleine Arbeitspensen fest. Diese Entwicklungen sind allesamt Hinweise auf einen von Generation zu Generation graduell voranschreitenden Wandel auf dem Arbeitsmarkt.

Viele Gründe für den Anstieg von Teilzeitarbeit

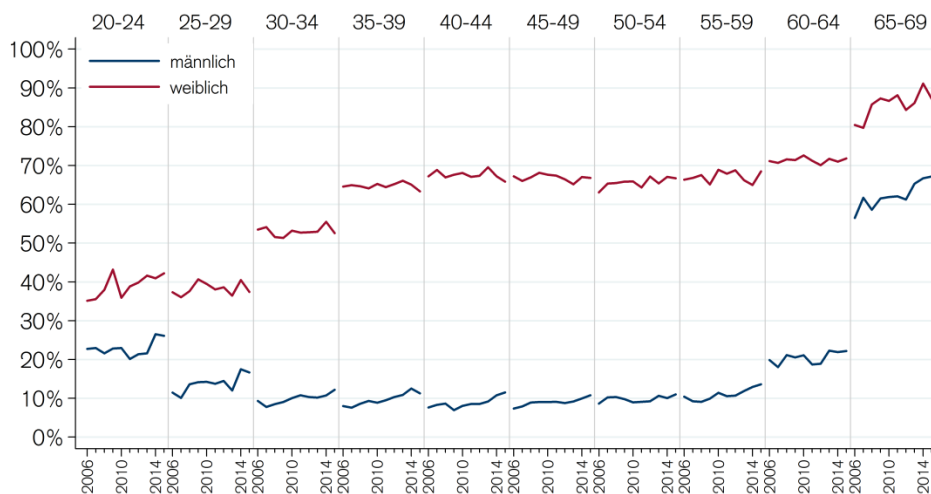
Wie lässt sich nun die Zunahme der Teilzeitarbeit oder im Allgemeinen die Flexibilisierung des Erwerbslebens erklären? Ein wichtiger Treiber der Teilzeitarbeit bei den jungen Altersgruppen stellt die Verlängerung der Ausbildungsdauer dar, welche mit der Verbreitung der tertiären Ausbildung, nicht zuletzt im Rahmen des Ausbaus der Fachhochschulen, einhergeht. Ein beträchtlicher Teil der befristeten Arbeitsverhältnisse ist ebenfalls ausbildungsbedingt. Trotzdem lässt sich diese Entwicklung nicht ausschliesslich damit erklären, dass junge Erwachsene heute länger in Ausbildung bleiben. Die Hälfte der unter 30-Jährigen nennt jeweils andere Gründe für ein reduziertes Arbeitspensum oder ein befristetes Arbeitsverhältnis.

Das Bedürfnis nach Teilzeitarbeit steigt

Im Allgemeinen lässt sich feststellen, dass Erwerbstätige heute etwas öfter den Wunsch haben, nicht Vollzeit zu arbeiten. Hatten 2006 13% der Teilzeitbeschäftigten kein Interesse an einer Vollzeitbeschäftigung, waren es 2015 rund 16%. Das Streben nach einer besseren Work-Life-Balance oder neue Rollenverteilungen in der Partnerschaft, bei welchen zum Beispiel beide Partner ihr Arbeitspensum leicht reduzieren, um die Kinderbetreuung wahrzunehmen, spielen dabei eine Rolle. So hat sich der Anteil der Paarhaushalte, bei welchen beide Partner Teilzeit arbeiten,

Abb. 39: Teilzeitarbeit nach Generationen im Lebenszyklus

Anteil an den Erwerbstätigen zwischen 20 und 70 Jahren in % nach Geschlecht, 2006 – 2015



Quelle: Bundesamt für Statistik (SAKE), Credit Suisse

²⁰ Auswertungen auf der Grundlage gewichteter Daten; Zahlen beziehen sich, sofern nicht anders angegeben, auf alle Schweizer Erwerbstätigen (gemäss SAKE-Definition) zwischen 20 und 70 Jahren.

in den letzten Jahren kontinuierlich erhöht, von 4.6% 2010 auf 6.5% 2015. Da der Grund «keinen Vollzeitjob gefunden» mit einem Anteil zwischen 7% und 8% über die Jahre relativ stabil geblieben ist, ist anzunehmen, dass weniger exogene Arbeitsmarktschocks, sondern vielmehr eine aktive Entscheidung der Arbeitnehmenden dieser Entwicklung zugrunde liegt. Interessant anzumerken ist, dass die Zunahme der Teilzeitarbeit nicht nur Erwerbstätige mit niedrigen Qualifikationen betrifft. Obwohl Personen mit Tertiärausbildung nach wie vor am seltensten Teilzeit arbeiten, ist deren Anteil in den letzten zehn Jahren um sechs Prozentpunkte auf 32% gestiegen.

