

# Ordinanza sulla previdenza professionale per la vecchiaia, i superstiti e l'invalidità (OPP 2)

## Modifica del ...

---

*Il Consiglio federale svizzero  
ordina:*

I

L'ordinanza del 18 aprile 1984<sup>1</sup> sulla previdenza professionale per la vecchiaia, i superstiti e l'invalidità è modificata come segue:

*Art. 49 cpv. 2*

<sup>2</sup> I valori di riscatto dei contratti d'assicurazione collettiva possono pure essere conglobati nel patrimonio.

*Art. 50 cpv. 3 e 4*

<sup>3</sup> All'atto dell'investimento del patrimonio, l'istituto di previdenza deve rispettare il principio della ripartizione appropriata dei rischi; i mezzi devono, in particolare, essere ripartiti tra diverse categorie di investimenti, nonché tra parecchie regioni e settori economici.

<sup>4</sup> L'istituto di previdenza può estendere le possibilità d'investimento secondo gli articoli 53 capoversi 1–4, 54, 54a, 54b capoverso 1, 55, 56, 56a capoversi 1 e 5 nonché 57 capoversi 2 e 3, in base al suo regolamento, purché compri in modo conclusivo nell'allegato al conto annuale l'osservanza dei capoversi 1–3. Sono vietati gli investimenti che comportano l'obbligo di effettuare versamenti suppletivi. Sono eccettuati gli investimenti di cui all'articolo 53 capoverso 5 lettera c.

*Art. 53* Investimenti autorizzati  
(art. 71 cpv. 1 LPP)

<sup>1</sup> Il patrimonio di un istituto di previdenza può essere investito in:

- a. contanti;
- b. crediti espressi in importi fissi dei tipi seguenti:
  1. averi su conti correnti postali o conti bancari,
  2. investimenti sul mercato monetario della durata massima di 12 mesi,
  3. obbligazioni di cassa,

<sup>1</sup> RS 831.441.1

4. obbligazioni (comprese quelle con diritto di conversione o d'opzione),
  5. obbligazioni garantite,
  6. titoli ipotecari svizzeri,
  7. riconoscimenti di debito di enti di diritto pubblico svizzeri,
  8. valori di riscatto di contratti d'assicurazione collettiva,
  9. nel caso di investimenti basati su un indice obbligazionario usuale, ampiamente differenziato e largamente diffuso, i crediti inclusi nell'indice;
- c. immobili in proprietà individuale o in comproprietà, comprese le costruzioni in diritto di superficie, nonché terreni edificabili;
  - d. partecipazioni a società quali le azioni e i buoni di partecipazione, titoli analoghi quali i buoni di godimento, come pure quote sociali di cooperative; le partecipazioni a società e i titoli analoghi sono ammessi se sono quotati in borsa o negoziati su un altro mercato regolamentato aperto al pubblico;
  - e. investimenti alternativi quali i fondi speculativi (*hedge funds*), le *private equity*, le *insurance linked securities*, le materie prime e le infrastrutture.

<sup>2</sup> Gli investimenti di cui al capoverso 1 lettere a–d possono essere operati mediante investimenti diretti oppure investimenti collettivi secondo l'articolo 56 o strumenti finanziari derivati secondo l'articolo 56a.

<sup>3</sup> I crediti non elencati al capoverso 1 lettera b sono considerati investimenti alternativi, in particolare:

- a. i crediti non espressi in importi fissi o il cui rimborso totale o parziale è soggetto a condizioni;
- b. i crediti cartolarizzati, quali i titoli garantiti da attività (*asset backed securities*), e altri crediti derivanti da un trasferimento di rischi, quali i crediti nei confronti di una società veicolo o quelli basati su derivati creditizi;
- c. i prestiti garantiti senior (*senior secured loan*).

<sup>4</sup> Gli investimenti alternativi possono essere effettuati soltanto mediante investimenti collettivi diversificati, certificati diversificati o prodotti strutturati diversificati.

<sup>5</sup> È ammesso un effetto di leva soltanto nei casi seguenti:

- a. investimenti alternativi;
- b. investimenti collettivi regolati in immobili, purché la quota di costituzione in pegno non possa eccedere il 50 per cento del valore venale;
- c. un investimento in un singolo immobile conformemente all'articolo 54b capoverso 2;
- d. investimenti in strumenti finanziari derivati, purché tale effetto leva non interessi l'intero patrimonio dell'istituto di previdenza.

<sup>6</sup> La legge del 23 giugno 2006<sup>2</sup> sugli investimenti collettivi e le relative disposizioni d'esecuzione si applicano per analogia ai prestiti di valori mobiliari e alle operazioni di pensione. Le operazioni di pensione in cui l'istituto di previdenza agisce quale cedente non sono ammesse.

*Art. 54b cpv. 1*

*Concerne soltanto il testo tedesco*

*Art. 55 lett. a*

Alle singole categorie d'investimento si applicano i seguenti limiti riferiti al patrimonio totale:

- a. 50 per cento per i titoli ipotecari svizzeri su immobili, costruzioni in diritto di superficie e terreni edificabili; il valore di pegno non può tuttavia superare l'80 per cento del valore venale; le lettere di pegno sono trattate come titoli ipotecari;

II

L'ordinanza del 22 giugno 2011<sup>3</sup> sulle fondazioni d'investimento è modificata come segue:

*Art. 27 cpv. 5-7*

<sup>5</sup> È ammessa la costituzione in pegno di beni fondiari. Considerando la media di tutti i beni fondiari detenuti da un gruppo d'investimento direttamente, mediante filiali secondo l'articolo 33 o mediante investimenti collettivi, l'onere non può nondimeno eccedere un terzo del valore venale dei beni fondiari.

<sup>6</sup> La quota di costituzione in pegno può essere aumentata al 50 per cento, in via eccezionale e temporaneamente, se questo:

- a. è previsto dal regolamento o da regolamenti speciali pubblicati;
- b. è necessario per preservare la liquidità; e
- c. è nell'interesse degli investitori.

<sup>7</sup> Il valore degli investimenti collettivi la cui quota di costituzione in pegno supera il 50 per cento non può eccedere il 20 per cento del patrimonio del gruppo d'investimento.

<sup>2</sup> RS 951.31

<sup>3</sup> RS 831.403.2

*Art. 44a* Disposizioni transitorie della modifica del...

<sup>1</sup> Le fondazioni d'investimento esistenti devono adeguare l'investimento del patrimonio e i loro statuti alla modifica della presente ordinanza del... entro il 31 dicembre 2014.

<sup>2</sup> La prima verifica secondo le nuove disposizioni è effettuata per l'esercizio 2015.

III

*Disposizioni transitorie della modifica del...*

<sup>1</sup> Gli istituti di previdenza esistenti devono adeguare l'investimento del patrimonio e i loro regolamenti alla modifica della presente ordinanza del ... entro il 31 dicembre 2014.

<sup>2</sup> La prima verifica secondo le nuove disposizioni è effettuata per l'esercizio 2015.

IV

La presente ordinanza entra in vigore il 1° luglio 2014.

...

In nome del Consiglio federale svizzero:

Il presidente della Confederazione, Didier  
Burkhalter

La cancelliera della Confederazione, Corina  
Casanova

# Commentaire de la modification de l'ordonnance du 18 avril 1984 sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (OPP 2)<sup>1</sup>

## Sommaire

1. Grandes lignes du projet .....	1
1.1 Cadre général, objectifs et réflexions à la base de la réforme .....	1
1.4. Principaux éléments de la révision .....	4
2. Commentaire des dispositions .....	6
Annexe : Modification d'autres actes législatifs.....	10
Commentaire de la modification de l'ordonnance sur les fondations de placement (OFF).....	10
Glossaire .....	10

## 1. Grandes lignes du projet

### 1.1 Cadre général, objectifs et réflexions à la base de la réforme

Les prescriptions de placement des art. 49 ss OPP 2 aujourd'hui en vigueur ont été introduites en 1985 et complétées en 1996, 2000 et 2005 par l'adjonction de nouveaux articles et de nouvelles dispositions. Elles ont été remaniées en profondeur en 2008. L'accent mis traditionnellement sur la responsabilité propre des institutions de prévoyance en ce qui concerne le placement de la fortune leur a permis de surmonter l'épreuve de diverses crises. Dans l'ensemble, les institutions de prévoyance ont réussi à se maintenir en bonne position même dans un environnement difficile. En septembre 2008, le Conseil fédéral a décidé d'inscrire dans la législation sur la prévoyance professionnelle de nouvelles prescriptions de placement, mettant encore plus l'accent sur les règles prudentielles et la responsabilité propre des caisses de pension (*prudent investor rules*), tout en simplifiant les limites. Il a promis à cette occasion un contrôle régulier des conditions générales régissant les placements des institutions de prévoyance. Les prescriptions en vigueur ont donc été réexaminées à partir des leçons tirées de la crise financière. Lorsqu'il a adopté la réforme structurelle de la prévoyance professionnelle, le Conseil fédéral a décidé en outre d'analyser les directives de placement dans le cadre du rapport sur l'avenir du 2<sup>e</sup> pilier, d'examiner l'opportunité d'interdire certains types de placement, de présenter les pistes d'intervention possibles et de proposer une manière concrète de procéder. L'examen des prescriptions de placement et la présentation des pistes d'intervention constituent la matière du chap. 6 du rapport sur l'avenir du 2<sup>e</sup> pilier<sup>2</sup>. L'analyse de la situation et les leçons tirées de la crise financière ont révélé qu'il importait de prendre des mesures dans les deux domaines suivants :

- Prêts de valeurs mobilières et mises en pension (*repo*) : la faillite de Lehmann Brothers et le risque d'effondrement du système financier qui en a résulté ont mis

---

<sup>1</sup> RS 831.441.1

<sup>2</sup> [www.ofas.admin.ch](http://www.ofas.admin.ch) > Thèmes > Prévoyance professionnelle et 3<sup>e</sup> pilier > Actualité > Prévoyance vieillesse 2020 > Actualité > [Rapport sur l'avenir du 2<sup>e</sup> pilier](#)

en pleine lumière l'importance des risques de contrepartie des prêts de valeurs mobilières et des mises en pension. Il faut interdire les opérations non couvertes et celles pour lesquelles les garanties sont minimales, assurer la qualité des garanties et réglementer les processus. Certes, le devoir de diligence l'impose déjà, mais il importe de définir explicitement les exigences minimales afin de dissiper les éventuelles incertitudes. Des standards de ce type existent également dans le domaine des placements collectifs et des fonds de placement.

