

# Was bedeuten Negativzinsen für die Altersvorsorge?

## Wirtschaft Schweiz

Authors: Jackie Bauer, Economist, UBS Switzerland AG; Alessandro Bee, Economist, UBS Switzerland AG; Veronica Weisser, Analyst, UBS Switzerland AG

- Die Anlagen der Pensionskassen haben bisher von den Negativzinsen profitiert.
- Die grösseren Herausforderungen stehen jedoch erst noch bevor – wenn die Zinsen längere Zeit tief bleiben; aber auch, wenn sie wieder steigen sollten.
- Die steigende Lebenserwartung bringt zusätzlich Herausforderungen, geringere Leistungen dürften die Folge sein.



Eine Umfrage unter Unternehmen zu den Auswirkungen der Negativzinsen im [UBS Outlook Schweiz](#) (Nov. 2019) zeigt, dass mehr als die Hälfte der Befragten wegen der verschlechterten Finanzsituation ihrer Pensionskasse (PK) besorgt sind. Das ist erstaunlich angesichts der soliden PK-Performance in den letzten Jahren. Die Unternehmen dachten wohl mehr an die künftige Performance und an die demografischen Herausforderungen der 2. Säule.

Die Vorsorgeeinrichtungen verwalten fast CHF 1100 Mrd. an Vermögen. Das Kapital des Ausgleichsfonds der 1. Säule trägt mit circa CHF 45 Mrd. den kleinsten Teil dazu bei. In der umlagefinanzierten AHV sollten die aktuellen Einnahmen für laufende Rentenzahlungen ausreichen. Das macht die 1. Säule theoretisch von den Finanzmärkten unabhängig. Wegen der gesunkenen Geburtenraten übersteigen die Ausgaben seit einiger Zeit jedoch die Einnahmen und so kommt mit der Finanzmarktrendite doch eine gewisse Bedeutung zu. Um die versprochenen AHV-Renten in Zukunft zu garantieren, sollten die Reserven gleichzeitig eine höhere wie auch eine sicherere Rendite erzielen. Ersteres spricht für eine risikoreichere, letzteres für eine risikoärmere Anlagestrategie. Der AHV-Ausgleichsfonds investiert einen Grossteil in sichere Anleihen, allerdings in Fremdwährung mit höheren Zinsen aber auch höherem Risiko (Abb. 1).

Abb. 1: Anlagestrategie des AHV-Ausgleichsfonds

Anlageklasse	Allokation 2019	Bandbreite
Darlehen CHF	8%	5% - 15%
Anleihen CHF	13%	7% - 17%
Anleihen Fremdwährung	44%	38% - 48%
Aktien	24%	17% - 27%
Immobilien	9%	6% - 12%
Edelmetalle	2%	0% - 4%
Geldmarktanlagen	0%	0% - 5%

Quelle: Compenswiss, UBS

Die 2. Säule verwahrt mit etwa CHF 900 Mrd. den grössten Teil des Vorsorgekapitals. Das Kapitaldeckungsverfahren gleicht einem Zwangssparen. So sollte das während des Erwerbslebens individuell angesparte Kapital im Durchschnitt jeder Generation ausreichen, um die Rentenzahlungen im Ruhestand zu finanzieren. Neben den Beiträgen von Arbeitnehmenden und Arbeitgebern ist auch der sogenannte "dritte Beitragszahler", die Renditen auf das verwaltete Kapital, eine überaus wichtige Komponente. Das Gesetz schreibt den Vorsorgeeinrichtungen Anlagerichtlinien vor. Die effektive Anlagestrategie der Pensionskassen (Abb. 2) zeigt, dass diese weniger in risikoreiche und illiquide Anlagen investieren, als der Gesetzgeber erlaubt. Rund ein Drittel des Kapitals liegt in Anleihen. Negativzinsen stellen jedoch die Renditesicherheit von Anleihen in Frage.

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

## Abb. 2: Anlagerichtlinien nicht ausgereizt

Auszug der Anlagevorschriften aus BVV2, Kapitel 4, Abschnitt 3 und durchschnittliche Allokation laut UBS Pensionskassen-Performance 2019

Anlageklasse	Allokation 2019	Anlagerichtlinien
Forderungen	35%	max. 100%
Immobilien	20%	max. 30%
Aktien	30%	max. 50%
Alternative Anlagen	10%	max. 15%

Quelle: BVV2, UBS

Die Säule 3a nimmt an Bedeutung zu. Heute sind über CHF 120 Mrd. in der freiwilligen Vorsorge angespart. Im Kollektiv gelten für 3a-Vorsorgestiftungen die gleichen Anlagerichtlinien wie für die 2. Säule. Die 3a-Stiftungen sind ebenfalls weit davon entfernt, die gesetzlichen Grenzen auszureizen, da auch private Investoren Anleihen und 3a-Zinskonto bevorzugen. Dabei dürften deren Renditen in den kommenden Jahren nach Abzug der Inflation negativ sein. Das aktuelle Anlageumfeld stellt die Säule 3a aus Anlageoptik vor die gleichen Herausforderungen wie die 2. Säule: Tiefe Zinsen und geringe Wachstumschancen erschweren die Suche nach sicherem Einkommen.

