

# Welche Säule bietet den besten Deal?

## Vorsorge Schweiz

Autoren: Jackie Bauer, CFA, Economist, UBS Switzerland AG; James Mazeau, CFA, Economist, UBS Switzerland AG

- Der grundlegende Anspruch an ein Altersvorsorgesystem ist, langfristig möglichst hohe Renten für die Versicherten bereitzustellen. In der Schweiz wird dies auf drei eigenständige, sich ergänzende Säulen verteilt.
- Welche Säule den Anspruch am effizientesten und nachhaltigsten erfüllt und somit den grössten Mehrwert liefert kann auf verschiedene Weisen verglichen werden. Einerseits ist das Renditepotenzial relevant aber auch das Risiko, das mit der Renditegeneration verbunden ist. Je höher die risikoadjustierte Rendite, umso kostengünstiger können die Renten finanziert werden. Andererseits kann man auf das Leistungsversprechen schauen. Versprochene Leistungen müssen aber auch immer finanziert werden können und dies ist in manchen Säulen im aktuellen gesetzlichen Umfeld und mit den aktuellen Renditen nicht möglich.
- Unsere Analysen zeigen, dass die 2. und 3. Säule ein ähnlich starkes künftiges Renditepotenzial aufweisen und dank dem «dritten Beitragszahler» höhere Renten für geringere Beiträge längerfristig finanzieren können als die 1. Säule. Allerdings sind sie auch grösseren Schwankungen ausgesetzt als die 1. Säule, weshalb letztere einen wichtigen Beitrag zur Existenzsicherung leistet.
- Insgesamt unterstreicht dies den Mehrwert von drei unabhängigen Säulen. Allerdings zeigen die Herausforderungen auch auf, dass jede Säule Reformen nötig hat, um zukünftigen Generationen einen sicheren Ruhestand bieten zu können.



Das Schweizer 3-Säulen-Vorsorgesystem		
1. Säule: staatliche Vorsorge	2. Säule: berufliche Vorsorge	3. Säule: private Vorsorge
AHV Alters- und Hinterlassenenversicherung	BVG Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge	Gebundene Vorsorge (3a)
IV Invalidenversicherung		Freie Vorsorge (3b)
EL Ergänzungsleistungen		
Existenzsicherung	Fortführung des gewohnten Lebensstandards	Zusätzliche Bedürfnisse: Lücken der anderen Säulen schliessen und zusätzliche Bedürfnisse erfüllen

Die Autoren danken Veronica Weisser für das eingebrachte Fachwissen zu diesem Bericht.

Die Erwartung an ein Vorsorgesystem war und ist, dass die Versicherten im Verlauf des gesamten Ruhestands über genügend finanzielle Mittel für ein würdiges Leben verfügen. Dabei sollten die höchstmöglichen Rentenzahlungen mit den geringsten Einzahlungen oder Kosten generiert werden. Die Schweiz löst diese Aufgabe mit drei unabhängigen, aber komplementären Säulen. Die

häufig gestellte Frage lautet, ob eine dieser Säulen die Erwartungen besser erfüllt als die anderen beiden und damit ein verstärkter Fokus auf diese eine Säule den Wohlstand der Gesellschaft steigern würde. Um dies zu beantworten, betrachten wir primär das Renditepotenzial jeder Säule, aber auch deren Risiko, Leistungsversprechen und Nachhaltigkeit der Verteilung.

## Das Renditepotenzial

**1. Säule:** In einem umlagefinanzierten Rentensystem, wie der staatlichen Alters- und Hinterlassenenversicherung (AHV), wo die Beiträge der Erwerbstätigen sofort als Renten an die jetzigen Empfänger ausbezahlt werden, gibt es theoretisch keine Kapitalmarktrendite. Praktisch geht es jedoch nie perfekt auf, da Ein- und Auszahlungen nie in Balance sind und so bei einem Beitragsüberschuss ein Reservefonds geöffnet wird.