- La crise financière a montré que certaines catégories de créances faisaient courir des risques beaucoup plus élevés que les emprunts classiques libellés en un montant fixe. La crise a été provoquée principalement par des créances basées sur des dérivés de crédit, des créances structurées et des créances émises par des sociétés de portage, qui ont provoqué des pertes importantes chez les investisseurs. Or, les créances jouent un rôle essentiel dans le domaine de la prévoyance professionnelle. Près de la moitié des placements des institutions de prévoyance relèvent de ce secteur (titres hypothécaires compris). En principe, une part de placement en créances de 100 % est possible. Le Conseil fédéral, en édictant l'ordonnance, est parti du principe qu'il s'agit d'une catégorie de placements sûre, pouvant le cas échéant être diversifiée au moyen de quelques placements mal notés (*non investment grade*). Les innovations apportées par le secteur financier dans cette catégorie de placements n'ont guère été prises en compte jusqu'ici. Les prescriptions de placement actuelles ne tiennent pas suffisamment compte de ces nouvelles formes de créance. L'objectif de la nouvelle réglementation est de faire une transparence sans équivoque sur le niveau respectif des parts de créances classiques et non conventionnelles.

Les limites en vigueur pour les biens immobiliers et les placements alternatifs ont également joué un rôle considérable dans la discussion politique. Sous ce rapport, il convient de rappeler que dans le système actuel de prévoyance professionnelle, elles n'ont qu'une fonction de simples garde-fous.

Les participants à l'audition relative au rapport sur le 2<sup>e</sup> pilier ont exprimé leur soutien à l'orientation qui y est proposée. L'idée de modifier les limites valables pour les placements alternatifs et les biens immobiliers a été clairement rejetée.

<b>Audition relative au rapport sur l'avenir du 2<sup>e</sup> pilier</b>	Oui	Non
Analyse du problème	57	13
Nouveau traitement appliqué aux créances	63	13
Réglementation des prêts de valeurs mobilières et des mises en pension	59	19
Adaptation des limites	27	52

Les risques déterminants dans le domaine des placements classiques sont apparus tant lors de la crise de 2000 (éclatement de la bulle des valeurs technologiques) que lors de la crise financière de 2008 : en 2000 pour les actions et en 2008 pour les créances. Selon la Statistique des caisses de pensions, ce sont aussi là les catégories de placements qui sont déterminantes, comme le montre le tableau suivant<sup>3</sup> :

<sup>3</sup> Non exhaustif. Par exemple, les limites applicables à l'employeur (cf. notamment art. 53 à 58 OPP 2) n'y figurent pas.

	Limite par placement	Limite par catégorie	Pourcentage effectif en 2012
Espèces / créances	10 %	100 %	45,6 %
Titres hypothécaires	10 %	50 %	
Biens immobiliers	5 %	30 %	17,4 %
Actions	5 %	50 %	27,5 %
Placements alternatifs <sup>4</sup>	Large diversification	15 %	6,1 %

La crise de 2008 a été déclenchée par les excès du marché des sécurités notamment dans le domaine hypothécaire aux Etats-Unis. Y ont également contribué les prêts que les banques (régulées) octroyaient sans en assumer elles-mêmes la responsabilité, et cela non seulement sur le marché hypothécaire, mais aussi pour les prêts aux entreprises, dans le cas de rachats d'entreprises, et pour les bourses d'étudiants. Au lieu d'inscrire les prêts dans sa propre comptabilité, le prêteur cédait les créances à des sociétés de portage. Il en est résulté une forte baisse de la qualité des dettes. Dans le même temps, la complexité des produits de placement s'est accrue. Les structures d'incitation des acteurs qui ont structuré les dettes, du « vendeur d'hypothèques » à la banque d'investissement, étaient défavorables pour les investisseurs. Certes, les fonds spéculatifs (*hedge funds*) étaient aussi actifs dans ces marchés et se sont également financés en conséquence, mais la part d'investissement des institutions de prévoyance dans ces fonds est relativement faible. Il est vrai qu'en proportion des frais impliqués, ces placements n'ont pas évolué conformément aux attentes, mais cela ne suffit pas à justifier une interdiction. Les placements en actions ont évolué de manière plus défavorable que les indices de fonds spéculatifs largement diversifiés. Il est néanmoins prévu, dans le cadre de la réforme prévoyance vieillesse 2020, d'exiger une transparence totale sur les frais des produits relevant du *private equity* et des *hedge funds* et de limiter la part des frais liés à ces placements. On tiendra compte ainsi du problème des frais trop élevés et on limitera la part des produits alternatifs impliquant des frais élevés.

La crise financière a donc affecté en priorité le domaine des créances. Elle n'a pas été la première à le faire : rappelons par exemple la crise de la dette du Tiers monde de 1982 ou la crise des obligations pourries de 1989. Aujourd'hui, même de nombreux emprunts d'Etat recèlent des risques élevés.

Comment le régulateur peut-il réagir à cette évolution ? Trois voies lui sont ouvertes :

1. Il peut ne rien faire et espérer que les institutions de prévoyance prennent elles-mêmes leurs responsabilités. Mais dans un système d'épargne forcée, cela ne peut guère représenter l'option adéquate.
2. Il peut prendre en compte la complexité croissante du marché et les diverses formes de produits, et édicter des prescriptions complexes pour les différentes sous-catégories, comme il l'a fait pour les banques et les assurances-vie. Mais il faut bien être conscient qu'il n'est guère possible de réagir à temps aux innovations du marché des produits. Cette forme de surveillance n'est guère compatible non plus avec le système passablement fragmenté du 2<sup>e</sup> pilier.
3. Il veille à la transparence et plafonne les formes d'investissement complexes.

<sup>4</sup> Dans la Statistique des caisses de pensions, autres placements (fortunes mixtes), placements auprès de l'employeur : 3,4 %.

Cette troisième solution est la mieux compatible avec l'approche suivie jusqu'ici dans les prescriptions de placement pour la prévoyance professionnelle. Elle n'en laisse pas moins une large part de responsabilité aux institutions de prévoyance et évite un excès de réglementation.

La réforme proposée représente, en fin de compte, une adaptation relativement simple aux enseignements du passé. Elle vise à ce que les principales formes d'investissement soient opérées de façon simple, transparente, et partant aussi à peu de frais. Dans le même temps, des risques inutiles (liés à certains produits) seront évités. La crise financière a montré que les produits non transparents ne compensent souvent pas de manière adéquate les risques inhérents. Les produits relativement complexes doivent désormais être traités comme des placements alternatifs et soumis aux mêmes limites que ces derniers. La marge de manœuvre des institutions de prévoyance n'en reste pas moins relativement importante. Aucune interdiction n'est prévue dans le domaine des créances. L'interdiction de l'effet de levier procède des prescriptions de placement déjà en vigueur, de même (par conséquent) que l'interdiction des mises en pension de titres. Les prêts de valeurs mobilières (*securities lending*) sont soumis à une réglementation explicite. Cela s'imposait, car ils constituent depuis longtemps la norme dans le domaine des placements collectifs ou de la fortune liée des assureurs.

#### **1.4. Principaux éléments de la révision**

L'élément central de la révision est constitué par les articles 53, al. 1, let. b, et 53, al. 3, relatifs aux prescriptions de placement. Ceux-ci portent sur la notion de créance. L'al. 1, let. b, vise comme aujourd'hui les créances libellées en un montant fixe. Les produits problématiques qui ont joué un rôle peu glorieux dans la crise financière se caractérisaient tous par une responsabilité limitée, par exemple dans le cas d'actifs transférés dans des sociétés de portage. Cela vaut aussi bien pour les titres adossés à des actifs (*asset backed securities*) ou à des créances (*collateralized debt obligations*) que pour les produits synthétiques basés sur des *credit default swaps*. Ces produits entrent maintenant explicitement dans la catégorie des produits alternatifs. L'art. 53, al. 1, let. b, dresse une liste exhaustive des créances. Toutes les autres formes de créance sont réputées placements alternatifs. Cela permet de garantir que les risques principaux des créances classiques restent les risques de solvabilité et les risques liés aux variations des taux d'intérêt, sans que s'y ajoutent les risques liés à la structuration. Sont également qualifiées de placements alternatifs toutes les créances sans prix de rachat fixé.

La révision inclut aussi l'infrastructure dans les placements alternatifs. Ce ne sont toutefois pas les investissements dans des actions de sociétés d'électricité cotées en Bourse ou des obligations similaires qui sont visés ici – ils continuent d'être traités comme des placements au sens de l'art. 53, al. 1, let. b et d –, mais d'autres formes de participation dans l'infrastructure, par exemple sous la forme de partenariats public-privé (PPP). L'infrastructure partage avec les placements alternatifs l'éloignement de l'horizon de placement et la proportion limitée de liquidités, surtout dans des situations de crise. De tels placements nécessitent également un savoir-faire spécialisé, de l'expertise et de l'expérience. Il s'agit souvent de projets complexes, dont la rentabilité à long terme est difficile à estimer. Dans bien des cas, la



préparation du projet doit être préfinancée et les procédures d'appel d'offres impliquent des frais importants. L'infrastructure est en général tributaire d'une grande stabilité politique et réglementaire, qui ne peut pas toujours être garantie, même dans les Etats démocratiques. L'avantage présenté par l'investissement en infrastructure tient à ce qu'il offre une possibilité de diversification intéressante. Il convient toutefois de relativiser l'argument selon lequel, vu leur horizon de placement éloigné, les institutions de prévoyance seraient prédestinées à ce type d'investissements. En effet, ces dernières doivent elles aussi réagir de manière appropriée et flexible à l'évolution de la situation des marchés. Par exemple, si le contexte général d'un projet se détériore, elles chercheront probablement à adapter leur portefeuille en l'optimisant. Aujourd'hui déjà, la pratique courante dans le domaine du 2<sup>e</sup> pilier qualifie de placements alternatifs les investissements dans l'infrastructure.