Teilzeitarbeit bei tiefem Lohn wirkt sich stark auf die Altersvorsorge aus

Da die Reichweite der Altersvorsorge in hohem Masse vom Einkommen abhängt, sind Teilzeitarbeitende mit tiefen Löhnen besonders gefährdet, zu wenig in der beruflichen Vorsorge anzusparen. Ausgerechnet im untersten Einkommensquintil (Einkommen umgerechnet auf ein Stellenprozent) ist der Anteil von Teilzeiterwerbstitigen mit 45% am grössten, in der höchsten Einkommensklasse dagegen am geringsten (29%) (vgl. Abb. 40). Zwar ist der Anstieg des Anteils in allen Einkommensstufen ähnlich, jedoch ist die weitere Ausweitung der Teilzeitarbeit aus altersvorsorglicher Sicht für die unteren Einkommenschichten gravierender. Eine Studie aus dem Jahr 2016 zeigt, dass insbesondere alleinstehende Personen mit geringem Einkommen Probleme bezüglich der Altersvorsorge bekommen, wenn diese lediglich Teilzeit arbeiten.²¹

Risiko Scheidung

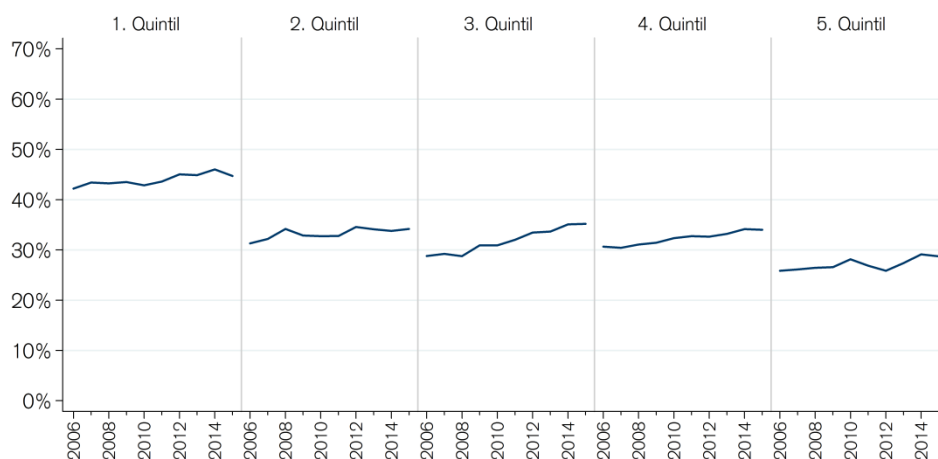
Längere Phasen mit geringem Beschäftigungsgrad können sich auch bei Paarhaushalten negativ auf die Deckung durch die Altersvorsorge auswirken, wenn es zu einer Scheidung kommt. Das Modell, bei dem der Partner Vollzeit und die Partnerin Teilzeit arbeiten, stellt heute die mit Abstand am häufigsten genannte Form der Erwerbstätigkeit bei Paarhaushalten dar (50% der Fälle). Gleichzeitig werden heute 40% der Ehen in der Schweiz geschieden. Die oben erwähnte Studie von Bonoli/Crettaz (2016) zeigt, dass insbesondere Frauen, welche in ihrer gesamten Erwerbsbiografie einen Beschäftigungsgrad von maximal 50% hatten und phasenweise gar nicht erwerbstätig waren, im Falle einer Scheidung grosse Mühe haben, im Ruhestand über das Existenzminimum zu kommen. Dies kann sogar bei überdurchschnittlichem Lohn der Fall sein.

Unterschiede zwischen Einkommenschichten drohen verschärft zu werden

Wenn Versicherte ausserhalb der traditionellen Arbeits- und Familienverhältnisse im Rahmen des heutigen Systems der beruflichen Vorsorge benachteiligt werden und Gefahr laufen, nicht genügend für das Leben im Ruhestand ansparen zu können, dürfte die Verbreitung solcher Modelle die im vorangehenden Kapitel beschriebenen Unterschiede in der Reichweite der zweiten Säule zwischen den einzelnen Einkommensgruppen zementieren oder sogar noch verschärfen. Aus diesem Blickwinkel wäre erstrebenswert, dass Arbeitnehmende besser in die Lage versetzt werden, allfällige Beitragsschwankungen und Leistungseinbussen durch freiwillige Beiträge abzufedern, sofern die finanziellen Verhältnisse es ihnen erlauben. Für die Zukunft dürfte es demnach immer wichtiger werden, zwischen dem obligatorischen und dem freiwilligen Engagement der Arbeitnehmenden zu unterscheiden, ganz nach dem Trend der zunehmenden Individualisierung.

Abb. 40: Teilzeitarbeit über die Einkommensverteilung

Anteil Teilzeitbeschäftigte nach Einkommensquintilen in %, Bruttoeinkommen auf 1% Beschäftigungsgrad normiert



Quelle: Bundesamt für Statistik (SAKE), Credit Suisse

²¹ Bonoli, Crettaz (2016): Les conséquences du travail à temps partiel sur les prestations de prévoyance vieillesse, 2016.

