

出國報告（出國類別：考察）

德國資產管理機構與職業退休金 之運作實務

服務機關：公務人員退休撫卹基金監理委員會

姓名職稱：伍主任委員錦霖、楊組長永芳
及周組員思源

派赴國家：德國法蘭克福、海德堡及柏林

出國期間：99年6月18日至27日

報告日期：99年9月17日

內容摘要

全球退休金管理機構受到人口結構逐漸轉型與金融海嘯影響，負債缺口越來越難以彌補，許多退休金管理機構已開始重新檢視自己退休金之收支情形、資產負債平衡、投資標的安全性、投資流程及風險控管等項目，評量退休金是否能達到永續經營的目的。

本次參訪經由德國法蘭克福之德盛安聯資產管理（Allianz Global Investors）與景順資產管理（Invesco）公司的報告，瞭解各該公司之投資流程、風險管理方法，以及對於全球經濟逐漸復甦、亞洲新興市場前景看好與歐洲市場並不悲觀等最新看法，亦造訪了柏林的德國資產管理協會（Bundesverband Investment und Asset Management e.V., 簡稱 BVI），瞭解德國目前資產管理產業面臨歐盟法令限制並急待轉變之現況。

除了取得當地最新經濟及投資觀點外，有關德國退休金法制面議題，則參訪位於海德堡之德國職業退休金協會（Arbeitsgemeinschaft Betriebliche Altersversorgung e.V., 簡稱 ABA）及柏林之德國原物料工業退休金機構 MetallRente，詳細解說德國政府於 2001 年針對人口結構問題所進行之里斯特改革（Riester Reform），並提及德國退休金三層架構未來發展趨勢、職業退休金五種投資工具及職業退休金委外管理等作法，均值得我們參考。

目錄

壹、 參訪目的	1
貳、 行程安排及會談重點	2
參、 參訪內容 1 - 資產管理	5
一、 德國資產管理協會 (BVI)	5
二、 德盛安聯資產管理公司	7
三、 景順資產管理公司	13
四、 經濟情勢分析	16
五、 歐洲債信危機	18
肆、 參訪內容 2 - 德國職業退休基金	23
一、 德國職業退休金簡介	23
二、 德國職業退休金協會 (ABA)	29
三、 德國原物料及工程產業退休金管理機構 METALLRENTE	31
伍、 參訪心得與建議	33
一、 參訪心得	33
二、 建議事項	34
陸、 參考資料	37
柒、 附錄	38

壹、參訪目的

2008 年 9 月金融海嘯爆發後，花旗、美林、高盛、摩根史坦利等投資銀行及券商岌岌可危，民眾存在銀行的資金安不安全竟成爲基本議題。雖然當時的危機已在各國政府擴大財政支出的政策下，逐漸受到控制，但在 2010 年 4 月，希臘被全球三大信評機構的惠譽調降主權債信評級至 BB+，創下第一個歐元區國家主權債信被降至垃圾等級的紀錄，政策救市下的後遺症陸續引爆，而持有葡萄牙、義大利、西班牙及愛爾蘭等國家債券的債權人也不得安寧，眼見債務危機持續擴大，全球股市隨之下挫，歐元匯率貶值。

退休基金因管理資產龐大，每逢金融危機時，都難以置身事外，是以，除了一味追求績效報酬外，加強控管風險以減少觸及地雷亦是重要課題。OECD「2009 退休金一覽」報告中指出，OECD 國家退休金 2008 年後之資產減損減損達 23%，但德國退休金僅減少 8%，表現相對突出。然德國人口老化問題卻比歐洲其他國家來的嚴重；OECD 2009 年之統計資料顯示，德國 65 歲以上人口佔勞動參與率 2000 年爲 34.5%，預測至 2050 年將增加爲 73.9%，老齡人口增長過快，退休金財務缺口迅速擴大，使現行的退休金制度將不堪重負。有鑑於此，德國於 2001 年率先在歐洲進行退休制度改革，其成功的改革經驗亦可能值得我們參考。

爲對前述議題獲致第一手訊息，並深入瞭解，爰於 2010 年年中規劃造訪德盛安聯、景順資產管理公司、德國資產管理協會（BVI）、德國職業退休金協會（ABA）及德國原物料工業及工程產業退休金計畫管理機構 MetallRente 等機構，就全球經濟分析、退休金投資管理及德國退休金制度等議題，透過密集深入座談方式蒐集廣泛資訊，俾作爲未來基金監管工作之參考。

貳、行程安排及會談重點

本次出訪時間為 2010 年 6 月 18 日至 6 月 27 日，由考試院伍副院長兼公務人員退休撫卹基金監理委員會主任委員錦霖，率同公務人員退休撫卹基金（以下簡稱退撫基金）監理委員會楊組長永芳及周組員思源赴德國參訪，於五個工作日內分別拜訪法蘭克福、海德堡及柏林三個城市的五個機構。以下整理本次參訪時間、機構、對象集會談重點如表 1：

表 1、參訪時間、機構、對象及會談重點彙整表

參訪時間	參訪機構、地點及會見對象	會談重點
0621 週一	<p style="text-align: center;">德盛安聯 資產管理公司 (AGI) 於法蘭克福</p> <p style="text-align: center;">會見對象</p> <p>一、 Bruno Brocks, AGI 執行董事；</p> <p>二、 Dr. Rolf Schneider, 安聯集團首席總體經濟學家；</p> <p>三、 Dr. Klaus Teloeken, RCM 執行董事。</p>	<p>一、歷經金融海嘯之後，全球工業產值及商品交易量已由 2009 年初谷底，V 型反轉至危機發生前之水準；造成此波全球經濟之快速復甦，亞洲及新興市場扮演非常重要的角色，該公司在其資產配置中亦上調亞太資產之配置比例。</p> <p>二、預期德國 2010 年之實質 GDP 成長率達 2.3%，領先多數歐洲國家，企業營運處於上升階段，預期其經濟動能可穩定溫和成長。</p> <p>三、南歐債信危機中影響力較大國家，如西班牙及義大利，其經濟基本面及失業率數據已有改善；且部分國家陸續施行財政健全政策、啟動歐元區之救市計畫，甚至歐元之貶值亦利於出口產值提升，均有助歐洲度過此波債信危機。</p> <p>四、雖然中國工資水準持續提高，但對加工出口產業的衝擊可望被內需提升效果部分抵銷，人民幣升值趨勢應不會改變。</p> <p>五、當前世界經濟仍處持續復甦階段，惟因之前剛歷經金融海嘯及歐洲債信危機衝擊，股市投資者信心普遍不足，使得股市波動變大，加上各國利率仍處於極低水準，資產配置難度升高，風險管理越顯重要；目前該公司更為關注總體經濟變化對投資所可能帶來的風險，惟對於相關事件的事前判斷及風險趨避，執行上仍有其困難度。</p>

參訪時間	參訪機構、地點及會見對象	會談重點
0622 週二	<p style="text-align: center;">景順 資產管理公司 (Invesco) 於法蘭克福</p> <p style="text-align: center;">會見對象</p> <p>一、Bernhard W.Langer, 景順公司投資長；</p> <p>二、Alexander Tavernaro, 景順公司資深投資組合經理人。</p>	<p>一、該公司投資方式非常重視計量研究，經由模型四大概念：盈餘動能面、價格趨勢面、管理作為面及相對價值面，利用各概念下的指標，選擇適合長期投資股票、決定資產組合，及進行報酬率預測。對於本基金之資產配置及風險控管均透過嚴謹模型分析，提供基金管理人決定最適當之投資組合。</p> <p>二、有關歐元區之未來發展，該公司客觀就五種可能情境進行模擬，其結論基本上與德盛安聯公司近似，認為短期歐元對美元匯率有較小機率繼續貶值，長期升值機率反而較高，歐洲經濟將溫和成長；另認為歐盟的成立是許多歐洲國家長時期奮鬥的結果，當遇到重大經濟危機等問題，各國均會積極合作謀求解決方法，分裂則是他們不想見到的最後結果，故認為希臘退出歐元區之可能性不高。</p> <p>三、該公司建議本基金可適度放寬投資彈性，例如放寬追蹤誤差限制，使其操作上有較高自由度，以提高報酬率；對於委託期間，則建議酌予延長，使能涵蓋較為完整的景氣循環；至於選取的相對指標可考慮提高新興市場市值占相對指標之比重，以獲取較佳報酬。</p>
0623 週三	<p style="text-align: center;">德國職業 退休金協會 (ABA) 於海德堡</p> <p style="text-align: center;">會見對象</p> <p>一、Klaus Stieffermann, ABA 秘書長；</p> <p>二、Meinhard Jungmann, AGI 資深副總。</p>	<p>一、德國的老年退休財源主要依賴強制性質的到期支付 (Pay-as-you-go) 法定退休金制度，因面臨高齡少子人口結構老化問題，造成政府財政重大負擔，政府遂於 2001 年起進行改革，立法增加誘因 (例如遞延課稅)，促進第二層職業退休金及第三層個人退休金之發展。</p> <p>二、除了德國本身的法令規範，歐盟對於退休金監理、公司治理及資產管理的立法也越顯重要。</p> <p>三、對於職業退休金之經營，採取分散式管理可能較集中式管理相對欠缺規模經濟，且因此造成過度多樣性之選擇反使參加者難以選擇；惟分散式管理可促進退休金公司相互競爭，若能輔以建立完備金融監理機關來監督管理，應該是較有效率之作法。</p> <p>四、政府宜儘量避免直接介入退休基金運作，而應處於建立制度與依法監理角度，監督業者法令遵循情形。</p>