Les prescriptions de placement incluent désormais une interdiction explicite de l'effet de levier. Cet effet était déjà proscrit dans la pratique courante, mais des doutes s'exprimaient occasionnellement à ce sujet. Comme l'interdiction de l'effet de levier constitue l'un des éléments essentiels des prescriptions de placement de l'OPP 2, elle mérite d'y être mentionnée explicitement. Si les institutions de prévoyance sont parvenues à faire face aux crises des marchés financiers de ces dernières années, elles le doivent certainement pour une bonne part au fait qu'elles n'ont pas « gonflé » leur fortune en recourant à l'effet de levier. Les exceptions prévues comprennent les fonds immobiliers, pour lesquels l'effet de levier est souvent la règle. Toute obligation d'effectuer des versements supplémentaires reste cependant exclue, sauf dans le cas relativement peu probable d'un emprunt de liquidités à court terme tel que prévu à l'*art. 54b, al. 2*.

L'*art. 53, al. 6*, précise désormais que les prêts de valeurs mobilières et les « prises de pension » de titres (qui ne sont admises qu'en qualité de preneur ; ces opérations en qualité de cédant constitueraient des emprunts illicites) doivent respecter par analogie les règles de l'ordonnance de la FINMA sur les placements collectifs. Une réglementation explicite des prêts de valeurs mobilières (et des « prises de pension » de titres) s'imposait, afin d'éviter le risque que des opérations qui ne sont plus admises ailleurs soient conclues avec les institutions de prévoyance suisses. Il est judicieux de prévoir cette réglementation dans le cadre de l'ordonnance sur les placements collectifs, car il est fréquent que les institutions de prévoyance créent des placements collectifs pour effectuer leurs investissements.

Une adaptation des limites dans le domaine des placements alternatifs (abaissement de la limite actuelle de 15 %) et des biens immobiliers (relèvement de la limite actuelle de 30 %) a été discutée, mais rejetée. L'audition relative au rapport sur l'avenir du 2<sup>e</sup> pilier a vu se dégager une forte majorité opposée à une telle adaptation. De fait, les limites applicables aux *hedge funds* et au *private equity* seront (légèrement) abaissées par rapport à aujourd'hui ; en effet, comme diverses créances (et placements dans les infrastructures) sont désormais aussi explicitement incluses dans la catégorie des placements alternatifs, il reste moins de marge pour les placements « classiques » effectués dans ce domaine. Un relèvement des limites applicables aux biens immobiliers a également été rejeté, car il aurait pu être interprété comme un signal d'achat supplémentaire dans un marché déjà en plein

boom<sup>5</sup>. De manière générale, il convient de garder les limites actuelles, car celles-ci n'ont qu'une fonction de simples garde-fous et peuvent être dépassées conformément à l'art. 50, al. 4<sup>6</sup>. C'est en fin de compte le principe de prudence<sup>7</sup> qui s'applique.

## 2. Commentaire des dispositions

Les explications concernent avant tout les modifications apportées aux articles modifiés.

*Art. 49, al. 2*

La deuxième phrase – qui fait référence à l'art. 53, al. 1, let. b – peut être supprimée parce que les valeurs de rachat des contrats d'assurance collective figurent désormais expressément dans l'énumération de l'art. 53, al. 1, let. b.

*Art. 50, al. 3 et 4*

A l'al. 3, le pronom *elle* est remplacé par le substantif *l'institution de prévoyance*. Le fait que l'on parle désormais de « principe d'une répartition appropriée des risques », plutôt que de « principes », est une modification d'ordre purement rédactionnel et sans signification matérielle. L'al. 4 précise dans quels domaines les possibilités de placement peuvent être étendues. La version actuelle énonce au contraire les exceptions pour lesquelles ces possibilités ne peuvent être étendues. Dans la version modifiée, les placements soumis à l'obligation d'effectuer des versements supplémentaires sont expressément proscrits, à l'exception du cas théorique lié à l'emprunt temporaire de liquidités visé à l'art. 54b, al. 2. Autrement dit, les pertes éventuelles devraient se limiter dans tous les cas au capital investi dans chaque véhicule considéré. La seule exception concerne les cas dans lesquels la valeur vénale du bien immobilier concerné par un emprunt temporaire de fonds de tiers au sens de l'art. 54b, al. 2, baisse de plus de 70 %. Par conséquent, une dérogation au sens de l'art. 50, al. 4, est exclue en ce qui concerne l'obligation d'effectuer des versements supplémentaires. Un investissement dont la somme a été fixée au préalable et qui peut être révoquée durant un délai défini n'est pas considéré comme un placement soumis à l'obligation d'effectuer des versements supplémentaires. Par ailleurs, la version française actuelle parle de « l'annexe au rapport annuel » (au lieu de l'annexe aux comptes annuels) ; il convenait de corriger cette erreur de traduction.

---

<sup>5</sup> Dans bien des cas, un relèvement des limites ne présenterait aucun intérêt puisque les limites actuelles dans le domaine des biens immobiliers et des placements alternatifs ne sont généralement pas épuisées.

<sup>6</sup> L'application de l'art. 50, al. 4, OPP 2 aux fondations de placement est exclu en vertu de l'art. 26, al. 1, OFP.

<sup>7</sup> Cf. à ce sujet les explications du Bulletin de la prévoyance professionnelle n° 102.

*Art. 53, al. 1*

*Let. a*

Cette lettre est maintenue, quand bien même les montants en espèces ne devraient plus guère jouer de rôle. Les dépôts en espèces sont admis à la let. b en tant qu'avoires sur compte bancaire.

*Let. b*

La let. b énumère de façon exhaustive les créances admises, qui doivent être libellées en un montant fixe.

Les obligations d'entreprise font naturellement partie des obligations visées au ch. 4. C'est également le cas des obligations indexées sur l'inflation et des créances à capital protégé, qui remboursent la valeur nominale. Une obligation qui paie des taux d'intérêt variables peut aussi être une créance libellée en un montant fixe. Toutefois, une créance à capital protégé ne relève du ch. 4 que si sa durée n'excède pas cinq ans et qu'elle garantit un remboursement de 100 % à échéance<sup>8</sup>. Cela pourrait sinon permettre des constructions qu'il ne serait plus guère possible de traiter comme des créances libellées en un montant fixe, même avec une interprétation très large. Les emprunts à conversion obligatoire sont traités comme des placements alternatifs au sens de l'al. 3, puisqu'ils ne génèrent pas des *droits* d'option, mais des obligations.

Le ch. 5 n'est mentionné que par souci de clarté. Il s'agit là d'obligations pour lesquelles tant l'émetteur (le débiteur) que la masse de couverture servent de garanties. On peut citer comme exemple les lettres de gage suisses. Les créances titrisées relèvent, conformément à l'al. 3, ch. 2, des placements alternatifs.

Ch. 6 : il doit s'agir de titres suisses ; autrement dit, les titres hypothécaires étrangers sont considérés comme des placements alternatifs.

Le ch. 7 vise en particulier les reconnaissances de dette que les employeurs de droit public émettent pour la capitalisation intégrale de leur caisse de pension. Les reconnaissances de dette de corporations ne relevant pas du droit public ne sont plus considérées comme des créances, mais comme des placements alternatifs. On vise ainsi à éviter que toute reconnaissance de dette soit classée comme créance au sens de l'*art. 53, al. 1, let. b*. Les prêts directs à des corporations ne relevant pas du droit public ne sont donc plus considérés comme des créances, mais comme des placements alternatifs.

Le ch. 8 mentionne explicitement les valeurs de rachat des contrats d'assurance collective, qui étaient jusqu'à présent régies par l'*art. 49, al. 2*.

Le ch. 9 porte sur des placements suivant une stratégie axée sur des indices usuels, largement répandus et diversifiés. Les indices personnalisés (*customized indices*) n'en font pas partie. Le but du ch. 9 est de continuer de permettre des stratégies de

---

<sup>8</sup> Le pilier 3a connaît une réglementation analogue, cf. Bulletin de la prévoyance professionnelle n° 102.

placement axées sur un indice, même si celui-ci n'est pas entièrement constitué de créances visées aux ch. 1 à 8. Mais il ne doit naturellement pas créer la possibilité de contourner les dispositions des ch. 1 à 8.

#### *Let. d*

La let. d est légèrement reformulée, parce que les bons de jouissance ne sont pas des participations.

#### *Let. e*

La liste des placements alternatifs de l'al. 1, let. e, comprend désormais les placements dans l'infrastructure qui ne relèvent pas des let. b ou d, pour les motifs expliqués plus haut. Cette lettre peut être simplifiée parce que l'interdiction de placements soumis à l'obligation d'effectuer des versements supplémentaires est désormais régie par l'art. 50, al. 4.

#### *Art. 53, al. 2 et 4*

L'al. 2 actuel est scindé en un al. 2 et un al. 4. Cela permet d'indiquer clairement que les placements visés à l'al. 3 doivent également être diversifiés.

#### *Art. 53, al. 3*

Cet alinéa porte exclusivement sur des créances. Il va de soi que les placements visés à l'al. 1, let. a à d, ne sont pas concernés ici. Par exemple, les sociétés immobilières au sens de l'art. 33 de l'ordonnance sur les fondations de placement (OFP) ne relèvent pas de l'al. 3. Dans le cas des créances, la liste de l'al. 1, let. b, est exhaustive ; autrement dit, celles qui n'y sont pas explicitement mentionnées tombent sous le coup de l'al. 3. L'al. 1, let. b, et l'al. 3 de l'art. 53 sont donc complémentaires, sous réserve de l'al. 1, let. b, ch. 9. Les chiffres de l'al. 3 ne sont, eux, que des exemples et ne constituent pas une liste exhaustive. Ainsi, les fonds mezzanine, non mentionnés ici, doivent également être traités comme des placements alternatifs visés à l'al. 3.

