Investment Solutions & Sustainability
Swiss Economics

CREDIT SUISSE

Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen: Wachsende Verantwortung

Schweizer Pensionskassenstudie | Mai 2023

Zweite Säule im Umbruch
Sammel- und Gemeinschafts-einrichtungen (SGEs) im Auf-wind
Seite 7

Vergleich zum Gesamtmarkt
Ähnliche Anlagestrategie trotz Unterschieden in Risikoprofil und Leistungsniveau
Seite 13

SGE-Anschluss: Vor- und Nachteile
Klare Meinungen zu Governance und Gestaltungsspielraum
Seite 26

Impressum

Herausgeber: Credit Suisse AG, Investment Solutions & Sustainability
Dr. Nannette Hechler-Fayd'herbe
Chief Investment Officer EMEA and Global Head Economics & Research
+41 44 333 17 06
nannette.hechler-fayd'herbe@credit-suisse.com

Dr. Sara Carnazzi Weber
Head of Policy & Thematic Economics
+41 44 333 58 82
sara.carnazzi@credit-suisse.com

Redaktionsschluss
3. April 2023

Bestellungen
Elektronische Exemplare über
credit-suisse.com/pensionskassenstudie

Copyright
Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.
Copyright © 2023 Credit Suisse Group AG und/oder
mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

Quellenangaben
Credit Suisse, ansonsten spezifiziert

Autoren

Policy & Thematic Economics
Dr. Jan Schüpbach, +41 44 333 77 36, jan.schuepbach@credit-suisse.com

Strategy & ESG Advisory, Pension Funds & Corporate Investors
Livio Fischbach, CFA, +41 44 332 32 43, livio.fischbach@credit-suisse.com
Christian Wicki, CFA, +41 44 332 32 18, christian.wicki.2@credit-suisse.com

Mitwirkung

Stephan Büchi, CFA
André Dietlin, CFA
Dr. Sara Carnazzi Weber
Agnes Rivas
Christine Mumenthaler
Marcin Jablonski

Editorial

Liebe Leserinnen und Leser

Ungeachtet des seit Jahren laufenden Konsolidierungsprozesses innerhalb der zweiten Säule blieb die Zahl der Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen (SGEs) stabil. Deren verwaltete Vermögenswerte sind derweil stark gestiegen. So lagen Ende 2021 rund die Hälfte der CHF 1.2 Billionen in der beruflichen Vorsorge bei SGEs – 8 Jahre früher waren es noch 20%. Die vorliegende siebte Neuauflage der 2009 erstmals erschienenen Pensionskassenstudie der Credit Suisse stellt die Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen deshalb in den Fokus.

Ein wichtiger Grund für das Wachstum bei den SGEs liegt in der zunehmenden Regulierung, die für kleine Pensionskassen schwerer zu stemmen ist als für grosse. Zudem gestaltet sich die Suche nach geeigneten Arbeitnehmervertretern im Stiftungsrat oft schwierig, nicht zuletzt angesichts der damit einhergehenden Verantwortlichkeiten und möglichen Haftungsrisiken. Schliesslich sind die Anforderungen an die Stiftungsratsmitglieder eher gestiegen. Zum Beispiel gestaltete sich die Anlagetätigkeit in den vergangenen Jahren infolge der Schulden- und Finanzkrise aber auch dem Tiefzinsniveau als herausfordernd.

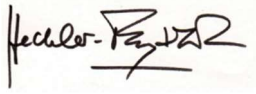
Unsere Umfrage bei Entscheidungsträgern von Schweizer Vorsorgeeinrichtungen zeigt, dass diese die Entlastung von Verantwortungsträgern der Arbeitgeber- und Arbeitnehmerseite als klarsten Vorteil der SGEs sehen. Zudem schneiden SGEs beim Kriterium «Professionalität und Know-how in der Pensionskassenführung» besser ab als eigenständige Pensionskassen. Für eine firmeneigene Pensionskasse spricht hingegen insbesondere der stärkere Bezug von Arbeitgeber und Stiftungsrat zur Vorsorgeeinrichtung. Zudem schneiden sie deutlich besser ab als die SGEs, wenn es um den Gestaltungsspielraum in der Pensionskassenführung oder bei der Festlegung der Anlagestrategie geht. Diverse Sammeleinrichtungen ermöglichen mittlerweile aber ebenfalls einen hohen Individualisierungsrad.

Die Expertinnen und Experten der Credit Suisse untersuchten ebenfalls, wie sich die SGEs von den anderen Vorsorgeeinrichtungen unterscheiden, vor allem in Bezug auf die Risikofähigkeit und die Renditeerfordernisse. Denn interessanterweise verfolgen die SGEs im Durchschnitt eine sehr ähnliche Anlagestrategie wie die übrigen Vorsorgeeinrichtungen, obwohl sie über eine jüngere Altersstruktur verfügen. Weil viele SGEs im Wettbewerb um neue Anschlüsse stehen, laufen sie Risiko, Versicherte an andere SGEs zu verlieren. Tiefere Planungssicherheit oder negative Verwässerungseffekte können die Folge sein. Die sehr ähnliche Asset Allocation kann deshalb unter dem Strich gerechtfertigt sein.

Wir danken allen Beteiligten, die an unserer Umfrage teilgenommen und somit einen wertvollen Beitrag zu unserer Studie geleistet haben.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

Daniel Ammon
Head of Pension Funds & Corporate Investors



Nannette Hechler-Fayd'herbe
Head of Global Economics & Research

Inhalt

MANAGEMENT SUMMARY 5

ZWEITE SÄULE IM UMBRUCH 7

Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen im Aufwind 7

SAMMEL- UND GEMEINSCHAFTSSTIFTUNGEN IM VERGLEICH ZUM GESAMTMARKT 13

Ähnliche Anlagestrategie trotz Unterschieden in Risikoprofil und Leistungsniveau 13

INTERVIEW MIT LAURENT SCHLAEFLI (INTER-PENSION) 19

SAMMEL- UND GEMEINSCHAFTSSTIFTUNGEN IM HISTORISCHEN KONTEXT 22

Wachsende Aufmerksamkeit von Gesetzgeber und Aufsicht 22

INTERVIEW MIT THOMAS SCHERR (SAP SCHWEIZ) 24

VOR- UND NACHTEILE EINES ANSCHLUSSES AN EINE SGE 26

Klare Meinungen zu Governance und Gestaltungsspielraum 26

Management Summary

Sammel- und Gemeinschafts-einrichtungen werden in der beruflichen Vorsorge immer wichtiger

Die Anzahl Vorsorgeeinrichtungen in der zweiten Säule nimmt praktisch seit Einführung des Gesetzes über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) im Jahr 1985 laufend ab. In eine umgekehrte Richtung geht es hingegen für die Vermögenswerte, die kontinuierlich zugenommen haben. Ende 2021 verteilten sich rund CHF 1'200 Milliarden auf 1389 Vorsorgeeinrichtungen. Die Hälfte dieses Kapitals liegt bei Sammel- oder Gemeinschaftseinrichtungen (SGEs), 8 Jahre früher lag dieser Anteil noch bei 20%. Ein wichtiger Grund für diesen langjährigen Konsolidierungsprozess liegt in der zunehmenden Regulierung, die für kleine Pensionskassen schwerer zu stemmen ist als für grosse. Zudem gestaltet sich die Suche nach geeigneten Arbeitnehmervertretern im Stiftungsrat oft schwierig, nicht zuletzt angesichts der damit einhergehenden Verantwortlichkeiten und möglichen Haftungsrisiken. In unserer Pensionskassenumfrage rechnen 58% der Teilnehmenden damit, dass sich diese Konsolidierung im selben Tempo oder sogar noch schneller fortsetzen wird. 40% rechnen mit einer langsameren Fortsetzung.

SGEs im Vergleich zum Gesamtmarkt: Ähnliche Anlagestrategie trotz Unterschieden in Risikoprofil und Leistungsniveau

Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen haben im Durchschnitt ein sehr ähnliches Anlageverhalten wie die übrigen Vorsorgeeinrichtungen (VE). Dies überrascht auf den ersten Blick, da zum Beispiel die durchschnittlich jüngere Altersstruktur der SGEs einen positiven Einfluss auf die Risikofähigkeit hat. So war Ende 2021 der Anteil der aktiven Versicherten am Vorsorgekapital der Aktiven und Rentner bei den Sammeleinrichtungen mit 66% deutlich grösser als bei den übrigen Vorsorgeeinrichtungen (Gemeinschaftseinrichtungen 59%, VE nur eines Arbeitgebers 58% und VE mehrerer Arbeitgeber 52%). Andererseits haben SGEs auch das Risiko, die Anschlüsse an andere im Wettbewerb stehende SGEs zu verlieren. Tiefere Planungssicherheit oder negative Verwässerungseffekte können die Folge sein. In unserer Umfrage geben die Hälfte der SGEs an, dass derzeit keine Bestimmungen zur Linderung solcher Verwässerungseffekte bestehen. Unsere Analyse zeigt, dass die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Anlagestrategie insgesamt für eine ähnliche Ausgangslage im Vergleich zu den übrigen Vorsorgeeinrichtungen sorgen. Die sehr ähnliche Asset Allocation kann unter dem Strich gerechtfertigt sein.

Wachsende Aufmerksamkeit von Gesetzgeber und Aufsicht

Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen gab es bereits vor der BVG-Einführung 1985. Ein Blick auf die vergangene Entwicklung zeigt jedoch, dass im BVG nur bedingt auf die Eigenheiten von SGEs eingegangen wurde. Denn in diesem kompetitiven Umfeld besteht ein Zielkonflikt zwischen Wachstum und Stabilität. Damit die Anbieter diesbezüglich einen gewissen Rahmen erhalten, hat der Gesetzgeber Art. 46 BVV 2 erlassen, welcher 2012 in Kraft getreten ist. Darin wurden Leistungsverbesserungen von der Höhe der Wertschwankungen (WSR) abhängig gemacht. Leistungsverbesserungen dürfen erst gemacht werden, wenn die WSR zu 75% geäufnet sind. Durch ihren zunehmenden Stellenwert schenken Gesetzgeber und Aufsicht den besonderen Anforderungen von Vorsorgeeinrichtungen, die im Wettbewerb stehen, erhöhte Aufmerksamkeit.

SGE oder Einzel-VE? Angebot verschiedener Modelle für Pensionskassen positiv

In unserer Umfrage unter Entscheidungsträgern sowohl von eigenständigen Pensionskassen (Einzel-VE) wie auch von SGEs, wollten wir wissen, welche Faktoren für die eine oder die andere Verwaltungsform sprechen. Mit über 60% die stärkste Mehrheit zugunsten einer SGE entfällt auf das Kriterium «Entlastung von Verantwortungsträgern der Arbeitgeber- und Arbeitnehmerseite». Ein ebenfalls deutliches Resultat zeigt sich beim Kriterium «Hohe Professionalität und Know-how in der Pensionskassenführung». Mehr als die Hälfte der Umfrageteilnehmenden gibt an, dass dies klar oder eher für den Anschluss an eine SGE spricht. Lediglich 9% glauben, dass eine Einzel-VE hier besser dasteht. Das stärkste Kriterium für eine Einzel-Pensionskasse, das mit rund 89% zu deren Gunsten ausgelegt wird, ist der im Vergleich stärkere Bezug von Arbeitgeber und Stiftungsrat zur Vorsorgeeinrichtung. Die Einzel-Pensionskassen schneiden ebenfalls deutlich besser ab als die SGEs, wenn es um den Gestaltungsspielraum in der Pensionskassenführung oder bei der Festlegung der Anlagestrategie geht. Die Wahlmöglichkeit zwischen den unterschiedlichen Verwaltungsformen, nicht zuletzt auch der Vollversicherungslösung, ist für Pensionskassen positiv. Derzeit spricht die Konsolidierung der letzten Jahre aber auch dafür, dass (teil-)autonome SGEs den Bedürfnissen vieler – insbesondere kleinerer bis mittlerer – Pensionskassen sehr gut entsprechen können.

Sammel- und Gemeinschafts-einrichtungen im Aufwind

Die zweite Säule ist in einem steten Wandel. Eine zentrale Rolle spielen dabei die Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen (SGEs). Die Anzahl in SGEs Versicherter ist in den letzten Jahren auffällig stark gestiegen, und Ende 2021 lagen rund die Hälfte der in der beruflichen Vorsorge verwalteten Vermögen bei SGEs – acht Jahre früher waren es noch 20%. Einen rückläufigen Trend verzeichnen dagegen die firmeneigenen Pensionskassen sowie die Vollversicherungsmodelle.

Immer weniger Vorsorgeeinrichtungen in der zweiten Säule

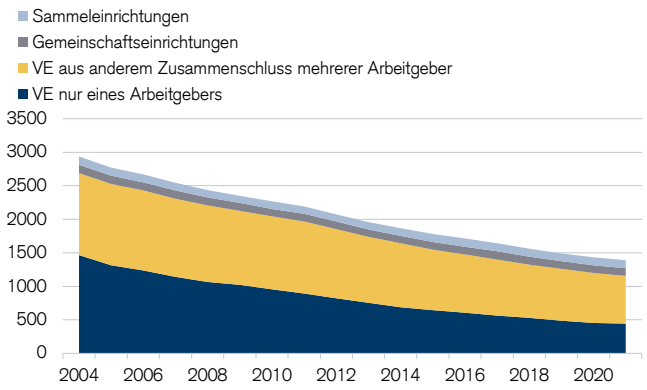
Seit der Einführung des Bundesgesetzes über die berufliche Vorsorge (BVG) 1985 nimmt die Anzahl Vorsorgeeinrichtungen (VE) laufend ab. Zu Beginn waren es rund 15'000 Pensionskassen, 2004 noch 2935 und Ende 2021 waren es 1389 (vgl. Abb. 1). Über die letzten 17 Jahre nahm die Zahl jährlich um rund 4% ab. Am meisten Pensionskassen gab es jedoch noch vor Einführung des BVG. Ende der 1970er-Jahre waren es über 17'000. Viele davon waren allerdings sogenannte Fürsorgeeinrichtungen, die nur teilweise den heutigen Reglementarien entsprachen.[1]

Sammel- und Gemeinschafts-einrichtungen: Stabile Anzahl und wachsende Vermögensanteile

Die Konsolidierung über die letzten Jahre unterscheidet sich stark nach Verwaltungsform (vgl. Box «Definitionen von Vorsorgeeinrichtungen im Überblick»). Während sich seit 2004 die Anzahl Vorsorgeeinrichtungen eines einzelnen Arbeitgebers (–70%) sowie jene mehrerer Arbeitgeber (–42%) deutlich reduzierten, blieb die Anzahl Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen (SGEs) ziemlich stabil (vgl. Abb. 1). Gleichzeitig nahmen die Vermögen von SGEs jedoch stärker zu, sowohl über das natürliche Wachstum in der beruflichen Vorsorge als auch durch Gelder von Pensionskassen, die sich den SGEs anschlossen (vgl. Abb. 2). Der Anteil von SGEs in der zweiten Säule, gemessen an der der Bilanzsumme, betrug 2004 noch 14%, 2013 20% und 2021 50%. Seit 2014 entspricht das Vermögenswachstum in der zweiten Säule fast ausschliesslich jenem der SGEs.

Abb. 1: Kontinuierliche Konsolidierung in der zweiten Säule

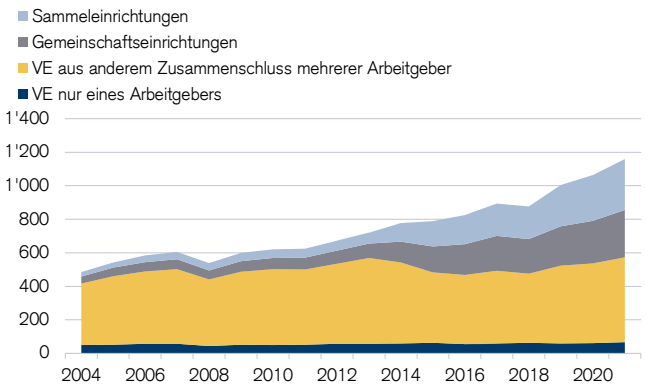
Anzahl Vorsorgeeinrichtungen nach Verwaltungsform; letzter Datenpunkt: 31.12.2021



Quelle: Bundesamt für Statistik (Pensionskassenstatistik), Credit Suisse

Abb. 2: Wachsende Vermögensanteile bei Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen

Bilanzsumme (in CHF Mia., ohne Aktiven aus Versicherungsverträgen, d.h. exkl. Vollversicherungen) nach Verwaltungsform; letzter Datenpunkt: 31.12.2021



Quelle: Bundesamt für Statistik (Pensionskassenstatistik), Credit Suisse

[1] Bundesamt für Sozialversicherungen (BSV), Geschichte der sozialen Sicherheit in der Schweiz: Pensionskassen, 2014

Definitionen von Vorsorgeeinrichtungen im Überblick

Die Pensionskassen lassen sich gemäss Bundesamt für Statistik (BFS) in folgende vier **Verwaltungsformen** unterteilen.

Einer **Sammeleinrichtung** (SE) können sich beliebige voneinander unabhängige Arbeitgeber mittels Anschlussvertrag anschliessen und ein eigenes Vorsorgewerk innerhalb der SE bilden. Eine paritätisch zusammengesetzte Personalvorsorgekommission (PVK) bestimmt je nach Individualisierungsgrad über Finanzierung, Leistungen oder Vermögensverwaltung. Das Vorsorgewerk partizipiert vollumfänglich an der erwirtschafteten Performance und trägt gleichzeitig das Anlagerisiko selbst. Für jedes Vorsorgewerk wird eine eigene Betriebsrechnung mit eigenem Deckungsgrad geführt.

Bei den **Vorsorgeeinrichtungen nur eines Arbeitgebers** (VE eines Arbeitgebers) handelt es sich um eine firmeneigene Pensionskasse. Alle wichtigen Entscheidungen wie z.B. über die Leistungen, die Anlageorganisation und Anlagestrategie oder die Verzinsung werden vom Stiftungsrat getroffen. Jede firmeneigene Stiftung führt eine eigene Betriebsrechnung mit eigenem Deckungsgrad.

Bei einer **Gemeinschaftseinrichtung** (GE) wird das Vorsorgekapital sämtlicher angeschlossener Unternehmen gemeinschaftlich verwaltet, wobei eine einheitliche Anlagestrategie durch den Stiftungsrat definiert wird. Die Rendite auf dem Anlagevermögen gilt für alle angeschlossenen Vorsorgewerke. Es wird keine getrennte Rechnung pro Vorsorgewerk erstellt, sondern auf Stufe der Gemeinschaftseinrichtung ein Deckungsgrad ermittelt. Die Verzinsung des Vorsorgekapitals wird durch den Stiftungsrat festgelegt.