參訪時間	參訪機構、地點及會見對象	會談重點
	<p data-bbox="352 353 461 544">德國資產管理協會 (BVI) 於柏林</p> <p data-bbox="344 622 453 651">會見對象</p> <p data-bbox="256 678 544 860">一、Christa Franke, BVI 資深副總； 二、Bruno Brocks, AGI 執行董事。</p>	<p data-bbox="572 327 1458 568">一、德國資產管理產業主要分為資產管理公司、機構基金公司及零售基金公司，截至 2009 年底，其規模分別為 3,255 億歐元、7,256 億歐元及 6,502 億歐元，總計 1.7 兆歐元（約新台幣 68 兆元），規範投資基金數量達 10,439 檔，德盛安聯與景順資產管理公司皆為該協會之會員。</p> <p data-bbox="572 595 1458 887">二、介紹德國資產管理產業之金融監理機制，其負責機關 BaFin（性質類似我國行政院金融監督管理委員會）對於投資公司及保管銀行，擁有法定監理權力，可執行任何監理相關業務，以確保相關公司符合投資條款及規範等法令遵循情形；另 BaFin 亦負責建立穩定、令人信賴的財政系統、確保金融機構支付義務及強化信託法規。</p>
<p data-bbox="172 916 233 1155">0624 週四 與 0625 週五</p>	<p data-bbox="312 927 504 1218">德國原物料及工程產業退休金管理機構 MetallRente 於德盛安聯柏林分公司</p> <p data-bbox="344 1301 453 1330">會見對象</p> <p data-bbox="256 1357 544 1749">一、Heribert Karch, MetallRente 執行董事； 二、Bruno Brocks, 執行董事； 三、Udo Fischer, 安聯集團柏林分公司代表。</p>	<p data-bbox="572 954 1458 1196">一、以往職業退休金工具被設計成以公司特殊需求為依據，但自 2002 年後，政府意識到高齡少子化之趨勢，且法定退休金亦不足退休者晚年生活所需，故政府立法制訂通案性之標準，提供人民更多退休金提存工具，讓人民可自由選擇投資方式，以強化第二層及第三層之退休金計畫。</p> <p data-bbox="572 1223 1458 1352">二、該公司主要資產管理業務係以委託經營為主，透過諮詢委員會決定出不同投資工具之股債比例，然後委由資產管理公司之投資組合經理人執行細節之配置操作。</p> <p data-bbox="572 1379 1458 1509">三、因法令對於職業退休金之運用設有最低收益保障之規定，此項限制直接影響資產管理公司之投資方式，使其操作趨向保守，反而容易降低長期報酬。</p> <p data-bbox="572 1536 1458 1666">四、退休金制度改革牽涉漫長的政治協商過程，必須及早開始，德國在 2001 年開始的一連串改革幅度太小進程也不足，未來問題仍將持續惡化。</p>

參、參訪內容 1 - 資產管理

依本次參訪機構之性質，可區分為資產管理及德國職業退休金二大項，以下整理各機構之參訪內容：

一、德國資產管理協會（BVI）

（一）協會簡介

德國資產管理協會（Bundesverband Investment und Asset Management e.V., 簡稱 BVI），成立於 1970 年，為經政府核可之合法註冊協會，成立宗旨在於提升產業整體能力，扮演政府及業界溝通橋樑較色。協會由創始初期之 7 家公司，成員不斷增加，發展至今已有 87 個正式會員，包含 67 個共同基金公司、5 個機構法人基金公司及 15 個資產管理公司。因協會成員眾多，及成員管理之總資產規模龐大（已達 1.7 兆歐元），使 BVI 在德國資產管理產業具十足的代表性（相當於我國的投信投顧公會）。BVI 主要功能為提供資產管理產業之公司與政府及同業間相互溝通的管道，並提供成員教育服務、捍衛同業成員權利、顧問服務及支援成員權利伸張、公眾教育、建立及維護與其他國際間協會及企業組織之關係。BVI 亦為歐洲基金暨資產管理協會（European Fund and Asset Management Association, 簡稱 EFAMA）的創始成員之一，並參與組織國際投資基金聯盟。

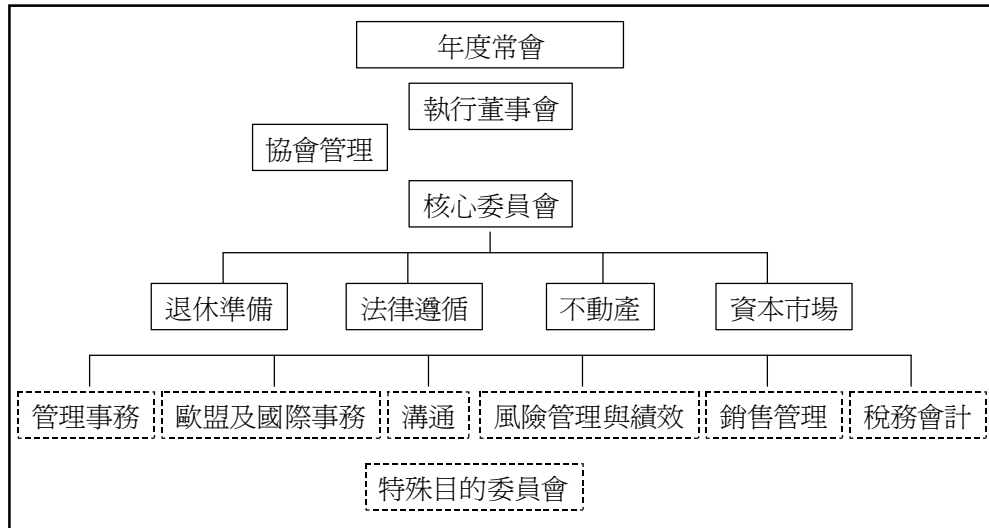
（二）組織架構

BVI 最高管理決策層級為執行董事會，每年定期召開常會（Annual General Meeting），選舉出擁有協會決策權之執行董事會成員，作為協會對外界之代表。僅限於會員公司才能入選至執行董事會。首席執行董事及執行董事共同組成 BVI 之管理營運單位，負責提供相關服務及代表同業成員，使其符合並遵循董事會之政策規範。

在執行董事會之協會下設有 4 個主要委員會及 6 個特殊目的委員會。4 個主要委員會有退休準備、法律遵循、資本市場及不動產基金委員會；6 個專家

委員會包含管理事務、國際事務、溝通、風險管理與績效及稅賦會計委員會。

圖 1、BVI 組織架構圖



(三) 德國資產管理產業規模

德國資產管理產業係由資產管理公司、機構基金公司及零售基金公司所組成，2009 年底，其規模分別為 3,255 億歐元、7,256 億歐元及 6,502 億歐元，總計 1.7 兆歐元，較 2008 年底之 1.5 兆歐元大幅成長，所管理之投資基金數量亦已達 10,439 檔，德盛安聯與景順資產管理公司皆為該協會之主要會員。

(四) 德國金融監督機構 (BaFin)

德國資產管理產業之政府監督單位為德國金融監管機構 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 簡稱 BaFin)，性質類似我國行政院金融監督管理委員會，對於德國投資公司及保管銀行，具有法定監理權力，可執行任何監理相關業務，以確保公司符合投資條款及規範等法令遵循情形；另 BaFin 亦負責建立穩定、令人信賴的財政系統、確保金融機構支付義務及強化信託法規。

目前德國資產管理產業面臨需要適應歐盟新法規的問題，經歐洲基金暨資產管理協會 (EFAMA) 於 2009 年 3 月之統計，約有 79% 的德國投資基金公司將受到歐盟之另類投資基金管理規定 (Alternative Investment Fund Manager Directive, 簡稱 AIFM) 影響，遠高於歐盟國家平均 26%。德國投資基金公司為了能在歐盟國營運，除要遵守 BaFin 規定外，亦必須轉型以符合歐盟之規定。