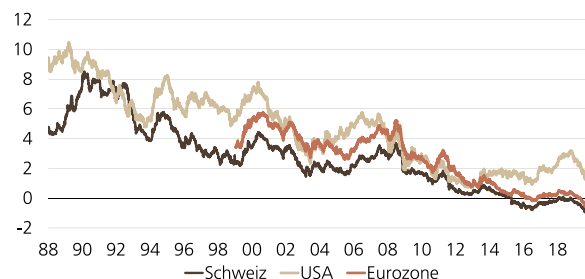
Bei der 2. Säule kommt der demografische Wandel als zusätzliche Herausforderung dazu. Da diese für die meisten Versicherten die bedeutendste Einkommensquelle im Ruhestand ist, liegt der Fokus im Folgenden auf der beruflichen Vorsorge.

## Blick zurück: Negativzinsen ungleich Negativrenditen

Die Zinsen in den Industriestaaten tendieren seit Jahrzehnten nach unten (Abb. 3). Die grosse Finanzkrise hat diesen Trend verstärkt und der Schweiz die weltweit tiefsten Leitzinsen beschert.

### Abb. 3: Zinsen im Abwärtstrend

5-jährige Swap-Zinsen verschiedener Länder, in Prozent



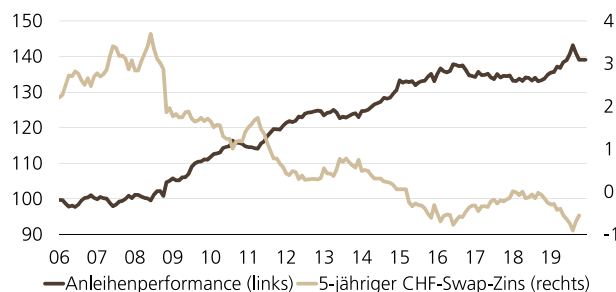
Quelle: Macrobond, UBS

Je tiefer die Leitzinsen, desto tiefer in der Regel auch die Zinsen von längerfristigen Anleihen. Damit sind die laufenden Zinseinkünfte (Coupon-Zahlungen) der Vorsorgeeinrichtungen, vor allem in jüngster Zeit, geringer als in der Vergangenheit und die "sichere Rendite" fällt kleiner aus.

Die positiven Effekte von sinkenden Zinsen auf die Finanzmärkte waren jedoch ungleich grösser. Fallende Zinsen bedeuten steigende Anleihenpreise (Abb. 4), auch bei Zinsen im negativen Bereich. Diese inverse Beziehung ist damit zu erklären, dass bereits ausgegebene Anleihen bei fallenden Zinsen einen höheren Wert haben, da sie noch einen grösseren Coupon abwerfen als Neuabschlüsse. Handkehrum: Steigen die Zinsen, sind neu emittierte Anleihen mit höherem Coupon attraktiver für den Investor, was den Wert zuvor emittierter Anleihen mindert.

### Abb. 4: Zinsen und Anleihenwert bewegen sich in entgegengesetzter Richtung

5-jähriger CHF-Swap-Zins in Prozent und kumulierte Performance des CHF-Anleihenportfolios laut UBS Pensionskassen-Performance indexiert Januar 2006



Quelle: Macrobond, UBS

Der Sinkflug der Zinsen in den vergangenen zehn Jahren liess den Wert der Anleihen in den Portfolios der Vorsorgeeinrichtungen steigen: Die durchschnittliche Jahresperformance von hochwertigen Schweizer-Franken-Anleihen betrug 3,5 Prozent. Gleichzeitig hatten die fallenden Zinsen auch positive Auswirkungen auf andere Anlageklassen. Dank der fallenden Zinsen müssen erwartete Gewinne zu geringeren Raten diskontiert werden. Schweizer und globale Aktien haben zudem von einer boomenden Weltwirtschaft profitiert. Der US-Aktienmarkt hat mit rund elf Prozent Rendite pro Jahr den grössten Beitrag geleistet, die anderen grossen Märkte wie auch die Schweiz lieferten mit durchschnittlich acht Prozent pro Jahr ebenfalls ansehnlich Renditen.