Glossar

Altersguthaben	Das Altersguthaben entspricht der Summe der angesammelten Altersgutschriften inklusive Freizügigkeitsleistungen und Zinsen.
Altersgutschrift	Betrag, der jährlich dem Altersguthaben einer versicherten Person gutgeschrieben wird. Die Ansätze werden in Prozent des koordinierten Jahreslohns festgesetzt und hängen vom Alter der versicherten Person ab.
Asset-Liability-Analyse	Im Rahmen einer Asset-Liability-Analyse wird überprüft, ob die Anlagestrategie einer Vorsorgeeinrichtung mit deren Verpflichtungsstruktur übereinstimmt.
Autonome Vorsorgeeinrichtung	Die Vorsorgeeinrichtung trägt grundsätzlich alle Risiken (Alter, Tod, Invalidität) selbst.
Beitragsprimat	Bei einer Vorsorgeeinrichtung mit Beitragsprimat wird die Beitragshöhe im Reglement festgelegt (in festen Frankenbeträgen oder in Prozenten einer Bezugsgrösse) und daraus die Höhe der einzelnen Vorsorgeleistungen ermittelt.
BVG	Das Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge wurde 1985 in Kraft gesetzt. Die 1. BVG-Revision umfasste drei Massnahmenpakete, welche zwischen 2004 und 2006 in Kraft traten: Transparenzbestimmungen (1. April 2004); Umwandlungssatz, Frauenrentenalter (1. Januar 2005); Begriff der beruflichen Vorsorge, Einkauf, Mindestalter bei vorzeitigem Altersrücktritt (1. Januar 2006).
Deckungsgrad	Der gemäss Art. 44 BVV 2 massgebende Deckungsgrad bestimmt sich als Verhältnis zwischen dem Vorsorgevermögen und dem versicherungstechnisch notwendigen Vorsorgekapital einer Vorsorgeeinrichtung. Befindet sich der Deckungsgrad unter 100%, liegt eine Unterdeckung vor.
Duration	Die Duration bezeichnet die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer einer Geldanlage und quantifiziert das Zinsänderungsrisiko einer Geldanlage. Je länger die Duration ist, desto stärker reagiert der Kurs auf Zinsänderungen.
Eintrittsschwelle	Mindestjahreslohn, welchen eine Person bei einem Arbeitgeber erzielen muss, um obligatorisch gemäss BVG versichert zu sein. Die Eintrittsschwelle liegt zurzeit bei CHF 21'150.
Koordinationsabzug	Betrag, der vom Jahreslohn abgezogen wird, um den versicherten Lohn zu bestimmen. Der Abzug beträgt 7/8 der maximalen AHV-Rente, was zurzeit CHF 24'675 entspricht.
Leistungsprimat	Wir sprechen von einer Vorsorgeeinrichtung mit Leistungsprimat, wenn die Art und Höhe der Vorsorgeleistungen im Reglement festgelegt ist (in festen Frankenbeträgen oder in Prozenten einer Bezugsgrösse) und daraus individuell oder kollektiv die Höhe der Beiträge ermittelt wird.
Mindestumwandlungssatz	Umwandlungssatz, den die Vorsorgeeinrichtungen im Zeitpunkt des ordentlichen Rentenalters auf den obligatorischen Teil des Vorsorgekapitals mindestens anwenden müssen. Aktuell beträgt der Mindestumwandlungssatz 6.8%.
Mindestzinssatz	Vom Bundesrat festgelegter Zinssatz, zu welchem die Vorsorgeeinrichtungen die Altersguthaben der obligatorischen Vorsorge (BVG-Guthaben) mindestens verzinsen müssen.
Obligatorium / Überobligatorium	Im BVG definierte Mindestleistungen für das Alter, im Todesfall und bei Invalidität werden als Obligatorium bezeichnet, darüber hinausgehende Leistungen als Überobligatorium.
Rechtsform	Vorsorgeeinrichtungen sind entweder öffentlich- oder privatrechtlich organisiert. Privatrechtliche Vorsorgeeinrichtungen haben meist die Form von Stiftungen; seltener sind Genossenschaften.