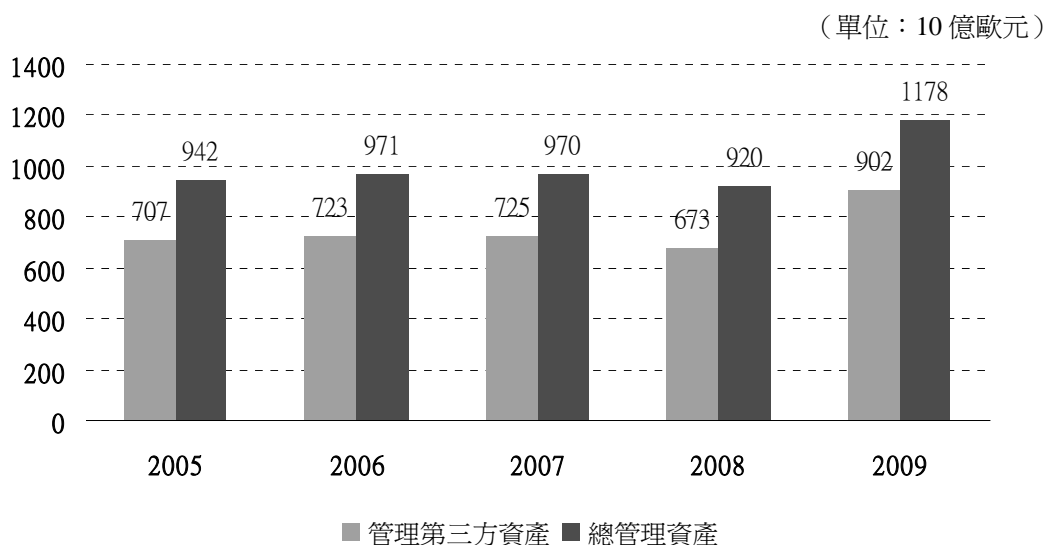
二、德盛安聯資產管理公司

德盛安聯資產管理公司 (Allianz Global Investors, 簡稱 AGI), 成立於 1998 年, 為德盛安聯集團旗下之資產管理核心事業公司, 亦為退撫基金國外委託經營之受託機構, 截至 2010 年 6 月底, 委託該公司經營之資產總計 8 億美元。

德盛安聯資產管理公司隸屬之德盛安聯集團 (Allianz SE) 創始於 1890 年, 總部設立於德國首都柏林, 1895 年在柏林證券交易所掛牌上市, 後因柏林總部受戰爭砲火摧殘, 1949 年總部搬遷至慕尼黑, 2000 年在紐約證交所上市。旗下主要擁有保險、銀行、及資產管理三大事業體, 於全球 70 多個重要國家設立金融服務據點, 為全球最大的綜合性金融機構。2009 年底, 德盛安聯集團管理資產達 1.4 兆歐元, 員工人數達 15 萬人, 並獲得標準普爾給與 AA 等級之財務強健評等。

德盛安聯資產管理公司所管理之總資產規模, 雖在 2008 年金融海嘯發生之際略微下降, 但至 2009 年底, 已上升至 1.17 兆歐元, 為全球第一大主動式管理之資產管理公司。在全球, 該公司擁有 7,500 萬以上客戶, 員工人數達 5,000 人。該公司在德國整體退休金市場有 15% 的市佔率, 居領導地位, 旗下股票型退休基金市佔率達 60%, 亦高居同類型之首。在亞洲, 德盛安聯也有參與香港強積金計劃。

圖 2、德盛安聯資產管理公司管理資產趨勢圖

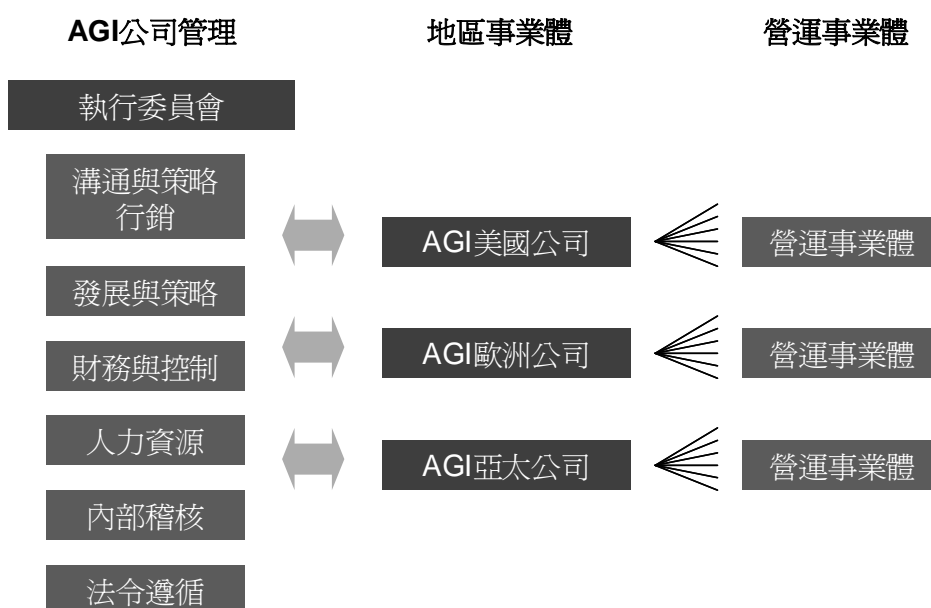


(一) 組織架構

德盛安聯資產管理公司最高管理層為執行委員會，主管全球業務及大方向之策略擬訂。公司底下分 6 個功能部門：溝通與策略行銷、發展與策略、財務與控制、人力資源、內部稽核及法令遵循等部門。於美國、歐洲及亞太地區分別成立管理事業體，並於各區域內之重要國家建立營運據點及共享公司旗下之 6 大專門性投資平台資源：

1. RCM：全球區域性股票管理機構，1970 年成立，提供全球股票、區域股票、均衡投資組合及專門策略投資組合管理服務，為退撫基金國外委託經營德盛安聯帳戶負責股票組合建立之經營單位。
2. 太平洋投資管理公司（PIMCO）：全球領先的固定收益型證券管理機構。
3. 歐本海默（Oppenheimer）資本管理公司：專長為價值型股票投資管理。
4. 尼可拉斯-艾伯傑（Nicholas-Applegate）資本管理公司：專長為轉機型股票投資管理。
5. NFJ：嚴謹及以價值為主導的股票投資管理公司。
6. 安聯另類資產管理公司：對於多元化策略及股票對沖基金之投資業務極具經驗。

圖 3、德盛安聯資產管理公司全球組織架構圖



(二) 公司發展歷程

時間	發展歷程
1998	安聯集團決定以資產管理為核心業務，成立德盛安聯資產管理 (Allianz Asset Management, 簡稱 AAM)，同年底為第三方客戶管理資產達 230 億歐元。
2000	安聯集團拓展業務至美國，收購 PIMCO Group (包括 PIMCO、PIMCO Advisors 及 PIMCO Equity Advisors) 股權成為大股東，而 Cadence Capital Management、Oppenheimer Capital 及 NFJ Investment Group 亦隸屬該投資集團。同年底，AAM 為第三方客戶管理資產達 3,360 億歐元。
2001	安聯收購美國資產管理公司 Nicholas-Applegate 及德國德利銀行集團 (Dresdner Bank Group)，包括德國資產管理公司 dit 及 dbi，以及環球資產管理公司 RCM。收購完成後，安聯把 AAM 及德利銀行集團的資產管理業務合併，成立德盛安聯資產管理 (Allianz Dresdner Asset Management)。2001 年底，新公司為第三方客戶管理資產達 6,200 億歐元。
2004	Allianz Dresdner Asset Management 更名為 Allianz Global Investors，中文名稱沿用德盛安聯資產管理。公司易名後，更突顯出投資管理集團與安聯的歷史連繫，及以環球客戶為本的宗旨。
2009	購併 Cominvest 投資公司，大幅增加投資市場的競爭力。

(三) 投資流程

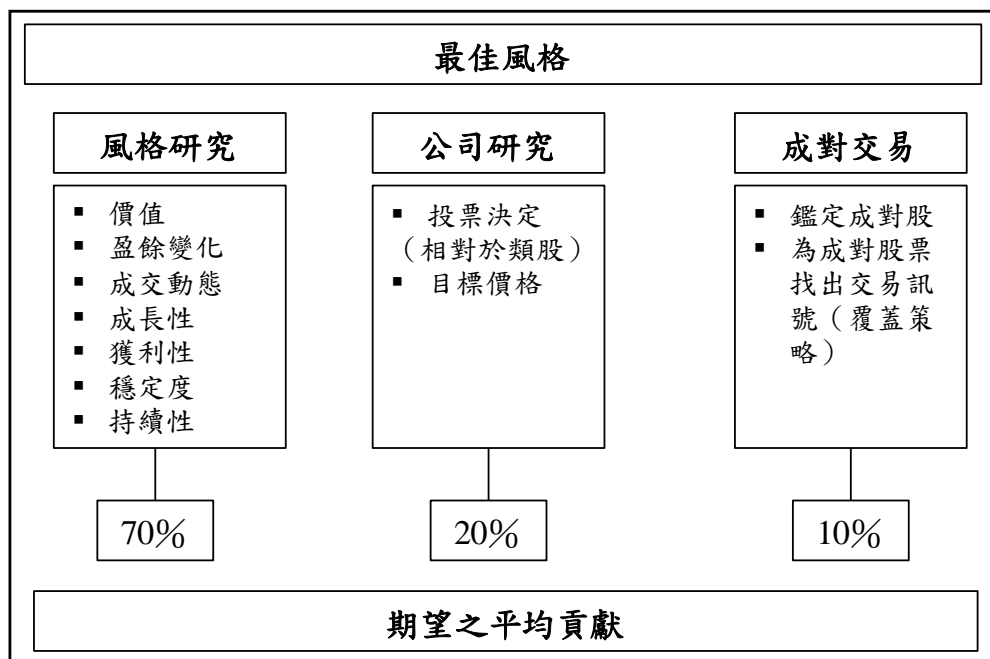
所謂「基金管理系統化產品」(Fund Management Systematic Products) 投資方案往往具有高度客製化特點，所以德盛安聯資產管理公司必須對個別產品進行定義及量化，再藉由設定各種參數 (如風險限制、目標報酬、配置限制) 來反映出全權委託帳戶目標。並將這些參數代入最佳化流程中。