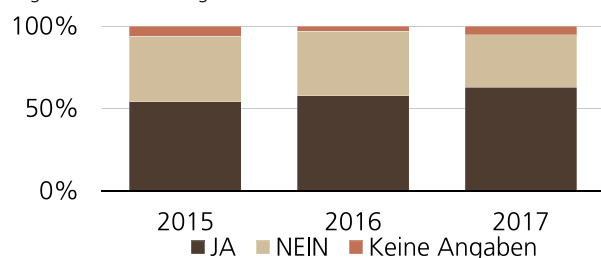
Der Schweizer Immobilienmarkt hat ebenfalls von der Zinsentwicklung profitiert, zusätzlich unterstützt

durch die zuwanderungsbedingte steigende Nachfrage nach Wohnraum betrug die Rendite im Mittel sechs Prozent. Wegen der immer tieferen Zinsen waren und sind Immobilien für Pensionskassen ein wichtiger Renditelieferant. Auch alternative Anlagen wie Hedge Funds, Private Equity und Rohstoffe haben zu einer diversifizierten Performance beigetragen, sind aber mit weniger als zehn Prozent Gewicht im Portfolio ein weniger wichtiger Renditelieferant. Insgesamt haben die von UBS regelmässig beobachteten Pensionskassen seit 2009 im Durchschnitt 4,2 Prozent Performance pro Jahr erwirtschaftet.

Unter dem Strich hat die Performance der PKs von den fallenden Kapitalmarktzinsen profitiert, aber sie bekommen die Negativzinsen dennoch zu spüren. Ein Grossteil der Vorsorgewerke bezahlt Negativzinsen auf ihre Bargeldeinlagen (Abb. 5). Auch wenn die Cash-Positionen mit circa fünf Prozent einen kleinen Teil des Gesamtkapitals ausmachen, belaufen sich die Kosten laut Schweizerischem Pensionskassenverband (Asip) auf CHF 400 Mrd. pro Jahr.

Abb. 5: Fast zwei Drittel der Pensionskassen bezahlen Negativzinsen auf Bargeldeinlagen

Ergebnisse der Schweizer Pensionskassenstudie 2019 von Swisscanto;  
Frage: Bezahlen Sie Negativzinsen?



Quelle: Swisscanto Vorsorge AG, UBS

## Wie weiter mit der Pensionskassen-Performance?

Während fallende Zinsen die Pensionskassen bisher unterstützen, stehen diesen die grossen Herausforderungen erst noch bevor. Nämlich dann, wenn die Zinsen längere Zeit tief bleiben – aber auch, wenn sie wieder steigen sollten.

### Basisszenario: gradueller Zinsanstieg

In unserem Basisszenario erwarten wir für Schweizer Eidgenossen und CHF-denominierte Obligationen hoher Bonität über einen Anlagehorizont von sieben Jahren leicht negative Renditen – im Vergleich zu den Renditen auf

Obligationenportfolios der letzten Jahre eine ernüchternde Aussicht.

Zwar erwarten wir, dass die Zinsen steigen, jedoch nur langsam und auf ein im historischen Vergleich sehr moderates Niveau. Der Deckungsgrad einer Pensionskassen würde wegen den Kursverlusten auf dem Obligationenportfolio anfänglich fallen. Zwar halten die meisten Pensionskassen ihre Anleihen bis zum Ende der Laufzeit und Verluste wären in erster Linie ein Bucheffekt, dennoch würde es den Verbindlichkeiten ein kleineres Vermögen gegenüberstellen, was der Gesundheit der Pensionskasse schadet und das zukünftige Anlageverhalten negativ beeinflussen würde. Anfängliche Kursverluste würden durch allmählich steigende Coupons in der langen Frist kompensiert.

Die fallenden Zinsen der Vergangenheit unterstützten die Immobilien, da sie zu einem Anstieg der Immobilienpreise führten. Ein moderater Anstieg der Zinsen legt nahe, dass die hohen Kapitalgewinne auf Immobilien der Vergangenheit angehören dürften. Wir erwarten dennoch, dass ein qualitativ hochwertiges Immobilienportfolio eine angemessene Mietrendite erwirtschaften und gegenüber Schweizer Obligationen eine attraktive Rendite von etwa drei Prozent erzielen kann.

Ein Anstieg der Löhne führt zu tieferen Margen und dämpft die Aktienmarktpformance, sodass diese über den siebenjährigen Anlagehorizont durchschnittlich pro Jahr nur etwa halb so viel wie in den vorherigen Jahren abwerfen werden. Für ein typisches Pensionskassenportfolio erwarten wir damit eine durchschnittliche Jahresrendite von 2,3 Prozent über die nächsten 7 Jahre.

### Alternativszenario: Negativzinsen in absehbare Zukunft

Beleiben die Zinsen auf absehbare Zeit im negativen Bereich, stellt das für Pensionskassen auch ein Problem dar. Zwar würde ein Obligationenportfolio nicht wie im Basisszenario anfänglich an Wert verlieren – bei weiter fallenden Zinsen sogar profitieren – dafür wären die Renditeaussichten auf Obligationen hoher Bonität auf lange Zeit negativ.