Bei **Vorsorgeeinrichtungen aus einem anderen Zusammenschluss mehrerer Arbeitgeber** (VE mehrerer Arbeitgeber) handelt es sich normalerweise um einen Zusammenschluss von kleineren bis mittelgrossen Betrieben. Auch Unternehmen mit eigener Rechtspersönlichkeit, die Teil eines Konzerns oder einer Muttergesellschaft sind, fallen unter diese Verwaltungsform.

Eine weitere Unterscheidung erfolgt nach **Art der Risikodeckung,** d.h. der Frage, welche der Risiken, insbesondere Alter, Tod und Invalidität, die Pensionskassen selbst tragen. Unterschieden wird dabei zwischen **autonomen** (alle Risiken werden selbst getragen), **teilautonomen** (mindestens eines der drei Risiken Alter, Tod, und Invalidität wird abgegeben an eine Versicherungsgesellschaft) und **kollektiven** Vorsorgeeinrichtungen. Letztere werden in der Regel als Vollversicherungslösung bezeichnet. Hier werden sämtliche biometrischen Risiken sowie die Verantwortung über die Anlagestrategie und deren Anlagerisiken an eine Versicherungsgesellschaft ausgelagert. Diese garantiert die Mindesterfordernisse gemäss BVG wie den Mindestzins oder den obligatorischen Umwandlungssatz. Eine Unterdeckung ist nicht möglich, da die Versicherungsgesellschaft die Leistungen garantiert. Diverse Pensionskassen bieten zudem eine **1e-Lösung** an (Vorsorgeeinrichtung analog Art. 1e BVV2), bei der die Versicherten selbst die Anlagestrategie für einen bestimmten Teil der Vorsorgeguthaben bestimmen und die entsprechenden Anlagerisiken tragen.

Regulierungsdruck und Risikoüberlegungen als treibende Faktoren der Konsolidierung

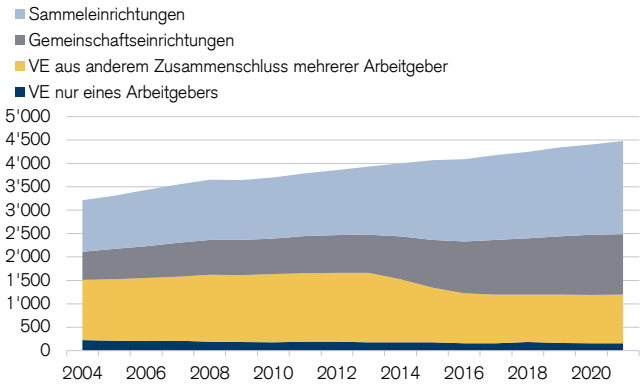
Ein wichtiger Grund für diesen langjährigen Konsolidierungsprozess liegt in der zunehmenden Regulierung, die für kleine Pensionskassen schwerer zu stemmen ist als für grosse. Verschiedene Arbeitgeber dürften den Anschluss an eine SGE – insbesondere an eine Gemeinschaftseinrichtung – auch suchen, um das Risiko einer Sanierung zu mindern. Zudem gestaltet sich die Suche nach geeigneten Arbeitnehmervertretern im Stiftungsrat oft schwierig, nicht zuletzt angesichts der damit einhergehenden Verantwortlichkeiten und möglichen Haftungsrisiken. Schliesslich sind die Anforderungen an die Stiftungsratsmitglieder eher gestiegen. Zum Beispiel gestaltete sich die Anlagetätigkeit in den vergangenen Jahren infolge der Schulden- und Finanzkrise, aber auch der tiefen Zinsen als herausfordernd.

Inzwischen deutliche Mehrheit aller Versicherten bei SGEs

Die gestiegenen Vermögenswerte bei den SGEs widerspiegeln sich auch bei der Verteilung der aktiven Versicherten und Rentner (vgl. Abb. 3 und 4). Von den heute rund 4.5 Millionen aktiven Versicherten gehören 73% einer SGE an. Dieser Anteil lag 2004 noch bei 53% (von total 3.2 Millionen aktiven Versicherten). Ähnlich sieht die Entwicklung bei den Rentnern aus: Von ihnen bezogen im Jahr 2021 57% ihre Renten aus einer SGE, 2004 waren es noch 25%.

Abb. 3: Knapp drei Viertel aller aktiven Versicherten in der zweiten Säule sind Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen angeschlossen

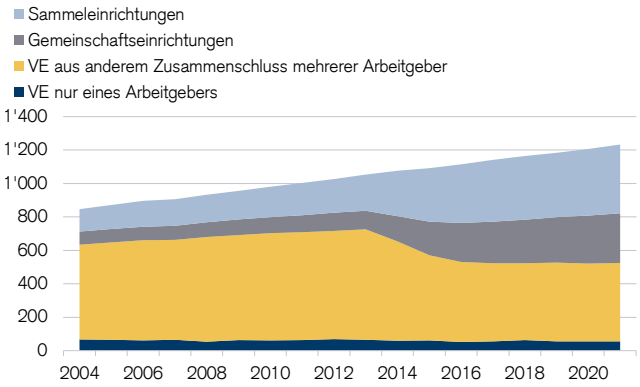
Anzahl aktive Versicherte nach Verwaltungsform (in tausend); letzter Datenpunkt: 31.12.2021



Quelle: Bundesamt für Statistik (Pensionskassenstatistik), Credit Suisse

Abb. 4: Mehr als die Hälfte aller laufenden Pensionskassenrenten werden von Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen bezahlt

Anzahl Rentenbezüger (in tausend): letzter Datenpunkt: 31.12.2021



Quelle: Bundesamt für Statistik (Pensionskassenstatistik), Credit Suisse

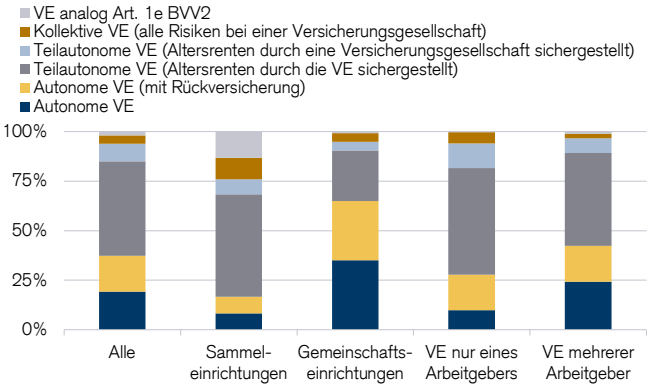
Die Risiken Alter, Tod und Invalidität werden von den Vorsorgeeinrichtungen unterschiedlich gehandhabt

Die häufigsten Risikodeckungsarten von den total 1389 Vorsorgeeinrichtungen (VE) stellen die Teilautonomie (56%) sowie die Autonomie (37%) dar. Während jedoch bei den Sammeleinrichtungen rund 60% teilautonom sind (17% autonom), wählen rund zwei Drittel der Gemeinschaftseinrichtungen die Autonomie (30% teilautonom) (vgl. Abb. 5). Letztere halten alle ihre Versicherten und deren Vermögenswerte in einem gemeinsamen Pool und einer gemeinsamen Rechnung, was das Tragen der Risiken Tod und Invalidität kalkulierbarer und attraktiver machen dürfte und damit für die Autonomie spricht. Anzahlmässig am kleinsten sind die kollektiven VE (59) sowie die 1e-VE (28).

Beim Blick auf die Vermögensverteilung der knapp CHF 1'200 Milliarden in der zweiten Säule, ohne die kollektiven VE, verwalten die autonomen VE den grössten Teil (CHF 879 Mrd.), deutlich vor den teilautonomen (CHF 268 Mrd.). Zusätzliche CHF 162 Mrd. liegen bei den kollektiven VE, deren Vermögenswerte bei ein paar wenigen Lebensversicherungsgesellschaften konzentriert sind.

Abb. 5: Sammeleinrichtungen mehrheitlich teilautonom, Gemeinschaftseinrichtungen mehrheitlich autonom

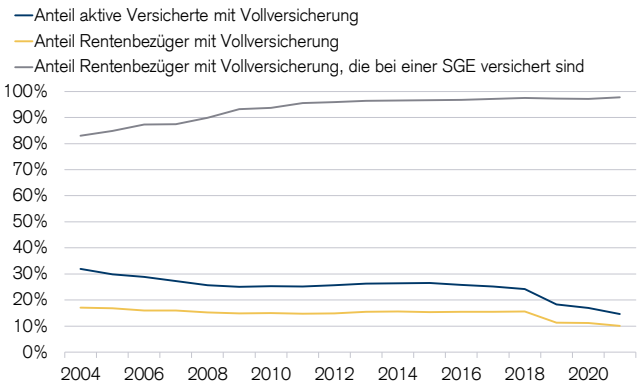
Anzahl Vorsorgeeinrichtungen in % nach Art der Risikodeckung und Verwaltungsform, inkl. Vollversicherungen, per 31.12.2021



Quelle: Bundesamt für Statistik (Pensionskassenstatistik), Credit Suisse

Abb. 6: Abnehmender Stellenwert der Vollversicherungen

Anteile der aktiven Versicherten und Rentenbezüger in einer Vollversicherung am Total (zweite Säule); letzter Datenpunkt: 31.12.2021



Quelle: Bundesamt für Statistik (Pensionskassenstatistik), Credit Suisse

Nach wie vor sind viele Versicherte in einer Vollversicherung

Zur Verwaltungsform der SGEs zählt auch ein Teil des sogenannten Vollversicherungsgeschäfts (kollektive VE). Letzteres bezeichnet gemäss Bundesamt für Statistik lediglich die Art der Risikodeckung und stellt keine Verwaltungsform dar (vgl. Box auf Seite 8). Ende 2021 waren rund 658'000 aktive Versicherte und 124'000 Rentner einer Vollversicherung angeschlossen. Allerdings ist der Anteil Vollversicherungslösungen am Gesamtmarkt seit Jahren sinkend: 2004 gehörten 32% aller aktiven Versicherten einem solchen Modell an, 2021 noch 15%. Bei den Rentenbezügern sank der Anteil über den gleichen Zeitraum von 17% auf 10% (vgl. Abb. 6).

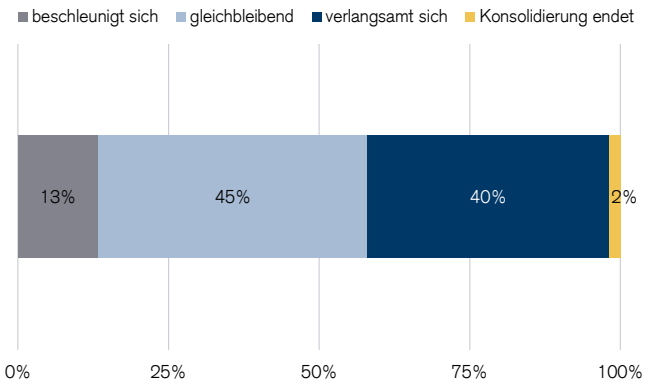
Grundsätzlich können Pensionskassen aller Verwaltungsformen ihre Risiken vollversichern lassen. Die grosse Mehrheit der Vorsorgevermögen, die vollversichert sind, liegt jedoch bei Sammeleinrichtungen, die wiederum zu Lebensversicherungen gehören. So gehörten 2004 gut 80% aller Rentenbezüger aus einer Vollversicherung einer SGE an, 2021 lag dieser Anteil sogar bei 98% (vgl. Abb. 6). Bei den aktiven Versicherten hat sich der Anteil von 93% auf 98% erhöht.

Konsolidierung dürfte weitergehen

Die bereits genannten Ursachen der Konsolidierung bestehen nach wie vor und lassen kein baldiges Ende dieses Prozesses erwarten. Diese Einschätzung wird durch die Resultate der diesjährigen Credit Suisse Pensionskassenumfrage bestätigt (vgl. Box auf der folgenden Seite). Über die Hälfte der befragten Pensionskassen geht davon aus, dass die Konsolidierung in gleichbleibendem Tempo weitergeht oder sich gar beschleunigt (vgl. Abb. 7). Gleichzeitig erwarten 40% eine Verlangsamung des Tempos – ein Ende der Bereinigung erwarten lediglich 2% der Umfrageteilnehmenden. Von den antwortenden Vorsorgeeinrichtungen eines Arbeitgebers erwägen 7% einen Anschluss an eine SGE innerhalb der nächsten drei Jahre (vgl. Abb. 8, obere Hälfte). Weitere 4% prüfen, sich selbst in eine SGE umzuwandeln. Die Konsolidierung schreitet daneben auch unter den SGEs voran: 12% der antwortenden SGEs prüfen, aktuell oder in den nächsten zwei bis drei Jahren eine andere SGE zu übernehmen (vgl. Abb. 8, untere Hälfte). Ebenfalls 12% prüften eine Integration in eine SGE.

Abb. 7: Mehrheit sieht Konsolidierungsprozess zumindest in gleichem Tempo fortschreiten

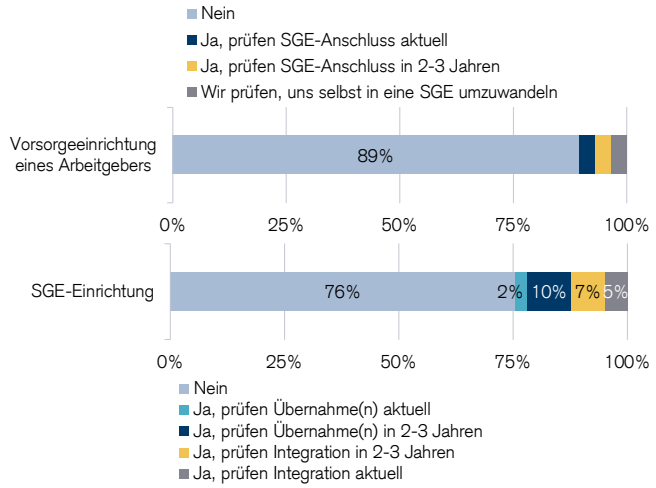
Anteil Antworten auf die Frage: « Wie schätzen Sie die Entwicklung des Konsolidierungsprozesses in den nächsten 3 bis 5 Jahren ein?», in %



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2023

Abb. 8: Konsolidierung auch unter den Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen

Anteil Antworten auf die Frage: «Erwägen Sie einen Anschluss an eine Sammel- oder Gemeinschaftseinrichtung?» (oben) bzw. «Erwägen Sie eine Übernahme von einer SGE oder eine Integration in eine SGE?» (unten), in %



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2023

Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2023

Zum fünften Mal nach 2011, 2014, 2016 und 2021 haben wir Schweizer Pensionskassen zu wichtigen Themen der beruflichen Vorsorge befragt. Die anonyme Umfrage wurde zwischen Mitte Februar und Anfang März 2023 durchgeführt. Der digitale Fragebogen wurde an Stiftungsratspräsidenten, Geschäftsführer oder andere zentrale Ansprechpersonen von Pensionskassen versandt. Zudem wurden auch die verantwortlichen Personen bei Anschlüssen von Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen befragt.

Insgesamt trafen Antworten von 106 Vorsorgeeinrichtungen ein, darunter 54 Vorsorgeeinrichtungen eines Arbeitgebers, 18 Sammel- und 30 Gemeinschaftseinrichtungen sowie vier Zusammenschlüsse mehrerer Arbeitgeber. Die antwortenden Vorsorgeeinrichtungen teilen sich gemessen an der Grösse ihrer Bilanzsumme für das Jahr 2022 wie folgt auf:

CHF 0 – 100 Mio.: 9 Vorsorgeeinrichtungen
CHF 101 – 500 Mio.: 43 Vorsorgeeinrichtungen
CHF 501 – 5'000 Mio.: 34 Vorsorgeeinrichtungen
> CHF 5'000 Mio.: 20 Vorsorgeeinrichtungen

In unserer Umfrage sind grössere Pensionskassen gegenüber kleineren übervertreten.

Ähnliche Anlagestrategie trotz Unterschieden in Risikoprofil und Leistungsniveau

Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen (SGEs) haben im Durchschnitt ein sehr ähnliches Anlageverhalten wie die übrigen Vorsorgeeinrichtungen. Dies überrascht auf den ersten Blick, da SGEs eine jüngere Altersstruktur haben. Andererseits stehen sie im Wettbewerb, was die Planungssicherheit ihrer Versichertenbestände erschwert und Verwässerungseffekte bewirken kann. Unsere Analyse zeigt, dass die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Anlagestrategie insgesamt für eine ähnliche Ausgangslage im Vergleich zu den übrigen Vorsorgeeinrichtungen sorgen.

Im Durchschnitt investieren Vorsorgeeinrichtungen aller Verwaltungsformen sehr ähnlich

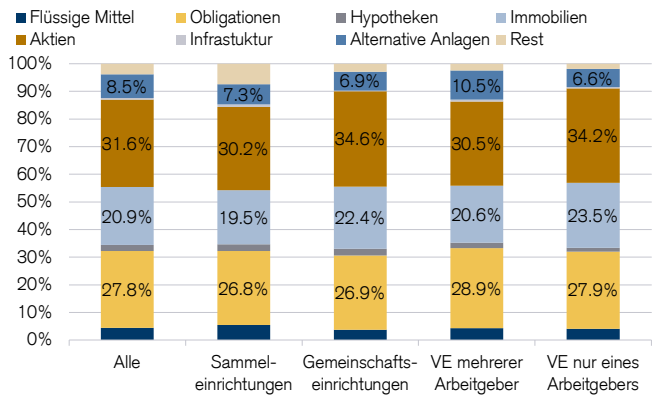
Der Stellenwert von Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen (SGEs) in der zweiten Säule ist in den letzten Jahren deutlich gestiegen. Diverse Eigenheiten dieser beiden Verwaltungsformen, die wir im Kapitel «Vor- und Nachteile eines Anschlusses an eine SGE» näher erläutern, dürften zu dieser Entwicklung beigetragen haben. Beim Blick auf die Vermögensverwaltung zeigt sich jedoch, dass sich die durchschnittliche Asset Allocation einer Sammeleinrichtung (SE) und einer Gemeinschaftseinrichtung (GE) sowohl untereinander als auch gegenüber den übrigen Verwaltungsformen kaum unterscheidet (vgl. Abb. 1).