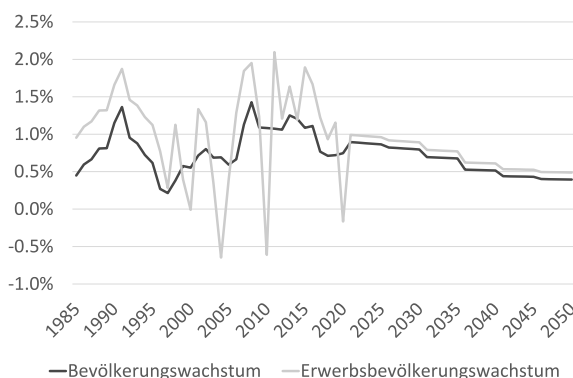
Dies war zu den Anfangszeiten der 1. Säule der Fall und es entstand der AHV-Ausgleichsfonds. Auch wenn dieser Fonds sein Kapital investiert, ist es nicht mehr als das «Sahnehäubchen auf dem Kuchen» und sagt wenig über das eigentliche, inhärente Renditepotenzial aus.

Das ökonomische Potenzial der Umlagefinanzierung kann anhand ihrer zwei tragenden Komponenten abgeschätzt werden: das Wachstum der Anzahl Beitragszahlenden und das Lohnwachstum. Die Beitragssätze und die Beitragszeit spielen auch eine Rolle, doch beide haben sich seit Einführung der AHV nicht nennenswert verändert.

Die Beschäftigungsentwicklung ist eng an das Bevölkerungswachstum inklusive der Migrationsströme gekoppelt, auch wenn sie volatiler auf das vorherrschende wirtschaftliche Umfeld reagiert. In den letzten 35 Jahren waren sowohl das Bevölkerungswachstum als auch das Wachstum der Erwerbsbevölkerung gemessen in Vollzeitäquivalenten stetig rückläufig. Im Durchschnitt belief sich beides auf etwa 0,85 Prozent. In den nächsten 30 Jahren ist laut dem Referenzszenario der Bevölkerungsprognosen des BFS mit einem Wachstum von circa 0,80 Prozent zu rechnen (Abbildung 1).

**Abbildung 1: Wachstum der (Erwerbs-)Bevölkerung inklusive Prognose**

In den 1980er- und 1990er-Jahren trug vor allem die vermehrte Teilnahme der Frauen am Arbeitsmarkt zu einem starken Erwerbsbevölkerungswachstum bei. Die Auf- und Abschwünge in der Erwerbsbevölkerung sind durch Wirtschaftszyklen getrieben.

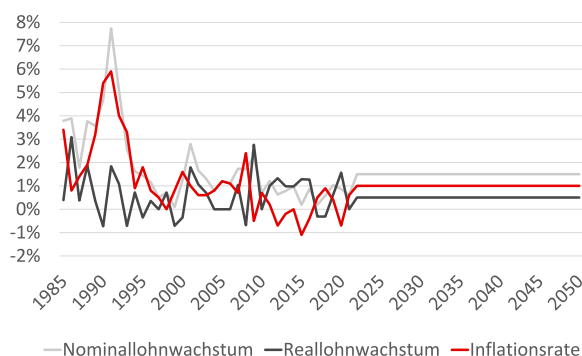


Quellen: BFS, UBS

Die Reallohnentwicklung (Lohnveränderung bereinigt um die Inflation) belief sich in den letzten 35 Jahren auf 0,6 Prozent pro Jahr. Dabei gab es auch Nullrunden und negative Episoden. Die Lohnentwicklung hängt vom Arbeitsmarkt, den Inflationserwartungen, der tatsächlichen Inflationsrate, dem Produktivitätswachstum und der Verhandlungsmacht der Arbeitnehmenden ab.

Da der Schweizer Arbeitsmarkt künftig wegen des Renteneintritts der Babyboomer mit einem noch grösseren Fachkräftemangel kämpfen wird, gehen wir von einer geringen strukturellen Arbeitslosigkeit aus. Die Inflation in der Schweiz erwarten wir im langfristigen Durchschnitt bei 1 Prozent und das Produktivitätswachstum bei 0,5 Prozent, was zu einem zukünftigen durchschnittlichen Reallohnwachstum von 0,5 Prozent führen dürfte (Abbildung 2).

**Abbildung 2: Nominal- und Reallohnentwicklung inklusive Prognose**



Quellen: BFS, UBS

Nimmt man diese Komponenten zusammen und zieht eine Administrationsgebühr von 0,3 Prozentpunkten ab, so hat die AHV historisch etwa 1,2 Prozent Netto realrendite pro Jahr erzielt. In Zukunft erwarten wir mit 1 Prozent leicht weniger, dies primär als Folge der demografischen Entwicklung.