Technische Grundlagen	Zusammenstellung von biometrischen Wahrscheinlichkeiten (z.B. Lebenserwartung, Invalidisierungs- und Heiratswahrscheinlichkeit), um Pensionsverpflichtungen zu berechnen. Periodentafeln berechnen die Lebenserwartung aufgrund von historischen Datenreihen auf einen Stichtag, Generationentafeln berücksichtigen dagegen die Zunahme der Lebenserwartung.
Technischer Zinssatz	Der technische Zinssatz ist der Diskontsatz (oder Bewertungszinssatz), mit dem sich die Vorsorgekapitalien oder technischen Rückstellungen sowie die Finanzierung einer Vorsorgeeinrichtung bestimmen lassen.
Teilautonome Vorsorgeeinrichtung	Die Vorsorgeeinrichtung stellt die Altersrenten sicher und übernimmt nur einen Teil der Risiken Tod und Invalidität selbst.
Umhüllende Vorsorgeeinrichtung	Vorsorgeeinrichtung, die Leistungen versichert, die über die minimalen gesetzlichen Vorgaben des BVG hinausgehen.
Umwandlungssatz	Prozentsatz, mit dem bei der Pensionierung aus dem Altersguthaben die jährliche, lebenslänglich auszurichtende Altersrente berechnet wird.
Unterdeckung	Eine Unterdeckung besteht, wenn am Bilanzstichtag das durch den Experten für berufliche Vorsorge berechnete versicherungstechnisch notwendige Vorsorgekapital nicht durch das verfügbare Vorsorgevermögen gedeckt ist.
Vorsorgeeinrichtung	Vorsorgeeinrichtungen sind das Gefäss für die Durchführung der beruflichen Vorsorge. Sie können nach verschiedenen Kriterien wie Rechtsform, Risikodeckung und Zusammensetzung unterschieden werden.
Vorsorgekapital	Verpflichtung der Vorsorgeeinrichtung gegenüber den Versicherten. Das Vorsorgekapital der aktiven Versicherten entspricht im Beitragsprimat der Summe der Altersguthaben der Versicherten. Das Vorsorgekapital der Rentner entspricht dem Barwert aller laufenden Renten.
Wertschwankungsreserven	Wertschwankungsreserven dienen dazu, Kursschwankungen auf den Vermögensanlagen aufzufangen. Es soll dadurch vermieden werden, dass die Vorsorgeeinrichtungen bei kurzfristigen Kursschwankungen in Unterdeckung geraten und allfällige Sanierungsmassnahmen einleiten müssen.
1e-Vorsorgepläne	Mit 1e-Vorsorgeplänen (benannt nach Art. 1e BVV 2) können Vorsorgeeinrichtungen, welche ausschliesslich Lohnanteile über der anderthalbfachen BVG-Lohnobergrenze versichern, Vorsorgepläne mit unterschiedlichen Anlagestrategien anbieten.

Risikowarnung

Jede Anlage ist mit Risiken verbunden, insbesondere in Bezug auf Wert- und Renditeschwankungen. Sind Anlagen in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung denominiert, können Wechselkursschwankungen den Wert, den Kurs oder die Rendite nachteilig beeinflussen. Informationen zu den mit Anlagen in die hierin behandelten Wertpapiere verbundenen Risiken finden Sie unter folgender Adresse: <https://investment.credit-suisse.com/gr/riskdisclosure/>

Dieser Bericht kann Informationen über Anlagen, die mit besonderen Risiken verbunden sind, enthalten. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Zusätzliche Informationen erhalten Sie ausserdem in der Broschüre «Besondere Risiken im Effektenhandel», die Sie bei der Schweizerischen Bankiervereinigung erhalten. Vergangene Wertentwicklung ist kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Die Wertentwicklung kann durch Provisionen, Gebühren oder andere Kosten sowie durch Wechselkursschwankungen beeinflusst werden.

Finanzmarktrisiken

Historische Renditen und Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Angegebene Kurse und Werte von Anlagen sowie etwaige auflaufende Renditen könnten sinken, steigen oder schwanken. Die Performance in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Sind Anlagen in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung denominiert, können Wechselkursschwankungen den Wert, den Kurs oder die Rendite nachteilig beeinflussen. Sie sollten, soweit Sie eine Beratung für erforderlich halten, Berater konsultieren, die Sie bei dieser Entscheidung unterstützen.

Anlagen werden möglicherweise nicht öffentlich oder nur an einem eingeschränkten Sekundärmarkt gehandelt. Ist ein Sekundärmarkt vorhanden, kann der Kurs, zu dem die Anlagen an diesem Markt gehandelt werden, oder die Liquidität bzw. Illiquidität des Marktes nicht vorhergesagt werden.

Schwellenmärkte

In Fällen, in denen sich dieser Bericht auf Schwellenmärkte bezieht, weisen wir Sie darauf hin, dass mit Anlagen und Transaktionen in verschiedenen Anlagekategorien von oder in Zusammenhang oder Verbindung mit Emittenten und Schuldnern, die in Schwellenländern gegründet, stationiert oder hauptsächlich geschäftlich tätig sind, Unsicherheiten und Risiken verbunden sind. Anlagen im Zusammenhang mit Schwellenländern können als spekulativ betrachtet werden; ihre Kurse neigen zu einer weit höheren Volatilität als die der stärker entwickelten Länder der Welt. Anlagen in Schwellenmärkten sollten nur von versierten Anlegern oder von erfahrenen Fachleuten getätigt werden, die über eigenständiges Wissen über die betreffenden Märkte sowie die Kompetenz verfügen, die verschiedenen Risiken, die solche Anlagen bergen, zu berücksichtigen und abzuwägen und ausreichende finanzielle Ressourcen zur Verfügung haben, um die erheblichen Risiken des Ausfalls solcher Anlagen zu tragen. Es liegt in Ihrer Verantwortung, die Risiken, die sich aus Anlagen in Schwellenmärkten ergeben, und Ihre Portfolio-Strukturierung zu steuern. Bezüglich der unterschiedlichen Risiken und Faktoren, die es bei Anlagen in Schwellenmärkten zu berücksichtigen gilt, sollten Sie sich von Ihren eigenen Beratern beraten lassen.