Zwischen den Pensionskassen unterscheiden sich die Anlagestrategien teils aber erheblich

Die beiden grössten Unterschiede in der durchschnittlichen Asset Allocation der Verwaltungsformen sehen wie folgt aus: Bei den alternativen Anlagen investierten die Vorsorgeeinrichtungen (VE) eines einzelnen Arbeitgebers 6.6%, gegenüber den VE mehrerer Arbeitgeber mit 10.5%. Die Aktienallokation liegt bei den SE bei 30.2% gegenüber den GE mit 34.6%. Hingegen können die einzelnen Vorsorgeeinrichtungen, unabhängig von ihrer Verwaltungsform, sehr unterschiedliche Anlagestrategien aufweisen. So besassen im Schweizer Pensionskassenindex der Credit Suisse Ende 2022 beispielsweise das oberste Fünftel der Einrichtungen eine Aktienallokation von über 35%, das unterste Fünftel eine unter 25%.[2] Die Streuung zeigt sich auch in der Jahresrendite 2022: Hier weist das beste Fünftel der SGE eine Rendite von über –7% auf, das schlech-

Abb. 1: Alle Verwaltungsformen in der 2. Säule mit ähnlicher Asset Allocation

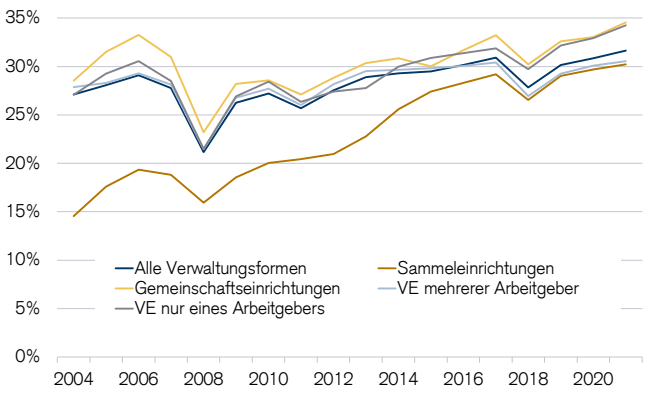
Asset Allocation nach Verwaltungsform (exkl. Vollversicherungen), per 31.12.2021



Quelle: Bundesamt für Statistik (Pensionskassenstatistik), Credit Suisse

Abb. 2: Historisch stabiler Aktienanteil, ausser für Sammeleinrichtungen

Aktienallokation nach Verwaltungsform (exkl. Vollversicherungen): letzter Datenpunkt: 31.12.2021



Quelle: Bundesamt für Statistik (Pensionskassenstatistik), Credit Suisse

[2] Credit Suisse Schweizer Pensionskassen Index, per 31.12.2022, https://www.credit-suisse.com/ch/de/unternehmen/institutional-clients/pensionskasse.html.

teste Fünftel liegt unter –12%. Die Grösse der Pensionskasse spielt dabei keine wesentliche Rolle. Die Unterschiede bei der Anlagestrategie scheinen demnach weder von der Grösse noch von der Verwaltungsform abzuhängen. Entscheidend dürfte die individuelle Situation der Pensionskasse sein, zum Beispiel in Bezug auf ihre Risikofähigkeit.

Lange Zeit investierten Sammeleinrichtungen risikoärmer

Bis vor einigen Jahren lag die Aktienallokation von Sammeleinrichtungen lange Zeit klar unter jener der übrigen Vorsorgeeinrichtungen (vgl. Abb. 2). Auch die Immobilienquote war deutlich tiefer. Im Gegenzug hielten Sammeleinrichtungen mehr flüssige Mittel – zum Beispiel waren es im Jahr 2006 12 Prozentpunkte mehr. Innerhalb eines Jahrzehnts war parallel zu den steigenden Vermögenswerten bei den Sammeleinrichtungen eine kontinuierliche Angleichung des Aktienanteils festzustellen. Ein Grund für diese Entwicklung dürfte der zunehmende Wettbewerbsdruck sein: Leistungsniveaus wie bei den übrigen Vorsorgeeinrichtungen konnten nur durch ähnlich renditestarke Anlagen erreicht werden. Die tiefen Zinsen dürften ebenfalls zu diesem Umdenken beigetragen haben. Zudem könnte die stetige Überführung der Vollversicherungsmodelle in die (Teil-)Autonomie zu einer zu Beginn vorsichtigeren Anlagestrategie geführt haben, denn sie starteten in der Regel mit einem Deckungsgrad nahe 100%. Sammeleinrichtungen waren von diesen Entwicklungen besonders betroffen, weil die meisten Vollversicherungen vor und nach ihrem Wechsel in die (Teil-)Autonomie Sammeleinrichtungen waren.

Vollversicherungen systembedingt mit risikoärmerer Anlagestrategie

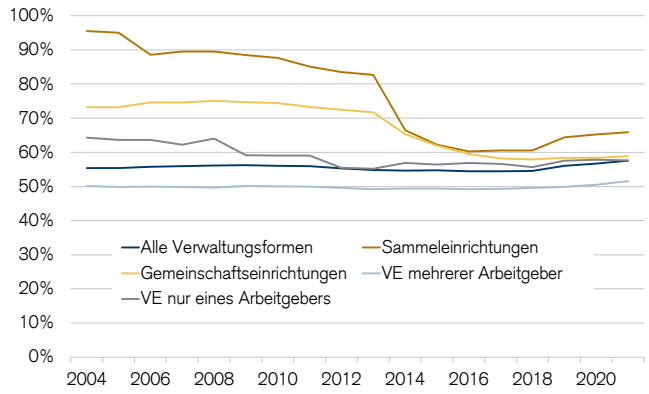
Die Vermögenswerte bei den Vollversicherungen sind bei den obenstehenden Asset-Allocation-Betrachtungen nicht eingeschlossen. Weil hier sämtliche Risiken an eine Lebensversicherungsgesellschaft abgetreten werden, verfügt diese auch über die Kapitalanlagen. Und da zu hohe Kapitalmarktrisiken die Garantien der Mindestverzinsungen und des Umwandlungssatzes gefährden könnten, wird verhältnismässig risikoarm angelegt. Ende 2021 lagen rund CHF 166 Milliarden bei neun Lebensversicherern, mit folgender durchschnittlicher Asset Allocation: flüssige Mittel (2.3%), Anleihen (56.6%), Liegenschaften (16.5%), Hypotheken (11.9%), Aktien und Beteiligungen (5.1%), alternative Kapitalanlagen (0.8%), Anteile aus Anlagefonds (3.0%), Rest (3.8%). Dabei liegt die höchste Aktienquote eines Versicherers bei 8%, die tiefste bei 0.6%.[3]

Die Asset Allocation hängt von der Risikofähigkeit der jeweiligen Vorsorgeeinrichtung ab

Mit Ausnahme der Vollversicherungen investieren die Vorsorgeeinrichtungen aller Verwaltungsformen ähnlich. Haben SGEs somit ein ähnliches Risikoprofil wie die übrigen Vorsorgeeinrichtungen? Eine entscheidende Rolle kommt dabei der Risikofähigkeit zu. Sie bestimmt, welche Wertschwankungen eine Pensionskasse tragen kann. Die Anlagestrategie sollte sich an der Risikofähigkeit ausrichten, um auch bei Marktturbulenzen den Verpflichtungen nachzukommen und eine Unterdeckung zu vermeiden. Die Altersstruktur der Destinatäre und der Anlagehorizont ihrer Vermögen sind zentrale Faktoren der Risikofähigkeit einer Vorsorgeeinrichtung. Denn daraus leiten sich deren Sanierungsfähigkeit sowie die zu erwartenden Geldflüsse ab. Grundsätzlich gilt: Je grösser der Anteil aktiver Versicherter und je grösser deren Vorsorgekapital gemessen am Vorsorgekapital von

Abb. 3: Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen mit jüngerer Altersstruktur

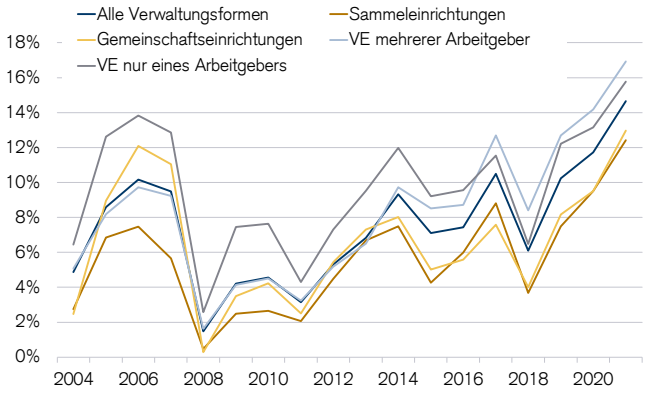
Anteil Vorsorgekapital Aktiver am Vorsorgekapital Aktiver und Rentner, exkl. Vollversicherungen: letzter Datenpunkt: 31.12.2021



Quelle: Bundesamt für Statistik (Pensionskassenstatistik), Credit Suisse

Abb. 4: Tiefere Wertschwankungsreserve bei SGEs

Anteil Wertschwankungsreserve am Vorsorgekapital (total), exkl. Vollversicherungen; letzter Datenpunkt: 31.12.2021



Quelle: Bundesamt für Statistik (Pensionskassenstatistik), Credit Suisse

[3] FINMA: Betriebsrechnung berufliche Vorsorge, per 31.12.2021.

Aktiven und Rentnern ist, desto länger ist der voraussichtliche Anlagehorizont und desto wirksamer sind allfällige Sanierungsmassnahmen. Allerdings ermöglichen insbesondere Sammeleinrichtungen ihren Unternehmen mit kleinerer bis mittlerer Anschlussgrösse, bei Pensionierungszeitpunkt ihre Rentner mit dem entsprechenden Deckungskapital abzutreten. Aus Sicht der Einzelanschlüsse reduziert sich dadurch der Anlagehorizont des Vorsorgekapitals und damit auch teilweise die Risikofähigkeit.

SGEs besitzen eine jüngere Altersstruktur …

Aus Abbildung 3 geht hervor, dass SGEs im Vergleich zu den übrigen Vorsorgeeinrichtungen lange Zeit über eine deutlich jüngere Altersstruktur verfügten. Ende 2021 wiesen die SE immer noch den höchsten Anteil an Vorsorgekapital der aktiven Versicherten (VK Aktive) auf (SE 66%, GE 59%, VE eines einzelnen Arbeitgebers 58% und VE mehrerer Arbeitgeber 52%). Welchen Einfluss hat die Altersstruktur auf die Anlagestrategie? Um das zu veranschaulichen, können wir beispielsweise die Annahme treffen, dass 60% der obigen Anteile des VK der Aktiven ein Richtwert für die jeweilige Aktienquote sein könnten. Denn je jünger die Altersstruktur, desto länger der Anlagehorizont. Aus dem Beispiel ergeben sich folgende Richtwerte für die Aktienquoten: 40% bei den SE (60% mal 66%), 35% bei den GE, 35% bei den VE eines einzelnen Arbeitgebers und 31% bei den VE mehrerer Arbeitgeber.

… und tiefere Wertschwankungsreserven

Während die Altersstruktur zur strukturellen Risikofähigkeit gehört, wird bei der finanziellen Risikofähigkeit unter anderem die Höhe der Wertschwankungsreserven (WSR) betrachtet. Ihre Zielgrösse (Ziel-WSR) wird vom Stiftungsrat festgelegt und leitet sich primär von der Anlagestrategie ab. Die Wertschwankungsreserven haben zum Ziel, die Schwankungen der Vermögenswerte aufzufangen, sodass eine Unterdeckung vermieden werden kann. Die WSR ergeben sich aus der Berechnung des Deckungsgrades.

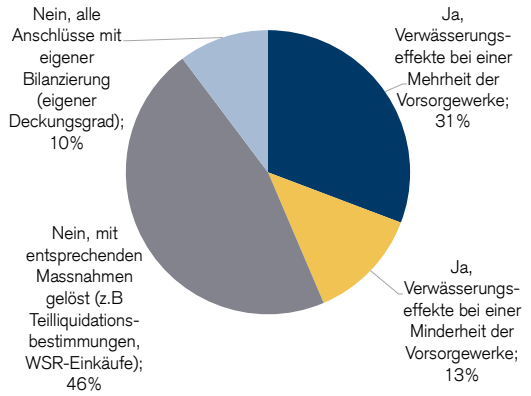
In Abbildung 4 ist ersichtlich, dass SGEs über einen längeren Zeitraum und bis heute konstant tiefere WSR besassen als die übrigen Vorsorgeeinrichtungen. Im Gegensatz zu den GE kann dies bei SE in den früheren Jahren unter anderem mit der tieferen Aktienquote begründet werden. Tiefere WSR erleichtern auch die Aufnahme neuer Anschlüsse. Denn bei hohen WSR müssten sich neue Anschlüsse in diese Reserven einkaufen, um negative Verwässerungseffekte für die SGE zu vermeiden. Ein weiterer Grund könnte schliesslich in den Bestimmungen gemäss Art. 46 BVV 2 liegen, wonach SGEs Leistungsverbesserungen unter anderem nur bei einer erreichten Äufnung der WSR von 75% ihres Zielwertes erlaubt sind. Ein Anreiz also, die Ziel-WSR tief zu halten.

SGEs: Wahl- und Wechselmöglichkeiten der Anschlüsse senken die Risikofähigkeit …

Gibt es weitere Faktoren bei der Risikofähigkeit, in denen sich SGEs von den übrigen Pensionskassen unterscheiden? Einen zentralen Unterschied sehen wir in den Wechselmöglichkeiten der Anschlüsse und damit in der Planbarkeit der Versichertenbestände. Pensionskassen mit einem oder mehreren Arbeitgebern sind von der Personalentwicklung der angeschlossenen Unternehmen abhängig. SGEs indes sind in der Regel zusätzlich den Zu- und Abflüssen von Geldern bei Veränderungen ihrer Anschlüsse ausgesetzt.

Abb. 5: Fast die Hälfte der SGEs sind von Verwässerungseffekten betroffen

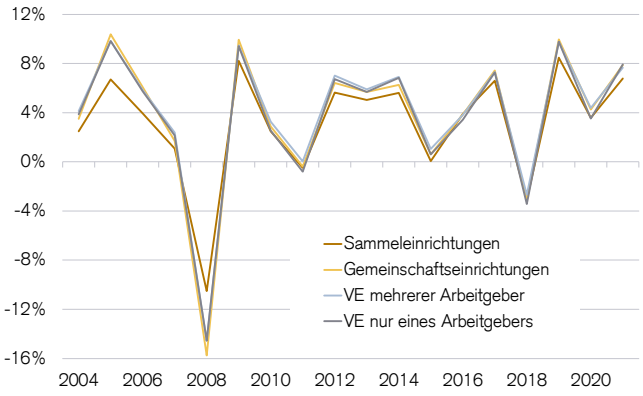
Anteil Antworten auf die Frage: «Ist Ihre Vorsorgeeinrichtung bei Zu- und Abgängen von Anschlüssen von Verwässerungseffekten betroffen?»; in %



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2023

Abb. 6: Sammeleinrichtungen langfristig mit leicht tieferer, dafür stabilerer Anlagerendite

Anteil Netto-Ergebnis aus Vermögensanlage gemessen an der Bilanzsumme, exkl. Vollversicherungen; letzter Datenpunkt: 31.12.2021



Quelle: Bundesamt für Statistik (Pensionskassenstatistik), Credit Suisse

… und können zu negativen Verwässerungseffekten führen

Die potenziell höheren Geldflüsse setzen SGEs verstärkt möglichen Verwässerungseffekten aus. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn keine Bestimmungen zur Linderung solcher Verwässerungseffekte bestehen. Gemäss unserer Umfrage ist dies bei rund der Hälfte der SGEs der Fall (vgl. Abb. 5). Können zum Beispiel die Anschlüsse respektive ihre Versicherten in einer Unterdeckung die SGE verlassen und 100% ihrer Altersguthaben mitnehmen, verstärken sie damit die Unterdeckung der SGE. Der sinkende Deckungsgrad wiederum könnte zu weiteren Kündigungen führen und für die SGE in einem Teufelskreis enden. Umgekehrt können auch Geldzuflüsse den Deckungsgrad senken, sofern ein neuer Anschluss weniger Reserven mitbringt als bei der neuen SGE vorhanden sind. Gerade bei stark wachsenden SGEs stünde dies im Widerspruch zu den Interessen der bestehenden Versicherten.

Der zweite Einflussfaktor auf die Asset Allocation sind die Renditeerfordernisse

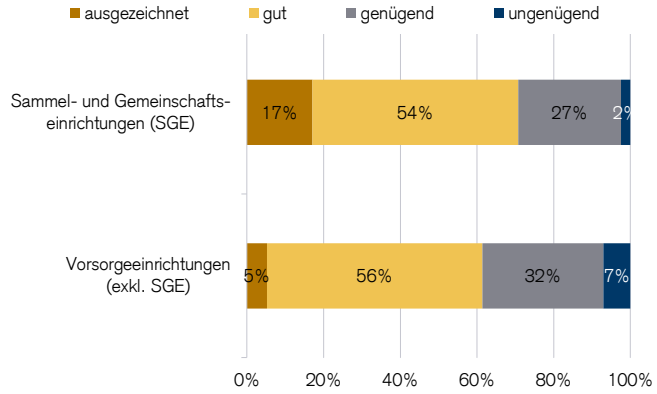
Neben der Risikofähigkeit beeinflusst das Renditeziel als zweiter entscheidender Faktor die Asset Allocation. Bei Vorsorgeeinrichtungen wird dieses Renditeziel durch die Verzinsungserfordernisse der Vorsorgekapitalien der aktiven Versicherten sowie der Rentenbezüger und der Finanzierung allfälliger zusätzlicher Kosten bestimmt. Dabei hat eine jüngere Kasse gewöhnlich die Möglichkeit, mehr Anlagerisiken zu tragen und damit ihren Versicherten höhere Renditen und Verzinsungen zu ermöglichen. Umgekehrt müssen attraktive Verzinsungen, aber auch Umwandlungssätze langfristig über eine entsprechende Anlagerendite finanziert werden. Da mehr Rendite mit höheren Anlagerisiken einhergeht, sind Pensionskassen bestrebt, das richtige Mass zu finden, um stärkere Wert- oder Deckungsgradschwankungen aushalten zu können. SGEs im Wettbewerb und mit tieferen Wertschwankungsreserven tun gut daran, eine langfristige, attraktive Rendite in Einklang mit der Stabilität ihrer Einrichtung zu bringen. Diese Diskussion ist eine zentrale Aufgabe des Stiftungsrates.