**2. Säule:** In einem kapitalgedeckten Rentensystem, wie der schweizerischen beruflichen Vorsorge (BV), spart jeder Versicherte für sich selbst und die Rendite entspricht im Durchschnitt dem Ertrag, den die Vorsorgeeinrichtungen auf das angesparte Altersguthaben erwirtschaften. Die Anlageallokation des Pensionskassenvermögens hierzulande ist gewissen Beschränkungen unterworfen.

Seit 1985 berechnet die Bank Pictet einen Index, der als Richtmass für die Renditeentwicklung von Pensionskassenportfolios unter den geltenden Bestimmungen gilt. Gemäss dem Pictet BVG Index 2015 mit 40 Prozent Aktienanteil betrug die durchschnittliche Rendite seit Gründung des BVG-Gesetzes 6,25 Prozent.

Bereinigt um die Inflationsrate und Gebühren beträgt die durchschnittliche reale jährliche Kapitalmarktrendite seit 1985 4,75 Prozent. In Zukunft erwarteten wir etwa 2,1 Prozent Nettorendite pro Jahr basierend auf den UBS-Kapitalmarktannahmen und dem durchschnittlichen Pensionskassenportfolio.

**3. Säule:** In der freiwilligen Vorsorge 3a entspricht die Rendite dem erwirtschafteten Ertrag, der durch Zinsen auf das Konto oder durch Investitionen in dafür zugelassene Fonds generiert werden kann. Anders als in den ersten beiden Säulen kann ein Vorsorgesparer in der 3. Säule selbst bestimmen, wie das Kapital investiert sein soll. Damit kann ein höheres Risiko mit einer höheren Renditechance gewählt werden. Die eigenen Entscheidungen beeinflussen die Rendite mehr als in der AHV und der BV.

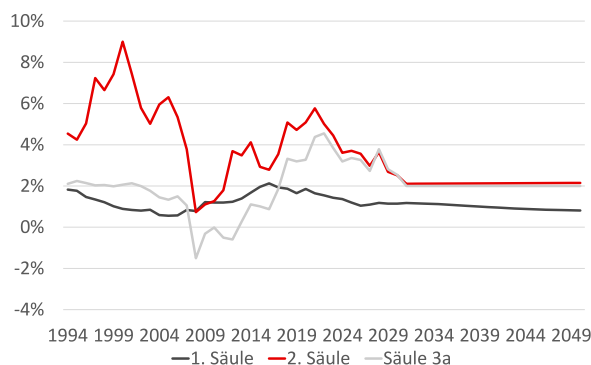
In der Säule 3a waren die Anlagemöglichkeiten in der Vergangenheit stark eingeschränkt, zu Beginn existierte nur das Konto, später waren auch Obligationenanlagen möglich. Der Markt wurde erst in den letzten fünf bis zehn Jahren liberalisiert und revolutioniert, somit wurden weitere Anlageklassen und höhere Risikoprofile offeriert. Die hohen Zinsen auf einem Konto in den 1980er- und 1990er-Jahren glichen die fehlenden Anlagechancen zum Teil aus. Doch in den frühen 2000er-Jahren litten Cash-Anlagen gegenüber anderen Anlagen.

Von 1985 bis heute, unter Beachtung der historischen Anlagerestriktionen, beträgt die durchschnittliche Nettorealrendite der Säule 3a circa 2 Prozent. In Zukunft erwarten wir in etwa die gleichen Renditemöglichkeiten. Zukünftige Innovationen und Gesetzesanpassungen könnten den Spielraum vergrössern.

Welche Säule bietet das beste Renditepotenzial: Abbildung 3 fasst das oben beschriebene historische und erwartete Renditepotenzial für alle drei Säulen zusammen.

**Abbildung 3: Historische und erwartete Rendite der drei Säulen des Schweizer Vorsorgesystems**

10-jähriger rollender Durchschnitt



Quellen: BFS, Pictet, UBS

Die historische Betrachtung zeigt, dass die Rendite der AHV selten negativ war und innerhalb einer geringen Bandbreite fluktuierte, allerdings auch insgesamt ein eher geringes Aufwärtspotenzial bestand. Die Renditen der 2. Säule und teilweise auch der Säule 3a weisen deutlich mehr Schwankungen in einzelnen Jahren auf, sind aber im Durchschnitt über einen Marktzyklus hinweg positiv und höher als die der 1. Säule.