Relèvent par exemple aussi du ch. 1 les produits structurés dont le remboursement est lié à des conditions. Cette disposition est délibérément formulée de manière ouverte. Si le montant du remboursement n'est pas défini ou ne peut pas l'être, les créances correspondantes sont considérées comme des placements alternatifs.

Le ch. 2 mentionne notamment les diverses formes de créances titrisées, pour lesquelles le prêteur initial a titrisé (garanti) les créances, telles que les titres adossés à des actifs (*asset backed securities*) ou à des créances (*collateralized debt obligations*) et autres formes apparentées, ou les créances basées sur des dérivés de crédit, par exemple les créances synthétiques.

Par souci de clarté, les prêts (crédits) garantis de premier rang (*senior secured loans*) sont mentionnés explicitement au ch. 3. Les crédits (*loans*) ne sont pas mentionnés à l'art. 53, al. 1, let. b. Ils sont généralement attribués par un consortium ou une banque, lesquels ne les font pas figurer dans leur propre comptabilité, mais les transmettent aux investisseurs (voir l'art. 53, al. 3, let. b).

*Art. 53, al. 5*

L'al. 5 formule explicitement l'interdiction de l'effet de levier, qui est essentielle pour la sécurité des placements des institutions de prévoyance. Cette interdiction ressort d'une tradition d'interprétation déjà longue, qui se fonde surtout sur l'art. 56a, al. 3 et 4. L'obligation d'effectuer des versements supplémentaires, à l'exception du cas théorique lié à l'emprunt temporaire de liquidités visé à l'art. 54b, al. 2, est exclue en vertu de l'art. 50, al. 4. Autrement dit, même dans les cas exceptionnels mentionnés à l'al. 5 (le cas particulier dont il vient d'être question restant réservé), la perte maximale éventuelle devrait se limiter au capital investi dans le véhicule considéré. En d'autres termes, aucune obligation d'effectuer des versements supplémentaires pour l'institution de prévoyance ne doit résulter de l'effet de levier appliqué à l'intérieur d'un placement, par exemple dans le domaine des placements alternatifs. Les transactions sur des produits dérivés doivent être couvertes par des liquidités ou par des placements quasi liquides<sup>9</sup>, ou un montant correspondant à ces liquidités doit être provisionné. Dans le domaine des placements collectifs réglementés dans des biens immobiliers, par exemple pour les fonds immobiliers, il est exigé que le taux d'avance se limite à 50 % en moyenne de la valeur vénale. Un fonds du domaine immobilier qui présenterait un taux d'avance supérieur à 50 % ne serait plus considéré comme un fonds immobilier en vertu de l'OPP 2, mais comme un placement alternatif. En ce qui concerne les fonds immobiliers suisses et les fondations de placement, cette valeur est fixée à un tiers (conformément à l'OFP et à l'OPCC). Dès lors, un fonds dont le taux d'avance dépasse durablement un tiers peut également être qualifié de placement alternatif. Un effet de levier plus important peut être appliqué à des objets immobiliers à l'intérieur du fonds, à condition que la moyenne de 50 % ne soit pas dépassée. Pour les placements collectifs dans le domaine immobilier, un effet de levier est admis (pour autant, bien entendu, qu'il n'y ait pas d'obligation d'effectuer des versements supplémentaires), car il s'agit d'une pratique usuelle pour les fonds immobiliers. S'il ne l'était pas, presque tous les fonds immobiliers devraient être qualifiés de placements alternatifs. Un placement est suffisamment réglementé lorsqu'il est soumis à la surveillance de la FINMA, à une surveillance équivalente, ou à celle de la CHS PP (fondations de placement). Les capitaux étrangers placés dans une société (cf. art. 53, al. 1, let. d) ne sont pas considérés comme un effet de levier au sens de l'al. 5 ; autrement dit, pour les participations dans des sociétés, les parts de capitaux étrangers contenues dans les sociétés ne sont pas prises en compte. Sinon, les actions bancaires seraient en règle générale des placements alternatifs. Il n'en reste pas moins qu'une obligation d'effectuer des versements supplémentaires doit rester exclue dans tous les cas.

*Art. 53, al. 6*

L'al. 6 concernant les prêts de valeurs mobilières et les « prises de pension » de titres renvoie à la loi sur les placements collectifs et à ses dispositions d'application, autrement dit à l'ordonnance de la FINMA sur les placements collectifs (OPC-FINMA). Ainsi, le contenu minimal du contrat-cadre standardisé, les délais

---

<sup>9</sup> Pour l'interprétation de l'obligation de couverture, cf. OFAS, Prévoyance professionnelle : nouvelles prescriptions en matière d'établissement des comptes et de placements. Réglementation concernant l'utilisation des instruments financiers dérivés, Aspects de la sécurité sociale, rapport de recherche n° 3/96, Berne 1996.

applicables, la garantie et la qualité de la garantie ainsi que les obligations de la banque dépositaire, par exemple, sont réglés. Les opérations de pension ne sont admises qu'en qualité de preneur (*reverse repo*).

*Art. 54b, al. 1*

Le renvoi figurant dans cet article est adapté (pas de changement matériel).

*Art. 55, let. a*

On utilise ici le terme de titre hypothécaire suisse, comme à l'*art. 53, al. 1, let. b, ch. 6*.

## **Annexe : Modification d'autres actes législatifs**

### **Commentaire de la modification de l'ordonnance sur les fondations de placement (OFP)<sup>10</sup>**

*Art. 27, al. 5 à 7*

L'ordonnance sur les fondations de placement est adaptée en ce sens que le taux d'avance visé à l'*art. 27, al. 5*, est réduit à un tiers (contre 50 % actuellement), avec toutefois la possibilité d'un relèvement temporaire à 50 %, par analogie avec l'*art. 96* de l'ordonnance sur les placements collectifs<sup>11</sup>. La possibilité d'un relèvement temporaire doit être prévue dans le règlement ou dans d'autres règlements spéciaux publiés.

## **Glossaire**

**Titres adossés à des actifs (*asset backed securities, ABS*) :** valeurs mobilières productives d'intérêts qui génèrent des prétentions de paiement envers une société de portage (voir ci-dessous). La créance est garantie par des actifs.

**Titres adossés à des créances (*collateralized debt obligation, CDO*) :** créances appartenant à la classe des titres adossés à des actifs (ABS, voir ci-dessus) et composant un portefeuille. Elles sont divisées en tranches en fonction de l'importance du risque de défaillance qui les caractérise. Les créances honorées en priorité sont celles de la tranche senior, puis celles de la tranche mezzanine et, finalement, celles de la tranche *equity*. La tranche *equity* offre le meilleur rendement. Les CDO et la structuration des titres en tranches ont fait l'objet d'une vive critique lors de la crise financière, du fait que des titres douteux ont été vendus comme étant des créances sûres appartenant à la tranche senior.

---

<sup>10</sup> RS 831.403.2

<sup>11</sup> OPC, RS 951.311

**Obligations pourries (ou emprunts à hauts rendements) :** obligations pourries est une expression relevant du langage familier pour caractériser les emprunts dont les émetteurs présentent une solvabilité mauvaise ou à caractère spéculatif.

**Dérivés de crédit :** produits financiers qui servent à assurer le risque de défaillance ou le risque de crédit liés à des prêts, à des crédits, à des obligations ou à des actifs comparables. On distingue parmi ces produits les *credit default swaps (CDS)*, pour lesquels le preneur de garantie paie une prime régulière (et acquitte parfois un versement unique supplémentaire, au début du contrat). Le fournisseur de garantie encaisse la prime, mais il s'engage, en cas de défaillance du débiteur du crédit, à verser une prestation unique (équivalant environ au montant du dommage, ). Grâce aux CDS, le fournisseur de garantie peut réaliser une **émission obligataire synthétique**, entraînant le paiement régulier d'intérêts ; mais une défaillance peut entraîner une perte équivalant au capital investi.

**Placements mal notés ou spéculatifs (*non investment grade*) :** crédits ayant une notation inférieure à BBB- / Baa3 (autrement dit un BB+ / Ba1 ou une notation moindre). Il s'agit de notations attestant d'une mauvaise qualité de crédit. Un BB+ indique que la couverture pour le paiement des intérêts ou pour le remboursement du principal est médiocre, même dans une conjoncture économique favorable.

**Emprunts à conversion obligatoire :** emprunts que les émetteurs peuvent transformer (par ex. en actions), même contre l'avis de l'investisseur.

**Partenariat public-privé :** collaboration contractuelle entre les pouvoirs publics et une entreprise de droit privé, mise en place généralement dans le but de réaliser un projet (par ex. dans le domaine des infrastructures : aéroport, autoroute, etc.), et pour lequel l'entreprise privée apporte certaines ressources.

**Prise et mise en pension de titres (repo) :** acte juridique par lequel une partie (le cédant) transfère contre paiement la propriété de valeurs mobilières à une autre partie (le preneur), à charge pour celui-ci de rendre à l'échéance et contre paiement autant de valeurs mobilières de même genre et de même qualité et de verser au cédant les revenus échus pendant la durée de l'opération ; le cédant supporte le risque de marché des valeurs mobilières pendant toute la durée de l'opération. On parle de *reverse repo* pour désigner une prise en pension de titres du point de vue du preneur.

**Titrisation (*securisation, en anglais*) :** procédé qui consiste à transformer un contrat de crédit en un titre fongible pour pouvoir le transférer facilement d'un créancier à un autre. La titrisation passe souvent par le biais de sociétés de portage (*special purpose vehicles, SPV, en anglais*) dont l'unique finalité est d'émettre ces titres et dont les actifs ne sont constitués que des droits de propriété qui leur sont cédés.