就退撫基金之國際股票型委託代操管理帳戶而言，其投資組合的建立係由

德盛環球投資系統化（RCM Systematic）投資組合團隊負責，採取「最佳風格模式」投資分析方式以取得超額報酬。上述最佳風格模式包含系統量化分析及基本面分析，其內容詳述如下：

1. 投資風格研究：屬於計量核心策略，根據大約 35 種不同個股選擇標準來評估投資範圍中的個別股票，這些標準可以分為 7 種不同風格，包括價值、盈餘改變、價格動能、成長性、獲利性、穩定性與持續性。最佳風格產品所採用的強化策略則是將這些投資風格混合使用。
2. 個別公司研究：對全球上市櫃公司進行研究，專注於由下而上的投資觀點。研究分析師以全球（非個別區域）產業作為主要研究對象，並透過專屬網站系統（RIMS Express）使投資管理團隊能取得最新、獨有的專業研究報告、分析師對某一觀點之投票結果、價值衡量標準、股票目標價格以及相關的券商報告。部分公司的評價過程包括定期公司拜訪，面對面的互動可以提供非常寶貴的訊息來源。
3. 成對交易：當二支股票股價長期同方向變動，短期上沿著長期趨勢線的小幅上下波動者就稱「成對股票」。成對交易之步驟乃根基於價格反轉概念，以系統化方式發掘成對股票之反轉時機。

圖 4、德盛安聯資產管理公司之投資決策模型圖



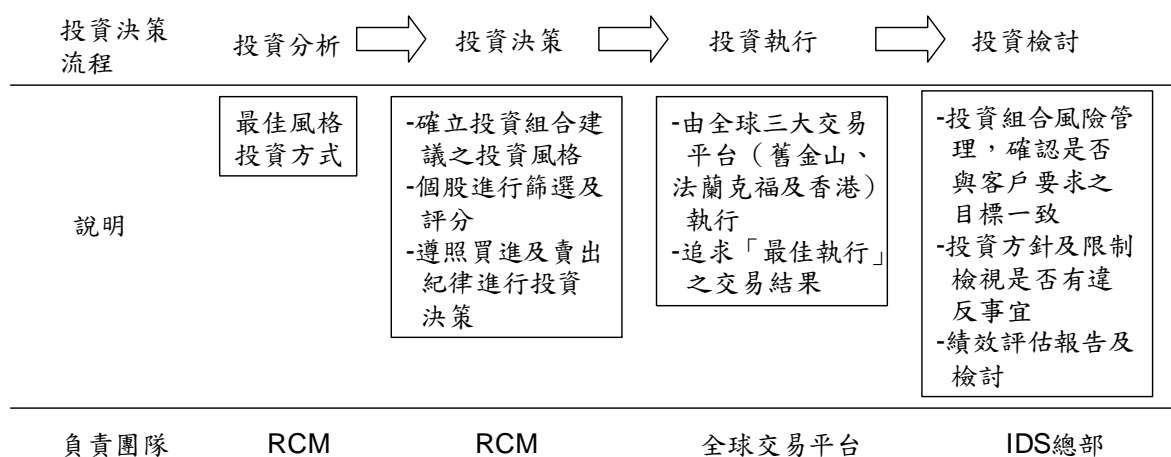
利用前述最佳風格投資方式之三大研究支柱，再考量股票與現金之資產配置、區域與產業之資產配置及策略性與戰術性目標以建立投資組合。

(四) 風險管理

德盛安聯資產管理公司風險控制流程包含事前及事後風險判斷兩個面向：

1. 事前風險判斷：藉由分析投資組合結構（Portfolio Structure）之總風險及相對風險（如追蹤誤差），以判斷投資組合之風險預算的配置，如股票特有風險、要素風險、產業、國家、規模及投資屬性風險。事前風險判斷亦屬於投資分析決策端，由 RCM 負責主導。
2. 事後風險監督：製作績效評量報告，以提供產業及個股對報酬率的貢獻度分析。觀察絕對報酬及相對報酬指標之波動度，提供經風險調整後之收益資訊，並加以計算出夏普值及資訊比率。事後風險監督屬於投資績效檢討端，由安聯集團子公司 IDS 總部負責主導。

圖 5、德盛安聯資產管理公司之投資流程圖



IDS 總部專注於風險控制與管理流程涵蓋幾種風險面向，包括結構與風險分析、流動性風險報告及風險值報告與分析：

3. 結構風險分析：IDS 總部為股票與固定收益投資組合提供客製化的風險報告。報告中重要之結構風險數據，如存續期間、利差存續期間、平均評等、違約風險、整體風險及事先追蹤誤差等。分析所有投資組合中的投資工具

包括期貨、遠期契約與選擇權，亦可獲得完整的風險指標資料。

4. 流動性風險報告：流動性風險報告提供一組指標來管理投資組合之流動性風險。詳細的分析報告顯示出所有股票流動性的分布情形、整個投資組合流動性長期發展、每支股票評等以及其對於投資組合整體流動性風險之貢獻數據。每月提供流動性風險報告資料，以供投資組合經理人作為決策參考依據。
5. 風險值分析報告：風險值之計算，根基於模型理論及歷史數據（如殖利率曲線型態、股票價格等）。風險值能影響資產或投資組合之配置比重。風險值報告亦提供投資價格因子之敏感度分析。

在與投資組合管理團隊所召開的每月或每季之績效及風險會議中，IDS 總部會對投資組合內之所有股票產品進行檢視，並根據分析結果，適時針對未來投資期間之投資方針加以重新設定，並調整相關投資流程。

除定期檢視投資組合外，IDS 總部每月至少提供一次更詳盡之投資組合資訊給投資組合管理團隊參考，包含額外事前風險評估數字等標準報告（包含追蹤誤差、整體投資組合風險指標等）。

三、景順資產管理公司

(一) 公司簡介

景順公司（英文名為 Invesco）於 1978 年在美國成立，由 9 名合夥人在南部銀行之退休管理部門展開業務。1997 年，該公司與位在美國休士頓的 AIM Management Group，合併為 AMVESCAP PLC。2007 年 5 月 23 日，股東決議將公司更名為景順資產管理公司（Invesco Ltd）。景順資產管理公司專責基金管理業務，2010 年 6 月全球管理資產金額已達 5,800 億美元，為全球最具規模的上市基金管理公司之一。目前亦為退撫基金國外委託經營之受託機構，委託資產總計 3 億美元。

景順業務遍佈世界各地，亞特蘭大、丹佛、法蘭克福、香港、休士頓、倫敦、路易斯維爾、紐約、墨爾本、巴黎及東京均設有辦事處，旗下專業的投資公司包含：景順基本股票（Invesco Fundamental Equities）、景順亞太股票（Invesco Asia-Pacific）、大西洋信託（Atlantic Trust）、景順固定收益（Invesco Fixed Income）、景順全球策略（Invesco Global Strategies）、景順英國投資顧問（Invesco Perpetual）、景順指數基金（Invesco PowerShares）、景順私募資本（Invesco Private Capital）、景順不動產（Invesco Real Estate）、景順加拿大投資顧問（Invesco Trimark）、WLRoss & Co（私募股權、對沖基金等公司）。

(二) 投資流程

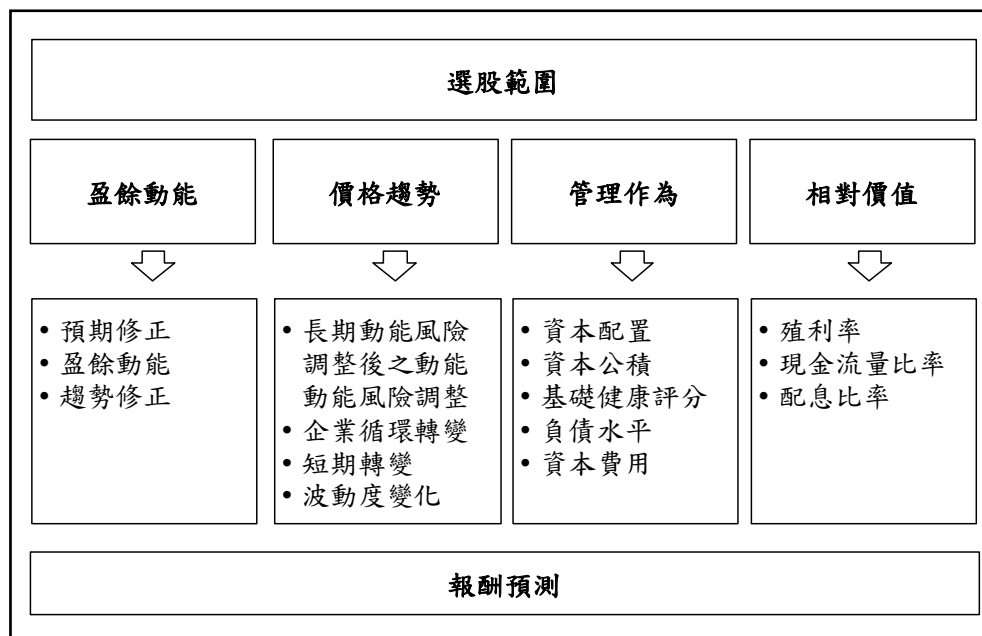
景順資產管理公司以嚴格、客觀、數量化的方式，由下而上進行選股，並選擇最佳投資風格、產業與國家類別配置比重，以建立投資組合。該公司的投資哲學為透過系統化及結構化的方式，把投資團隊對於基本面及行為財務面的見解轉化成投資組合。