In Zukunft weisen die berufliche und die private Säule ein grösseres Renditepotenzial auf als die staatliche Vorsorge, auch wenn dieses geringer sein dürfte als in der Vergangenheit und volatiler sein sollte als geglättete durchschnittliche Annahmen in der Grafik bis 2050 aufzeigen.

Betrachtet man die vergangene Rendite und das künftige Potenzial sowohl der umlagefinanzierten als auch der kapitalgedeckten Rentensysteme, scheinen letztere klar im Vorteil. Die Finanzmarktweisheit, dass höheres Risiko auch erhöhte Ertragschancen bietet, scheint bestätigt. Mit einer Verlagerung hin zur BV könnten das gleiche Rentenniveau mit geringeren Einzahlungen oder höhere Renten bei gleichen Einzahlungen erreicht werden. Durch tiefere Einzahlungen würden die Lohnnebenkosten sinken, was positive Beschäftigungseffekte mit sich bringen dürfte. Zudem würde mit den Beiträgen, im Gegensatz zur Umlagefinanzierung, ein Kapitalstock aufgebaut, mit dem die Produktionskapazitäten und somit die Löhne steigen würden. Jedoch sollten Renditeerwartungen immer im Kontext des Risikos wie auch anderer Faktoren, beispielsweise dem Solidaritätsgedanken des Systems, gesehen werden.

### Das Risiko

Es geht nicht nur darum, die höchsten Renten zu generieren, sondern auch langfristig sichere Renten sprechen zu können, um Planungssicherheit zu bieten. Das umlagefinanzierte Rentensystem birgt trotz geringerer erwarteter Rendite auf Rentenbeiträge aus einer risikoadjustierten Sichtweise gewisse Vorteile. Da die Beiträge sofort an die Rentner ausbezahlt werden, besteht im Gegensatz zum kapitalgedeckten Rentensystem kein Risiko, dass das angesparte Kapital durch Kriege, Inflation, Börsencrashes oder Enteignung verloren geht.

Hingegen führen solche Ereignisse durch einen Wirtschaftseinbruch und einen Anstieg der Arbeitslosigkeit zu einer deutlichen Reduktion der durch das Umlagesystem finanzierbaren Renten. Das grössere Risiko des Umlagesystems ist der zu lange ignorierte demografische Wandel. Dieser zeigt sich in einer tiefen Geburtenrate, einer höheren Lebenserwartung und einer tieferen Netto-Migration von Personen im Erwerbsalter.

Die hiesigen fehlenden Geburten können durch Zuwanderung nicht ausgleichen werden, was zu einem strukturell geringeren Finanzierungspotenzial führt. Ein umlagefinanziertes Standbein in einem Rentensystem lässt sich rechtfertigen, da es die Risiken des Gesamtsystems stärker diversifiziert. Zudem ist die staatliche Vorsorge mit ihrem solidarischen Ansatz für die Grundsicherung vor allem für die gesellschaftlich und finanziell Schwächeren ein wichtiges Standbein.

Auch die 2. und 3. Säule sind von wirtschaftlichen Risiken betroffen, die sich auf den einzelnen Versicherten viel stärker auswirken als in der 1. Säule. Wer kein Erwerbseinkommen hat, kann in diesen beiden Säulen nicht fürs Alter sparen und selbst mit Erwerbseinkommen können Finanzmarktkrisen die Ersparnisse empfindlich beeinflussen.

Berücksichtigt man jedoch den langen Zeithorizont der Vorsorgesparer, so zeigen Analysen, wie beispielsweise die Publikation [UBS House View Vorsorge](#), dass diese Risiken minimiert und die Renditechancen eines diversifizierten Portfolios besser ausgeschöpft werden können.

## Das Leistungsversprechen und die Verteilung

Die Betrachtung des Renditepotenzials und auch des Risikos sagt noch nichts über die gesprochenen oder erwarteten Leistungen aus. Logisch scheint, dass versprochene Leistungen auch langfristig finanziert sein müssen und somit das Beitrags- und Renditepotenzial im Zusammenhang mit dem Leistungsversprechen stehen. In der 1. Säule besteht heute jedoch kein direkter Zusammenhang mehr und auch in der 2. Säule ist er nicht mehr eindeutig.