**Prêts de valeurs mobilières (*securities lending*) :** il y a prêt de valeurs mobilières lorsqu'un prêteur transfère en prêt des titres (papiers-valeurs) à un emprunteur. Ce dernier s'engage alors à remettre au prêteur, à une date déterminée, autant de valeurs mobilières de même genre et de même qualité, ainsi que les revenus des valeurs échus pendant la durée de l'opération. La transaction est en principe garantie (couverture) au moyen de valeurs mobilières (ou papiers-valeurs) ou d'espèces. Le prêteur reçoit de l'emprunteur une contribution pour le prêt des valeurs et il lui verse des intérêts pour

la couverture. La différence équivaut au revenu que le prêteur retire du prêt. En règle générale, un montant pouvant aller jusqu'à 50 % de ce revenu va à l'intermédiaire (agent de prêt). Des banques comme des dépositaires peuvent faire office d'intermédiaires.

**Prêts garantis de premier rang (*senior secured loans*) :** il s'agit généralement des crédits (*loans*) que les banques ou d'autres institutions financières cèdent au secteur des placements mal notés (*non investment grade*). Ils sont garantis par certains actifs. Leur coupon est le plus souvent à taux variable et leur caractéristique est de pouvoir être racheté en tout temps.

**Créances synthétiques :** voir dérivés de crédit.

**Société de portage (*special purpose company / vehicle / entity*) :** entreprise ayant pour finalité de sortir des actifs du bilan, par exemple d'une banque. La société de portage est surtout utile aux financements structurés ; elle interdit à ses investisseurs tout accès direct aux actifs du cédant d'origine. Exemple : une banque souhaite lever un financement basé sur un portefeuille de crédits hypothécaires. Elle ne fait pas figurer ces créances dans sa comptabilité, mais les cède à une société de portage qui les vend sous la forme de parts à des investisseurs. Si l'opération se solde par une perte, la banque n'est pas touchée par la faillite du débiteur. Une fois son but atteint (remboursement), la société de portage est liquidée.



# Erläuterungen zur Änderung der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge vom 18. April 1984 (BVV 2)<sup>1</sup>

## Inhaltsverzeichnis

1. Grundzüge der Vorlage.....	1
1.1 Ausgangslage, Zielsetzung und Grundüberlegungen der Reform .....	1
1.4. Kernelemente der Revision.....	4
2. Erläuterungen zu den einzelnen Artikeln.....	6
Anhang: Änderung weiterer Erlasse .....	9
Erläuterungen zur Änderung der Verordnung über die Anlagestiftungen (ASV) .....	9
Glossar .....	10

## 1. Grundzüge der Vorlage

### 1.1 Ausgangslage, Zielsetzung und Grundüberlegungen der Reform

Die heute geltenden Anlagevorschriften gemäss Art. 49ff. wurden 1985 eingeführt und in den Jahren 1996, 2000 und 2005 mit neuen Artikeln und Bestimmungen aktualisiert. Grundlegend wurden die Anlagevorschriften im Jahre 2008 überarbeitet. Die traditionelle Betonung der Eigenverantwortung der Vorsorgeeinrichtungen bei der Vermögensanlage hat sich in diversen Krisen bewährt. Insgesamt konnten die Vorsorgeeinrichtungen sich auch in einem schwierigen Umfeld gut behaupten. Im September 2008 hat der Bundesrat beschlossen, neue Anlagevorschriften in der beruflichen Vorsorge einzuführen, welche sowohl die Vorsichtsregeln und Eigenverantwortung der Kassen (Prudent Investor Rules) weiter stärkten, als auch die Limiten vereinfachten. Dabei wurde versprochen, die Rahmenbedingungen, gemäss denen die Vorsorgeeinrichtungen ihr Geld anlegen, regelmässig zu überprüfen. Aufgrund der Erfahrungen der Finanzkrise wurde deshalb eine Überprüfung der geltenden Vorschriften vorgenommen. Bei der Verabschiedung der Strukturreform hat der Bundesrat zudem beschlossen, die Anlagerichtlinien im Rahmen des Berichtes zur Zukunft der 2. Säule zu analysieren, ein allfälliges Verbot gewisser Anlagen zu prüfen, die entsprechenden Handlungsoptionen darzustellen und einen konkreten Vorgehensvorschlag zu machen. Die Prüfung der Anlagevorschriften und Darlegung der Handlungsoptionen wurde in Kapitel 6 des Berichtes zur Zukunft der 2. Säule vorgenommen<sup>2</sup>. Die Analyse der Situation und die Erfahrungen der Finanzkrise haben insbesondere in folgenden 2 Bereichen Handlungsbedarf aufgezeigt:

- Securities Lending und Repo Geschäfte: Mit dem Ausfall von Lehmann Brothers und dem darauf folgenden drohenden Kollaps des Finanzsystems wurden in aller

---

<sup>1</sup> SR 831.441.1.

<sup>2</sup>

[http://www.bsv.admin.ch/dokumentation/gesetzgebung/01839/03178/index.html?lang=de&download=NHZLpZeg7t,lnp6I0NTU04212Z6ln1acy4Zn4Z2qZpnO2Yuu2Z6gpJCEdH17gGym162epYbg2c\\_JjKbNoKSn6A--](http://www.bsv.admin.ch/dokumentation/gesetzgebung/01839/03178/index.html?lang=de&download=NHZLpZeg7t,lnp6I0NTU04212Z6ln1acy4Zn4Z2qZpnO2Yuu2Z6gpJCEdH17gGym162epYbg2c_JjKbNoKSn6A--)

Deutlichkeit die Gegenparteirisiken des Securities Lending und der Repo Geschäfte aufgezeigt. Ungedeckte Geschäfte oder Geschäfte mit schwachen Sicherheiten müssen verhindert werden. Die Qualität der Sicherstellung muss gewährleistet und die Abläufe geregelt werden. Zwar ergibt sich dies gemäss der bestehenden Regelung eigentlich auch aus den allgemeinen Sorgfaltspflichten, doch sind die Mindestanforderungen explizit zu definieren, um allfällige Unklarheiten zu beseitigen. Solche Standards existieren auch im Bereich der kollektiven Anlagen / bei den Anlagefonds.

- Während der Finanzkrise hat sich gezeigt, dass bestimmte Kategorien von Forderungen wesentlich höhere Risiken aufweisen als klassische Forderungen auf einen festen Geldbetrag. Auf Kreditderivaten basierende Forderungen, strukturierte Forderungen, von Zweckgesellschaften emittierte Forderungen haben die Krise ausgelöst und bei den Investoren hohe Verluste verursacht. Sie standen im Zentrum des Geschehens. In der beruflichen Vorsorge spielen Forderungen eine zentrale Rolle. Rund 50% der Anlagen von Vorsorgeeinrichtungen betreffen diesen Bereich (inkl. Grundpfandtitel). Möglich ist grundsätzlich ein Anteil von 100%. Der Bundesrat als Verordnungsgeber ist im Grundsatz davon ausgegangen, dass es sich um eine sichere Anlagekategorie handelt, allenfalls diversifiziert um einige wenige Anlagen im Nicht –Investment Grade Bereich. Die Innovationen des Finanzsektors in dieser Anlagekategorie wurden bisher kaum berücksichtigt. Die aktuellen Anlagevorschriften berücksichtigen diese neueren Formen von Forderungen zu wenig. Zielsetzung der neuen Regelung ist eine klare Transparenz darüber, wie hoch der Anteil der klassischen und nichtklassischen Forderungen ist.

In der politischen Diskussion haben auch die geltenden Limiten der Immobilien und der alternativen Anlagen eine erhebliche Rolle gespielt. In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass Limiten im aktuellen System der beruflichen Vorsorge nur die Funktion von groben Leitplanken haben.

Die Anhörung des Berichtes zur Zukunft der 2. Säule hat ergeben, dass die darin vorgeschlagene Richtung unterstützt wurde. Eine Änderung der Limiten von alternativen Anlagen und Immobilien wurde deutlich abgelehnt.

<b>Anhörung des Berichtes zur Zukunft der 2. Säule</b>	Ja	Nein
Problemanalyse	57	13
Neue Behandlung der Forderungen	63	13
Regelung Sec.Lending / Repo	59	19
Anpassung Limiten	27	52

Sowohl in der Krise von 2000 (Dotcom) wie auch in der Krise 2008 (Finanzkrise) manifestierten sich die entscheidenden Risiken in klassischen Anlagebereichen: 2000 im Bereich der Aktien und 2008 im Bereich der Forderungen. Gemäss Pensionskassenstatistik sind es gleichzeitig die entscheidenden Anlagekategorien, wie folgende Darstellung zeigt:<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Nicht abschliessend, z.B. werden die Limiten beim Arbeitgeber nicht aufgeführt, vgl. insbesondere Artikel 53 bis 58 BVV 2.

	Einzelimiten	Kategorie limite	Effektive Positionen 2012
Bargeld / Forderungen	10%	100%	45.6%
Grundpfandtitel	10%	50%	
Immobilien	5%	30%	17.4%
Aktien	5%	50%	27.5%
Alternative Anlagen <sup>4</sup>	Breit diversifiziert	15%	6.1%

Auslöser der Krise des Jahres 2008 war der überbordende Markt an Securitisationen insbesondere im US-Hypothekarmarkt. Damit verbunden war eine Kreditvergabe der (regulierten) Banken, für welche sie nicht selber hafteten, dies letztlich nicht nur im Hypothekarmarkt, sondern auch bei Unternehmenskrediten, im Falle von Firmenübernahmen oder auch bei Studentenkrediten. Der Kreditgeber führte die Kredite nicht in den eigenen Büchern, sondern reichte die Kreditforderungen an Zweckgesellschaften weiter. Dies führte zu einer starken Abnahme der Qualität der Schulden. Die Komplexität der Anlageprodukte nahm zugleich zu. Die Anreizstrukturen der beteiligten Akteure vom „Verkäufer der Hypothek“ bis zur Investment Bank, welche die Schulden strukturierte, waren für den Investor ungünstig. Zwar waren auch Hedge Fonds aktiv in diesen Märkten tätig und haben sich auch entsprechend finanziert. Der Anteil der Investitionen der Vorsorgeeinrichtungen in Hedge Funds ist jedoch verhältnismässig gering. Zwar haben sich diese Anlagen gemessen an den Gebühren nicht im Rahmen der Erwartungen entwickelt, doch rechtfertigt diese Entwicklung noch kein Verbot. Aktienanlagen entwickelten sich ungünstiger als breit diversifizierte Hedge Fonds Indizes. Allerdings wird im Rahmen der Altersreform 2020 vorgesehen, eine volle Kostentransparenz der entsprechenden Private Equity und Hedge Funds Produkte zu verlangen, und der Kostenteil dieser Anlagen soll limitiert werden. Damit wird dem Problem der zu hohen Kosten Rechnung getragen und der Anteil von alternativen Produkten mit hohen Kosten limitiert.