Alternative Anlagen

Hedge-Fonds unterliegen nicht den zahlreichen Bestimmungen zum Schutz von Anlegern, die für regulierte und zugelassene gemeinsame Anlagen gelten; Hedge-Fonds-Manager sind weitgehend unreguliert. Hedge-Fonds sind nicht auf eine bestimmte Zurückhaltung bei Anlagen oder Handelsstrategie beschränkt und versuchen, in den unterschiedlichsten Märkten Gewinne zu erzielen, indem sie auf Fremdfinanzierung, Derivate und komplexe, spekulative Anlagestrategien setzen, die das Risiko eines Anlageausfalls erhöhen können.

Rohstofftransaktionen bergen ein hohes Mass an Risiko und sind für viele Privatanleger möglicherweise ungeeignet. Marktbewegungen können zu erheblichen Verlusten oder sogar zu einem Totalverlust führen.

Anleger in Immobilien sind Liquiditäts-, Fremdwährungs- und anderen Risiken ausgesetzt, einschliesslich konjunktureller Risiken, Vermietungsrisiken und solcher, die sich aus den Gegebenheiten des lokalen Marktes, der Umwelt und Änderungen der Gesetzeslage ergeben.

Zins- und Ausfallrisiken

Die Werthaltigkeit einer Anleihe hängt von der Bonität des Emittenten bzw. des Garanten ab. Sie kann sich während der Laufzeit der Anleihe ändern. Bei Insolvenz des Emittenten und/oder Garanten der Anleihe ist die Anleihe oder der aus der Anleihe resultierende Ertrag nicht garantiert und Sie erhalten die ursprüngliche Anlage möglicherweise nicht oder nur teilweise zurück.

Investment Strategy Department

Im Mandats- und Beratungsgeschäft der CS sind Anlagestrategen für die Formulierung von Multi-Asset-Strategien und deren anschliessende Umsetzung verantwortlich. Sofern Musterportfolios gezeigt werden, dienen sie ausschliesslich zur Erläuterung. Ihre eigene Anlageverteilung, Portfoliogewichtung und Wertentwicklung können nach Ihrer persönlichen Situation und Risikotoleranz erheblich davon abweichen. Meinungen und Ansichten der Anlagestrategen können sich von denen anderer CS-Departments unterscheiden. Ansichten der Anlagestrategen können sich jederzeit ohne Ankündigung oder Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen.

Gelegentlich beziehen sich Anlagestrategen auf zuvor veröffentlichte Research-Artikel, einschl. Empfehlungen und Rating-Änderungen, die in Listenform zusammengestellt werden. Alle Research-Beiträge und -Berichte, die Empfehlungen und Rating-Änderungen für Unternehmen bzw. einzelne Finanzinstrumente beinhalten, sind unter der folgenden Adresse abrufbar:

<https://investment.credit-suisse.com>

Informationen zu rechtlichen Hinweisen und Offenlegungen bezüglich der von Credit Suisse Investment Banking beurteilten Unternehmen, die in diesem Bericht erwähnt wurden, finden Sie auf der Seite «Disclosure» der Investment Banking Division unter folgender Adresse:

<https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

Weitere Informationen einschliesslich Angaben zu weiteren Themen erhalten Sie auf der Global Research Disclosure Website der Credit Suisse unter: <https://www.credit-suisse.com/disclosure>

Allgemeiner Haftungsausschluss / Wichtige Information

Der vorliegende Bericht ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem CS Registrierungs- oder Zulassungspflichten erfüllen müsste.

In diesem Bericht bezieht sich CS auf die Schweizer Bank Credit Suisse AG, ihre Tochter- und verbundenen Unternehmen. Weitere Informationen über die Organisationsstruktur finden sich unter dem folgenden Link:

<http://www.credit-suisse.com>

KEINE VERBREITUNG, AUFFORDERUNG ODER BERATUNG Diese Publikation dient ausschliesslich zur Information und Veranschaulichung sowie zur Nutzung durch Sie. Sie ist weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertschriften oder anderen Finanzinstrumenten. Alle Informationen, auch Tatsachen, Meinungen oder Zitate, sind unter Umständen gekürzt oder zusammengefasst und beziehen sich auf den Stand am Tag der Erstellung des Dokuments. Bei den in diesem Bericht enthaltenen Informationen handelt es sich lediglich um allgemeine Marktkommentare und in keiner Weise um eine regulierte Finanzberatung bzw. Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Finanzdienstleistungen. Den finanziellen Zielen, Verhältnissen und Bedürfnissen einzelner Personen wird keine Rechnung getragen. Diese müssen indes berücksichtigt werden, bevor eine Anlageentscheidung getroffen wird. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Dieser Bericht bringt lediglich die Einschätzungen und Meinungen der CS zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments zum Ausdruck und bezieht sich nicht auf das Datum, an dem Sie die Informationen erhalten oder darauf zugreifen. In diesem Bericht enthaltene Einschätzungen und Ansichten können sich von den durch andere CS-Departments geäusserten unterscheiden und können sich jederzeit ohne Ankündigung oder die Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen. **PROGNOSEN & SCHÄTZUNGEN:** Vergangene Wertentwicklungen sollten weder als Hinweis noch als Garantie für zukünftige Ergebnisse aufgefasst werden, noch besteht eine ausdrückliche oder implizierte Gewährleistung für künftige Wertentwicklungen. Soweit dieser Bericht Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher diverse Risiken und Ungewissheiten. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Sämtliche hierin erwähnten Bewertungen unterliegen den CS-Richtlinien und -Verfahren zur Bewertung. **KONFLIKTE:** Die CS behält sich das Recht vor, alle in dieser Publikation unter Umständen enthaltenen Fehler zu korrigieren. Die CS, ihre verbundenen Unternehmen und/oder deren Mitarbeitende halten möglicherweise Positionen oder Bestände, haben andere materielle Interessen oder tätigen Geschäfte mit hierin erwähnten Wertschriften oder Optionen auf diese Wertschriften oder tätigen andere damit verbundene Anlagen und steigern oder verringern diese Anlagen von Zeit zu Zeit. Die CS bietet den hierin erwähnten Unternehmen oder Emittenten möglicherweise in erheblichem Umfang Beratungs- oder Anlagedienstleistungen in Bezug auf die in dieser Publikation aufgeführten Anlagen oder damit verbundene Anlagen oder hat dies in den vergangenen zwölf Monaten getan. Einige hierin aufgeführte Anlagen werden von einem Unternehmen der CS oder einem mit der CS verbundenen Unternehmen angeboten oder die CS ist der einzige Market Maker für diese Anlagen. Die CS ist involviert in zahlreiche Geschäfte, die mit dem genannten Unternehmen in Zusammenhang stehen. Zu diesen Geschäften gehören unter anderem spezialisierter Handel, Risikoarbitrage, Market Making und anderer Eigenhandel. **BESTEUERUNG:** Diese Publikation enthält keinerlei Anlage-, Rechts-, Bilanz- oder Steuerberatung. Die CS berät nicht hinsichtlich der steuerlichen Konsequenzen von Anlagen und empfiehlt Anlegern, einen unabhängigen Steuerberater zu konsultieren. Die Steuersätze und Bemessungsgrundlagen hängen von persönlichen Umständen ab und können sich jederzeit ändern. **QUELLEN:** Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus oder basieren auf Quellen, die von CS als zuverlässig erachtet werden; dennoch garantiert die CS weder deren Richtigkeit noch deren Vollständigkeit. Die CS lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aufgrund der Verwendung dieses Berichts entstehen. **WEBSITES:** Der Bericht kann Internet-Adressen oder die entsprechenden Hyperlinks zu Websites enthalten. Die CS hat die Inhalte der Websites, auf die Bezug genommen wird, nicht überprüft und übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, es sei denn, es handelt sich um eigenes Website-Material der CS. Die Adressen und Hyperlinks (einschliesslich Adressen und Hyperlinks zu dem eigenen Website-Material der CS) werden nur als praktische Hilfe und Information für Sie veröffentlicht, und die Inhalte der Websites, auf die verwiesen wird, sind keinesfalls Bestandteil des vorliegenden Berichts. Der Besuch der Websites oder die Nutzung von Links aus diesem Bericht oder der Website der CS erfolgen auf Ihr eigenes Risiko.