In beiden Säulen werden höhere Renten versprochen, als diese auf der Basis der heutigen Gesetzgebung in der Lage sind zu leisten. Somit wird das Ungleichgewicht zunehmend auf den zukünftigen Generationen lasten. Dies ist ersichtlich, wenn man das Leistungsversprechen für eine Person berechnet, die ab 1985 für 44 Jahre im Vorsorgesystem versichert ist (volle Beitragsdauer der AHV) und im Durchschnitt 80 000 Franken pro Jahr verdient.

1. Säule: In die AHV zahlt diese Person zuerst 8,4 Prozent Lohnbeiträge ein, ab 2020 dann 8,7 Prozent und ab 2025 gemäss unseren Annahmen 9 Prozent. Nimmt man die oben beschriebenen Renditezahlen, so entsteht ein hypothetischer Topf mit etwa 380 000 Franken durch Beiträge, hälftig vom Arbeitnehmenden und den Arbeitgebern einbezahlt. Dieser Topf wird allerdings laufend benutzt, um die Renten der vorherigen Generation zu finanzieren.

Die nachfolgende Generation wird dank steigendem Nominallohn circa 540 000 Franken für die Rente unserer Beispielperson einzahlen. Dem gegenüber steht allerdings

ein kumulierter AHV-Rentenbezug (mit maximaler AHV-Rente und zukünftigen Mischindexanpassungen) unserer Beispielperson von fast 800 000 Franken über 26 Jahre (Annahme der Restlebenserwartung). Dies zeigt, dass die 1. Säule mit dem erwarteten Renditepotenzial und der in der Schweiz durchschnittlichen Anzahl Kinder von etwa 1,4 nicht in der Lage ist, die gesprochenen Renten im Umlageverfahren zu generieren. In diesem Beispiel müsste jedes Paar durchschnittlich drei Kinder haben, um seine Renten zu sichern.

2. Säule: Die historische Renditedifferenz zwischen AHV und BV beträgt circa 3,5 Prozentpunkte, in Zukunft dürfte sie auf etwa 1 Prozentpunkt schrumpfen. Über einen Zeitraum von mehr als 40 Jahren hat auch dieser kleine Unterschied sichtbare Auswirkungen auf das Vorsorgekapital. Eine Durchschnittsperson zahlt über das gesamte Erwerbsleben etwa den fünffachen durchschnittlichen Jahreslohn in die Pensionskasse ein, in diesem Beispiel 10 500 Franken pro Jahr und 420 000 Franken insgesamt, während es in der AHV nur circa das 3,8-Fache ist.

Im kapitalgeckten Vorsorgesystem mit einer durchschnittlichen realen Kapitalmarktrendite von historisch 4,4 Prozent und 2,2 Prozent zukünftiger Rendite hätte die Person am Ende ihrer 40-jährigen Beitragszeit (gesetzliche Beiträge erst ab Alter 25) ein reales Pensionskassenvermögen von 750 000 Franken angespart. Der Kapitalmarkt als «dritter Beitragszahler» leistet also mehr als 40 Prozent des gesamten Alterskapitals.

Mit dem heutigen gesetzlichen Umwandlungssatz von 6,8 Prozent ergäbe dies eine jährliche Rente von 51 000 Franken. Mit einem realistischen Umwandlungssatz von 5 Prozent (bei technischen Zinsen von 2 Prozent) ergäbe dies eine jährliche Rente von etwa 38 000 Franken. Die gesetzliche Rente würde eine Umverteilung von circa 300 000 Franken beinhalten, die der Versicherte nicht selbst angespart hat, sondern die von der nachfolgenden Generation geleistet wird.

Dies zeigt, dass die berufliche Vorsorge in der Lage ist, mit realistischen Parametern Rentenbeträge zu generieren, die ohne Umverteilung zwischen den Generationen einen angenehmen Lebensstandard ermöglichen. Mit 38 000 Franken BV-Rente pro Jahr und einer vollen AHV-Einzelrente hätte unsere Beispielperson eine Ersatzquote von über 80 Prozent des letzten Lohnes, damit wäre das von der Schweizer Verfassung gesetzte Ziel erreicht.