Bei den erzielten Nettorenditen liegen die Sammeleinrichtungen zwar leicht zurück, …

Erzielten in der Vergangenheit SGEs höhere Anlageerträge als die übrigen Vorsorgeeinrichtungen? Mit dem Wissen um die lange Zeit tiefere Aktienquote von SE erstaunt es vorerst nicht, dass diese die historisch tiefsten Renditen aufweisen (vgl. Abb. 6). Hingegen liegen die Renditen der GE im Bereich der übrigen Vorsorgeeinrichtungen, was aufgrund der ähnlichen Asset Allocation nicht überrascht. Von 2004 bis 2021 erreichten SE annualisiert eine Nettorendite von 3.0%, GE 3.6%, VE eines einzelnen Arbeitgebers 3.5% und VE mehrerer Arbeitgeber 3.8%. Dies widerspricht den teils vorgängig gemachten Überlegungen zur höheren Zielrendite bei SGEs, unter anderem durch den Konkurrenzdruck. Allerdings hat das starke Wachstum bei den SGEs erst ab etwa 2013 eingesetzt. Das Wettbewerbsumfeld wie es SGEs heute kennen, hat somit erst seit ein paar Jahren Bestand.
Das Erzielen einer angemessenen Rendite setzt bei den Entscheidungsträgern gewisse Anlagekenntnisse voraus. Diesbezüglich schätzen in unserer Umfrage die Entscheidungsträger der SGEs ihre Geldanlagekenntnisse leicht höher ein als jene der eigenständigen Vorsorgeeinrichtungen (vgl. Abb. 7).

Abb. 7: Etwas höhere Einschätzung der Geldanlagekenntnisse bei SGEs

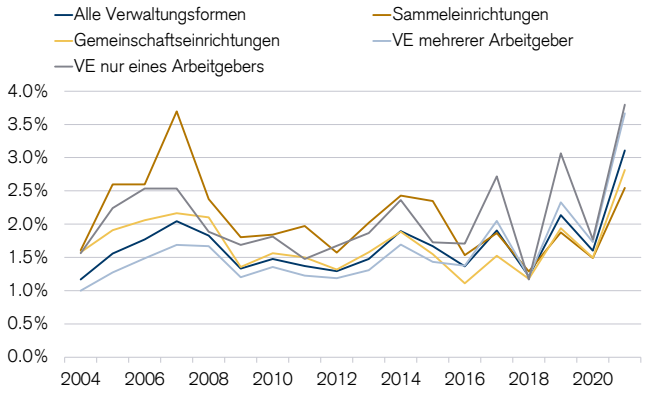
Anteil Antworten auf die Frage: «Wie hoch sind Ihrer Meinung nach die Geldanlagenkenntnisse im Stiftungsrat* bzw. in der Personalvorsorgekommission**?», in %



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2023; * Frage an Vorsorgeeinrichtungen sowie Anschlüssen ohne eigene Anlagestrategie ** Frage an Anschlüsse mit eigener Anlagestrategie

Abb. 8: Wettbewerb um attraktive Verzinsung der Altersguthaben

Verzinsung Sparkapital im Verhältnis zum Vorsorgekapital der aktiven Versicherten, exkl. Vollversicherungen; letzter Datenpunkt: 31.12.2021



Quelle: Bundesamt für Statistik (Pensionskassenstatistik), Credit Suisse

…verzinsten die Altersguthaben aber mitunter am höchsten

Die Höhe der Anlagerendite ist nicht gleichbedeutend mit der Verzinsung der Versichertenguthaben. In Abbildung 8 ist ersichtlich, dass in den ersten Jahren des Beobachtungszeitraums die SE am höchsten verzinsten – trotz tiefster Rendite. In den letzten fünf Jahren lagen die SE und GE mit durchschnittlich je 1.8% Verzinsung pro Jahr jedoch hinter den VE eines Arbeitgebers (2.5% p.a.) und den VE mehrerer Arbeitgeber (2.2% p.a.) zurück. Wie bereits erläutert haben SGEs durch die regulatorischen Vorgaben betreffend Mindestäufnung der Wertschwankungsreserven eine andere Ausgangslage als die übrigen Vorsorgeeinrichtungen. Ein Teil der Rendite dürfte zudem anstatt in die Verzinsung in die verhältnismässig tiefen Wertschwankungsreserven oder auch Rückstellungen (zum Beispiel für Pensionierungsverluste) geflossen sein. Trotzdem weisen die Sammeleinrichtungen zusammen mit den Vorsorgeeinrichtungen eines Arbeitgebers über die gesamte betrachtete Periode die höchste Verzinsung der Altersguthaben aus. Dass SGEs auch in Zukunft ein Interesse daran haben, attraktive Renditen und damit auch Leistungen anzubieten, zeigt sich in unserer Umfrage. SGEs mit gemeinsamer SAA geben häufiger als Vorsorgeeinrichtungen mit eigener SAA an, dass sie bei der nächsten Überprüfung der strategischen Asset Allocation eher etwas grössere Anlagerisiken eingehen werden (vgl. Abb. 9).

Auch die höheren Umwandlungssätze deuten auf ein relativ attraktives Leistungsniveau der SGEs hin

Neben der Verzinsung der Vorsorgekapitalien ist der zweite zentrale Leistungsparameter für die Destinatäre der Umwandlungssatz. Zum Zeitpunkt der Pensionierung wird damit aus dem Altersguthaben die jährliche, lebenslänglich auszurichtende Altersrente berechnet. Beim Altersguthaben, das nicht unter das BVG-Obligatorium fällt, können VE ihren Umwandlungssatz frei wählen, solange mittels Schattenrechnung aufgezeigt werden kann, dass auf dem BVG-Obligatorium der Mindest-Umwandlungssatz eingehalten wird. Per Stichtag Ende 2020 wird dieser Spielraum von den SGEs gemäss Abbildung 10 auch ausgenützt. Ein anderer Grund dürfte der höhere BVG Obligatorium-Anteil bei den SGEs sein, der zu erhöhten Umwandlungssätzen führt.

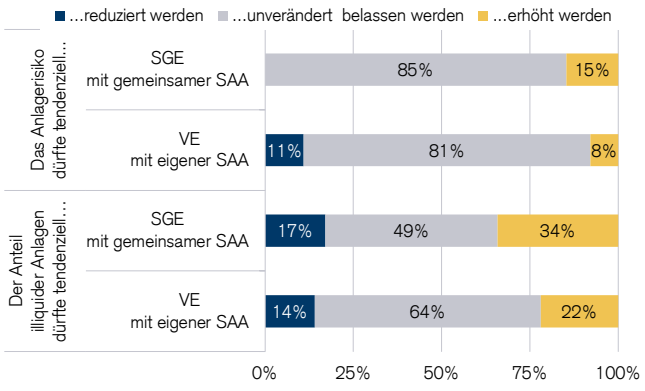
Höhere Umwandlungssätze bedeuten höhere Renditeerfordernisse. Im Sinne der Gleichberechtigung sollten die aktiven Versicherten von einer Verzinsung analog den Rentnern profitieren. Gerade mit den vielen Babyboomern, die in den kommenden Jahren in Pension gehen, sind die finanziellen Folgen solcher Leistungsversprechen von SGEs sowie von Vorsorgeeinrichtungen generell unbedingt einzuplanen.

Wettbewerb in der zweiten Säule – grundsätzlich zum Vorteil der Versicherten

Das Interesse der meisten SGEs, zu wachsen und neue Anschlüsse zu gewinnen, trägt zu einem attraktiven und vielseitigen Angebot an Vorsorgelösungen bei. Dies manifestiert sich im konkurrenzfähigen Leistungsniveau einer durchschnittlichen SGE, etwa in Bezug auf die Verzinsung der Altersguthaben oder die Umwandlungssätze. Um ansprechende Leistungen anbieten zu können, sind die SGEs auch bestrebt, Abläufe und Organisatorisches zu optimieren und effizienter zu gestalten. Wenn dadurch die Versicherten profitieren, ist dies im Interesse aller Beteiligten. In diesem kompetitiven Umfeld gilt es aber auch dem bereits angetönten Zielkonflikt zwischen Wachstum und Stabilität genügend Aufmerksamkeit zu schenken. Denn die mittel- bis langfristige

Abb. 9: SGEs möchten wieder grössere Anlagerisiken eingehen

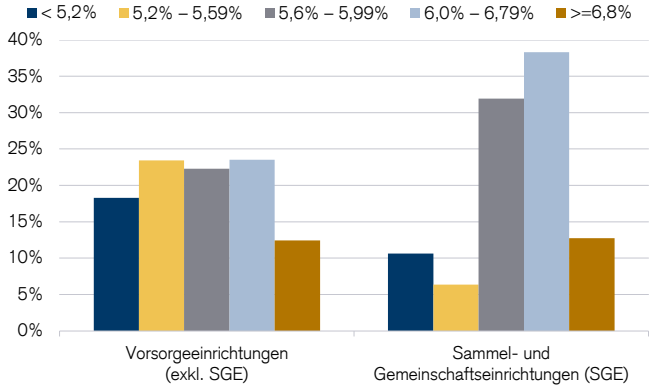
Anteil Antworten auf die Frage: « Wie beurteilen Sie Ihre derzeitige strategische Asset Allocation (SAA) im Hinblick auf die nächste Überprüfung der SAA?»; in %



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2023

Abb. 10: SGEs bieten oft höhere Umwandlungssätze

Verteilung der Umwandlungssätze von Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen sowie den restlichen Vorsorgeeinrichtungen, exkl. Vollversicherungen, per 31.12.2020



Quelle: Bundesamt für Statistik (Pensionskassenstatistik), inter-pension, Credit Suisse

Risikofähigkeit und damit die Stabilität der Vorsorgeeinrichtungen muss gewährleistet sein. Da inzwischen rund die Hälfte aller Vermögenswerte in der zweiten Säule bei SGEs liegen, tragen sie mittlerweile eine systemrelevante Verantwortung. Das Bewusstsein der Stiftungsräte als oberstes Organ für diese volkswirtschaftlich essenzielle Aufgabe, ist ein zentraler Erfolgsfaktor für die zukünftige Entwicklung der zweiten Säule.

Vergleichbare Asset Allocation von SGEs und übrigen VE: Gute Gründe dafür und dagegen

Lässt sich abschliessend die sehr ähnliche Anlageallokation der SGEs und der übrigen Vorsorgeeinrichtungen mit den zwei zentralen Anlagekriterien – Risikofähigkeit und Renditeziele – rechtfertigen? Die Ausgangslage bei den Verwaltungsformen ist insofern identisch, als dass alle Vorsorgeeinrichtungen die Vorsorgevermögen ihrer Versicherten unter sehr ähnlichen (gesetzlichen) Rahmenbedingungen investieren und die Altersleistungen sicherstellen müssen. Ein entscheidender Unterschied liegt darin, dass SGEs, die untereinander im Wettbewerb stehen, Einfluss auf ihre Versichertenstruktur nehmen können. In vielerlei Hinsicht ein Vorteil, der aber auch Risiken birgt. Potenziell schnelle Veränderungen im Versichertenbestand reduzieren die Risikofähigkeit einer SGE.

Zwei Szenarien ist unserer Meinung nach spezielle Aufmerksamkeit zu schenken. Wenn die Konsolidierungsphase zugunsten von SGEs endet und der Wettbewerb unter ihnen weiter steigt, dürften sich die Risiken von Anschlusswechseln weiter akzentuieren. Ebenfalls heikel können längere Marktturbulenzen sein, die zu Unterdeckungen führen und Wechselaktivitäten unter den Anschlüssen beschleunigen könnten – zu einem für viele SGEs schlechten Zeitpunkt. Die sehr ähnliche Asset Allocation von SGEs und den übrigen VE kann unter dem Strich gerechtfertigt sein. Es ist schwierig abzuschätzen, welche der in diesem Kapitel beschriebenen Eigenheiten schliesslich wie stark wiegen. Zentral ist schliesslich auch die Frage nach der individuellen Situation jeder einzelnen Vorsorgeeinrichtung und auch, dass die beschriebenen Überlegungen bei der Festlegung der Anlagestrategie mit einfliessen. Bislang haben sich die Schweizer Pensionskassen als resilient und anpassungsfähig erwiesen. Und es gab doch einige Herausforderungen in den letzten zwei Jahrzehnten.

Interview mit Laurent Schlaefli | Präsident von inter-pension und CEO der Sammelstiftung Profond

Komplexität spricht für SGE

Als Sprachrohr und Interessengemeinschaft autonomer Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen (SGEs) in der Schweiz setzt sich der Verband «inter-pension» zum Ziel, den Austausch unter den SGEs zu fördern. In Anbetracht der steigenden Herausforderungen dient die Interessengemeinschaft als Anlaufstelle für aktuelle Themen. Darunter fallen die demografische Entwicklung, der Umgang mit Regulierungen oder ganz aktuell der Fachkräftemangel, der auch vor Pensionskassen nicht Halt macht. Mittlerweile gehören inter-pension etwa 50 Mitglieder mit rund CHF 250 Milliarden an Vermögenswerten an.

Credit Suisse: Wie schätzen Sie die Entwicklung am Pensionskassenmarkt, vor dem Hintergrund der bisherigen Konsolidierung unter den Vorsorgeeinrichtungen, in den nächsten zwei bis drei Jahren ein?
Laurent Schlaefli*:* Der Konsolidierungsprozess ist noch nicht abgeschlossen. Der Grund dafür liegt in den vielen Herausforderungen, die insbesondere unternehmenseigene Pensionskassen nicht mehr allein bewältigen können oder wollen. Dazu gehört für mich etwa die steigende Komplexität im Anlagegeschäft, der Kostendruck oder der Fachkräftemangel. Hinzu kommt, dass Unternehmen ihre Pensionskasse je länger je weniger als Argument bei neuen Mitarbeitern einsetzen. Allerdings gibt es auch Argumente gegen diesen Trend. Viele Kassen werden von SGEs gar nicht mehr aufgenommen, oftmals wegen ihrer ungünstigen Altersstruktur. Und dann schaut auch die Aufsicht sehr genau hin, wenn SGEs Pensionskassen mit einem hohen Anteil an Rentnern aufnehmen möchten.

Sehen Sie auch unter den SGE einen Konsolidierungstrend?
Ja durchaus, wenn auch ein wenig langsamer als bei den unternehmenseigenen Kassen. Die Gründe sind ähnlich, insbesondere die Anforderungen des Regulators, wie z.B. ein adäquates internes Kontrollsystem oder die Erstellung jährlicher versicherungstechnischer Gutachten, werden grösser. Gerade kleine SGEs müssen gut abwägen, ob sich der Aufwand noch lohnt. Der Entscheid liegt beim Stiftungsrat.

Könnte die Vollversicherung durch die höheren Zinsen wieder konkurrenzfähig werden? Wie sehen Sie Ihre Rolle?
Das glaube ich nicht, auch wenn sich mit dem neuen Zinsumfeld ein entscheidender Faktor geändert hat. Es mag die Lebensdauer des Vollversicherungsmodells verlängern, aber dass es wieder populärer wird, bezweifle ich. Zu gut haben im Vergleich autonome und teilautonome Pensionskassen und SGEs bislang die Altersguthaben ihrer Versicherten verzinst. SGEs haben zudem auch in den schwierigen Jahren um 2008 nie Sanierungsbeiträge verlangt. Und schliesslich hat sich gezeigt, dass auch die Versicherungsgesellschaften berechnen, ob das Modell für sie noch genügend rentabel ist, nicht zuletzt aufgrund der vorgeschriebenen Eigenmittel.

Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen haben Vor- und Nachteile gegenüber unternehmenseigenen Pensionskassen. Was spricht Ihrer Meinung nach für einen SGE-Anschluss und was für eine unternehmenseigene Pensionskasse?
Der grosse Vorteil einer unternehmenseigenen Pensionskasse liegt für mich im direkten Bezug des Arbeitgebers zu seiner Pensionskasse und umgekehrt. Die gegenseitige Verbundenheit und das Interesse für das jeweilige Wohlergehen sind somit zumindest zum Teil auf natürliche Weise gegeben. Zudem kennt das Unternehmen seine Angestellten mit ihren Fähigkeiten und kann diese auch für das Mitwirken im Stiftungsrat motivieren. Die SGEs hingegen haben für mich den grossen Vorteil, dass sie nicht nur von einem Arbeitgeber abhängig sind. Gerät beispielsweise eines von hundert oder mehr Unternehmen in finanzielle Schwierigkeiten, hat dies in der Regel einen beschränkten Einfluss auf das Risikoprofil der SGE. Da Anschlüsse mittlerweile grosse Individualisierungsmöglichkeiten bis hin zur eigenen Anlagestrategie haben, kann auch in einer SGE viel Autonomie aufrechterhalten werden.

In unserer Studie stellen wir fest, dass sich SGE und firmeneigene Pensionskassen im Durchschnitt praktisch nicht in ihrer Anlagestrategie unterscheiden. Macht das Sinn für Sie? Und welche Trends sehen Sie generell bei den Anlagen?
Sie sprechen damit allfällige Unterschiede in der Risikofähigkeit an. Ich bin kein Anlagespezialist, vermute jedoch, dass die Unterschiede in den entscheidenden Faktoren, allem voran der Altersstruktur, nicht allzu gross sind. Die Fragen auf der Anlageseite sind wichtig, aber eben auch sehr komplex. So sehr ich das «Milizsystem» schätze, so klar muss man sich bewusst sein, dass viele Stiftungsräte das nötige Know-how für das komplexe Anlagegeschäft der Pensionskassen nur beschränkt mitbringen. Als Folge ist unser Markt sehr stark von Beratungsunternehmen beeinflusst und geprägt.

Grundsätzlich sehen wir, dass Realwerte, und damit auch illiquidere Anlagen, in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen haben. Ihr Anteil übersteigt inzwischen bei einigen Kassen die Obergrenzen aus der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2). Ich kann das durchaus nachvollziehen. Trotz der demografischen Entwicklung haben viele Pensionskassen noch immer einen langen Anlagehorizont, der ihnen hilft, das Renditepotenzial dieser Anlagen abzuschöpfen. Die Ausgangslage zwischen unternehmenseigenen Pensionskassen und SGEs unterscheidet sich diesbezüglich nicht signifikant.

Wo sehen Sie in den nächsten Jahren die zentralen Herausforderungen für Vorsorgeeinrichtungen generell und spezifisch für SGEs?
Ein Trend, den wir schon seit längerem feststellen, sind die Individualisierungswünsche der Versicherten und Anschlüsse.