Die Auswirkungen langfristig negativer Zinsen auf andere Anlageklassen hängt davon ab, warum die Zinsen nicht steigen. Wiederholt sich das Umfeld der letzten Jahre – eine lockere Zentralbankpolitik mit einem moderat positiven Wirtschaftsumfeld und niedriger Inflation – so kann man positive Renditen auf Immobilien und Aktien erwarten, wenn auch nicht mehr in der

Höhe der vergangenen Jahre. Drücken die negativen oder gegebenenfalls sogar weiter fallenden Zinsen ein wirtschaftlich schwaches Umfeld aus, so können auch die Renditen auf Immobilien und Aktien sehr schwach ausfallen.

## Welche Zinsentwicklung ist das geringste Übel?

Es zeigt sich, dass jedes Szenario seine Herausforderungen hat. Schaut man nur auf die Zinsentwicklung, so ist ein rascher Zinsanstieg das best-mögliche Szenario. Der Verlust wäre zwar zuerst hoch, aber von kurzer Dauer und es käme einem schlechten Anlagejahr gleich. Anfänglichen negativen Renditen auf dem Obligationenportfolio stehen langfristig höhere Renditeerwartungen gegenüber. Allerdings gilt es zu beachten, warum die Zinsen steigen und welche Auswirkungen ein Zinsanstieg auf andere Anlageklassen hat.

Wäre eine schnell ansteigende Inflation Grund für einen raschen Zinsanstieg, so würde sich dies wahrscheinlich negativ auf Aktienrenditen auswirken. Wir würden einen leicht negativen Effekt auf Immobilienrenditen erwarten; der negativen Preisentwicklung würden Mieterhöhungen gegenüberstehen. Die Renten würden an Kaufkraft verlieren, und höhere Obligationenrenditen könnten die Erwartung auf Rentenerhöhungen mit sich bringen.

Ein Zinsanstieg, der einhergeht mit einer guten Wirtschaftslage und moderater Inflation, und damit mit guten Aktien- und Immobilienrenditen, wäre das Traumszenario.

Wickelt sich der Anstieg der Zinsen gemächlich über einen längeren Zeitraum ab, sind die Verluste pro Jahr zwar kleiner, aber ziehen sich über einen sehr viel längeren Zeitraum hin.

## Demografie als zweite Herausforderung

Die Restlebenserwartung eines Neurentners ist von 13 Jahren im Jahr 1948, als die 1. Säule gegründet wurde, auf heute über 23 Jahre angestiegen; seit die berufliche Vorsorge 1985 institutionalisiert wurde, hat sich die Lebenserwartung um fast fünf Jahre erhöht. Diese Veränderungen fordern zwingend entsprechende [Anpassungen](#).

Für die 2. Säule ist der Umwandlungssatz der Stellhebel, der dafür sorgen sollte, dass im Durchschnitt jeder Versicherte genau so viel an Rentenleistungen bezieht, wie er oder sie durch Beiträge und Anlageerträge angespart hat. Steigt die Lebenserwartung, muss das vorhandene Kapital bei gleichbleibendem Rentenalter über einen längeren Zeitraum Renten finanzieren. Dementsprechend sollte der Umwandlungssatz sinken und zu einer kleineren monatlichen Rente führen. Da dies nicht in ausreichendem Mass geschehen ist, müssen die Aktivversicherten durch eine Reduktion der Verzinsung auf ihren Altersguthaben und über höhere Beiträge einen Teil der laufenden Renten finanzieren – was einer Umverteilung gleichkommt, die im Gesetz zur beruflichen Vorsorge nicht vorgesehen ist. Diese Umverteilung wird von der Oeraufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK) für die letzten Jahre auf CHF 6,7 Mrd. pro Jahr geschätzt.

*Umwandlungssatz erklärt: Mit diesem Prozentsatz wird aus dem Altersguthaben die jährliche Altersrente berechnet. Der BVG-Mindestumwandlungssatz schreibt vor, wie das obligatorische Altersguthaben im Zeitpunkt des ordentlichen Rentenalters (aktuell 65 für Männer und 64 für Frauen) in eine Rente umgewandelt wird. Aktuell beträgt er 6,8 Prozent. Für das überobligatorische Altersguthaben bestehen keine Vorgaben und der Umwandlungssatz ist oft tiefer (Bundesamt für Sozialversicherungen, BSV).*

Die sehr guten Renditen der letzten Jahrzehnte konnten diese Umverteilung kaschieren. Gleichzeitig bedeutet eine immer unvorteilhaftere Altersstruktur für eine Pensionskasse, dass sie weniger Risiko auf der Aktivseite eingehen kann. Dies spricht für eine höhere Allokation in sichere Anleihen und erklärt, warum der Spielraum, den die Anlagerichtlinien für risikoreichere Anlagen bieten, nicht voll ausgeschöpft wird. In einem Tiefzinsumfeld bedeutet dies geringere Renditechancen. So schrumpft auch der Mindestzins, also der vom Gesetz festgelegte Zinssatz als die minimale Rendite auf die Altersguthaben der Aktivversicherten. Aktuell steht dieser bei 1 Prozent. Selbst in einer besseren Wirtschaftslage dürfte die Performance der letzten Jahre nicht wiederholt werden können und die Aktivseite kann keine Erleichterung erwarten.