Die Finanzkrise war demnach eine Krise, welche in erster Linie den Bereich der Forderungen tangierte. Sie ist nicht die erste Krise, welche die Forderungen betrifft, zu erinnern ist beispielsweise an die Krise der Drittweltanleihen von 1982 oder die Junk Bond Krise von 1989. Aktuell bergen auch viele Staatsanleihen erhebliche Risiken.

Wie soll der Regulator auf diese Entwicklung reagieren? Grundsätzlich stehen dem ihm 3 Wege offen:

1. Er kann nichts tun und darauf hoffen, dass die Vorsorgeeinrichtungen ihre Verantwortung selbst wahrnehmen. In einem System des Zwangssparens ist dies jedoch kaum adäquat.
2. Er kann der zunehmenden Komplexität und den verschiedenen Produktformen Rechnung tragen und komplexe Vorschriften für die diversen Unterkategorien erlassen, ähnlich der Regulierung von Banken und Lebensversicherungen. Allerdings muss man sich bewusst sein, dass man der Produkteinnovation kaum zeitgerecht Rechnung tragen kann. Auch ist diese Form der Aufsicht kaum vereinbar mit dem relativ stark fragmentierten System der beruflichen Vorsorge.
3. Er sorgt für Transparenz und limitiert die komplexen Investitionsformen.

<sup>4</sup> Gemäss Pensionskassenstatistik, übrige Anlagen (Mischvermögen, Anlagen beim Arbeitgeber): 3.4%

Die dritte Lösung ist mit dem bisherigen Ansatz der Anlagevorschriften der beruflichen Vorsorge am besten vereinbar. Gleichzeitig belässt sie ein hohes Mass an Verantwortung bei den Vorsorgeeinrichtungen und vermeidet ein Übermass an Regulierung.

Die vorgeschlagene Reform ist letztlich eine relativ einfache Anpassung an die Lehren aus der Vergangenheit. Sie soll dazu dienen, dass die wichtigsten Investitionsformen einfach, transparent und damit auch kostengünstig vorgenommen werden. Gleichzeitig werden unnötige (Produkte-) Risiken vermieden. Die Finanzkrise hat gezeigt, dass nichttransparente Produkte die inhärenten Risiken oft nicht adäquat entschädigen. Komplexere Produkte sollen als alternative Anlagen behandelt und entsprechend limitiert werden. Dennoch bleiben die Spielräume der Vorsorgeeinrichtungen relativ gross. Im Bereich der Forderungen werden keine Verbote ausgesprochen. Das Verbot des Hebels ergab sich auch aus den bisherigen Anlagevorschriften, und damit auch das Verbot von Repogeschäften als „Pensionsgeber“. Das Securities Lending wird einer ausdrücklichen Regelung zugeführt. Diese ist überfällig, im Bereich von kollektiven Anlagen oder im Bereich des gebundenen Vermögens der Versicherer sind diese längst Standard.

#### **1.4. Kernelemente der Revision**

Zentraler Punkt der Revision ist Art. 53 Absatz 1 lit. b respektive Art. 53 Absatz 3 der Anlagevorschriften. Diese decken den Begriff der Forderungen ab. Unter Absatz 1 lit. b fallen wie heute Forderungen auf einen festen Geldbetrag. Die problematischen Produkte, welche in der Finanzkrise eine unrühmliche Rolle gespielt haben, zeichneten sich alle dadurch aus, dass sie eine beschränkte Haftung aufwiesen, z.B. auf in eine Zweckgesellschaft ausgelagerte Vermögenswerte. Dies gilt sowohl für Asset Backed Securities, Collateralized Debt Obligations, als auch für synthetische Produkte, welche auf Credit Default Swaps basieren. Diese Produkte werden neu explizit als alternative Anlagen qualifiziert. Unter Art. 53 Absatz 1 lit. b wird eine abschliessende Liste von Forderungen aufgeführt. Alle übrigen Forderungen sind alternative Anlagen. Damit wird sichergestellt, dass die Hauptrisiken bei den klassischen Forderungen die Bonitäts- und Zinsänderungsrisiken sind, und nicht Risiken aufgrund der Strukturierung. Als alternative Anlagen werden auch alle Forderungen qualifiziert, welche keinen festen Rückzahlungsbetrag aufweisen.

Bei den alternativen Anlagen wird neu auch die Infrastruktur aufgenommen. Allerdings sind damit nicht Investitionen in kotierte Aktien von Elektrizitätsfirmen oder entsprechende Anleihen gemeint, welche weiterhin als Anlagen gemäss Artikel 53 Absatz 1 lit. b und d behandelt werden, sondern andere Formen der Beteiligungen an Infrastruktur, zum Beispiel in Form von Public Private Partnerships (PPP). Infrastruktur hat mit alternativen Anlagen den langen Anlagehorizont und die, vor allem in Krisensituationen, eingeschränkte Liquidität gemein. Auch werden für solche Anlagen spezialisiertes Know How, Expertise und Erfahrung benötigt. Vielfach handelt es sich um komplexe Projekte, deren Rentabilität langfristig schwierig einzuschätzen ist. Die Projektvorbereitungskosten müssen vielfach vorfinanziert werden und die Ausschreibungsverfahren sind oft aufwendig. Infrastruktur ist meist auf langfristig politische und regulatorische Stabilität angewiesen, welche auch in demokratischen Ländern nicht garantiert werden kann. Der Vorteil von Investitionen in Infrastrukturen liegt

darin, dass sie eine interessante Diversifikationsmöglichkeit darstellen können. Das Argument, Vorsorgeeinrichtungen seien für Infrastrukturinvestitionen prädestiniert, weil sie einen langen Anlagehorizont aufweisen würden, ist zu relativieren. Auch Vorsorgeeinrichtungen müssen nämlich auf Marktsituationen angemessen und flexibel reagieren können. Verschlechtern sich beispielsweise die Rahmenbedingungen eines Projektes, werden sie ihr Portfolio wahrscheinlich anpassen respektive optimieren wollen. Bereits heute werden Infrastrukturinvestitionen gemäss geltender Praxis im Bereich der Vorsorgeeinrichtungen als alternative Anlagen qualifiziert.

Neu aufgenommen wird ein explizites Hebelverbot. Dieses war bereits heute gängige Praxis, doch wurde es gelegentlich angezweifelt. Das Hebelverbot ist eines der zentralen Elemente der Anlagevorschriften der BVV 2 und verdient es demnach, explizit aufgeführt zu werden. Dass die Finanzmarktkrisen der letzten Jahre für die Vorsorgeeinrichtungen bewältigbar blieben, hat sicher wesentlich damit zu tun, dass die Einrichtungen ihr Vermögen nicht „gehebelt“ haben. Unter den Ausnahmen werden die Immobilienfonds aufgeführt, bei denen ein Hebel oft die Regel ist. Eine Nachschusspflicht bleibt jedoch ausgeschlossen, ausser im eher unwahrscheinlichen Fall bei der kurzfristigen Liquiditätsaufnahme gemäss *Artikel 54b Absatz 2*.

In *Artikel 53 Absatz 6* wird neu geregelt, dass die Effektenleihe und die Repo-Geschäfte, welche nur als „Pensionsnehmer“ zugelassen sind („Pensionsgeber“ wäre eine unerlaubte Kreditaufnahme), sinngemäss nach den Regeln der Kollektivanlagenverordnung der FINMA vorgenommen werden müssen. Eine explizite Regelung der Effektenleihe (und der Repo-Geschäfte) ist überfällig. Ansonsten besteht das Risiko, dass Geschäfte, welche anderswo nicht mehr möglich sind, mit den Schweizer Vorsorgeeinrichtungen abgeschlossen werden. Eine Regulierung im Rahmen der Kollektivanlagenverordnung ist sinnvoll, da Vorsorgeeinrichtungen häufig Kollektivanlagen gründen, um ihre Investitionen vorzunehmen.

Eine Anpassung der Limiten im Bereich der alternativen Anlagen (Senkung der heutigen Limite von 15%) und der Immobilien (Erhöhung der heutigen Limite von 30%) wurde diskutiert, aber verworfen. Bereits die Anhörung zum Bericht zur Zukunft der zweiten Säule ergab eine deutliche Mehrheit gegen eine Anpassung der Limiten. Faktisch wird die Limite für Hedge Funds und Private Equity im Vergleich zu heute (leicht) gesenkt, da explizit neu auch verschiedene Forderungen (und Infrastrukturanlagen) als alternativ eingestuft werden. Für die „klassischen“ Private Equity und Hedge Fund Anlagen bleibt somit etwas weniger Raum übrig. Eine Anpassung der Immobilienlimite nach oben wurde ebenfalls verworfen, da dies in einem bereits boomenden Immobilienmarkt als zusätzliches Kaufsignal verstanden werden könnte<sup>5</sup>. Grundsätzlich ist zu den Limiten festzuhalten, dass diese nur die Funktion von groben Leitplanken haben und gemäss *Artikel 50 Absatz 4* überschritten werden können<sup>6</sup>. Letztlich gilt das Vorsichtsprinzip<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> Die Änderung der Limiten wäre zudem oft ohne Bedeutung, weil die aktuellen Limiten von Immobilien und alternativen Anlagen meist nicht ausgeschöpft werden.

<sup>6</sup> Für die Anlagestiftungen ist die Anwendung von Artikel 50 Absatz 4 BVVV 2 gemäss Artikel 26 Absatz 1 ASV ausgeschlossen.

<sup>7</sup> Vgl. hierzu auch die Ausführungen der Mitteilungen über die berufliche Vorsorge Nr. 102

## 2. Erläuterungen zu den einzelnen Artikeln

Die Erläuterungen beziehen sich in erster Linie auf die geänderten Artikel.