Verbreitende Unternehmen

Wo im Bericht nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Schweizer Bank Credit Suisse AG verteilt, die der Zulassung und Regulierung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht untersteht. **Australien:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896), ausschliesslich an «Wholesale»-Kunden, definiert nach s761G des Corporations Act 2001, verteilt. CSSB übernimmt keine Gewähr, noch macht sie Zusicherungen zur Wertentwicklung der in diesem Bericht erwähnten Finanzprodukte. **Bahrain:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, verteilt, die über eine Zulassung der Central Bank of Bahrain (CBB) als Investment Firm Category 2 verfügt und von dieser reguliert wird. Die Adresse der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, lautet Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Königreich Bahrain. **Deutschland:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Deutschland) AG, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen ist und reguliert wird. **Dubai:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG (DIFC Branch) verteilt, die über eine ordnungsgemässe Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und unter deren Aufsicht steht. Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen in diesem Zusammenhang richten sich ausschliesslich an professionelle Kunden oder Vertragsparteien gemäss Definition der DFSA und sind für keinerlei andere Personen bestimmt. Die Adresse der Credit Suisse AG (DIFC Branch) lautet Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Vereinigte Arabische Emirate. **Frankreich:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France verteilt, die von der Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) als Anlagedienstleister zugelassen ist. Die Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France wird von der ACPR sowie der Autorité des Marchés Financiers überwacht und reguliert. **Guernsey:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Channel Islands) Limited verteilt, einem rechtlich unabhängigen Unternehmen, das in Guernsey unter der Nummer 15197 und mit der Anschrift Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, eingetragen ist. Die Credit Suisse (Channel Islands) Limited ist zu 100% im Besitz der Credit Suisse AG. Sie wird von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Der jeweils aktuelle testierte Jahresabschluss ist auf Anfrage erhältlich. **Indien:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN-Nr. U67120MH1996PTC104392), die vom Securities and Exchange Board of India als Researchanalyst (Registrierungsnr. INH 000001030), als Portfoliomanager (Registrierungsnr. INP000002478) und als Börsenmakler (Registrierungsnr. INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631) unter der folgenden Geschäftsadresse beaufsichtigt wird: 9th Floor, Ceejay House, Dr. A.B. Road, Worli, Mumbai 18, Indien, Telefon +91-22 6777 3777. **Italien:** Dieser Bericht wird in Italien einerseits von der Credit Suisse (Italy) S.p.A., einer gemäss italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle durch die Banca d'Italia und CONSOB untersteht, sowie andererseits von der Credit Suisse AG, einer Schweizerischen Bank mit Lizenz zur Erbringung von Bank- und Finanzdienstleistungen in Italien, verteilt. **Jersey:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, die von der Jersey Financial Services Commission hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften beaufsichtigt wird. Die Adresse der Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, in Jersey lautet: TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE45WU. **Libanon:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL (CSLF), ein Finanzinstitut, das durch die Central Bank of Lebanon (CBL) reguliert wird und unter der Lizenzierungsnummer 42 als Finanzinstitut eingetragen ist. Für die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL gelten die gesetzlichen und regulatorischen Bestimmungen der CBL sowie die Gesetze und Entscheidungen der Capital Markets Authority of Lebanon (CMA). Die CSLF ist eine Tochtergesellschaft der Credit Suisse AG und gehört zur Credit Suisse Group (CS). Die CMA übernimmt keinerlei Verantwortung für die im vorliegenden Bericht enthaltenen inhaltlichen Informationen, wie z.B. deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Die Haftung für den Inhalt dieses Berichts liegt beim Herausgeber, seinen Direktoren oder anderen Personen, wie z.B. Experten, deren Meinungen mit ihrer Zustimmung Eingang in diesen Bericht gefunden haben. Darüber hinaus hat die CMA auch nicht beurteilt, ob die hierin erwähnten Anlagen für einen bestimmten Anleger oder Anlegertyp geeignet sind. Anlagen in Finanzmärkte können mit einem hohen Ausmass an Komplexität und Risiko einhergehen und sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Die CSLF prüft die Eignung dieser Anlage auf Basis