*Mindestzins erklärt: Zinssatz, mit dem die BVG-Altersguthaben mindestens verzinst werden müssen. Der Mindestzinssatz wird vom Bundesrat festgelegt. Dieser berücksichtigt dabei die Renditeentwicklung verschiedener Wertanlagen. Derzeit beträgt der Mindestzins 1 Prozent.*

### *Überobligatorische Altersguthaben dürfen tiefer verzinst werden (BSV).*

Mit der höheren Lebenserwartung steigen automatisch die Verpflichtungen der Pensionskasse (Passivseite). Diese müssen zudem diskontiert werden, um den Gegenwartswert des Alterskapitals in der Bilanz aufführen zu können. Dafür wird der technische Zinssatz verwendet, der vom Stiftungsrat gesetzt wird. Dieser richtet sich lose nach einer Formel, die basierend auf der durchschnittlichen Performance der PK und der 10-jährigen Eidgenossen in den letzten zehn Jahren berechnet wird.

*Technischer Zins erklärt: Zinssatz, der für die Diskontierung der künftigen Leistungen angewendet wird. Je tiefer der technische Zins ist, desto höher muss das Vorsorgekapital einer Vorsorgeeinrichtung sein. Der technische Zinssatz muss so gewählt werden, dass er durch den Vermögensertrag finanziert werden kann (BSV).*

Ein tieferer technischer Zins bedeutet eine höhere Verpflichtung in der Bilanz der Pensionskassen und damit eine Verschlechterung deren Finanzlage – und umgekehrt. Um die Gesundheit einer Pensionskasse objektiv zu beurteilen, ist es deshalb wichtig, den Deckungsgrad in Verbindung mit den verwendeten technischen Zins zu beurteilen. Wie realistisch der technische Zins gesetzt ist, lässt sich von dessen Niveau im Vergleich zur Rendite, die langfristig auf sichere Anleihen erwirtschaftet werden kann, ableiten.

*Deckungsgrad erklärt: Der Deckungsgrad einer Vorsorgeeinrichtung entspricht dem Verhältnis des Vorsorgevermögens zu ihren Verpflichtungen. Sind die Verpflichtungen einer Vorsorgeeinrichtung höher als ihr Vermögen, so befindet sich die Vorsorgeeinrichtung in Unterdeckung und muss saniert werden (BSV).*

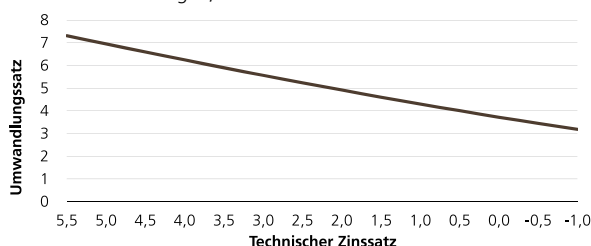
Theoretisch sollten die Rentner, die aufgrund der ihnen versprochenen sicheren Renten kein Anlagerisiko tragen, eine tiefere Rendite bekommen als die Erwerbstätigen, die risikofähig sind und auch wegen der Umverteilung das Anlagerisiko tragen. In der Praxis wird der technische Zins jedoch selten negativ gesetzt, wenngleich der realistisch generierbare Ertrag auf Kapital, das kein Risiko tragen kann, heute negativ ist.

So stehen viele Pensionskassen vor dem Problem, dass sie ihren Versicherten Versprechen abgeben, die sie nicht einhalten können. Aktuell wird dieses Problem verschleiert, indem die starken Renditen auf den

Finanzmärkten nicht den zukünftigen Pensionären zukommen, sondern für die aktuellen Rentenzahlungen verwendet werden. So würde auch ein Zinsanstieg in Zukunft keine Verbesserung der Lage bringen, da es den technischen Zins bestenfalls realistischer darstellt. Der technische Zins ist zudem ausschlaggebend, um den Umwandlungssatz zu berechnen, der somit nicht nur wegen der längeren Lebenserwartung, sondern auch wegen der Anlageherausforderungen sinken sollte (Abb. 6).

### Abb. 6: Zusammenhang zwischen technischem Zins und Umwandlungssatz

Je tiefer der technische Zinssatz, desto tiefer sollte der Umwandlungssatz bei Rentenalter 65 liegen, in Prozent



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

Quelle: UBS

## Wie auf die Herausforderungen reagieren?

### Pensionskassen

Tiefere Zinsen und die Alterung der Gesellschaft sind zwei strukturelle Trends, die Pensionskassen vor Herausforderungen stellen. Viele reagieren schon heute innerhalb der gesetzlichen Rahmenbedingungen auf das veränderte Umfeld. Auf der Leistungsseite senken sie den Umwandlungssatz auf dem überobligatorischen Kapital, erhöhen das Frauenrentenalter auf 65, verlangen Beiträge von ihren Versicherten bereits ab dem 20. Lebensjahren und verringern die Zinsgutschriften auf das Altersguthaben.