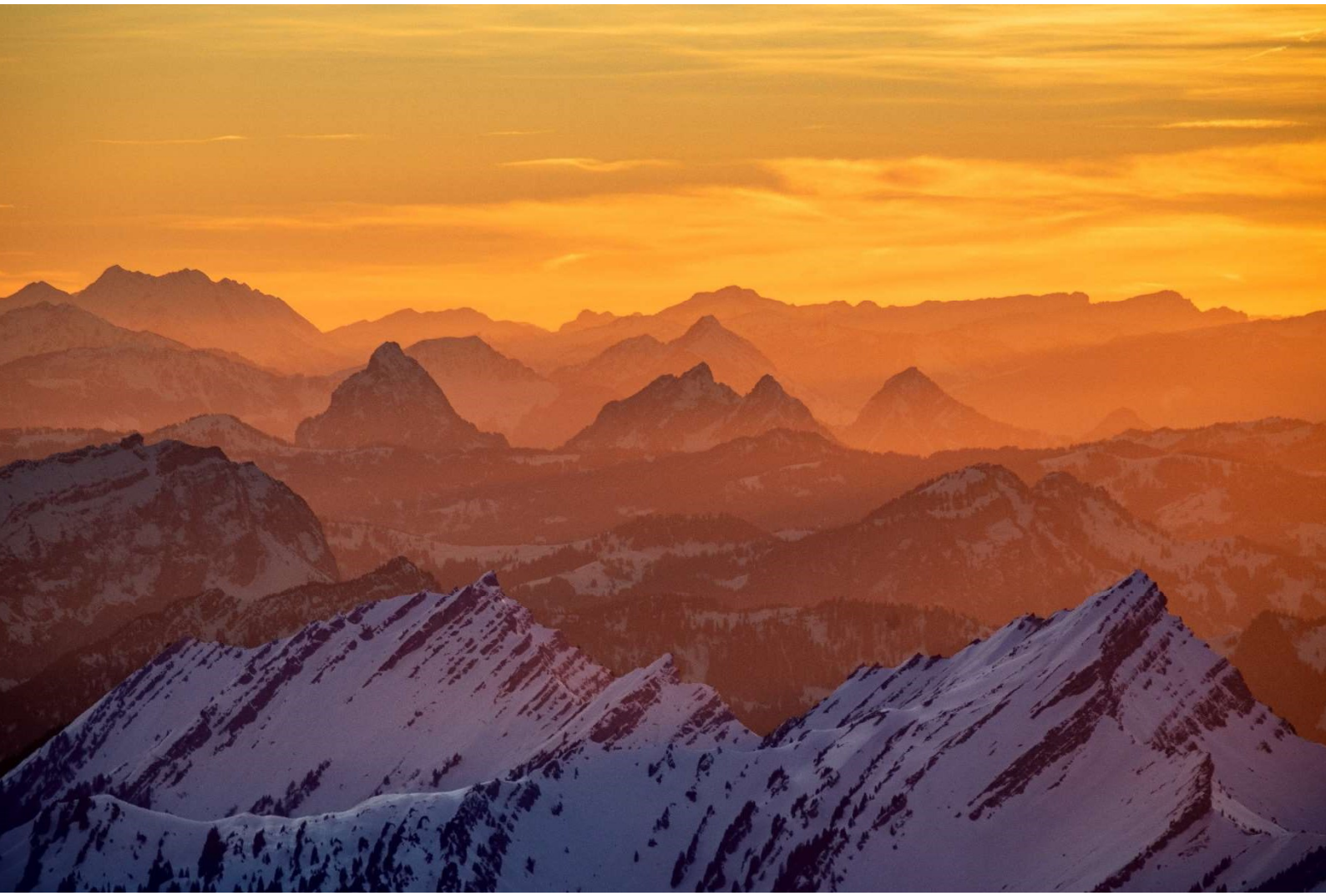
Gerade Jüngere möchten individuelle Lösungen, die auf ihre eigenen Bedürfnisse zugeschnitten sind. Die zweite Säule jedoch, auch wenn im Kapitaldeckungsverfahren jeder für sich spart, beruht auch auf diversen Solidaritäten, insbesondere jener zwischen den Generationen bzw. den aktiven Versicherten und Rentnern. Dann fällt mir immer wieder auf, dass noch immer wenig Wissen über die zweite Säule in der Bevölkerung vorhanden ist. Dabei stellen die Pensionskassenguthaben für viele den grössten Vermögensposten dar. Es liegt folglich an uns allen, die beruflich im Bereich der zweiten Säule tätig sind, also Banken, Berater, Verbände usw., die Wichtigkeit der beruflichen Vorsorge aufzuzeigen. Dies umso mehr in Anbetracht der wiederkehrenden politischen Vorstösse, die eine Stärkung der ersten oder dritten Säule im Fokus haben.

Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen, die im Wettbewerb stehen, haben eine andere Ausgangslage als die übrigen Vorsorgeeinrichtungen. Sie haben ein Interesse daran, neue Anschlüsse respektive neue Versicherte zu gewinnen. Dies schafft Anreize für attraktive Leistungen wie hohe Umwandlungssätze und hohe Verzinsungen auf den Altersguthaben. Inwiefern steht dieser Interessenskonflikt im Widerspruch zur finanziellen Stabilität einer SGE?
Ich höre diese Bedenken immer wieder. Aus meiner Erfahrung kann ich einen Widerspruch jedoch nicht bestätigen. Einerseits wird mit Art. 46 BVV2 genau dem entgegengewirkt, und die Wertschwankungsreserven werden gestärkt. Und auch die Ziel-Wertschwankungsreserven können nicht einfach beliebig gesenkt werden, da hier der Beurteilung und Empfehlung der Pensionskassenexperten eine entscheidende Rolle zukommt. Schliesslich gibt es auch noch eine Aufsicht, die unverhältnismässige Ziel-Deckungsgrade beanstanden würde. Bezüglich Leistungsniveaus ist es im Übrigen auch so, dass unverhältnismässige Parameter, wie zum Beispiel ein zu hoher Umwandlungssatz, von den Brokern negativ beurteilt werden.

Die SGEs vereinen aber inzwischen rund die Hälfte der Vermögenswerte in der zweiten Säule. Sind sich SGEs ihrer volkswirtschaftlichen Verantwortung bewusst? Braucht diese neue Marktstruktur Anpassungen in der Governance oder in der Aufsicht?
Ich bin mir sicher, dass sich die SGEs, die Verbände und auch die Aufsicht dieser Systemrelevanz bewusst sind. Ich bin aber auch überzeugt, dass die heutigen gesetzlichen Rahmenbedingungen ausreichen. Im Gegenteil: Ein hoher Selbstregulierungsgrad ist für mich der einzig richtige Weg. Das Umfeld und die Herausforderungen werden sich auch inskünftig verändern. Umso nachhaltiger ist es deshalb aus meiner Sicht, wenn unsere Vorsorgeeinrichtungen sich gewohnt sind, eigenverantwortlich und initiativ zu handeln und sich nicht hinter Verordnungs- und Gesetzesartikeln zu verstecken. Das ist meines Erachtens die beste Massnahme für eine weiterhin stabile zweite Säule.

«Da Anschlüsse mittlerweile grosse Individualisierungsmöglichkeiten bis hin zur eigenen Anlagestrategie haben, kann auch in einer SGE viel Autonomie aufrechterhalten werden.»

Laurent Schlaefli ist seit rund einem Jahr Präsident von inter-pension. Hauptamtlich ist er seit über sechs Jahren als CEO der Profond Vorsorgeeinrichtung tätig.



Wachsende Aufmerksamkeit von Gesetzgeber und Aufsicht

Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen (SGEs) gab es bereits vor der Einführung des Bundesgesetzes über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) im Jahr 1985. Ein Blick auf die vergangene Entwicklung zeigt jedoch, dass im BVG nur bedingt auf die Eigenheiten von SGEs eingegangen wurde. Durch ihren zunehmenden Stellenwert schenken Gesetzgeber und Aufsicht den besonderen Anforderungen von Vorsorgeeinrichtungen, die im Wettbewerb stehen, erhöhte Aufmerksamkeit. Dieser verstärkte Fokus hat zum Ziel, Interessenskonflikte zu reduzieren und die Governance zu verbessern.

Trotz ihrer wichtigen Rolle sind SGEs nicht gesondert reguliert

Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen (SGEs) bilden einen wichtigen Bestandteil der beruflichen Vorsorge, deren mittlerweile zentrale Bedeutung weiter zunehmen dürfte. Jedoch wurde bei der Einführung des BVG-Obligatoriums nicht daran gedacht, diese im Gesetz und in den Verordnungen zu berücksichtigen. Die Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK BV) hat 2021 angesichts verschiedener Herausforderungen im Zusammenhang mit SGEs eine Weisung zu den «Anforderungen an Transparenz und interne Kontrolle für Vorsorgeeinrichtungen im Wettbewerb» erlassen.[4] Damit hat sie die Führungsaufgaben der obersten Organe und die Anforderungen an die interne Kontrolle bei «Vorsorgeeinrichtungen mit mehreren angeschlossenen Arbeitgebern oder Rentnerbeständen, die im Wettbewerb um Anschlüsse von Arbeitgebern oder Rentnerbeständen stehen» verschärft.

Durch den Wettbewerb könnten die Interessen der Destinatäre zu kurz kommen

Allerdings bleiben wichtige Fragen ungelöst. So ist nicht einheitlich geregelt, zu welchen Bedingungen ein SGE-Anschluss wechseln darf. Muss sich ein neuer Anschluss in die bestehenden Reserven einkaufen? Erfolgt für den austretenden Anschluss eine Teilliquidation? Es kann argumentiert werden, dass im Rahmen der guten Governance vorgegeben ist, dass das oberste Organ im Sinne seiner Destinatäre handelt und somit sicherstellt, dass durch den Wettbewerb die bestehenden aktiven Versicherten nicht geschädigt werden. Dies gilt für sämtliche Vorsorgeeinrichtungen und somit auch für SGEs.

Paritätische Verwaltung wurde für SGEs erst 2004 eingeführt

Sammel- und Gemeinschaftsstiftungen sind nicht etwa neue Konstrukte, welche erst nach Einführung des BVG-Obligatoriums entstanden sind. Erste Sammelstiftungen gehen mindestens bis 1961 zurück, denn schon früh wurde für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) klar, dass sie zu klein sind, um eine eigene Vorsorgeeinrichtung zu gründen und zu führen, wenn sie für ihre Mitarbeitenden eine Altersvorsorge anbieten wollten. Die bestehenden Lebensversicherungen sprangen in diese Lücke und gründeten die ersten SGEs, gefolgt von spezialisierten Anbietern.

Seither versuchen Gesetzgeber, Aufsichtsbehörden und Verbände diese Lücken zu schliessen. So wurde beispielsweise im Rahmen der ersten BVG-Revision 2004 die Forderung nach einer paritätischen Verwaltung auch für SGEs eingeführt. Dieser Grundsatz wurde auch für die Personalvorsorgekommissionen übernommen. Allerdings konnte die Frage, ob die Gründerin einer Sammelstiftung auch im Stiftungsrat dieser Einrichtung vertreten sein darf, erst durch einen Bundesgerichtsentscheid 2007 beantwortet werden. Das Bundesgericht verneinte diese Frage. Ebenfalls mit einiger Verzögerung erliess der Bundesrat 2005 eine Weisung über die Voraussetzungen für die Gründung von Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen. Darin wurden unter anderem Angaben zum Gründer, zu den Reglementen, Marketing-, Finanzierungs- und Anlagekonzepten wie auch zu den Anschlussverträgen gefordert.

[4] Siehe «Tätigkeitsbericht 2021» sowie «Weisung W – 01/2021: Anforderungen an Transparenz und interne Kontrolle für Vorsorgeeinrichtungen im Wettbewerb», Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK BV), 2021

Leistungsverbesserungen dürfen nur unter bestimmten Voraussetzungen gemacht werden

Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen stehen im Gegensatz zu Vorsorgeeinrichtungen eines oder mehrerer Arbeitgeber im Wettbewerb um neue Kunden. Potenzielle Anschlüsse können zur Beurteilung der Attraktivität einer SGE eine Vielfalt von Eigenschaften und Parametern heranziehen. Dazu gehören der Umwandlungssatz, die Verzinsung, aber auch die finanzielle Stabilität oder der individuelle Gestaltungsspielraum in der Anlagestrategie sowie der Pensionskassenführung (vgl. Kapitel «Vor- und Nachteile eines Anschlusses an eine SGE»). Damit die Anbieter diesbezüglich einen gewissen Rahmen erhalten, hat der Gesetzgeber Art. 46 BVV 2 erlassen, welcher 2012 in Kraft getreten ist. Darin werden Leistungsverbesserungen von der Höhe der Wertschwankungsreserven (WSR) abhängig gemacht. Leistungsverbesserungen dürfen erst gemacht werden, wenn die WSR zu 75% geäufnet sind. Wann eine Leistungsverbesserung als solche zu erkennen ist, führte bei den Aufsichtsbehörden zu Unsicherheiten und veranlasste die OAK BV im Jahr 2021 zu einer Präzisierung. Als Leistungsverbesserung gilt, wenn bei nicht vollständig geäufneten Wertschwankungsreserven die Verzinsung der Altersguthaben der aktiven Versicherten höher ist als die Obergrenze nach Fachrichtlinie 4 (FRP 4) der Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK BV).

Richtiges Mass an Regulierung finden

Angesichts der Relevanz von SGEs in der zweiten Säule wird in der OAK BV über das richtige Mass an Regulierung und Aufsicht diskutiert. SGEs sind als Ganzes systemrelevant für die zweite Säule und haben eine wichtige volkswirtschaftliche Bedeutung. Diese Sensibilisierung gilt insbesondere für jene SGEs, die in den letzten Jahren dank attraktiven Finanzmärkten gewachsen sind. Sollte die derzeit schwierige Lage an den Finanzmärkten anhalten, kann es gut sein, dass SGEs in Bedrängnis geraten und allenfalls Sanierungsbeiträge erheben müssen. Wie die einzelnen Anschlüsse auf solche Szenarien reagieren, ist gegenwärtig schwer abzuschätzen. Grössere Abflüsse könnten die Stabilität von SGEs in Unterdeckung gefährden.

Interview mit Thomas Scherr | Regional Vice President EMEA bei SAP Schweiz

Individuelle WSR und variable Renten

Die SAP Schweiz, mit Hauptsitz in Biel, wurde 1984 als rechtlich selbstständige Tochter der SAP SE (Societas Europaea) gegründet. Der unternehmerische Fokus der SAP Schweiz liegt auf den Geschäftsfeldern Vertrieb, Beratung, Schulung und Marketing rund um das Produktportfolio der SAP SE in der Schweiz.

Credit Suisse: Können Sie uns einen kurzen Ablauf der Vorsorgelösung für die SAP Schweiz geben?
Thomas Scherr: Als die SAP Schweiz International 1984 in Biel gegründet wurde, stand der Aufbau des internationalen Geschäfts im Vordergrund. Die obligatorische Altersvorsorge wurde als Vollversicherung abgeschlossen und genoss lange Zeit nur untergeordnete Priorität.

Als dann jedoch im Jahr 2000 die Internetblase platzte und die SAP Schweiz als Arbeitgeber weiterhin attraktiv sein wollte, wurde auch die berufliche Vorsorge überprüft. Schnell wurde klar, dass diese verbessert werden musste, weil die hohen Kosten, der mangelnde Service und die Intransparenz nicht in unserem Interesse waren.

Was waren dann die nächsten Schritte?
Mit Unterstützung des Vermögenszentrums VZ wurde ein neues Vorsorgemodell entwickelt. Da wir mittlerweile stark gewachsen waren, konnten wir 2004 eine eigene Stiftung gründen und unsere Vorstellungen so besser umsetzen.
So haben wir seit 2010 eine individuelle Wertschwankungsreserve (WSR) pro aktiven Versicherten. Diese WSR wird dem Versicherten ebenfalls verzinst, und er nimmt diese bei einem Weggang mit. Allerdings trägt er auch das Risiko bei negativen Finanzmärkten.

Ausserdem haben wir 2012 die variable Rente eingeführt, die abhängig von der erzielten Performance zwischen 95% und 110% der Grundrente schwanken kann.

Die Umstellung führte zu einer verbesserten Wachstumsfähigkeit der Stiftung sowie einem erhöhten Leistungsniveau bei reduziertem Unterdeckungsrisiko. Weiter fand keine Umverteilung mehr von aktiven zu passiven Versicherten statt, und die Flexibilität bei der Anlagestrategie wurde erhöht. In den letzten zehn Jahren lag somit die durchschnittliche Verzinsung um rund 2% über dem BVG-Minimum.

Diese Individualisierung führt aber auch zu einer grösseren Verantwortung der Pensionskasse bzw. des Stiftungsrats bei der Vermögensanlage.

Wie stark war dabei der zeitliche Aufwand für SAP als Arbeitgeber, und hatten Sie Mühe, geeignete Stiftungsräte zu finden?
Die Geschäftsführung wurde von Anfang an durch das VZ wahrgenommen. Dies ist auch heute noch der Fall. Für den Stiftungsrat konnten wir auch auf unsere Finanzexperten zurückgreifen, die diese Aufgabe gerne und mit viel Engagement wahrnahmen. Als IT-Beratungsunternehmen, unter anderem auch für Finanzdienstleister, verfügten wir zudem über genügend Mitarbeitende mit einem entsprechenden Hintergrund. Bankenseitig hat uns die Credit Suisse über die vielen Stationen und Jahre kompetent betreut und ist auf unsere individuelle Situation eingegangen.

Welche Grundsätze verfolgen Sie auf der Anlageseite?
Weil wir einen eigenen Ansatz in der Pensionskasse verfolgen, ist es für den Stiftungsrat wichtig, die aktuelle Gesamtsituation regelmässig im Rahmen einer Asset-Liability-Analyse zu überprüfen. Dies gibt uns die Sicherheit, dass das System nach wie vor funktioniert – so auch in diesen turbulenten Zeiten.

Bei der eigentlichen Vermögensanlage verfolgen wir einen Core/Satellite-Ansatz, d.h. die Kernmärkte der strategischen Anlageallokation werden breit diversifiziert und mit passiven Instrumenten umgesetzt, was die Kosten tief hält. Die Satelliten decken als Beimischung Anlagebereiche ausserhalb der Kernmärkte ab, welche häufig ein höheres Risiko und damit auch bessere Renditechancen aufweisen. Diese Märkte setzen wir oft mit aktiven Bausteinen und im Rahmen von taktischen Entscheiden um.

Wir verfolgen auch ein systematisches Rebalancing, mit dem wir eine zu starke Abweichung von der Anlagestrategie und damit ein erhöhtes und ungewünschtes Risiko vermeiden.

«Mit dem Wechsel in die Sammelstiftung und anschliessend in eine eigenständige Vorsorgeeinrichtung konnten wir unsere Bedürfnisse besser abdecken»

Thomas Scherr war viele Jahre Stiftungsratspräsident der SAP-Pensionskasse. Nach seiner Ausbildung an der ZHAW und am IFZ sowie Stationen bei zwei Banken ging er 2007 als CFO zur SAP Schweiz.