von Informationen, die der Anleger der CSLF zugestellt hat, und in Übereinstimmung mit den internen Richtlinien und Prozessen der Credit Suisse. Es gilt als vereinbart, dass sämtliche Mitteilungen und Dokumentationen der CS und/oder der CSLF in Englisch erfolgen bzw. abgefasst werden. Indem er einer Anlage in das Produkt zustimmt, bestätigt der Anleger, dass er gegen die Verwendung der englischen Sprache nichts einzuwenden hat. **Luxemburg:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Luxemburg) S.A. verteilt. Diese ist eine luxemburgische Bank, die über eine Zulassung der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) verfügt und von dieser reguliert wird. **Österreich:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch CREDIT SUISE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich. Die Bank ist eine Niederlassung von CREDIT SUISE (LUXEMBOURG) S.A., ein ordnungsgemäss zugelassenes Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Sie unterliegt ferner der finanzmarktrechtlichen Aufsicht der luxemburgischen Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 110, route d'Arlon, L-2991 Luxemburg, Grossherzogtum Luxemburg und der österreichischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Wien. **Katar:** Diese Information wird von der Credit Suisse (Qatar) L.L.C verteilt, die über eine Bewilligung der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA) verfügt und von dieser reguliert wird (QFC Nr. 00005). Alle Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit diesem Bericht sind nur für Geschäftskunden oder Vertragspartner (wie in den Regeln und Vorschriften der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA) definiert) zugänglich. Zu dieser Kategorie gehören auch Personen mit einem liquiden Vermögen von über USD 1 Mio., die eine Einstufung als Geschäftskunden wünschen und die über genügend Kenntnisse, Erfahrung und Verständnis des Finanzwesens verfügen, um sich an solchen Produkten und/oder Dienstleistungen zu beteiligen. **Saudi-Arabien:** Dieses Dokument darf innerhalb des Königreichs nur an Personen vertrieben werden, an die ein Vertrieb gemäss der Investment Funds Regulations zugelassen ist. Credit Suisse Saudi Arabia übernimmt die volle Verantwortung für die Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und bestätigt, nachdem diesbezüglich alle angemessenen Erkundigungen eingeholt wurden, dass nach bestem Wissen und Gewissen keine anderweitigen Sachverhalte vorliegen, deren Auslassung hierin zu irreführenden Angaben führen würde. Die Capital Market Authority übernimmt keine Verantwortung für die Inhalte dieses Dokuments, garantiert weder dessen Richtigkeit noch Vollständigkeit und schliesst ausdrücklich jedwede Haftung für etwaige Verluste aus, die sich aus einem Teil dieses Dokuments ergeben oder im Vertrauen darauf entstehen. **Spanien:** Dieser Bericht wird in Spanien von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, verteilt. Diese ist ein durch die Banco de España autorisiertes Unternehmen (Registernummer 1460). **Türkei:** Die hierin enthaltenen Anlageinformationen, Anmerkungen und Empfehlungen fallen nicht unter die Anlageberatungstätigkeit. Die Anlageberatungsleistungen für Kunden werden in massgeschneiderter Form von den dazu berechtigten Instituten erbracht, und zwar unter Berücksichtigung der jeweiligen Risiko- und Ertragspräferenzen der Kunden. Die hierin enthaltenen Kommentare und Beratungen sind hingegen allgemeiner Natur. Die Empfehlungen sind daher mit Blick auf Ihre finanzielle Situation oder Ihre Risiko- und Renditepräferenzen möglicherweise nicht geeignet. Eine Anlageentscheidung ausschliesslich auf Basis der hierin enthaltenen Informationen resultiert möglicherweise in Ergebnissen, die nicht Ihren Erwartungen entsprechen. Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, die vom Capital Markets Board of Turkey beaufsichtigt wird und ihren Sitz an der folgenden Adresse hat: Yildirim Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10th Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul-Turkey. **UAE:** This document, and the information contained herein, does not constitute, and is not intended to constitute, a public offer of securities in the United Arab Emirates and accordingly should not be construed as such. The services are only being offered to a limited number of sophisticated investors in the UAE who (a) are willing and able to conduct an independent investigation of the risks involved in an investment in such services, and (b) upon their specific request. The services have not been approved by or licensed or registered with the UAE Central Bank, the Securities and Commodities Authority or any other relevant licensing authorities or governmental agencies in the UAE. The document is for the use of the named addressee only and should not be given or shown to any other person (other than employees, agents or consultants in connection with the addressee's consideration thereof). No transaction will be concluded in the UAE. **Vereinigtes Königreich:** Dieser Bericht wurde von der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse

Securities (Europe) Limited herausgegeben. Die Credit Suisse Securities (Europe) Limited und die Credit Suisse (UK) Limited verfügen beide über eine Zulassung der Prudential Regulation Authority und stehen unter der Aufsicht der Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority. Sie sind der Credit Suisse zugehörige, aber rechtlich unabhängige Gesellschaften. Der Schutz privater Kunden durch die Financial Conduct Authority und/oder Prudential Regulation Authority gilt nicht für Investments oder Dienstleistungen, die durch eine Person ausserhalb des Vereinigten Königreichs angeboten werden. Das Financial Services Compensation Scheme gilt nicht, wenn der Emittent seine Verpflichtungen nicht erfüllt. Sofern es im Vereinigten Königreich verteilt wird oder zu Auswirkungen im Vereinigten Königreich führen könnte, stellt dieses Dokument eine von der Credit Suisse (UK) Limited genehmigte Finanzwerbung dar. Die Credit Suisse (UK) Limited ist durch die Prudential Regulation Authority zugelassen und wird hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Der eingetragene Geschäftssitz der Credit Suisse (UK) Limited ist Five Cabot Square, London, E14 4QR. Bitte beachten Sie, dass die Vorschriften des britischen Financial Services and Markets Act 2000 zum Schutz von Privatanlegern für Sie nicht gelten und dass Sie keinen Anspruch auf Entschädigungen haben, die Anspruchsberechtigten («Eligible Claimants») im Rahmen des britischen Financial Services Compensation Scheme möglicherweise zur Verfügung gestellt werden. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation des einzelnen Kunden ab und kann sich künftig ändern.

USA: WEDER DIESER BERICHT NOCH KOPIEN DAVON DÜRFEN IN DIE VEREINIGTEN STAATEN VERSANDT, DORTHIN MITGENOMMEN ODER AN US-PERSONEN ABGEGEBEN WERDEN. (IM SINNE DER REGULIERUNGS-VORSCHRIFTEN GEMÄSS US SECURITIES ACT VON 1933, IN SEINER GÜLTIGEN FASSUNG).

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder vollständig noch auszugsweise vervielfältigt werden. Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

17C010A_IS