退撫基金 96 年度國外委託經營之景順公司帳戶，係委由德國法蘭克福的景順資產管理總公司（INVESCO Asset Management Deutschland GmbH），所領導的全球結構產品團隊（Global Structured Products Group，簡稱 GSPG）代為經營。

在景順資產管理公司的投資策略中，採用以三大評價因子（內部報酬率、

股價淨值比與本益比) 爲主的量化投資分析，以在全球各產業中尋找值得投資的股票。這些股票通常有高於平均的隱含成長性、獲利穩定度、資產負債品質強度，且該模型所選出之個股往往在國家別、產業別與市值大小皆具有代表性。從量化研究篩選而來的個股，相較於大盤，無論在股價淨值比或本益比上，皆較具投資吸引力。模型中之財務數據、同業內之競爭力與獲利穩定度，都是篩選股票的標準。在操作上，亦會評估個股獲利潛力與對投資組合分散程度的貢獻，以建立全球股票投資組合。此外，在產業別與地區別上則持續關注投資組合的分散程度，以確保相較於大盤，能獲得更具備可預測性與穩定性之報酬。

圖 6、景順資產管理公司投資模型圖



在投資組合的建構上，GSPG 團隊還會根據 Barra 風險分析軟體之全球股票風險模型以及質化的風險因素，對每檔個股作風險預估，並運用 Barra 附帶的 Aegis 軟體，利用時間加權後的歷史資料來預估所選大盤指標特性和個股的超額報酬 (alpha)，達到「投資組合最適化」。最適化程序中 GSPG 團隊檢視的主要參數是「預期追蹤誤差」、「最大調升及降低個別產業影響」及「國家別與貨幣別之關連」等重要參數。股票特定風險的比例以及其他未受注意參數的風險也都納入考量的範圍。

(三) 風險管理

景順資產管理公司將風險種類分為個股、投資組合及作業執行三大層次，共九個項目，整理如下表：

表 2、景順資產管理公司之風險管理分類表

投資組合風險	個股風險	作業執行風險
系統及產業風險	市場價格風險	作業風險
策略風險	流動性風險	資訊系統風險
投資執行誤差	信用風險	法令遵循(內部稽核)

投資組合風險對基金管理公司而言，即所謂的市場價格風險，包括系統及產業風險、策略風險與投資執行誤差等。關於投資組合中的國家、類股、產業，甚至個股層面，均須詳細衡量及監視相關風險與波動性。此外，舉凡追蹤誤差、投資組合波動性、Beta 值、風險值 (VaR)、市場波動性以及風險來源等，都是衡量投資風險時所使用的參考指標。

至於流動性風險，則經由每日衡量基金和客戶投資組合中持有個股對應於其市值的大小以及追蹤個股單日交易量的變化。信用風險主要衡量的是往來券商的「交易對手風險」，所以在選擇券商時，除了評估其「執行交易品質」外，還需定期追蹤其信用評等的變化。

在作業執行風險面之控管，則注意「稽核發現 (audit finding)」及「異常交易 (breach/ error)」之問題。所謂「異常交易」，可能為客戶錯帳賠償、下單或交割錯誤、基金淨值計算錯誤、客戶以前一天淨值進行申贖、往來交易商、保管機構有重大違規情事、違反主管機關法令、信託契約、公開說明書、公司內部控制制度及規定者、客戶抱怨內容涉及內部管理程序者、變更已經覆核確認之資料、影響投資受益人權益及其他可能增加公司經營風險之行爲。

在資訊系統風險面，衡量天災人禍導致資訊服務受到停頓之情況，使得公司業務無法正常營運所造成的作業負擔與財富損失等風險。在法律風險方面，衡量「法律責任」對公司產生的名譽傷害、作業負擔以及財富損失等風險。

四、經濟情勢分析

本次參訪德盛安聯與景順兩家資產管理公司，對於全球金融環境、未來經濟情勢等議題彙整如下：

(一) 全球

全球工業產量指數及世界貨物交易量指數已回復至金融海嘯前之水準，顯示全球金融市場交易更為熱絡，經濟環境漸趨穩定。國際貨幣基金（IMF）預估 2010 年全球經濟明顯復甦，全球經濟成長率可望由 2009 年之負成長轉為正成長，幅度約在 3.7% 至 4.2% 之間。但為拯救受金融海嘯影響市場所增加的大額財政支出，使美國、歐洲等國家主權債務違約機率升高，而新興國家則有可能引發通貨膨脹等問題，值得留意。

(二) 歐洲

為因應源自希臘的經濟信貸緊絀及南歐債務危機之衝擊，以德國為首的歐盟採取雙管齊下的解決方案，包括：善意的財政支援，以及推行嚴厲的緊縮財政開支措施。證明市場逐步意識到各歐盟成員國金融體系是息息相關。希臘的財政狀況嚴峻，最少需要艱苦經營 3 至 5 年才會開始改善。希臘必須以受控的步伐重組過高的債務，而這亦能為其他偏離正軌的歐盟國建立一個清晰的機制，限制日後的行為。雖然路途崎嶇，但可視此為歐盟在貨幣、財政及政治統一進程上的一個階段。

觀察南歐國家總債務已高達 3 兆美元，約有 70% 債務借貸來自以德、法為主的歐洲銀行，其中德國對南歐授信占該國 GDP 比重達 20%。若南歐諸國債務違約或重整，歐元區銀行將認列損失，如此恐引發銀行信貸緊縮，進而造成整體歐元區之不良影響。然近期歐元區、歐盟與國際貨幣基金 IMF 再度提出 7500 億元紓困、歐洲央行 ECB 將購買歐元區各國之公債，以及希臘、葡萄牙、西班牙及義大利的財政瘦身政策，推估歐元區金融體債務違約機率應可降低。

德國聯邦統計局公布 2010 年第 1 季經濟成長率為 1.7%，國內外工業新訂單量回復至海嘯前之水準，顯示德國經濟已由衰退轉為成長。雖營建投資轉為減少，但機械及設備投資轉為增加，固定投資雖持續減少但已顯著改善，政府

消費支出維持穩定增加，出口也由衰退轉為增加，因而使整體經濟轉為成長。

歐元匯率方面，投資人擔心主權債務問題惡化可能會影響該地區金融系統，進而打亂全球經濟復甦，紛紛轉移歐洲資產，致歐元疲弱。但亦因歐元貶值，有助大部份歐盟成員國（特別是出口導向的德國）重振競爭力。事實上，不少統計資料證明它們的競爭力正在轉強。歐元貶值刺激短期的經濟活動，雖屬利多因素，但貶值幅度不足以改善弱勢歐盟國家（例如：西班牙及義大利）的競爭力。德盛安聯及景順公司皆認為歐盟國家大歐洲的團結心態，會積極決南歐債信問題，故對歐元匯率後市看法極為樂觀。

表 3、PIIGS 國家經濟資料彙整表 - 2009 年底

PIIGS	葡萄牙	愛爾蘭	義大利	希臘	西班牙
政府債務餘額占 GDP%	76.8	64.0	115.6	115.1	53.2
政府當年預算赤字占 GDP%	9.3	11.4	5.3	12.9	11.4
貿易赤字占 GDP%	10.1	2.9	3.4	11.2	5.1
失業率%	9.5	11.8	7.8	9.4	18.0
GDP 規模（美元）	2,278 億	2,277 億	2.1 兆	3,300 億	1.46 兆
GDP 占歐元區比重%	1.8	1.8	16.7	2.6	11.6
人口（萬人）	1,064	444	5,978	1,162	4,583

（三）亞洲

近期爆發之歐洲債務危機確立了亞洲可穩定地成為全球經濟的成長動能，亞洲地區活躍經濟體所創造的經濟成長將帶動全球經濟復甦。至少有兩項特徵可看出全球經濟復甦是由亞洲帶動，首先亞洲國家對帶動全球經濟復甦所做出的貢獻遠比其他國家多；其次許多亞洲國家的經濟復甦是仰賴出口貿易及強勁的國內需求。強勁的國內需求部分是反映政府刺激政策，但民間需求復甦仍是其主要因素。

中國為亞洲市場中備受矚目的國家，綜觀其經濟數據，目前呈現內熱外溫

的情況，內部消費、生產及固定投資數據均維持成長，對外出口易則尚未穩定。由於國際油價近期持續上揚，加上中國房地產價格居高不下，中國可能為防範通膨而再緊縮其貨幣政策。