3. Säule: Mit den maximalen Einzahlungen über das gesamte Erwerbsleben und einer durchschnittlichen Rendite von 2 Prozent kommen in der Säule 3a 435 000 Franken zusammen. Auch hier spielt der «dritte Beitragszahler» mit einem Anteil von fast 40 Prozent der Gesamtersparnisse eine wichtige Rolle. Berücksichtigt man die Steuereinsparungen,

die durch Einzahlungen in die Säule 3a erzielt werden, steigt die implizite Rendite zusätzlich. Wandelt man dies in eine fiktive Rente um, ergibt es rund 16 000 Franken pro Jahr über 26 Jahre. Das ist genau der Betrag, der unserer Beispielperson ermöglichen würde, den vollen Lohn zu ersetzen. Eine jährliche private Sparquote von unter 10 Prozent des Lohnes reicht dafür.

## Bewährtes Drei-Säulen-System

Die Zahlen sprechen eine deutliche Sprache: Eine Kombination aus AHV, betrieblicher Vorsorge und eigenverantwortlichem, privatem Vorsorgesparen zahlt sich aus. Setzt man hingegen nur auf ein einzelnes Standbein, könnte eine ausreichende Altersrente stark ins Wanken kommen.

Das Ziel einer umlagefinanzierten Vorsorge ist, die Grundbedürfnisse zu decken, weshalb mittels Mindest- und Maximalgrenzen bei AHV-Rentenzahlungen von Besserverdienenden zu Geringverdienenden umverteilt wird. Die gesellschaftliche Solidarität steht hier im Vordergrund. Zudem basiert die AHV spezifisch auf dem Generationenvertrag, der eine Generation implizit dazu verpflichtet, zusätzlich zu den AHV-Beiträgen für die Renten der Eltern auch die Kosten für die Kindererziehung zu schultern, um später die eigene Rente zu sichern. Berücksichtigt man diese zweite Art der «Beiträge», dann ist das Verhältnis von Einzahlungen und Auszahlungen deutlich weniger attraktiv.

Die Leistungsansprüche in einem umlagefinanzierten Rentensystem sind meist wenig transparent. Dies kann dazu führen, dass das Äquivalenzprinzip, das heisst die Tatsache, dass die Beiträge und gesprochenen Leistungen in vernünftigem Verhältnis stehen, untergraben wird. Die künftigen Rentenversprechen der AHV sind durch die aktuellen Einnahmequellen nicht gedeckt. Somit entstehen Schulden, die künftig durch höhere Einnahmen ausgeglichen werden müssen und verstärkten Druck auf das Wirtschaftswachstum ausüben könnten.

Generell ist das kapitalgedeckte Rentensystem weniger anfällig, gegen das Äquivalenzprinzip zu verstossen. Aber auch im kapitalgedeckten Rentensystem der 2. Säule findet in der Praxis oft eine intransparente und systemfremde Umverteilung statt, zwar weniger zwischen Besser- und Geringverdienenden als vielmehr zwischen den Generationen. Beim aktuellen gesetzlich vorgeschriebenen Umwandlungssatz erhält ein Leistungsempfänger während seiner durchschnittlichen Bezugsdauer mehr, als ihm gemäss seinem angesparten Pensionskassenkapital zusteht. Dadurch entsteht eine Finanzierungslücke, die auf die nachfolgende Generation abgewälzt wird.

Um zu beurteilen, welche Säule dem grundlegenden Anspruch, sichere und möglichst hohe Renten zu generieren, effizienter gerecht wird als die anderen, müssen viele Faktoren berücksichtigt werden. Dabei zeigt jeder dieser Faktoren qualitative und quantitative Vor- und Nachteile auf. Beispielsweise sind die Renditechancen in den kapitalgestützten Säulen höher, wie unsere Analysen zeigen und die Versicherten haben mehr Einfluss auf ihre späteren Renten aber es verlangt auch mehr Engagement und birgt ein potenziell höheres Risiko. Aber auch wenn die umlagefinanzierten Systeme weniger Finanzmarktrisiken aufweisen, sind sie anderen Hürden, wie der Demografie, ausgesetzt, die weniger greifbar scheinen und deshalb auch schwieriger zu bewältigen sind.