### *Art. 49, Absatz 2*

Der 2. Satz mit dem Hinweis auf Artikel 53 Absatz 1 Buchstabe b kann gestrichen werden, da die Rückkaufswerte aus Kollektivversicherungsverträgen neu explizit in die Aufzählung von Artikel 53 Absatz 1 Buchstabe b aufgenommen werden.

### *Art. 50, Absatz 3 und 4*

In Absatz 3 wird in der deutschen Version das Wort Vorsorgeeinrichtung eingefügt (anstelle von sie). Eine Änderung rein sprachlicher Art und ohne inhaltliche Bedeutung ist auch, dass neu vom „Grundsatz der angemessenen Risikoverteilung“ anstelle von Grundsätzen gesprochen wird. In Absatz 4 wird formuliert, in welchen Bereichen die Erweiterungen möglich sind. Bisher wurden die Ausnahmen festgehalten, in welchen keine Erweiterungen möglich sind. Festgehalten wird hier explizit, dass Anlagen mit Nachschusspflicht verboten sind, mit Ausnahme eines theoretischen Sonderfalles im Zusammenhang mit der vorübergehenden Liquiditätsaufnahme gemäss *Artikel 54b Absatz 2*. Dies bedeutet, dass in jedem denkbaren Falle die Verluste auf das ins jeweilige Vehikel investierte Kapital beschränkt sein müssen. Die einzige Ausnahme ist, wenn im Rahmen der temporären Fremdmittelaufnahme gemäss Artikel 54b Absatz 2 der Verkehrswert der Immobilie mehr als 70% fällt. Eine Ausnahmeregelung nach Artikel 50 Absatz 4 ist demnach bei der Nachschusspflicht nicht möglich. Eine im Voraus festgelegte Investitionssumme, die über eine definierte Frist abgerufen werden kann, gilt nicht als Nachschusspflicht.

### *Art. 53, Absatz 1*

#### *Buchstabe a*

Auch wenn Bargeld kaum mehr eine Rolle spielen dürfte, wird dieser Buchstabe belassen. Bargeldeinlagen sind unter Buchstabe b als Bankguthaben zugelassen.

#### *Buchstabe b*

Unter Buchstabe b wird abschliessend formuliert, was als Forderung gelten kann, welche zudem auf einen festen Geldbetrag lauten müssen.

Unter Punkt 4 fallen selbstverständlich auch Unternehmensanleihen. Auch inflations- und kapitalgeschützte Anleihen, welche den Nominalwert zurückbezahlen, können darunter subsummiert werden. Eine Anleihe, welche variable Zinssätze bezahlt, kann ebenfalls eine Forderung auf einen festen Geldbetrag sein. Allerdings fällt eine kapitalgeschützte Anleihe nur dann unter Punkt 4, wenn sie eine maximale Laufzeit von 5 Jahren nicht überschreitet und eine garantierte Rückzahlung auf Verfall von 100% aufweist<sup>8</sup>. Ansonsten wären Konstruktionen möglich, welche auch bei grosszügiger

---

<sup>8</sup> Vgl. analog zu den Regelungen in der Säule 3a, vgl. Mitteilungen über die berufliche Vorsorge Nr. 102

Auslegung kaum mehr als Forderung auf einen festen Geldbetrag behandelt werden können. Pflichtwandelanleihen werden als alternative Anlagen gemäss Absatz 3 behandelt, da sie sie nicht Optionsrechte, sondern Pflichten nach sich ziehen.

Punkt 5 wird nur der Klarheit halber erwähnt. Dabei handelt es sich um Anleihen, bei denen sowohl der Emittent / der Schuldner, als auch zusätzlich die Deckungsmasse als Sicherheit dienen. Ein Beispiel sind schweizerische Pfandbriefe. Verbriefte Forderungen gelten gemäss Absatz 3 Punkt 2 als alternative Anlagen.

Punkt 6: Es müssen schweizerische Grundpfandtitel sein, das heisst ausländische Grundpfandtitel werden als alternativ qualifiziert.

Unter Punkt 7 fällt insbesondere die Schuldanerkennung öffentlich-rechtlicher Arbeitgeber, welche im Rahmen der Ausfinanzierung ihrer Kassen abgegeben werden. Schuldanerkennungen von nicht öffentlich-rechtlichen Körperschaften gelten nicht mehr als Forderungen, sondern als alternative Anlagen. Damit soll verhindert werden, dass jegliche Schuldanerkennung als Forderung gemäss *Artikel 53 Absatz 1 Buchstabe b* eingestuft wird. Direktarlehen an nicht öffentlich-rechtliche Körperschaften gelten demnach nicht mehr als Forderung, sondern als alternative Anlage.

Rückkaufswerte aus Kollektivversicherungsverträgen werden unter Punkt 8 explizit in die Auflistung aufgenommen. Dies war bisher in Artikel 49 Absatz 2 geregelt.

In Punkt 9 geht es um indexnahe Anlagen, welche auf einen gebräuchlichen, breit diversifizierten und weit verbreiteten Bond Index lauten. „Customized Indices“ können nicht darunter subsumiert werden. Das Ziel ist es, dass weiterhin indexorientierte Anlagen möglich sind, auch wenn sie nicht vollständig aus den unter Punkt 1 bis 8 definierten Forderungen bestehen. Jedoch soll damit selbstverständlich nicht die Möglichkeit geschaffen werden, die in Punkt 1 bis 8 geltenden Bestimmungen zu umgehen.

#### *Buchstabe d*

Es wird eine leichte Umformulierung vorgenommen, da Genussscheine keine Beteiligungen sind.

#### *Buchstabe e*

Unter den Katalog der alternativen Anlagen gemäss Absatz 1 Buchstabe e werden neu die Infrastrukturanlagen, welche nicht unter Buchstabe b oder d fallen, aus den bereits oben erwähnten Gründen aufgenommen. Buchstabe e kann vereinfacht werden, da das Verbot der Nachschusspflicht neu in Artikel 50 Absatz 4 geregelt wird.

#### *Art. 53, Absatz 2 und 4*

Der bisherige Absatz 2 wird in Absatz 2 und 4 aufgeteilt. Damit soll klargestellt werden, dass die Anlagen von Absatz 3 auch diversifiziert sein müssen.

### *Art. 53, Absatz 3*

In diesem Absatz 3 geht es nur um Forderungen. Selbstverständlich ist damit nicht gemeint, dass Anlagen, welche unter Absatz 1 Buchstabe a bis d fallen, hier „mitgemeint“ sind. Zum Beispiel werden Immobiliengesellschaften gemäss *Artikel 33* der Verordnung über die Anlagestiftungen (ASV) von Absatz 3 nicht erfasst. Im Falle der Forderungen ist die Auflistung in Absatz 1 Buchstabe b abschliessend, das heisst, dort nicht explizit erwähnte Forderungen fallen unter Absatz 3. *Artikel 53 Absatz 1 Buchstabe b und Artikel 53 Absatz 3* sind demnach komplementär. Vorbehalten bleibt Punkt 9 von Absatz 1 Buchstabe b. Die folgenden Punkte sind deshalb nur eine beispielhafte und keineswegs abschliessende Auflistung. Zum Beispiel müssen auch die hier nicht erwähnten Mezzanine gemäss Absatz 3 als alternative Anlagen behandelt werden.

Unter Punkt 1 fallen zum Beispiel strukturierte Produkte, deren Rückzahlung von Bedingungen abhängig ist. Die Bestimmung ist bewusst offen formuliert. Ist der Rückzahlungsbetrag nicht definiert / definierbar, werden die entsprechenden Forderungen als alternative Anlagen qualifiziert.

In Punkt 2 werden unter anderem die diversen verbrieften Forderungen erwähnt, bei denen der ursprüngliche Kreditgeber die Forderung verbrieft / securitisiert hat, wie Asset Backed Securities, Collateralized Debt Obligations und verwandte Arten, oder Forderungen auf Basis von Kreditderivaten, z.B. synthetische Forderungen.

Der Klarheit halber werden unter Punkt 3 auch Senior Secured Loans explizit aufgeführt. Loans / Kredite sind in der Auflistung von Art. 53 Absatz 1 Buchstabe b nicht aufgeführt. Sie werden üblicherweise von einem Konsortium oder einer Bank vergeben, welche die Kredite nicht in die eigenen Bücher nimmt, sondern sie an die Investoren weiterreicht (vgl. Art. 53 Absatz 3 Buchstabe b).

### *Art. 53, Absatz 5*

In Absatz 5 wird das für die Sicherheit der Anlagen der Vorsorgeeinrichtung essentielle Hebelverbot explizit aufgeführt. Dieses war bereits bisher langjährige Auslegungspraxis, vor allem auf Basis von *Artikel 56a Absatz 3 und 4*. Die Nachschusspflicht mit Ausnahme eines theoretischen Sonderfalles im Zusammenhang mit der vorübergehenden Liquiditätsaufnahme gemäss *Artikel 54b Absatz 2* ist gemäss Artikel 50 Absatz 4 ausgeschlossen. Dies bedeutet, dass auch bei den in Absatz 5 erwähnten Ausnahmen (mit Ausnahme des erwähnten Sonderfalles) die maximal möglichen Verluste auf das in die Vehikel investierte Vermögen beschränkt sein müssen. Aus einem Hebel innerhalb von Anlagen zum Beispiel im alternativen Bereich darf keine Nachschusspflicht für die Vorsorgeeinrichtung entstehen. Derivative Geschäfte müssen durch Liquidität oder liquiditätsnahe Anlagen gedeckt sein<sup>9</sup>, respektive die entsprechende Liquidität muss zurückgestellt werden. Im Bereich der regulierten kollektiven Anlagen in Immobilien, zum Beispiel bei Immobilienfonds, wird verlangt, dass die Belehnungsquote im Durchschnitt auf 50% des Verkehrswertes beschränkt ist. Weist ein Fonds im Immobilienbereich eine Belehnungsquote von über 50% auf, wird er