人民幣匯率方面，美國政府持續施壓，使得外界對人民幣升值的預期大增，加上中國大陸央行宣布，將增強人民幣匯率的彈性。此舉可能暗示央行將允許人民幣兌美元恢復逐步升值。

五、歐洲債信危機

景順資產管理公司引用景順集團首席經濟學家祈連活 (John Greenwood) 之「已開發經濟體主權債務之緣由及結果」報告 (The sovereign debt crisis in developed economies – origins and possible outcomes)，陳述了該公司對於南歐債信危機的分析架構及見解整理如下：

(一) 景氣衰退可概分為兩種形式

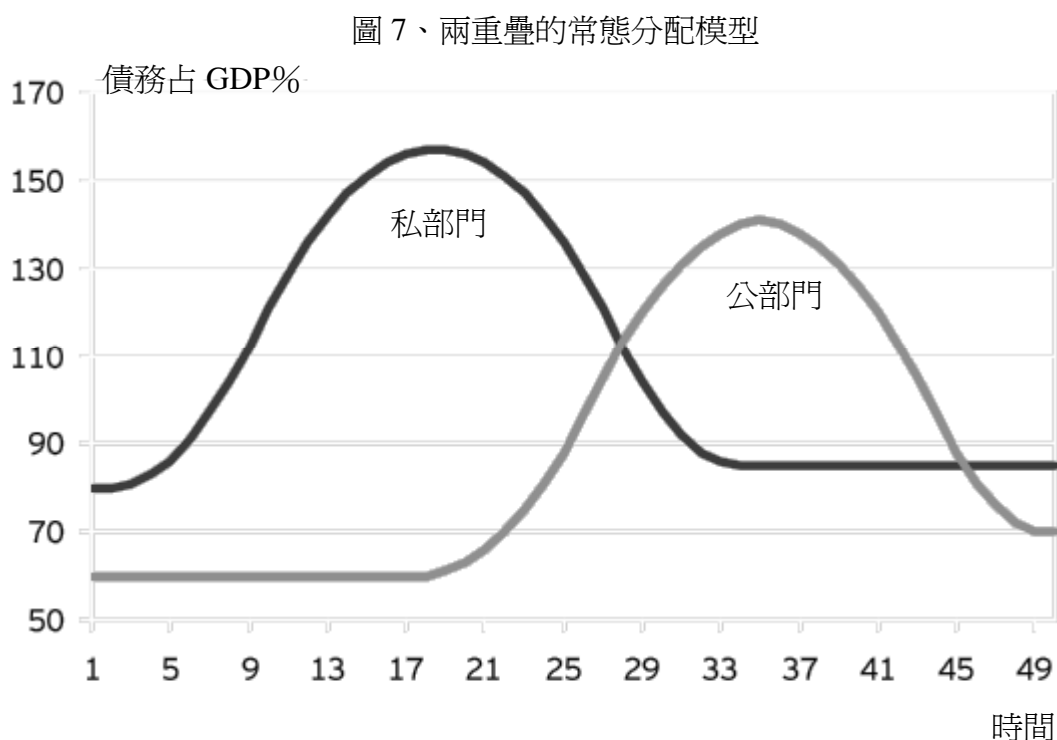
依據美國經濟學家費雪 (Irving Fisher) 在 1933 年的實證研究顯示，景氣衰退可分為較溫和的典型衰退和較嚴峻的非典型衰退。較嚴峻的景氣衰退多半與先前的債台高築有關。費雪認為，嚴峻型的景氣衰退就是當信用泡沫破裂，破壞家戶、企業與金融產業資產負債表，造成破產、負股權，以及漫長的償債過程。此外，由於資產負債表的修復過程需要長期去槓桿化，代表銀行的資產負債表會因貸款清償而收斂，造成貨幣與信用緊縮，並導致債務緊縮。

反觀溫和型衰退，即經濟體在央行降低利率後即有自我調節的能力。而在嚴峻型的衰退情況下，投資人信心薄弱、急速撤資，可能導致貨幣貶值，因此，衰退通常伴隨銀行危機與貨幣危機。由此看來，嚴峻的景氣危機無可避免使商業銀行蒙受巨額損失，銀行危機隨之而來，政府即時地介入是必要的。

以上簡述各種危機可能產生的錯綜影響，亦說明了為何需要政府大規模的紓困與救市方案。政府可能需要對商業銀行注資或將之國有化、擴大支出以抵銷私部門支出降低對 GDP 之衝擊，中央銀行亦可能需要將利率降低至接近零利率或實施量化寬鬆貨幣政策以抵銷私部門去槓桿化的影響。

(二) 信用泡沫的形成及破裂之模型分析

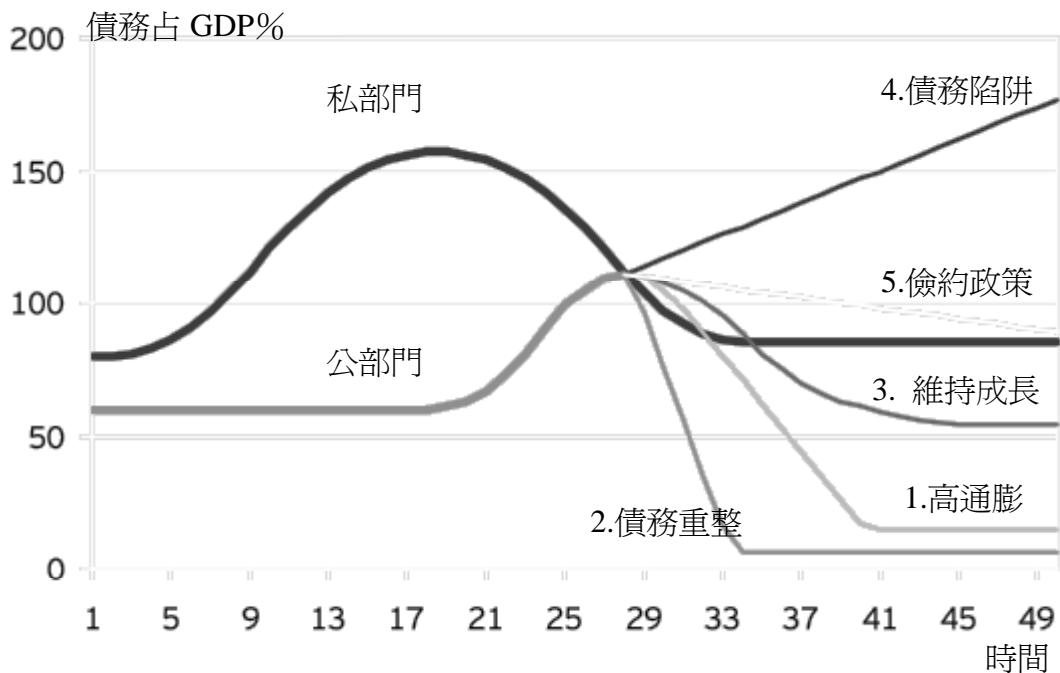
祈連活認為信用泡沫的出現及其影響，或整個泡沫破裂的過程可用重疊的 2 個常態分配模型來說明（如下圖），模型中每條曲線皆代表槓桿程度或負債對收入的比值。左邊的常態分配曲線代表私部門於泡沫形成期間，槓桿擴張、負債對收入比值上升至頂峰，才出現去槓桿化的階段。右邊的常態分配曲線則代表政府的負債對 GDP 比值，其模型近似，但未必能達相同高度。



當泡沫破裂時，私部門通常迅速地降低支出與清償負債，亦即去槓桿化之活動。衰退發生後，造成政府收入迅速降低，導致政府預算赤字並提高政府負債對 GDP 比值之結果。這解釋了在現代經濟中，政府的負債比率通常在私部門開始進行去槓桿化活動後驟升。

許多國家都曾出現政府在銀行危機後的救市與穩定經濟方案，亦有許多個案研究顯示債務問題如何解決。管理顧問公司麥肯錫將上述危機的後續發展歸成四大類：高通膨、政府違約、負債中維持經濟成長、儉約政策。祈連活認為，這樣的分析還不夠完整，應該加上一種更可能的結果：債務陷阱。

圖 8、五種可能結果



(三) 五種可能的退場機制

1. 高通膨：對資產負債表或債務問題最快速的解決方式為製造高通膨，提高名目資產價值，快速減損債務的實際價值，使公私部門去槓桿化更加容易。然而在創造高通膨的過程中將對實體經濟活動造成傷害，儘管債務人和物產或股票的持有者可能受益，但債權人和小型儲蓄者則可能受害。在通膨持續上升的狀況下，人們因預期債券將受損而使出借資金的意願減低，私部門與公部門的實質借貸通常會急速下降。因此，在高通膨時期的實質借貸數量通常趨向緊縮。
2. 債務重整：公部門可用違約或債務重整以擺脫過度槓桿問題，尤其是當泡沫破裂伴隨金融危機或貨幣危機，因為大幅的貨幣貶值將造成外幣計價的債務更難以償還。信評機構會調降舉債過度或經濟成長前景不佳的政府所發行的公債，就像它們最近對希臘與西班牙一般。政府違約無疑將造成後續幾年該經濟體喪失運用信用市場的管道。由此看來，政府違約提供了一項機制，迫使強制舉債過度的公私部門必須降低槓桿程度。
3. 維持成長：即在負債中仍維持經濟成長。在負債對 GDP 的比值中，負債