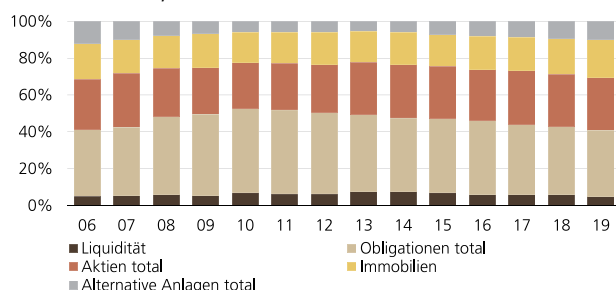
Auf der Anlagenseite ist eine leichte Verschiebung weg von Cash und Anleihen hin zu alternativen Anlagen, Immobilien und Aktien zu erkennen (Abb. 7). Hier könnten die Prämien illiquider Anlagen, auf denen wir in Zukunft die grössten Renditechancen sehen, besser abgeschöpft werden. Dieser Spielraum ist allerdings begrenzt, denn der gesetzliche Rahmen verlangt gleichzeitig mit den zunehmenden Verbindlichkeiten eine risikoärmere



Anlagestrategie. Der Spielball liegt also mehrheitlich bei der Politik, die Freiräume zu erhöhen.

### Abb. 7: Anlagestrategie der Pensionskassen verschiebt sich

Jahresdurchschnitt 2006 bis 2018, Durchschnitt Januar bis Oktober 2019, laut UBS Pensionskassen-Performance



Quelle: UBS

### Politik

Unseren Berechnungen zufolge müsste der faire Umwandlungssatz, gegeben eines heute angemessenen technischen Zinssatzes von ein bis zwei Prozent, zwischen vier und fünf Prozent liegen. Also weit unter dem durch die aktuelle Gesetzgebung festgelegten Mindestumwandlungssatz von 6,8 Prozent. Wollen Pensionskassen im heutigen Anlageumfeld sicher sein, die Renten ohne Verletzung des Kapitaldeckungsverfahrens risikolos zahlen zu können, müssten die aktuellen Zinsversprechen mit den effektiv am Kapitalmarkt zu erwartenden sicheren Renditen angesetzt werden: Der technische Zins zur Berechnung des Umwandlungssatzes müsste den Leitzinsen auf negative Niveaus folgen – der Umwandlungssatz würde in diesem Fall gar unter vier Prozent fallen.

Nun kann durchaus argumentiert werden, dass der Staat dafür sorgen müsste, dass den Pensionskassen sichere Anlagen mit positiver Rendite zur Verfügung stehen, wenn diese aufgrund der gesetzlichen Rahmenbedingungen verpflichtet sind einen Umwandlungssatz zu setzen, der auf einem positiven technischen Zins beruht. Der Bund könnte beispielsweise "Vorsorge-Eidgenossen" emittieren – mit einer nicht-negativen Rendite, in die nur Pensionskassen investieren dürfen. Politische Diskussionen sind in einem solchen Fall aber vorprogrammiert: Handelt es hierbei einfach um eine staatliche Subventionierung einer Sparergruppe oder stellen die Negativzinsen in Verbindung mit einem positiven technischen Zinssatz implizit eine neue Form der Besteuerung von Pensionskassen bzw. deren Aktivversicherten dar?

### Versicherte

Der Arbeitnehmende kann mit frühzeitigem [privatem Vorsorgesparen](#) (durch die steuerprivilegierte Säule 3a, aber auch mit Ersparnissen darüber hinaus) die zu erwarteten geringeren Leistungen der 2. Säule ausgleichen. Ein Einkauf in die 2. Säule kann die Leistungen der beruflichen Vorsorge direkt verbessern. Ein solcher muss aber sorgfältig bedacht werden. Einerseits ergeben sich daraus steuerliche Vorteile, andererseits ist es gerade die Besorgnis um die zukünftige Leistungsfähigkeit der Pensionskassen, die zu höheren Ersparnissen zwingt.

Wer kein Vertrauen in die eigene Pensionskasse hat, kann dieses Kapital für [Wohneigentum](#) vorbeziehen und so von Steuerersparnissen profitieren. Allerdings sollten die direkten Folgen für die späteren Rentenzahlungen budgetiert werden und die Steuerersparnisse konsequent für die freiwillige Vorsorge genutzt werden. Zusätzlich muss sich der Versicherte im Klaren sein, dass steigende Zinsen nicht nur die Pensionskassen kurzfristig in Bedrängnis bringen, sondern auch zu sinkenden Häusermarktpreisen führen können.