---

<sup>9</sup> Vgl. zur Auslegung der Deckungspflicht: Beiträge zur sozialen Sicherheit Nr. 3/96, Regelung des Einsatzes der derivativen Finanzinstrumente



gemäss BVV 2 nicht mehr als Immobilienfonds, sondern als alternative Anlage behandelt. Bei den schweizerischen Immobilienfonds und Anlagestiftungen ist dieser Wert auf 1/3 (gemäss ASV und KKV) limitiert, d. h. ein Fonds mit einer „dauerhaften“ Belehnungsquote von über einem Drittel wird ebenfalls als alternative Anlage qualifiziert. Einzelne Immobilien innerhalb des Fonds dürfen einen höheren Hebel aufweisen, solange der Durchschnitt von 50% eingehalten ist. Bei den Kollektivanlagen im Immobilienbereich wird ein Hebel (selbstverständlich ohne Nachschusspflicht) zugelassen, weil dies bei Immobilienfonds allgemein üblich ist. Sonst müssten praktisch alle Immobilienfonds als alternative Anlagen qualifiziert werden. Ausreichend reguliert ist eine Anlage dann, wenn sie der Aufsicht der FINMA oder einer gleichwertigen Aufsicht oder aber der Aufsicht der OAK (Anlagestiftungen) untersteht. Fremdkapital in einer Gesellschaft (vgl. *Artikel 53 Absatz 1 Buchstabe d*) gilt nicht als Hebel im Sinne dieses Absatzes 5, d.h. bei Gesellschaftsbeteiligungen werden die in den Gesellschaften enthaltenen Fremdkapitalanteile nicht betrachtet. Sonst wären Bankaktien in der Regel alternative Anlagen. Eine Nachschusspflicht muss jedoch in jedem Falle ausgeschlossen sein.

#### *Art. 53, Absatz 6*

In Absatz 6 betreffend das Securities Lending und die Repo Geschäfte wird auf das Kollektivanlagegesetz inklusive Ausführungsbestimmungen und damit letztlich auf die Kollektivanlageverordnung - FINMA (KKV-FINMA) verwiesen. Damit werden beispielsweise die Minimalanforderung an einen standardisierten Rahmenvertrag, eine Fristenregelung, die Sicherstellung und die Qualität der Sicherstellung wie auch die Pflichten der Depotbank geregelt. Repo Geschäfte sind nur als „Pensionsnehmer“ / Reverse Repo zugelassen.

#### *Art. 54b, Absatz 1*

In diesem Artikel wird der Verweis angepasst (keine inhaltlichen Änderungen).

#### *Art. 55, Buchstabe a*

Hier wird wie in *Artikel 53 Absatz 1 Buchstabe b Punkt 6* der Begriff schweizerische Grundpfandtitel verwendet.

## **Anhang: Änderung weiterer Erlasse**

### **Erläuterungen zur Änderung der Verordnung über die Anlagestiftungen<sup>10</sup> (ASV)**

#### **Artikel 27 Absatz 5 bis 7**

Die Verordnung der Anlagestiftungen wird insofern angepasst, als die Belehnungsquote in *Artikel 27 Absatz 5* von bisher 50% auf grundsätzlich ein Drittel reduziert wird, allerdings mit der Möglichkeit einer vorübergehenden Anhebung auf 50%, dies

---

<sup>10</sup> SR 831.403.2

analog *Artikel 96* der Kollektivanlageverordnung<sup>11</sup>. Die Möglichkeit der vorübergehenden Anhebung muss im Reglement oder anderen publizierten Spezialreglementen vorgesehen werden.

## Glossar

**Asset Backed Securities** (Abkürzung ABS) ist ein forderungsbesichertes, verzinsliches Wertpapier, welches einen Zahlungsanspruch gegen eine Zweckgesellschaft (siehe unten) generiert. Die Forderung wird durch Vermögenswerte sichergestellt.

**Collateralized Debt Obligation** (Abkürzung CDO) sind forderungsbesicherte Wertpapiere (Asset Backed Securities, siehe oben), welche zu einem Portfolio zusammengefasst wurden. Dabei werden sie in Tranchen aufgeteilt, welche ein unterschiedliches Ausfallrisiko aufweisen. Prioritär werden die Forderungen der Senior Tranche befriedigt, dann diejenige der Mezzanine Tranche und am Schluss diejenigen der Equity Tranche. Die Equity Tranche weist die höchste Verzinsung auf. Während der Finanzkrise sind die CDO's in die Kritik geraten, weil Schrottpapiere durch die Strukturierung in Tranchen als vermeintlich sichere Senior Papiere verkauft wurden.

**Junk Bonds ( oder High Yield Anleihen):** Junk Bonds ist ein umgangssprachlicher Ausdruck für Anleihen von Emittenten mit schlechter respektive spekulativer Bonität.

**Kreditderivate** sind Finanzinstrumente, welche das Ausfallrisiko / Kreditrisiko von Darlehen, Krediten oder Anleihen oder vergleichbarer Aktiva absichern. Eine Untergruppe sind **Credit Default Swaps** (CDS). Dabei zahlt der Sicherungsnehmer eine regelmässige Prämie (und allenfalls auch noch zu Beginn eine einmalige Zahlung). Der Sicherungsgeber kassiert die Prämie, ist jedoch bei Ausfall des Kreditschuldners verpflichtet, eine einmalige Leistung (z.B. in ungefährer Höhe des Schadens) zu auszurichten. Mittels CDS kann der Sicherungsgeber einen **synthetische Obligation** generieren, welche eine regelmässige Zinszahlung aufweist, im Falle eines Ausfalles jedoch auch den Verlust des eingesetzten Kapitals mit sich bringt.

**Non Investment Grade:** Kreditratings unterhalb von BBB- / Baa3 (d.h. BB+ / Ba1 oder tiefer). Es sind Kreditratings, welche eine tiefe Kreditqualität aufweisen. Die Deckung für Zinsen und Tilgung ist bei einem BB+ mässig, auch bei gutem wirtschaftlichen Umfeld.

**Pflichtwandelanleihen:** Anleihen, welche vom Emittenten (z.B. in Aktien) gewandelt werden können, auch wenn der Investor damit nicht einverstanden ist.

**Public Private Partnership** ist eine vertragliche Zusammenarbeit zwischen öffentlicher Hand und privatrechtlich organisierten Unternehmen, meistens zur Realisierung eines Projektes (beispielsweise im Bereich Infrastruktur: Flughafen, Autobahn etc.). Das private Unternehmen bringt dafür gewisse Ressourcen ein.

---

<sup>11</sup> KKV, SR 951.311

**Repo:** Rechtsgeschäft, durch welches eine Partei (**Pensionsgeber**) gegen Bezahlung vorübergehend das Eigentum an Effekten auf eine andere Partei (**Pensionsnehmer**) überträgt, wobei diese sich verpflichtet, dem Pensionsgeber bei Fälligkeit Effekten gleicher Art, Menge und Güte sowie die während der Dauer des Pensionsgeschäftes anfallenden Erträge zurückzuerstatten. Der Pensionsgeber trägt das Kursrisiko der Effekten während der Dauer des Pensionsgeschäftes. Ein **Reverse Repo** ist ein Repo Geschäft aus Sicht des Pensionsnehmers.

**Securitisation / Verbriefung** bedeutet die Einbringung eines Kreditvertrages in eine Urkunde, die als Wertpapier handelbar ist und damit leicht von einem Gläubiger zu einem anderen Gläubiger übertragen werden kann. Die Verbriefung geschieht häufig mittels Zweckgesellschaften - sog. SPVs (Special Purpose Vehicles), Gesellschaften deren einziger Zweck die Emission dieser Wertpapiere ist und deren Aktiva aus den in diese Gesellschaft eingebrachten Eigentumsrechten besteht.

**Securities Lending:** Als Effektenleihe wird grundsätzlich eine darlehensmässige Übertragung von bestimmten Wertpapieren vom Leiher (Lender) an den Borger (Borrower) verstanden. Der Borger verpflichtet sich dabei, Wertpapiere gleicher Art, Menge und Güte zu einem bestimmten Zeitpunkt zurückzuerstatten und die während der Leihdauer anfallenden Erträge der Wertpapiere dem Leiher zu überweisen. Die Absicherung des Geschäfts (Collateral) erfolgt i.d.R. durch Wertschriften oder Bar-mittel. Der Leiher erhält vom Borger eine Gebühr für die Ausleihung der Wertpapiere und bezahlt dem Borger einen Zins für das Collateral. Die Differenz zwischen der Gebühr und dem Zins bildet für den Leiher den Ertrag aus dem Leihgeschäft. I.d.R. gehen allerdings bis zu 50 Prozent dieses Ertrages an den Vermittler (Lending Agent). Als Vermittler treten sowohl Banken wie auch Depotstellen auf.

**Senior Secured Loans** sind üblicherweise Kredite (loans), welche Banken oder andere Finanzgesellschaften vergeben haben, meist im Non-Investment Grade Bereich. Sie werden durch bestimmte Vermögenswerte sichergestellt. Ihr Coupon ist meist variabel und sie können typischerweise jederzeit zurückbezahlt werden.

**Synthetische Forderungen:** siehe Kreditderivate

**Zweckgesellschaften** (Special Purpose Company / Vehicle / Entity): Dieses Unternehmen dient dem Zweck, Vermögensgegenstände aus der Bilanz zum Beispiel einer Bank auszulagern. Sie wird vor allem bei strukturierten Finanzierungen eingesetzt und soll den direkten Zugriff der Gläubiger auf die Vermögenswerte des ursprünglichen Investors verunmöglichen. Beispiel: Eine Bank finanziert Hypotheken. Sie nimmt die Forderungen jedoch nicht in die eigenen Bücher, sondern tritt sie an eine Zweckgesellschaft ab, deren Anteile von Investoren gekauft werden. Bei Eintreten des Verlustes ist die Bank von einem Konkurs des Schuldners nicht betroffen. Die Gläubiger haben weniger Sicherheiten. Nach der Erfüllung des Zweckes (Rückzahlung) wird die Zweckgesellschaft liquidiert.