Klare Meinungen zu Governance und Gestaltungsspielraum

Die Wahl der Verwaltungsform der Pensionskasse hängt von diversen Faktoren ab. In unserer Umfrage werden die Kriterien rund um den Bezug von Stiftungsrat und Arbeitgeber zur Vorsorgeeinrichtung sowie der Gestaltungsspielraum der Pensionskassen am klarsten als Vorteil der Einzel-Vorsorgeeinrichtungen eingeschätzt. Demgegenüber bieten SGEs insbesondere eine Entlastung der Entscheidungsträger, und es wird ihnen eine höhere Professionalität attestiert. Die erfreuliche Erkenntnis ist, dass in der beruflichen Vorsorge Schweiz verschiedene Pensionskassenmodelle zur Auswahl stehen.

Klare Einschätzung bei Kriterien rund um Governance und Selbstbestimmung

In unserer Umfrage (vgl. Infobox auf Seite 11) unter Entscheidungsträgern sowohl von eigenständigen Pensionskassen (Einzel-VE) wie auch von Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen (SGEs), wollten wir wissen, welche Faktoren für die eine oder die andere Verwaltungsform sprechen. Da rund die Hälfte der über 100 Umfrageteilnehmenden bei Einzel-VE und die andere Hälfte bei SGEs oder auch deren Anschlüssen tätig ist, basieren die Resultate auf einer ausgeglichenen Stichprobe. Abbildung 1 auf der folgenden Seite lässt bei einigen Kriterien Tendenzen für die eine oder andere Verwaltungsform erkennen. Bei den Kriterien rund um die Pensionskassenführung (Governance) sowie die Selbstbestimmungsmöglichkeiten gibt es hingegen klare Unterschiede.

Stärkstes Kriterium zugunsten von SGEs: Entlastung von Verantwortungsträgern

Mit über 60% das stärkste Argument zugunsten einer SGE stellt das Kriterium «Entlastung von Verantwortungsträgern der Arbeitgeber- und Arbeitnehmerseite» dar. Die grosse persönliche Verantwortung, welche die Rolle als Stiftungsratsmitglied mit sich bringt, scheint für viele Personen nicht unerheblich zu sein. Das Anforderungsprofil an einen Stiftungsrat ist breit, nimmt laufend zu und bringt eine Verantwortung mit sich, für die im Extremfall sogar eine persönliche Haftung anfällt. Trotz spannenden und insbesondere im Fall der Arbeitnehmervertreter vom Berufsalltag oftmals abweichenden Aufgaben zeigt sich damit möglicherweise auch, dass das heutige Milizprinzip zur Konsolidierung hin zu SGEs beitragen dürfte.

SGEs wird auch mehr Professionalität und Know-how attestiert

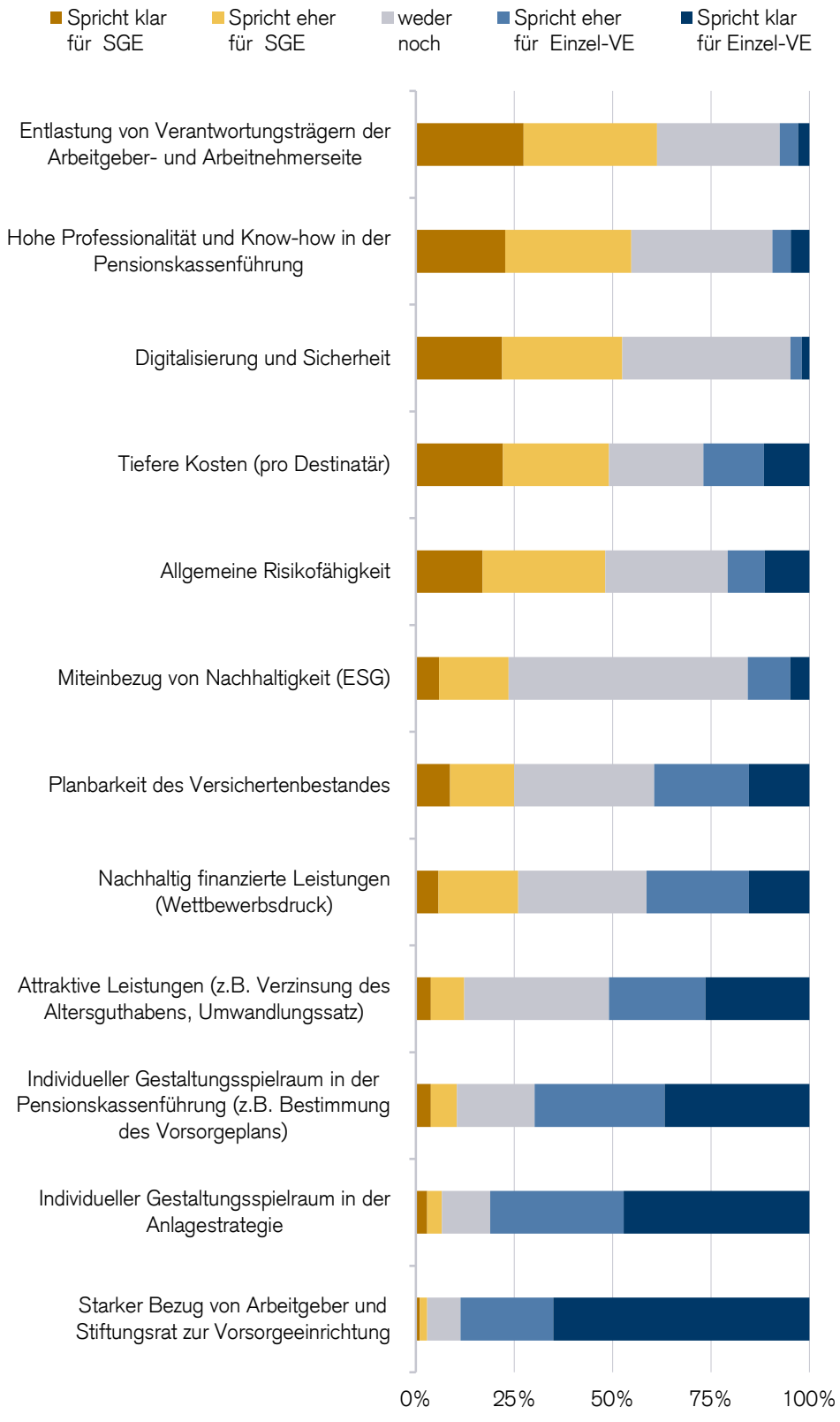
Ein ebenfalls deutliches Resultat zeigt sich beim Kriterium «Hohe Professionalität und Know-how in der Pensionskassenführung». Mehr als die Hälfte der Umfrageteilnehmenden gibt an, dass dies klar oder eher für den Anschluss an eine SGE spricht. Lediglich 9% glauben, dass eine Einzel-VE hier besser dasteht. Möglicherweise gehen hier viele davon aus, dass mit zunehmender Grösse der Vorsorgeeinrichtung die Führungsverantwortlichen kompetenter sind. Laurent Schlaefli, Präsident vom Verband inter-pension, sieht die steigende Komplexität als Treiber für die Konsolidierung. Gleichzeitig ist er der Meinung, dass insbesondere mittlere bis grössere Unternehmen mit eigener Pensionskasse eine bessere Ausgangslage haben bei der Suche nach passenden Führungspersonen für die Vorsorgeeinrichtung. Denn diese kennen die Ansprüche ihrer Belegschaft und haben oftmals ein engeres Verhältnis zu ihnen als im Fall von SGEs (vgl. Interview auf Seite 19).

Digitalisierung, Sicherheit und Kosten: Grössenvorteile bei SGEs?

Die beiden Kriterien «Digitalisierung und Sicherheit» sowie «Tiefere Kosten (pro Destinatär)» sehen jeweils rund die Hälfte der Teilnehmenden näher bei den SGEs, was vermutlich auch mit den Skaleneffekten zusammenhängt. Noch immer laufen viele Prozesse bei Pensionskassen, aber auch bei SGEs analog und mit viel Papier. Die Verbesserung des Informationszugangs für die Destinatäre, der idealerweise digital erfolgt, verursacht zusätzliche Aufwendungen. Die nötigen Investitionen und die Kosten pro Kopf lassen sich in der Regel mit zunehmender Grösse reduzieren und dadurch auch besser rechtfertigen.

Abb. 1: Umfrageergebnisse zu Anschluss an SGE im Vergleich zu Einzel-VE

Anteil Antworten auf die Frage: «Sprechen die folgenden Kriterien in der Regel für eine Vorsorgeeinrichtung eines einzelnen Arbeitgebers (Einzel-VE) oder für den Anschluss an eine Sammel- oder Gemeinschaftseinrichtung (SGE) (ohne Vollversicherung)?»; in %



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenumfrage 2023

SGE: Höhere Risikofähigkeit trotz schlechterer Planbarkeit

Was die allgemeine Risikofähigkeit angeht, sieht knapp die Hälfte der Umfrageteilnehmenden die Vorteile aufseiten der SGEs, wenn auch nur 17% klare Vorteile sehen. Gut 20% verorten die Vorteile klar oder eher bei eigenständigen Vorsorgeeinrichtungen. Bei der Planbarkeit der Versichertenbestände sprechen die Umfrageresultate hingegen eher für die eigenständigen Vorsorgeeinrichtungen: 39% sehen diese im Vorteil, während ein Viertel die Vorteile bei den SGEs sieht. Im Kapitel «Sammel- und Gemeinschaftsstiftungen im Vergleich zum Gesamtmarkt» ab Seite 15 gehen wir unter anderem der Frage nach der Risikofähigkeit einer durchschnittlichen SGE im Vergleich zu übrigen Verwaltungsformen nach. Gemäss unserer Analyse spricht insbesondere der jüngere Versichertenbestand für eine höhere Risikofähigkeit der SGEs. Potenzielle Veränderungen bei den Anschlüssen reduzieren jedoch wiederum die Risikofähigkeit von SGEs. Womöglich erachten viele in der Umfrage die Planbarkeit der Versicherten nur bedingt als wichtigen Faktor bei der Beurteilung der Risikofähigkeit. Eine weitere Erklärung wäre, dass viele Vorsorgeeinrichtungen Massnahmen getroffen haben, um das Risiko grosser Abgänge von Versicherten einzudämmen, etwa durch die Diversifikation auf verschiedene Arbeitgeber. Aus der Umfrage wissen wir zudem, dass zwar knapp die Hälfte der teilnehmenden SGEs von Verwässerungseffekten betroffen ist, die andere Hälfte aber diesbezügliche Massnahmen getroffen hat.

Leistungsniveau der Einzel-VE: Attraktiver und nachhaltiger finanziert

In der Regel stehen Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen im Wettbewerb. Wir wollten wissen, ob dieser einen Einfluss auf die Höhe der Leistungen (z.B. Verzinsung des Altersguthabens, Umwandlungssatz) oder ihre Finanzierung hat. Es erstaunt, dass nur 12% glauben, dass SGEs attraktivere Leistungen anbieten. Über 50% sind der Meinung, dass Einzel-VE bessere Leistungen haben, davon 26% sogar klar bessere. Gemäss unseren Daten weisen SGEs im Durchschnitt höhere Umwandlungssätze auf. Dafür verzinsten SGEs die Altersguthaben in den letzten fünf Jahren tatsächlich leicht tiefer als Einzel-Vorsorgeeinrichtungen. Die Teilnehmenden sind zudem etwas häufiger der Ansicht, dass die Leistungen von Einzel-VE besser finanziert sind als bei SGEs. Die Antwortenden sehen im Wettbewerbsdruck demnach keine allzu grosse Gefahr für die finanzielle Stabilität der SGEs.

Gleiche Voraussetzungen für den Miteinbezug von ESG-Faktoren

Nachhaltigkeit als eines der zentralen Themen unserer Zeit hat auch vor der Vermögensverwaltung nicht haltgemacht. Schweizer Pensionskassen haben sich in den letzten Jahren umfassend damit beschäftigt, wie und in welchem Ausmass sie ihre Geldanlagen mit den ESG-Faktoren (Umwelt, Soziales, Governance) in Einklang bringen.[5] Unsere Umfrageresultate zeigen, dass weder die eine noch die andere Verwaltungsform hier als speziell prädestiniert erachtet wird: 61% bewerten dieses Kriterium neutral. Die restlichen Voten sind relativ ausgeglichen verteilt. Überlegungen wie Aufwand oder Kosten für den Miteinbezug von ESG-Faktoren oder die Befürchtung, dass SGEs einem stärkeren gesellschaftlichen Druck ausgesetzt sein könnten, stehen hier offensichtlich nicht im Vordergrund.

Mehr Gestaltungsspielraum bei Einzel-VE

Eine der Eigenschaften die sehr deutlich als Vorteil der Einzel-VE beurteilt wird, ist der Gestaltungsspielraum in der Pensionskassenführung (33% eher, 37% klar für Einzel-VE). Dabei geht es um die Gestaltung von Vorsorgeplänen, des Leistungsreglements oder auch der Organisationsstruktur. Obwohl diverse Sammeleinrichtungen mittlerweile einen hohen Individualisierungsrad ermöglichen, wird dies von den Teilnehmenden mit dem Selbstbestimmungsgrad einer Einzel-VE nicht als vergleichbar eingeschätzt.

Noch deutlicher für eine Einzel-VE spricht gemäss Umfrage die Individualität bei der Festlegung der Anlagestrategie (34% eher, 47% klar für Einzel-VE). Dies, obwohl die Anschlüsse bei vielen Sammeleinrichtungen selbst über ihre strategische Asset Allocation bestimmen können. Dass dieses Kriterium dennoch in dieser Deutlichkeit gegen die SGEs ausgelegt wird, hat auch damit zu tun, dass Gemeinschaftseinrichtungen in der Regel eine gemeinsame Anlagestrategie umsetzen. Zudem gibt es Sammeleinrichtungen, die bei ihren Vorsorgewerken bewusst wenig Individualität anbieten.

Stärkstes Kriterium für Einzel-VE: Starker Bezug von Arbeitgeber und Stiftungsrat zur Vorsorgeeinrichtung

Das stärkste Kriterium für eine Einzel-Pensionskasse, das mit rund 89% zu deren Gunsten ausgelegt wird, ist der im Vergleich stärkere Bezug von Arbeitgeber und Stiftungsrat zur Vorsorgeeinrichtung. Diese Einschätzung ist nachvollziehbar, da die Anreize, sich für die Pensionskasse zu engagieren, naturgemäss höher sind als in einer SGE, in welcher der Stiftungsrat die Destinatäre nur sehr beschränkt kennt. Gerade im Fall von kleineren bis mittleren Unternehmen dürfte diese zwischenmenschliche Komponente noch stärker zum Tragen kommen. Insbesondere in turbulenteren Zeiten, im Extremfall bei Sanierungsmassnahmen, ist zudem ein engagierter Arbeitgeber äusserst

[5] Vgl. Credit Suisse (2021), Schweizer Pensionskassenstudie 2021, «Pensionskassen legen nachhaltiger an: Gute Gründe, aber auch Hürden»

wertvoll, zum Beispiel für Zuschüsse. Inwieweit die Konsolidierung zugunsten der SGEs tatsächlich zur befürchteten Entfernung vom Arbeitgeber führt, wird sich aber erst noch zeigen müssen. Bis anhin waren SGEs einem mehrheitlich positiven Marktumfeld ausgesetzt, sodass in den letzten Jahren auch keine Sanierungsmassnahmen nötig waren.

SGE oder Einzel-VE? Angebot verschiedener Modelle für Pensionskassen positiv

Die Umfrageergebnisse zeigen, dass es für beide Verwaltungsformen klare Differenzierungsmerkmale und damit auch gute Gründe für oder gegen die Wahl einer bestimmten Form gibt. Die Resultate unterstreichen damit die Daseinsberechtigung beider Verwaltungsformen. Gewiss gibt es noch weitere Kriterien, die hier nicht erläutert wurden. Auch die Wichtigkeit der jeweiligen Merkmale ist nicht für alle gleich. Es bleibt aber die positive Erkenntnis, dass diese Auswahl von unterschiedlichen Verwaltungsformen, insbesondere die Wahl zwischen SGE und Einzel-VE, aber auch einer Vollversicherungslösung zur Verfügung steht. Derzeit spricht die Konsolidierung der letzten Jahre aber auch dafür, dass (teil-)autonome SGEs den Bedürfnissen vieler – insbesondere kleinerer bis mittlerer – Unternehmen respektive Pensionskassen sehr gut entsprechen können.

Wichtige Information

Dieser Bericht bildet die Ansicht von Credit Suisse (CS) Investment Solutions & Sustainability ab und wurde nicht gemäss den rechtlichen Vorgaben erstellt, die die Unabhängigkeit der Investment-Analyse fördern sollen. Es handelt sich nicht um ein Produkt der Research-Abteilung der CS, auch wenn Bezüge auf veröffentlichte Research-Empfehlungen darin enthalten sind. CS hat Weisungen zur Lösung von Interessenkonflikten eingeführt. Dazu gehören auch Weisungen zum Handel vor der Veröffentlichung von Research-Ergebnissen. Diese Weisungen finden auf die in diesem Bericht enthaltenen Ansichten von Investment Solutions & Sustainability keine Anwendung. Weitere wichtige Informationen finden Sie am Ende des Dokuments. Singapur: Nur für akkreditierte Investoren. Hongkong: Nur für professionelle Investoren. Australien: Nur für Grosskunden.

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.

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 «Risiken im Handel mit Finanzinstrumenten», 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 zuverlässigen Indikatoren für zukünftige Ergebnisse. Angegebene Kurse und Werte von Anlagen sowie etwaige auflaufende Renditen könnten sinken, steigen oder schwanken. 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 Risiko, einschliesslich Totalverlust, und sind für viele Privatanleger möglicherweise ungeeignet. Die Performance dieser Anlagen hängt von unvorhersehbaren Faktoren ab, etwa Naturkatastrophen, Klimaeinflüssen, Transportkapazitäten, politischen Unruhen, saisonalen Schwankungen und starken Einflüssen aufgrund von Fortschreibungen, insbesondere bei Futures und Indizes.
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.