Eine langfristige, ganzheitliche Planung der persönlichen finanziellen Situation ist unerlässlich. Ein langer Ruhestand wird mit steigenden Kosten im Alter und dem aktuellen Negativzinsumfeld immer schwieriger zu finanzieren. Das bedeutet letztendlich, dass eine längere Erwerbsphase nötig sein wird um den Lebensstandard zu erhalten. Diese Überlegungen müssen Arbeitnehmende frühzeitig berücksichtigen, besonders [Frauen](#), beispielsweise bei Entscheidungen, das Pensum zu reduzieren oder auszuweiten, eine Frühpensionierung anzustreben oder nach der Pensionierung weiterzuarbeiten. Verschiedene flexible Arbeitsmodelle, wie die Regenbogenkarriere, Teilzeitarbeit und Beratungstätigkeiten bieten Möglichkeiten um länger im Erwerbsleben zu bleiben und gleichzeitig schrittweise auszusteigen.

### Arbeitgeber

Die flexibleren Arbeitsmöglichkeiten für ältere Arbeitskräfte werden auch für Unternehmen immer wichtiger, denn in den nächsten zehn Jahren dürften der Schweizer Wirtschaft zwischen [300'000 und 500'000 Arbeitnehmende fehlen](#). Arbeitgeber profitieren doppelt: Sie mindern den Fachkräftemangel und tragen zur nachhaltigen Entwicklung ihrer Pensionskasse bei. Zahlen Arbeitnehmende länger in die Pensionskasse ein und beziehen weniger Leistungen, ist dies auch für den Arbeitgeber von Vorteil, der im Sanierungsfall die PK unterstützen muss.

## Appendix

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

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

### Allgemeines Anlageresearch – Risikohinweise:

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

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

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

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

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

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

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

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

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



**Thailand:** Diese Unterlagen wurden Ihnen zugestellt, weil UBS von Ihnen und/oder Personen, die dazu befugt sind, eine Anfrage erhalten hat. Sollten Sie diese Unterlagen irrtümlicherweise erhalten haben, vernichten / löschen Sie sie bitte und benachrichtigen Sie UBS unverzüglich. Sämtliche durch UBS gemäss diesen Unterlagen erbrachte Beratungsdienste und/oder durch UBS gemäss diesen Unterlagen ausgeführte Transaktionen wurden ausschliesslich auf Ihre konkrete Anfrage hin oder gemäss Ihren spezifischen Anweisungen erbracht oder ausgeführt. Sie können folglich durch UBS und Sie selbst auch als solche angesehen werden. Die Unterlagen wurden möglicherweise nicht durch eine Finanzaufsichts- oder Regulierungsbehörde in Ihrem Land geprüft, genehmigt, abgelehnt oder gebilligt. Die betreffenden Anlagen unterliegen bei einer Übertragung gemäss den Bestimmungen in den Unterlagen gewissen Beschränkungen und Verpflichtungen, und mit dem Erhalt dieser Unterlagen verpflichten Sie sich, diese Beschränkungen und Verpflichtungen vollumfänglich einzuhalten. Sie sollten diese sorgfältig durchlesen und sicherstellen, dass Sie sie verstehen und bei der Abwägung Ihres Anlageziels, Ihrer Risikobereitschaft und Ihrer persönlichen Verhältnisse gegenüber dem Anlagerisiko angemessene Sorgfalt und Umsicht walten lassen. Es wird Ihnen empfohlen, im Zweifelsfall eine unabhängige professionelle Beratung einzuholen. **Israel:** UBS ist ein führendes globales Finanzunternehmen, das von seinem Hauptsitz in der Schweiz und seinen Vertretungen in über 50 Ländern weltweit Wealth-Management-, Asset-Management- und Investment-Banking-Dienstleistungen für Privat-, Firmen- und institutionelle Kunden erbringt. UBS Switzerland AG ist in Israel als ausländischer Händler eingetragen, der mit UBS Wealth Management Israel Ltd, einer 100%igen Tochtergesellschaft von UBS, zusammenarbeitet. UBS Wealth Management Israel Ltd ist zugelassener Portfolio Manager, der auch Investment Marketing betreibt und unter der Aufsicht der Israel Securities Authority steht. Diese Publikation dient ausschliesslich zur Information und stellt weder ein Angebot zum Kauf noch eine Aufforderung zur Offertenstellung dar. Diese Publikation ist weder als Anlageberatung noch als Investment Marketing zu verstehen und ersetzt weder eine auf die individuellen Bedürfnisse zugeschnittene Anlageberatung noch ein auf die individuellen Bedürfnisse zugeschnittenes Investment Marketing durch entsprechend lizenzierte Anbieter. Das Wort «Beratung» und sämtliche Ableitungen davon sind im Zusammenhang mit der Definition des Begriffs «Investment Marketing» gemäss Definition des israelischen Gesetzes für Anlageberatung, Investment Marketing und Portfoliomanagement von 1995 auszulegen.