為分子，GDP 為分母，若經濟成長，則分母變大，將逐漸降低負債比率，這有別於其他刻意去槓桿化或降低負債的手段（減低分子部分）。但此情形出現的機率相對低，除了原物料行情發動或戰爭爆發以外，甚少案例顯示經濟體在泡沫破裂的情況下還有辦法或有機會持續增長。

4. 債務陷阱：例如過去 20 年日本所出現的狀況。在 1985 年到 1990 年的泡沫破裂後，經濟成長減緩的時間遠超過預期地長，並造成政府的預算狀況持續惡化。政府的債務與 GDP 比值剛開始會如常態分配曲線般地上升，但政府的財政和貨幣政策卻無法挽救經濟，結果導致日本的公債對 GDP 比值持續上升，即使在私部門的負債比率已經穩定了，亦是如此。日本的政府負債與 GDP 比率現已超過 180%，經濟合作開發組織（OECD）更預測此比率在 2011 年會達到 204%。因此，日本的整體負債成長速度較名目 GDP 成長率快，表示日本本質上是處於負債陷阱中，而日本政府公債利率偏低，正是支撐上述狀況持續的主因。
5. 儉約政策：指得是透過經濟政策讓公私部門好幾年的債務成長率，低於名目 GDP 的成長率。實務上，這種方法在近幾 10 年相當普遍，特別是在成熟經濟體，包括英國、美國及其他歐洲國家都以此方式因應近期的危機。麥肯錫的研究可追溯至 1933 年，涵蓋 23 次的儉約政策推行，其中 16 次是發生在金融與銀行危機後。通常私部門的去槓桿化行動相當快，但公部門則需費時較久。北歐經濟體在 1990 年到 92 年後及 97 年到 98 年之後亞洲金融危機，都提供了研究的範本。簡約政策的施行，即便貨幣處於貶值狀態，也往往讓經濟成長率和通膨低於危機發生前的水準，債券的殖利率也會由原先債務龐大、利率較高的狀態而走低。其原因為，於此期間，私部門增加儲蓄，借貸意願在去槓桿後的幾年之內都不高。

(四) 歐元區公債危機總覽

歐元區的政府公債危機亦可用上述框架分析，但由於參雜著單一貨幣聯盟的因素，在貨幣與財政問題上更顯得複雜。目前多數歐元區國家都處於剛走出戰後最嚴重衰退的景氣狀態，大量舉債以及貨幣走弱，無論財政或貨幣因素皆使危機更加嚴峻。

導致此危機之貨幣及財務因素可追溯至貨幣聯盟理論本身。基本上，歐盟各國間的異質性，讓歐洲非主要國家的景氣趨勢更加惡化，資產負債表的問題也從私部門蔓延到公部門。此外，危機的核心在於並非每個國家都能達到身為貨幣同盟國的基本條件，更別說符合當初馬斯垂克條約所設的限制。這些根本問題加上自我調控機制的效果有限，都讓歐元區的問題需要長期的時間來解決。

(五) 結論

實證研究顯示，過去數十年許多國家經歷資產負債表衰退（即非典型衰退）與公債危機後，包括歐元區在內的成熟經濟體要解決債務問題，無法透過高通膨或奇蹟式的經濟成長克服，且政府需盡力防止違約（或債務重整）或陷入日本般的債務陷阱。因此，只有「儉約政策」是較可行的選項。但實際上，即便經濟迅速復甦，政府仍需歷時數年才能減輕債務。

以歐元區而言，貨幣聯盟中各國本質上的差異已在信用與房市泡沫後被突顯，景氣衰退與公債問題需要被廣泛且持續地重視，以追蹤這些問題是否不再破壞經濟政策的可信度與債務工具使用性。不過，眼前所面對的挑戰依然艱鉅，且相關措施最終的可行性仍有待商榷，這代表歐元區的危機要克服仍曠日費時。

肆、參訪內容 2 - 德國職業退休基金

一、德國職業退休金簡介

本次赴德國參訪兩個職業退休金相關機構，分別為職業退休金協會(ABA)及德國原物料及工業退休金機構 MetallRente，訪談重點為德國職業退休金制度。德國職業退休金制度主要分為三層級，第一層為法定退休金，第二層為企業在職退休金，第三層為個人投保之退休金。Tower Watson 於 2009 年預估德國退休金資產總額為 3,300 億歐元(約 13 兆台幣，不包含個人及利害關係人之確定提撥制資產；德盛安聯於 2009 年對德國整體退休金市場估計約為 1 兆歐元)，退休金資產總額占 GDP 之 12%，相對於世界主要國家來得低，又其中有 65%採行確定給付制(Defined Benefit, 簡稱 DB)、35%確定提撥制(Defined Contribution, 簡稱 DC)。由於德國政府很早就意識到人口結構的改變(經德國官方統計，德國 65 歲以上人口佔勞動參與率 2000 年為 34.5%，預測至 2050 年將增加為 73.9%)，且現行退休金制度之財務缺口愈來愈大，為解決福利支出的沉重包袱及退休金不足以維持基本生活的問題，德國政府遂於 2001 年推動「里斯特改革」(Riester Reform)以降低法定退休金水準，並透過租稅優惠政策鼓勵，逐步提高職業及個人退休金之比重。

(一) 第一層－法定退休金

德國社會安全系統(Social Security System)提供國人廣泛福利的保障，其中一個要項為政府法定退休金制度，屬義務參加性質；政府法定退休金保險對象為全體公私部門之雇員，其給付之水準視投保年資、平均薪資、退休年齡及給付種類(老年退休金、殘廢退休金)而定，凡男性或女性達 65 歲，繳費滿 45 年，每年達到平均保費水準者，即可領取最終月份淨所得之 70%之退休金(預計 2030 年將降低至 67%)，但能工作滿 45 年者並不多，因此，整體之給付水準遠低於前述比例(2007 年給付水準平均為 51.7%，預估於 2030 年將降為 43%)；法定退休金可提前至 60 歲(1964 後出生者將延至 63 歲)提領，但條件為工作需滿 35 年且給付金會依提前支領月數減少 0.3%。此外，65 歲前因身體

無法工作者，可支領殘廢年金，當被保險人死亡，家屬可支領遺屬年金。

表 4、德國法定退休金之出生年份及退休年齡對應表

出生年份	退休年份	退休年齡	
1947	2012	65 年	1 月
1948	2013	65 年	2 月
1949	2014	65 年	3 月
1950	2015	65 年	4 月
1951	2016	65 年	5 月
1952	2017	65 年	6 月
1953	2018	65 年	7 月
1954	2019	65 年	8 月
1955	2020	65 年	9 月
1956	2021	65 年	10 月
1957	2022	65 年	11 月
1958	2023	66 年	0 月
1959	2024	66 年	2 月
1960	2025	66 年	4 月
1961	2026	66 年	6 月
1962	2027	66 年	8 月
1963	2028	66 年	10 月
1964	2029	67 年	0 月

表 5、德國法定退休金規定總覽

財務處理方式	到期支付制 (Pay As You Go)
提撥比例	19.9%
給付水準	薪資的 70% (至 2030 年預計降為 67%)
保費負擔	僱主負擔 9.95% 受雇者負擔 9.95%
每年繳費限額	上限為 63,600 歐元
法定退休年齡	男/女 65 歲 (計畫將增加至 67 歲, 緩衝期間 2012 至 2029, 對象為 1964 年後出生者)

OECD 於 2009 年統計德國 65 歲以上人口占勞動力比例，2000 年為 34.5%，預估 2050 預計達 73.9%，顯示原本在 2000 年 3 個勞動人口扶養 1 位老人，至 2050 年變為 1.35 勞動人口扶養 1 位老人。德國嬰兒出生數每年都在降低，出生率已低於歐盟 25 國平均每位婦女 1.48 個孩子生育水平，使德國人口數將於 2012 年逐漸遞減，經官方統計，2000 年德國人口總數為 8,230 萬人，至 2050 年將減少為 7,560 萬人，面對未來人口成長緩慢及人口老化的影響，在職者必須為自己未來退休後生活提早規劃，尤其是財務上的規劃。

德國政府預計於 2030 年將法定退休金給付水準降為 43%，以減輕財政負擔，其結果為退休者支領的退休金減少，再加上通貨膨脹影響，法定退休金僅夠保障退休者的基本生活。2004 年報告指出，47.5%的退休女性和 12.1%的退休男性，每月退休金不到 300 歐元，這些錢只能擁有十分簡樸的住屋，並且還需支付醫療保險費及納稅，顯見僅依賴法定退休金過退休生活是不夠的。