Die Schweizer Bevölkerung befindet sich jedoch in der privilegierten Position, dass sie ihre Altersvorsorge auf drei Säulen abstützen kann und so die Chance hat von jedem System zu profitieren. Damit das Drei-Säulen-System auch in Zukunft funktioniert und die folgenden Generationen davon profitieren können, müssen wir jetzt Reformen und gewisse Einschränkungen in Kauf nehmen und uns auf ein ausgeglichenes Vorsorgesystem besinnen.

Diese Reformen sollten nicht nur darauf hinarbeiten, die Säule mit dem grössten Renditepotenzial zu fördern, sondern auch die Solidaritäts-, Risiko- und Nachhaltigkeitsaspekte berücksichtigen, die wichtig sind, um nicht nur höchstmögliche, sondern auch langfristig finanzierbare Renten zu versprechen. Letztendlich ist das System als Ganzes aber am effizientesten, wenn die drei Säulen sich ergänzen und nachhaltig genutzt werden – zum Wohle des Einzelnen, aber auch unserer Nachkommen.



## Anhang

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.

Optionen und Futures eignen sich nicht für alle Anleger, und der Handel mit diesen Instrumenten ist mit Risiken behaftet und möglicherweise nur für erfahrene Anleger geeignet. Vor dem Kauf oder Verkauf einer Option und um sich einen Überblick über alle mit Optionen verbundenen Risiken zu verschaffen, benötigen Sie ein Exemplar des Dokuments «Characteristics and Risks of Standardized Options» (Merkmale und Risiken standardisierter Optionen). Sie können dieses Dokument unter <https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> lesen oder bei Ihrem Finanzberater ein Exemplar verlangen.

Die Investition in strukturierte Anlagen ist mit erheblichen Risiken verbunden. Für eine detaillierte Beschreibung der Risiken, die mit der Investition in eine bestimmte strukturierte Anlage verbunden sind, müssen Sie die betreffenden Angebotsunterlagen für diese Anlage lesen. Strukturierte Anlagen sind unbesicherte Verpflichtungen eines bestimmten Emittenten, wobei die Renditen an die Wertentwicklung eines Basiswerts gebunden sind. Je nach Ausgestaltung der Anlagebedingungen können Anleger aufgrund der Wertentwicklung des Basiswerts den Anlagebetrag ganz oder zu einem erheblichen Teil verlieren. Anleger können zudem den gesamten Anlagebetrag verlieren, wenn der Emittent zahlungsunfähig wird. UBS Financial Services Inc. übernimmt keinerlei Garantie für die Verpflichtungen oder die finanzielle Lage eines Emittenten oder die Richtigkeit seiner bereitgestellten Finanzinformationen. Strukturierte Anlagen sind keine traditionellen Anlagen, und eine Investition in eine strukturierte Anlage ist nicht mit einer Direktanlage in den Basiswert gleichzusetzen. Strukturierte Anlagen sind möglicherweise begrenzt oder gar nicht liquide, und

Anleger sollten sich darauf einstellen, ihre Anlage bis zur Fälligkeit zu halten. Die Rendite strukturierter Anlagen kann durch einen maximalen Gewinn, eine Partizipationsrate oder ein anderes Merkmal begrenzt sein. Strukturierte Anlagen können mit Kündigungsmöglichkeiten ausgestaltet sein. Wenn eine strukturierte Anlage vorzeitig gekündigt wird, würden Anleger in einem solchen Fall keine weitere Rendite erzielen und könnten möglicherweise nicht in ähnliche Anlagen mit ähnlich ausgestalteten Bedingungen reinvestieren. Die Kosten und Gebühren für strukturierte Anlagen sind in der Regel im Preis der Anlage enthalten. Die steuerliche Behandlung einer strukturierten Anlage kann aufwendig sein und sich von der steuerlichen Behandlung einer Direktanlage in den Basiswert unterscheiden. UBS Financial Services Inc. und ihre Mitarbeitenden erbringen keine Steuerberatung. Anleger sollten im Zusammenhang mit ihrer persönlichen Steuersituation ihren eigenen Steuerberater konsultieren, bevor sie in Wertpapiere investieren.

**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.

**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.

**USA:** Diese Publikation darf weder in den USA noch an «US persons» verteilt werden.

Länderinformationen finden Sie unter [ubs.com/cio-country-disclaimer-gr](https://ubs.com/cio-country-disclaimer-gr) oder fragen Sie Ihren Kundenberater nach vollständigen Risikoinformationen.

Fassung B/2022. CIO82652744

© UBS 2022. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.