**Italien:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach italienischem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden der UBS Europe SE, Succursale Italia, mit Geschäftssitz Via del Vecchio Politecnico, 3-20121 Mailand, verteilt. UBS Europe SE, Succursale Italien steht unter der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht sowie der italienischen Zentralbank (Banca d'Italia) und der italienischen Finanzmarktaufsicht (CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. UBS Europe SE ist ein Kreditinstitut, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der EZB zugelassen wurde. **Jersey:** UBS AG, Jersey Branch, wird reguliert und autorisiert durch die Jersey «Financial Services Commission» zur Durchführung von Bankgeschäften, Anlagefonds und Investmentgeschäften. Dienstleistungen, die ausserhalb von Jersey erbracht werden, werden nicht von der Aufsichtsbehörde von Jersey erfasst. UBS AG, Jersey Branch, ist eine Niederlassung von UBS AG, eine in der Schweiz gegründete Aktiengesellschaft, die ihre angemeldeten Geschäftssitze in Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel und Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zürich, hat. Der Hauptgeschäftssitz von UBS AG, Jersey Branch, ist: 1, IFC Jersey, St Helier, Jersey, JE2 3BX. **Kanada:** In Kanada wird diese Publikation von UBS Investment Management Canada Inc. an Kunden von UBS Wealth Management Canada verteilt. **Luxemburg:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach luxemburgischem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden von UBS Europe SE, Niederlassung Luxemburg, mit Geschäftssitz in der Avenue J. F. Kennedy 33A, L-1855 Luxemburg verteilt. UBS Europe SE, Niederlassung Luxemburg, steht unter der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht sowie der luxemburgischen Finanzaufsichtsbehörde (Commission de Surveillance du Secteur Financier), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. UBS Europe SE ist ein Kreditinstitut, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der EZB zugelassen wurde. **Mexiko:** Dieses Dokument wird verteilt von UBS Asesores México, S.A. de C.V., («UBS Asesores»), einem verbundenen Unternehmen der UBS Switzerland AG, das aufgrund seiner Beziehung zu einer ausländischen Bank gemäss dem mexikanischen Wertpapierrecht (Ley de Mercado de Valores, LMV) als nicht-unabhängiger Anlageberater eingetragen ist. UBS Asesores ist ein reguliertes Unternehmen und untersteht der Aufsicht der mexikanischen Banken- und Wertpapierkommission («CNBV»), die UBS Asesores ausschliesslich in Bezug auf die Erbringung von Portfoliomanagementleistungen sowie in Bezug auf Wertpapieranlageberatung, Analyse und Bereitstellung individueller Anlageempfehlungen reguliert, sodass die CNBV in Bezug auf andere Dienstleistungen von UBS Asesores über keine Kompetenzen zur Beaufsichtigung verfügt oder verfügen darf. UBS Asesores wurde unter der Registernummer 30060 von der CNBV registriert. Sie erhalten diese UBS-Publikation, weil Sie gemäss Ihren Angaben gegenüber UBS Asesores als erfahrener qualifizierter Anleger mit Sitz in Mexiko gelten. Die Vergütung des / der Analysten, der / die diesen Bericht erstellt hat / haben, wird ausschliesslich durch Research Management und Senior Management einer Einheit des UBS-Konzerns bestimmt, für die dieser / diese Analyst(en) Dienstleistungen erbringt / erbringen. **Nigeria:** Die UBS Switzerland AG und ihre verbundenen Unternehmen (UBS) verfügen in Nigeria weder über eine Banklizenz der Zentralbank von Nigeria oder der Nigerian Securities and Exchange Commission noch werden sie von diesen beaufsichtigt und reguliert. Sie sind in Nigeria nicht im Bank- oder Anlagegeschäft tätig. **Österreich:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach österreichischem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden von UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, mit Geschäftssitz in der Wächtergasse 1, A-1010 Wien verteilt. UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, unterliegt der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der österreichischen Finanzmarktaufsicht, der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. UBS Europe SE ist ein Kreditinstitut, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der EZB zugelassen wurde. **Portugal:** Die UBS Switzerland AG ist in Portugal nicht für Bank- und Finanzaktivitäten zugelassen und wird auch nicht von den portugiesischen Aufsichtsbehörden (Banco de Portugal und Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) beaufsichtigt. **Schweden:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach schwedischem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden der UBS Europe SE, Sweden Bankfilial, mit Geschäftssitz Regeringsgatan 38, 11153 Stockholm, Schweden, verteilt, die im schwedischen Handelsregister unter der Registrierungsnummer 516406-1011 eingetragen ist. UBS Europe SE, Schweden Bankfilial steht unter der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der schwedischen Aufsichtsbehörde (Finansinspektionen), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. UBS Europe SE ist ein Kreditinstitut, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der EZB zugelassen wurde. **Singapur:** Diese Unterlagen wurden Ihnen zugestellt, weil UBS von Ihnen und/oder Personen, die dazu befugt sind, eine Anfrage erhalten hat. Sollten Sie diese Unterlagen irrtümlicherweise erhalten haben, vernichten /

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

Stand 06/2019 CIO82652744

© UBS 2019. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.