Private Equity

Private Equity (hiernach «PE») bezeichnet private Investitionen in das Eigenkapital nicht börsennotierter Unternehmen. Diese Anlagen sind komplex, meistens illiquide und langfristig. Investitionen in einen PE-Fonds sind in der Regel mit einem hohen finanziellen und/oder geschäftlichen Risiko verbunden. Anlagen in PE-Fonds sind nicht kapitalgeschützt oder garantiert. Die Investoren müssen ihre Kapitalnachschusspflicht über lange Zeiträume erfüllen. Wenn sie dies nicht tun, verfällt möglicherweise ihr gesamtes Kapital oder ein Teil davon, sie verzichten auf künftige Erträge oder Gewinne aus Anlagen, die vor dem Ausfall getätigt wurden, und verlieren unter anderem das Recht, sich an künftigen Investitionen zu beteiligen, oder sind gezwungen, ihre Anlagen zu einem sehr niedrigen Preis zu verkaufen, der deutlich unter den Bewertungen am Sekundärmarkt liegt. Unternehmen oder Fonds können hochverschuldet sein und deshalb anfälliger auf ungünstige geschäftliche und/oder finanzielle Entwicklungen oder Wirtschaftsfaktoren reagieren. Diese Investitionen können einem intensiven Wettbewerb, sich ändernden Geschäfts- bzw. Wirtschaftsbedingungen oder sonstigen Entwicklungen ausgesetzt sein, die ihre Wertentwicklung ungünstig beeinflussen.

Zins- und Ausfallrisiken

Die Werthaltigkeit einer Anleihe hängt von der Bonität des Emittenten bzw. des Garanten ab und 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 Solutions & Sustainability

Im Mandats- und Beratungsgeschäft der Credit Suisse (CS) ist Investment Solutions & Sustainability 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 von Investment Solutions & Sustainability können sich von denen anderer CS-Departemente unterscheiden. Ansichten von Investment Solutions & Sustainability können sich jederzeit ohne Ankündigung oder Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen.

Gelegentlich bezieht sich Investment Solutions & Sustainability auf zuvor veröffentlichte Research-Artikel, einschl. Empfehlungen und Rating-Änderungen, die in Listenform zusammengestellt werden. Die darin enthaltenen Empfehlungen sind Auszüge und/oder Verweise auf zuvor veröffentliche Empfehlungen von CS Research. Bei Aktien bezieht sich dies auf die entsprechende Company Note oder das Company Summary des Emittenten. Empfehlungen für Anleihen sind dem entsprechenden Research Alert (Anleihen) oder dem Institutional Research Alert – Credit Update Switzerland zu entnehmen. Diese Publikationen sind auf Wunsch oder im Online Banking erhältlich. Offenlegungen sind unter www.credit-suisse.com/disclosure zu finden.

Allgemeiner Haftungsausschluss / Wichtige Information

Die Informationen in diesen Unterlagen dienen Werbezwecken. Es handelt sich nicht um Investment Research.
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: https://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 Form von reguliertem Investment-Research, 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. **DATENSCHUTZ:** Ihre Personendaten werden gemäss der Datenschutzerklärung von Credit Suisse verarbeitet, die Sie von zu Hause aus über die offizielle Homepage von Credit Suisse - https://www.credit-suisse.com - abrufen können. Um Sie mit Marketingmaterial zu unseren Produkten und Leistungen zu versorgen, können Credit Suisse Group AG und ihre Tochtergesellschaften Ihre wichtigsten Personendaten (d. h. Kontaktangaben wie Name, E-Mail-Adresse) verarbeiten, bis Sie uns davon in Kenntnis setzen, dass Sie diese nicht mehr erhalten wollen. Sie können dieses Material jederzeit abbestellen, indem Sie Ihren Kundenberater benachrichtigen.

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. **Bahrain**: Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse AG, Bahrain Branch, einer Niederlassung der Credit Suisse AG, Zürich/Schweiz, die von der Central Bank of Bahrain (CBB) ordnungsgemäss als Investment Business Firm der Kategorie 2 zugelassen ist und beaufsichtigt wird. Zugehörige Finanzdienstleistungen oder -produkte werden ausschliesslich qualifizierten Anlegern gemäss Definition der CBB angeboten und sind nicht für andere Personen vorgesehen. Die CBB hat dieses Dokument oder die Vermarktung eines Anlageinstruments, auf das hier Bezug genommen wird, im Königreich Bahrain weder geprüft noch genehmigt und haftet nicht für die Wertentwicklung eines solchen Anlageinstruments. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, befindet sich an folgender Adresse: Level 21, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Königreich Bahrain. **Brasilien:** Dieser Bericht wird in Brasilien von Credit Suisse (Brasil) S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários oder ihren verbundenen Gesellschaften bereitgestellt. **Chile:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada verteilt, einer Zweigniederlassung der Credit Suisse AG (im Kanton Zürich als AG eingetragen), die von der chilenischen Finanzmarktkommission überwacht wird. Weder der Emittent noch die Wertpapiere wurden bei der chilenischen Finanzmarktkommission (Comisión para el Mercado Financiero) gemäss dem chilenischen Finanzmarktgesetz (Gesetz Nr. 18.045, Ley de Mercado de Valores) und den diesbezüglichen Bestimmungen registriert. Daher dürfen sie in Chile nicht öffentlich angeboten oder verkauft werden. Dieses Dokument stellt kein Angebot bzw. keine Aufforderung für die Zeichnung oder den Kauf der Wertpapiere in der Republik Chile dar, ausser für individuell identifizierte Käufer im Rahmen einer Privatplatzierung im Sinne von Artikel 4 des Ley de Mercado de Valores (Angebot, das sich weder an die allgemeine Öffentlichkeit noch an einen bestimmten Teil oder eine bestimmte Gruppe der Öffentlichkeit richtet). **Deutschland:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin») zugelassen ist und reguliert wird. **DIFC:** 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 Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France («französische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die französische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und den beiden französischen Aufsichtsbehörden Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und Autorité des Marchés Financiers (AMF). **Guernsey:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse AG Guernsey Branch, einer Zweigstelle der Credit Suisse AG (Kanton Zürich), mit Sitz in Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, vertrieben. Credit Suisse AG Guernsey Branch wird zu 100% von der Credit Suisse AG gehalten und von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Exemplare der letzten geprüften Abschlüsse der Credit Suisse AG werden auf Wunsch bereitgestellt. **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 Portfolio-

manager (Registrierungsnr. INP000002478) und als Börsenmakler (Registrierungsnr. NZ000248233) unter der folgenden Geschäftsadresse beaufsichtigt wird: 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai – 400 018, Indien, Telefon +91-22 6777 3777. **Israel:** Wenn dieses Dokument durch Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. in Israel verteilt wird: Dieses Dokument wird durch Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. verteilt. Die Credit Suisse AG und ihre in Israel angebotenen Dienstleistungen werden nicht von der Bankenaufsicht bei der Bank of Israel überwacht, sondern von der zuständigen Bankenaufsicht in der Schweiz. Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. ist für den Vertrieb von Investmentprodukten in Israel zugelassen. Daher werden ihre Investmentmarketing-Aktivitäten von der Israel Securities Authority überwacht. **Italien:** Dieser Bericht wird in Italien 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, verteilt. **Katar**: Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse (Qatar) L.L.C., die von der Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) unter der QFC-Lizenz-Nummer 00005 zugelassen ist und reguliert wird. Alle betreffenden Finanzprodukte oder Dienstleistungen werden ausschliesslich zugelassenen Gegenparteien (gemäss Definition der QFCRA) oder Firmenkunden (gemäss Definition der QFCRA) angeboten, einschliesslich natürlicher Personen, die sich als Firmenkunden einstufen liessen, mit einem Nettovermögen von mehr als QR 4 Millionen und ausreichenden Finanzkenntnissen, -erfahrungen und dem entsprechenden Verständnis bezüglich solcher Produkte und/oder Dienstleistungen. Daher dürfen andere Personen diese Informationen weder erhalten noch sich darauf verlassen. **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 Anordnungen und Rundschreiben der CBL sowie die gesetzlichen und regulatorischen Bestimmungen 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. Hiermit wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass Anlagen an Finanzmärkten mit einem hohen Ausmass an Komplexität und dem Risiko von Wertverlusten verbunden sein können und möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet sind. Die CSLF prüft die Eignung dieser Anlage auf Basis von Informationen, die der Anleger der CSLF zum Zeitpunkt der Prüfung 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 ausdrücklich und unwiderruflich, dass er gegen die Verwendung der englischen Sprache nichts einzuwenden hat und den Inhalt des Dokuments vollumfänglich versteht. **Luxemburg:** Dieser Bericht wird veröffentlicht von Credit Suisse (Luxembourg) S.A., einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Credit Suisse (Luxembourg) S.A. unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Mexiko:** Dieses Dokument gibt die Ansichten der Person wieder, die Dienstleistungen für C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («C. Suisse Asesoría») und/oder Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) («Banco CS») erbringt. Daher behalten sich sowohl C. Suisse Asesoría als auch Banco CS das Recht vor, ihre Ansichten jederzeit zu ändern und übernehmen in dieser Hinsicht keinerlei Haftung. Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Es stellt keine persönliche Empfehlung oder Anregung und auch keine Aufforderung zur irgendeiner Handlung dar. Es ersetzt nicht die vorherige Rücksprache mit Ihren Beratern im Hinblick auf C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen. C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS übernehmen keinerlei Haftung für Anlageentscheidungen, die auf der Basis von Informationen in diesem Dokument getroffen werden, da diese die Zusammenhänge der Anlagestrategie und die Ziele bestimmter Kunden nicht berücksichtigen. Prospekte, Broschüren und Anlagerichtlinien von Investmentfonds sowie Geschäftsberichte oder periodische Finanzinformationen dieser Fonds enthalten zusätzliche nützliche Informationen für Anleger. Diese Dokumente können kostenlos direkt bei Emittenten und Betreibern von Investmentfonds, über die Internetseite der Aktienbörse, an der sie notiert sind oder über Ihren Ansprechpartner bei C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS bezogen werden. Die frühere Wertentwicklung und die verschiedenen Szenarien bestehender Märkte sind keine Garantie für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse. Falls die Informationen in diesem Dokument unvollständig, unrichtig oder unklar sind, wenden Sie sich bitte umgehend an Ihren Ansprechpartner bei C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS. Es ist möglich, dass Änderungen an diesem Dokument vorgenommen werden, für die weder C. Suisse Asesoría noch Banco CS verantwortlich ist. Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Informationszwecken und ist kein Ersatz für die Aktivitätsberichte und/oder Kontoauszüge, die Sie von C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS gemäss den von der mexikanischen Wertpapier- und Börsenaufsicht (Comisión Nacional Bancaria y de Valores, CNBV) erlassenen allgemeinen Bestimmungen für Finanzinstitutionen und andere juristische Personen, die Anlagedienstleistungen erbringen, erhalten. Angesichts der Natur dieses Dokuments übernehmen weder C. Suisse Asesoría noch Banco CS irgendeine Haftung aufgrund der in ihm enthaltenen Informationen. Obwohl die Informationen aus Quellen stammen, die von C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS als zuverlässig angesehen wurden, gibt es keine Garantie für ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit. Banco CS und/oder A. Suisse Asesoría übernimmt keine Haftung für Verluste, die sich aus der Nutzung von Informationen in dem Ihnen überlassenen Dokument ergeben. Anleger sollten sich vergewissern, dass Informationen, die sie erhalten, auf ihre persönlichen Umstände, ihr Anlageprofil sowie ihre konkrete rechtliche, regulatorische oder steuerliche Situation abgestimmt ist oder eine unabhängige professionelle Beratung einholen. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist ein Anlageberater gemäss dem mexikanischen Wertpapiermarktgesetz (Ley del Mercado de Valores, «LMV») und bei der CNBV unter der Registernummer 30070 eingetragen. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist kein Teil der Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. oder einer anderen Finanzgruppe in Mexiko. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist kein unabhängiger Anlageberater gemäss dem LMV und anderen geltenden Bestimmungen, da sie in direkter Beziehung zur Credit Suisse AG, einer ausländischen Finanzinstitution, und in indirekter Beziehung zur Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. steht. **Portugal:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Sucursal em Portugal («portugiesische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die portugiesische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörden Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und der portugiesischen Aufsichtsbehörden, der Banco de Portugal (BdP) und der Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Saudi-Arabien:** Dieses Dokument wird von der Credit Suisse Saudi Arabia (CR Number 1010228645) veröffentlicht, die von der saudi-arabischen Aufsichtsbehörde (Saudi Arabian Capital Market Authority) gemäss der Lizenz Nr. 08104-37 vom 23.03.1429 d. H. bzw. 21.03.2008 n. Chr. ordnungsgemäss zugelassen und beaufsichtigt ist. Der Sitz der Credit Suisse Saudi Arabia liegt in der King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Saudi-Arabien. Website: https://www.credit-suisse.com/sa. Gemäss den von der Kapitalmarktbehörde herausgegebenen Regeln für das Angebot von Wertschriften und fortlaufenden Verpflichtungen darf dieses Dokument im Königreich Saudi-Arabien ausschliesslich an Personen verteilt werden, die gemäss diesen Regeln dazu berechtigt sind. Die saudi-arabische Kapitalmarktbehörde macht keinerlei Zusicherungen hinsichtlich der Korrektheit und Vollständigkeit dieses Dokuments und lehnt ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste ab, die aus diesem Dokument oder im Vertrauen auf dessen Inhalt oder Teilen davon entstehen. Potenzielle Käufer der im Rahmen dieses Dokuments angebotenen Wertschriften sollten eine eigene Sorgfaltsprüfung hinsichtlich der Korrektheit der im Zusammenhang mit diesen Wertschriften zur Verfügung gestellten Informationen durchführen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen autorisierten Finanzberater konsultieren. Gemäss den von der Kapitalmarktbehörde herausgegebenen Bestimmungen für Anlagefonds darf dieses Dokument im Königreich ausschliesslich an Personen verteilt werden, die gemäss diesen Bestimmungen dazu berechtigt sind. Die saudi-arabische Kapitalmarktbehörde macht keinerlei Zusicherungen hinsichtlich der Korrektheit und Vollständigkeit dieses Dokuments und lehnt ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste ab, die aus diesem Dokument oder im Vertrauen auf dessen Inhalt oder Teilen davon entstehen. Potenzielle Zeichner der im Rahmen dieses Dokuments angebotenen Wertschriften sollten eine eigene Sorgfaltsprüfung hinsichtlich der Korrektheit der im Zusammenhang mit diesen Wertschriften zur Verfügung gestellten Informationen durchführen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen autorisierten Finanzberater konsultieren. **Südafrika**: Die Verteilung dieser Informationen erfolgt über Credit Suisse AG, die als Finanzdienstleister von der Financial Sector Conduct Authority in Südafrika unter der FSP-Nummer 9788 registriert ist, und/oder über Credit Suisse (UK) Limited, die als Finanzdienstleister von der Financial Sector Conduct Authority in Südafrika unter der FSP-Nummer 48779 registriert ist. **Spanien:** Bei diesem Dokument handelt es sich um Werbematerial. Es wird von der Credit Suisse AG, Sucursal en

España, einem bei der Comisión Nacional del Mercado de Valores eingetragenen Unternehmen zu Informationszwecken bereitgestellt. Es richtet sich ausschliesslich an den Empfänger für dessen persönlichen Gebrauch und darf gemäss den derzeit geltenden Gesetzen keineswegs als Wertpapierangebot, persönliche Anlageberatung oder allgemeine oder spezifische Empfehlung von Produkten oder Anlagestrategien mit dem Ziel angesehen werden, Sie zu irgendeiner Handlung aufzufordern. Der Kunde/die Kundin ist auf jeden Fall selbst für seine/ihre Entscheidungen über Anlagen oder Veräusserungen verantwortlich. Deshalb trägt der Kunde allein die gesamte Verantwortung für Gewinne oder Verluste aus Entscheidungen über Aktivitäten auf der Basis der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen. Die Angaben in diesem Dokument sind nicht die Ergebnisse von Finanzanalysen oder Finanzresearch und fallen deshalb nicht unter die aktuellen Bestimmungen für die Erstellung und Verteilung von Finanzresearch und entsprechen nicht den gesetzlichen Vorschriften für die Unabhängigkeit der Finanzanalyse. **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: Levazim Mahallesi, Koru Sokak No. 2 Zorlu Center Terasevler No. 61 34340 Besiktas/ Istanbul, Türkei.

Wichtige Informationen zur regionalen Offenlegung

Gemäss dem Beschluss Nr. 20/2021 der CVM vom 25. Februar 2021 bestätigt/ bestätigen der/die Verfasser dieses Berichts hiermit, dass die in diesem Bericht zum Ausdruck gebrachten Ansichten ausschliesslich die persönlichen Meinungen des/der Verfasser/s darstellen und unabhängig erstellt wurden; dies gilt auch in Bezug auf die Credit Suisse. Ein Teil der Vergütung des Verfassers/ der Verfasser basiert auf verschiedenen Faktoren, einschliesslich dem Gesamtumsatz der Credit Suisse, aber kein Teil der Vergütung ist oder war mit bestimmten in diesem Bericht enthaltenen Empfehlungen oder Ansichten verbunden oder wird in Zukunft damit verbunden sein. Des Weiteren erklärt die Credit Suisse, dass: die Credit Suisse dem/den betreffenden Unternehmen oder dessen/deren verbundenen Unternehmen Dienstleistungen in den Bereichen Investment Banking, Maklertätigkeit, Vermögensverwaltung, Commercial Banking und andere Finanzdienstleistungen zur Verfügung gestellt hat und/oder möglicherweise künftig zur Verfügung stellen wird, für die die Credit Suisse die üblichen Gebühren und Provisionen erhalten hat oder erhalten kann und die in Bezug auf das/die betreffende/n Unternehmen oder die betreffenden Wertpapiere relevante finanzielle oder wirtschaftliche Interessen dargestellt haben oder darstellen können.

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

Vereinigtes Königreich: Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse (UK) Limited. Credit Suisse (UK) ist von der Prudential Regulation Authority zugelassen und wird von der Financial Conduct Authority und der Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Wird dieser Bericht im Vereinigten Königreich von einem ausländischen Unternehmen vertrieben, das im Rahmen des Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 keiner Ausnahme unterliegt, gilt Folgendes: Sofern es im Vereinigten Königreich verteilt wird oder zu Auswirkungen im Vereinigten Königreich führen könnte, stellt dieses Dokument eine von Credit Suisse (UK) Limited genehmigte Finanzwerbung dar. 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 von 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 ausgerichtet werden. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation des einzelnen Kunden ab und kann sich in Zukunft ändern.

APAC - WICHTIGER HINWEIS

Die Informationen in diesen Unterlagen dienen Werbezwecken. Es handelt sich nicht um Anlageresearch. Für alle, mit Ausnahme von Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Dieses Material wurde von der Credit Suisse AG («Credit Suisse») nur zur allgemeinen Information erstellt. Dieses Material ist kein Ergebnis einer substanziellen Recherche oder Analyse und erhebt auch keinen Anspruch darauf, dies zu sein. Somit handelt es sich nicht um Anlageresearch oder eine Researchempfehlung im aufsichtsrechtlichen Sinn. Die finanziellen Ziele, Verhältnisse und Bedürfnisse einzelner Personen werden nicht berücksichtigt. Sie sind jedoch wichtige Überlegungen, die vor einer Anlageentscheidung in Betracht gezogen werden müssen. Die hierin enthaltenen Informationen sind nicht ausreichend, um eine Anlageentscheidung zu treffen, und stellen keine persönliche Empfehlung oder Anlageberatung dar. Die Credit Suisse macht keine Angaben zur Eignung der in diesem Material erwähnten Produkte oder Dienstleistungen für einen bestimmten Anleger. Dieses Material ist keine Einladung oder Aufforderung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendwelcher in diesem Material erwähnter Produkte oder Dienstleistungen oder zur Beteiligung an anderen Transaktionen. Rechtsverbindlich sind nur die Konditionen in der betreffenden Produktdokumentation oder spezifischen von der Credit Suisse erstellten Verträgen und Bestätigungen. Für Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Dieses Material wurde von der Credit Suisse AG («Credit Suisse») nur zur allgemeinen Information erstellt. Dieses Material ist kein Ergebnis einer substanziellen Recherche oder Analyse und erhebt auch keinen Anspruch darauf, dies zu sein. Daher handelt es sich nicht um Anlageresearch im aufsichtsrechtlichen Sinn. Die finanziellen Ziele, Verhältnisse und Bedürfnisse einzelner Personen werden nicht berücksichtigt. Sie sind jedoch wichtige Überlegungen, die vor einer Anlageentscheidung in Betracht gezogen werden müssen. Die Credit Suisse macht keine Angaben zur Angemessenheit der in diesem Material erwähnten Produkte oder Dienstleistungen für einen bestimmten Anleger. Dieses Material ist keine Einladung oder Aufforderung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendwelcher in diesem Material erwähnter Produkte oder Dienstleistungen oder zur Beteiligung an anderen Transaktionen. Rechtsverbindlich sind nur die Konditionen in der betreffenden Produktdokumentation oder spezifischen von der Credit Suisse erstellten Verträgen und Bestätigungen. Für alle: Im Zusammenhang mit den in diesem Material erwähnten Produkten stehen die Credit Suisse und/oder ihre verbundenen Unternehmen möglicherweise auf folgende Weise in einer Beziehung zu den gegenständlichen Organisationen

(i) als Beteiligte bei der Arrangierung oder Bereitstellung einer Finanzierung für die gegenständlichen Organisationen zu einem früheren Zeitpunkt,
(ii) als Gegenpartei in einer späteren Transaktion in Verbindung mit den gegenständlichen Organisationen oder
(iii) als Zahler oder Empfänger einer einmaligen oder wiederkehrenden Vergütung an die oder von den in diesem Material erwähnten Organisationen. Solche Zahlungen können auch an Dritte geleistet oder von Dritten entgegengenommen worden sein.

Die Credit Suisse und/oder ihre verbundenen Unternehmen (einschliesslich ihrer jeweiligen Handlungsbevollmächtigten, Geschäftsleitungsmitglieder und Mitarbeitenden) sind oder waren möglicherweise an anderen Transaktionen mit den in diesem Material erwähnten gegenständlichen Organisationen oder anderen in diesem Material erwähnten Parteien beteiligt, die in diesem Material nicht offengelegt wurden. Die Credit Suisse behält sich für sich selbst und für ihre verbundenen Unternehmen das Recht vor, für die gegenständlichen Organisationen der in diesem Material erwähnten Produkte oder andere Parteien im Zusammenhang mit in diesem Material erwähnten Produkten Dienstleistungen zu erbringen und mit ihnen Handelsgeschäfte abzuschliessen. Die Credit Suisse oder ihre verbundenen Unternehmen halten unter Umständen auch Handelspositionen im Aktienkapital der in diesem Material erwähnten gegenständlichen Organisationen.

Für alle, mit Ausnahme von Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Ein verbundenes Unternehmen der Credit Suisse hat möglicherweise auf der Basis von Informationen und Analysen in diesem Material gehandelt, bevor diese dem Empfänger zur Verfügung gestellt wurden. Soweit gesetzlich zulässig, kann ein verbundenes Unternehmen der Credit Suisse an anderen Finanzierungsgeschäften mit den Emittenten der hierin erwähnten Wertpapiere teilnehmen bzw. in diese investieren, Dienstleistungen für diese Emittenten erbringen oder bei diesen Emittenten für Geschäfte werben und/oder eine Position in diesen Wertpapieren halten oder Transaktionen mit diesen Wertpapieren oder deren Optionen durchführen. Soweit gesetzlich zulässig, über-

nehmen die Credit Suisse und ihre verbundenen Unternehmen sowie ihre jeweiligen Geschäftsleitungsmitglieder, Mitarbeitenden und Berater keinerlei Haftung für Fehler oder Auslassungen in diesem Material oder für direkte, indirekte, beiläufige, spezifische Verluste oder Schäden bzw. Folgeverluste oder -schäden, die dem Empfänger dieses Materials oder einer anderen Person durch die Verwendung der in diesem Material enthaltenen Informationen oder durch das Vertrauen auf diese Informationen entstehen. Die Credit Suisse und ihre verbundenen Unternehmen (bzw. ihre jeweiligen Geschäftsleitungsmitglieder, Handlungsbevollmächtigten, Mitarbeitenden oder Berater) geben keinerlei Garantie oder Zusicherung im Hinblick auf die Richtigkeit, Verlässlichkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen in diesem Material ab. Bei den Informationen in diesem Material handelt es sich lediglich um allgemeine Marktkommentare und in keiner Weise um regulierte Finanzberatung bzw. Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Dienstleistungen. Einschätzungen und Meinungen in diesem Material können sich von Einschätzungen und Meinungen von Researchanalysten, anderen Divisionen oder Eigenpositionen der Credit Suisse unterscheiden oder diesen widersprechen. Die Credit Suisse unterliegt keiner Verpflichtung, Informationen zu aktualisieren, zusätzliche Informationen bereitzustellen oder andere Personen zu informieren, wenn sie Kenntnis von einer Unrichtigkeit, Unvollständigkeit oder Änderung der in diesem Material enthaltenen Informationen erhält. Sofern dieses Material Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher eine Reihe von Risiken und Ungewissheiten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Für Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Ein verbundenes Unternehmen der Credit Suisse hat möglicherweise auf der Basis von Informationen und Analysen in diesem Material gehandelt, bevor diese dem Empfänger zur Verfügung gestellt wurden. Soweit gesetzlich zulässig, kann ein verbundenes Unternehmen der Credit Suisse an anderen Finanzierungsgeschäften mit den Emittenten der hierin erwähnten Wertpapiere teilnehmen bzw. in diese investieren, Dienstleistungen für diese Emittenten erbringen oder bei diesen Emittenten für Geschäfte werben und/oder eine Position in diesen Wertpapieren halten oder Transaktionen mit diesen Wertpapieren oder deren Optionen durchführen. Soweit gesetzlich zulässig, übernehmen die Credit Suisse und ihre verbundenen Unternehmen sowie ihre jeweiligen Geschäftsleitungsmitglieder, Mitarbeitenden und Berater keinerlei Haftung für Fehler oder Auslassungen in diesem Material oder für direkte, indirekte, beiläufige, spezifische Verluste oder Schäden bzw. Folgeverluste oder -schäden, die dem Empfänger dieses Materials oder einer anderen Person durch die Verwendung der in diesem Material enthaltenen Informationen oder durch das Vertrauen auf diese Informationen entstehen. Die Credit Suisse und ihre verbundenen Unternehmen (bzw. ihre jeweiligen Geschäftsleitungsmitglieder, Handlungsbevollmächtigten, Mitarbeitenden oder Berater) geben keinerlei Garantie oder Zusicherung im Hinblick auf die Richtigkeit, Verlässlichkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen in diesem Material ab. Bei den Informationen in diesem Material handelt es sich lediglich um allgemeine Marktkommentare und in keiner Weise um Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Dienstleistungen. Einschätzungen und Meinungen in diesem Material können sich von Einschätzungen und Meinungen von Researchanalysten, anderen Divisionen oder Eigenpositionen der Credit Suisse unterscheiden oder diesen widersprechen. Die Credit Suisse unterliegt keiner Verpflichtung, Informationen zu aktualisieren, zusätzliche Informationen bereitzustellen oder andere Personen zu informieren, wenn sie Kenntnis von einer Unrichtigkeit, Unvollständigkeit oder Änderung der in diesem Material enthaltenen Informationen erhält. Sofern dieses Material Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher eine Reihe von Risiken und Ungewissheiten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse. Für alle: Dieses Dokument ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder die in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem die Credit Suisse und/oder ihre Tochtergesellschaften oder verbundenen Unternehmen Registrierungs- oder Zulassungspflichten erfüllen müssten. Die Unterlagen wurden dem Empfänger zur Verfügung gestellt und dürfen nicht ohne die ausdrückliche vorherige schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weitergegeben werden. Für weitere Informationen steht Ihnen Ihr Relationship Manager gerne zur Verfügung.

ZUSÄTZLICHER WICHTIGER HINWEIS FÜR DEN ANHANG

Die Berichte im Anhang («Berichte») wurden von Mitgliedern der Abteilung Research der Credit Suisse verfasst. Die darin enthaltenen Informationen und Meinungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. In den Berichten geäusserte Meinungen zu einem bestimmten Wertpapier können sich aufgrund von unterschiedlichen Beurteilungskriterien von Einschätzungen und Meinungen der Abteilung Research der Division Investment Banking der Credit Suisse unterscheiden. Diese Berichte wurden zuvor von Credit Suisse Research im Internet publiziert.

Die Credit Suisse steht in Geschäftsbeziehungen zu den in ihren Researchberichten behandelten Unternehmen bzw. strebt solche Geschäftsbeziehungen an. Daher sollten sich Anleger bewusst sein, dass bei der Credit Suisse möglicherweise ein Interessenkonflikt besteht, der die Objektivität dieser Berichte beeinträchtigen könnte.

Für alle, mit Ausnahme von Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Die Credit Suisse hat unter Umständen keine Massnahmen ergriffen, um sicherzustellen, dass die in diesen Berichten erwähnten Wertpapiere für einen bestimmten Anleger geeignet sind. Die Credit Suisse behandelt Empfänger der Berichte nicht als Kunden, weil sie die Berichte erhalten haben. Für Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Die Credit Suisse hat unter Umständen keine Massnahmen ergriffen, um sicherzustellen, dass die in diesen Berichten erwähnten Wertpapiere für einen bestimmten Anleger angemessen sind. Die Credit Suisse behandelt Empfänger der Berichte nicht als Kunden, weil sie die Berichte erhalten haben. Für alle: Eine Erörterung der Risiken einer Anlage in den Wertpapieren, die in den Berichten erwähnt werden, finden Sie unter dem folgenden Internetlink:
https://investment.credit-suisse.com/re/riskdisclosure/

Informationen und Hinweise zu den in diesem Bericht erwähnten Unternehmen, für die Credit Suisse Investment Banking eine Bonitätsbeurteilung (Rating) durchgeführt hat, finden Sie auf der Disclosure-Website der Division Investment Banking:
https://rave.credit-suisse.com/disclosures

Weitere Informationen und Hinweise zu anderen Emittenten finden Sie auf der Disclosure-Website von Credit Suisse Global Research:
https://www.credit-suisse.com/disclosure

AUSTRALIEN: Dieses Material wird in Australien von der Credit Suisse AG, Sydney Branch, ausschliesslich zu Informationszwecken und nur an Personen verteilt, die gemäss der Definition in Abschnitt 761G(7) des australischen Corporations Act als «Wholesale-Kunden» gelten. Die Credit Suisse AG, Sydney Branch, gibt keine Garantie und keine Zusicherungen im Hinblick auf die Wertentwicklung der hierin erwähnten Finanzprodukte ab. In Australien sind andere Unternehmenseinheiten der Credit Suisse Group ausser der Credit Suisse AG, Sydney Branch, nicht als Einlageninstitute im Sinne des Banking Act 1959 (Cth.) zugelassen. Ihre Verpflichtungen stellen keine Einlagen oder andere Verbindlichkeiten der Credit Suisse AG, Sydney Branch, dar. Die Credit Suisse AG, Sydney Branch, übernimmt keine Garantie und gibt auch keine anderweitigen Zusicherungen im Hinblick auf die Verpflichtungen solcher Einheiten der Credit Suisse oder der Fonds ab. HONG KONG: Dieses Material wird in Hongkong von der Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, verteilt. Die Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, ist als «Authorized Institution» der Aufsicht der Hong Kong Monetary Authority unterstellt und ist ein eingetragenes Institut unter der Aufsicht der Securities and Futures Commission. Das Material wurde nach Massgabe von Abschnitt 16 des «Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission» erstellt. Die Inhalte dieses Materials wurden nicht von einer Aufsichtsbehörde in Hongkong überprüft. Wir raten Ihnen, im Hinblick auf jegliches Angebot Vorsicht walten zu lassen. Wenn Sie Zweifel an Inhalten dieses Materials haben, sollten Sie unabhängige professionelle Beratung einholen. Niemand in Hongkong oder anderswo darf Werbematerialien, Einladungen oder Materialien in Bezug auf dieses Produkt ausgegeben oder zum Zwecke der Verteilung in seinem Besitz gehabt haben oder ausgeben oder zum Zwecke der Verteilung in seinem Besitz haben, sofern sich diese Materialien an die Öffentlichkeit in Hongkong richten oder deren Inhalte wahrscheinlich in Hongkong öffentlich zugänglich werden oder von der öffentlichen Bevölkerung in Hongkong gelesen werden (es sei denn, dies ist gemäss den Wertpapiergesetzen von Hongkong zulässig), ausser wenn sich dieses Produkt ausschliesslich an Personen ausserhalb von Hongkong richtet oder nur an «professionelle Investoren» gemäss der Definition in der «Securities and Futures Ordinance» (Chapter 571) für Hongkong und den auf ihrer Basis erlassenen gesetzlichen Vorschriften. SINGAPUR: Dieses Material wird in Singapur von der Credit Suisse AG, Singapore Branch, verteilt, die von der Monetary Authority of Singapore gemäss dem Banking Act (Cap. 19) zur Durchführung von Bankgeschäften zugelassen wurde. Dieser Bericht wurde in Singapur ausschliesslich zur Verteilung an institutionelle Anleger, akkreditierte Investoren und sachkundige Investoren

(gemäss der Definiton in den Financial Advisers Regulations («FAR»)) erstellt und ausgegeben. Die Credit Suisse AG, Singapore Branch, kann Berichte ausgeben, die von ihren ausländischen Einheiten oder verbundenen Unternehmen im Rahmen einer Vereinbarung gemäss Regulation 32C der FAR erstellt wurden. Empfänger in Singapur sollten sich bei Angelegenheiten, die sich aus oder im Zusammenhang mit diesem Bericht ergeben, unter der Telefonnummer +65-6212-2000 an die Credit Suisse AG, Singapore Branch, wenden. Aufgrund Ihres Status als institutioneller Anleger, akkreditierter Investor oder sachkundiger Investor ist die Credit Suisse AG, Singapore Branch, im Hinblick auf Finanzberatungsleistungen, die sie gegebenenfalls für Sie erbringt, von bestimmten Anforderungen des singapurischen Financial Advisers Act, Kap. 110 (der «FAA»), der FAR und der hierzu erlassenen Bekanntmachungen und Richtlinien befreit. Dazu zählen Ausnahmen von folgenden Vorschriften:

(i) Abschnitt 25 der FAA (gemäss Regulation 33(1) der FAR),
(ii) Abschnitt 27 der FAA (gemäss Regulation 34(1) der FAR) und
(iii) Abschnitt 36 der FAA (gemäss Regulation 35(1) der FAR).

Empfänger in Singapur sollten sich bei Angelegenheiten, die sich aus oder im Zusammenhang mit diesem Material ergeben, an die Credit Suisse AG, Singapore Branch, wenden.

Im Fall von Fragen oder Einwänden zu Marketingmaterial, das sie von uns erhalten haben, wenden Sie sich bitte an unseren Datenschutzbeauftragten unter dataprotectionofficer.pb@credit-suisse.com (für Credit Suisse AG, HK Branch) oder PDPO.SGD@credit-suisse.com (für Credit Suisse AG, SG Branch) oder csau.privacyofficer@credit-suisse.com (für Credit Suisse AG, Sydney Branch).

Der gesamte Inhalt dieses Dokuments unterliegt dem gesetzlichen Urheberrechtsschutz (alle Rechte vorbehalten). Dieses Dokument darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der Credit Suisse weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt, weitergeleitet (auf elektronische oder andere Weise), abgeändert oder für öffentliche oder kommerzielle Zwecke verwendet werden. © 2023, Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten. Die Credit Suisse AG (Unique Entity Number in Singapur: S73FC2261L) ist eine in der Schweiz gegründete Aktiengesellschaft.

23C014A_IS

Weitere Publikationen der Credit Suisse

Retail Outlook 2023

Die jährlich erscheinende Studie zum Schweizer Detailhandel zeigt die konjunkturellen Perspektiven für die Branche und aktuelle Herausforderungen auf.
(credit-suisse.com/de/retailoutlook)

4. Januar 2023

Schweizer KMU-Studie 2023:
Geopolitische Spannungen als Herausforderung für Schweizer Unternehmen

Die jährlich erscheinende KMU-Studie greift wichtige Aspekte und Herausforderungen der KMU-Landschaft Schweiz auf und basiert auf einer repräsentativen Umfrage bei Schweizer KMU. In der aktuellen Ausgabe wurden die geopolitischen Spannungen und deren Auswirkungen auf die Schweizer Unternehmen beleuchtet.
(credit-suisse.com/kmustudie)

2. Februar 2023

Schweizer Immobilienmarkt 2023

Die jährlich erscheinende Immobilienstudie analysiert die Auswirkungen des konjunkturellen Umfelds, die aktuellen Herausforderungen sowie den Strukturwandel auf den wichtigsten Immobilienmärkten der Schweiz.
(credit-suisse.com/immobilien)

1. März 2023

Monitor Schweiz
1. Quartal 2023

Der Monitor Schweiz analysiert und prognostiziert die Entwicklung der Schweizer Wirtschaft.
(credit-suisse.com/monitorschweiz)

14. März 2023

CREDIT SUISSE

CREDIT SUISSE
Investment Solutions & Sustainability
Postfach 300
CH-8070 Zürich
credit-suisse.com