除日益惡化的人口結構外，東西德合併後，西德須全數負擔東德過去未提存之債務，使得現行法定退休金系統已無法正常運作。政府為解決嚴重的財務問題，遂於 2001 年提出里斯特改革方案，並在後續幾年的時間，持續進行退休金規則及稅制上的改革。2009 年底，政府將結束補貼部分職業及個人退休金制度，並逐漸取消部分退休金免稅條款，以減輕財政負擔。雖然退休者的福利縮減，但為了保證退休後能維持一個可被接受的生活水平，個人及職業退休金重要性大幅增加。

(二) 第二層－職業退休金制度

職業退休金非屬義務參加性質，而是與個人退休金一樣，具有選擇性。職業退休金往往是通過公司的人事部門來進行辦理，較個人保險退休金，享有低分配成本和管理成本的規模經濟優勢，並能集體協議投資方式，對於雇主及雇員皆有益處。職業退休金在西德的大型企業、製造業及金融業中相當普及，平均 46%的受雇者參加公司退休金計畫，這些公司能自行選擇適當的保險方案。另經由統計資料顯示，退休金的覆蓋率也會受公司規模影響，500 人以上的大型公司，98%提供退休金計畫，而在人數少的小型企業，提存者較少，僅有 28%

的公司提供退休金計畫。多數職業退休金計畫採取確定給付制，因其較確定提撥制及混合制更能享有稅賦上的優惠。以下介紹德國職業退休金的五種提存方案及其投資方式：

1. 累積準備金 (Book Reserve Accrual)

- (1) 綜觀德國整體職業退休金市場，2008 年有近 54% 的退休金資產配置於此方案，最受歡迎。雇主提撥額外盈餘做為雇員退休金準備，累積準備金享有額度的條件減稅優惠，雇主當年度提撥金的總額為原始提撥金減掉免稅額後的淨值，而提撥金不計入員工的所得中，員工當年度可享有稅額減免，但未來領取退休金時仍需要課稅（遞延課稅）。
- (2) 德國政府對於退休金管理相當保守，另設有退休金保險協會（Pensions Sicherungs Verein, 簡稱 PSV）提供收益保證，提供累積準備金方案之企業每年須付保費給退休金保險協會以取得承諾，即公司倒閉時，該協會承接所有退休金債務，確保員工退休金的履行。破產保護支付退休金之涵蓋範圍為每年 88,200 歐元。
- (3) 投資方式無特別的法令規範，稅法亦無規定準備金須有何種的特殊用途，對雇主而言具有相當大的運用彈性及吸引力，過去一般公司大多運用累積準備金購買自身資產，幫助公司營運擴展業務，並間接地鼓舞員工，但隨著國際會計準則及法令的改變，雇主逐漸將一些退休金資產，委由外部機構代為管理，例如信託（Contractual Trust Arrangements, 簡稱 CTA），或是透過再保險的方式轉移投資風險。這些資產被視為計畫性資產，依會計準則可將這些退休金的負債自公司的資產負債表中移出，以改善公司的資產負債比。

2. 退休基金 (Pension Funds)

- (1) 2008 年之職業退休金市場，有近 23.6% 的退休金資產配置於此方案，為第二受歡迎之方案。退休基金通常由資產管理公司負責營運管理，可由一個或多個雇主共同參與，可節省 80% 應支付給退休金保險協會之費用。法律規定雇員直接享有及退休金之投資利潤。新的稅法規定，退

休基金和前述退休金帳戶一樣，在特定提撥額度內享有免稅優惠。2009年5月，因受金融海嘯影響，政府允許退休基金低於應提儲備10%（Under Funding Level 可達10%），但須提供10年期的復原計畫。

- (2) 依德國的保險監督法之規定，為確保安全及收益，退休金管理公司必須做好風險分散及存續期間的管理，即從負債面進行資產配置，而其他投資限制與保險公司相同，投資權益型商品不得超過帳戶金額之35%。

3. 直接保險（Direct Insurance）

- (1) 在2008年職業退休金市場中有近11%退休金資產配置於此方案。雇主出具個人或團體的人壽保險契約，受益人為公司雇員，雇員可依契約規定獲得給付，保險契約給付範圍很廣，例如老年、殘廢、死亡。投資利潤風險由保險公司承擔，若有超額報酬，通常以紅利方式發放給受益人。雇主繳納的保險費最高可提撥至4%之社會安全提撥限制，加上1,800歐元之固定提撥限制，視為費用可自稅中扣抵，而受益人在未來領取退休金時仍須扣稅。
- (2) 投資策略由保險公司決定，而保險公司受法定的金融監督單位管理，有投資權益型商品不得超過帳戶金額之35%限制規定。

4. 退休金帳戶（Pensionskasse）

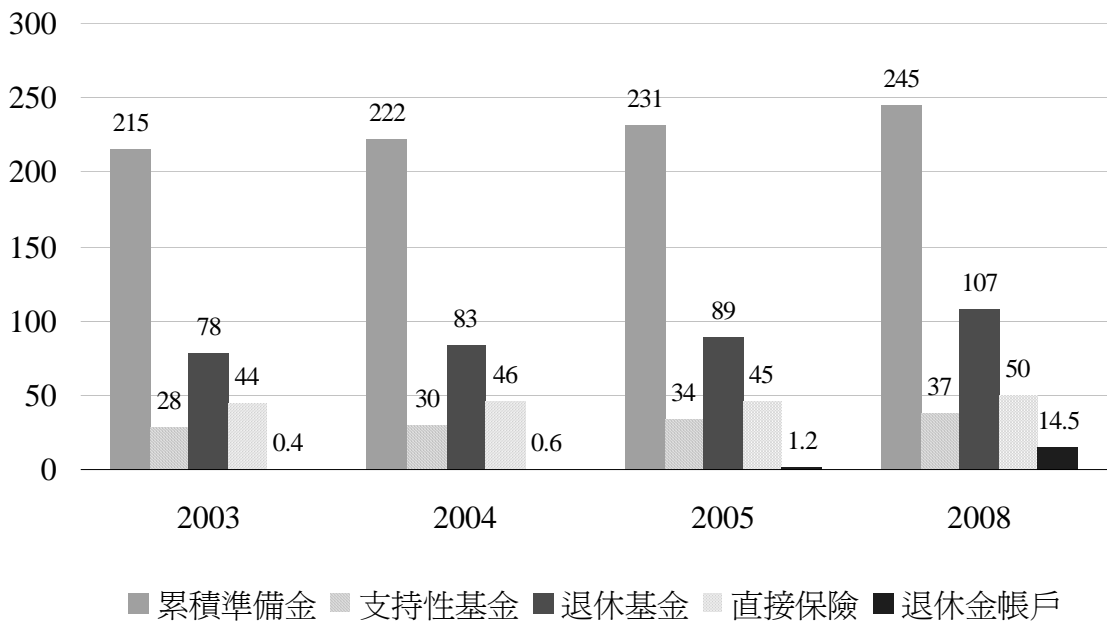
- (1) 整體職業退休金市場中，2008年有近3.2%的退休金資產配置於此方案。退休金帳戶可由多個雇主參與運作，不需繳交保費給退休金保險協會，但會受到政府對於保險收益的監督，以確保在任何時間都可履行債務。例如德盛安聯公司所管理之退休金帳戶，視雇主為參與成員，負責提撥事宜，德盛安聯公司則負責經營並保證最低收益。雇主依照新的稅制規定提撥均可免稅，但有提撥法定上限4%之社會安全提撥限制，提撥金加計固定提撥限制1,800歐元，但雇員在未來領取退休金時仍須扣稅（遞延課稅）。
- (2) 保險公司依據財政部規定之退休基金的投資資產種類及風險分散方式來進行投資，並對雇主有保本及最低收益的承諾。經政府精算後規定

2007 年新簽訂契約之保證最低收益應為 2.25%。

5. 支持性基金 (Support Fund)

- (1) 支持性基金資產占 2008 年職業退休金市場之 8.2%。可由單個或多個公司雇主提撥保費給支持性基金的管理機構，而保費及支付給退休金保障協會的費用，可作為公司日常費用扣除。雇員無法律權利直接向支持性基金要求收益，而應是向雇主要求。雇主為雇員提存的退休金不列為雇員的所得，對雇主的免稅優惠額度則視投資之基金型態而定，如果是投資於再保險契約，則享有免稅優惠，若做其他的投資，超過免稅額上限則需繳稅，而員工領取退休金時需扣稅。
- (2) 投資基本上無限制，但往往為求穩定收益，會透過保險公司進行再保之方式。

圖 9、職業退休金 5 種工具金額趨勢圖 (單位：10 億歐元)



(三) 第三層—個人退休金計畫

德國政府為了彌補法定退休金的不足，所有參與德國社會安全系統之國民，都可以參加直接補貼或稅收刺激的個人退休金計畫。個人退休金計畫具有幾項特色，個人可以根據自己意願及喜好（如風險趨避、投資生命週期、年金或高收益商品）選擇產品，並能透過廣泛的銷售網路（代理機構、銀行）投保，

亦可提供專為客戶量身訂作之高度客製化服務。2008 年政府規定，個人提撥退休金的免稅額度，以個人收入之 4%（社會安全提撥限制）為上限。而一般常見的個人退休金計畫有養老保險契約，以及政府補助的附加型退休金：

1. 養老保險契約：養老契約保險保障最低收益，享有稅負上的優惠，亦被視為一種個人退休儲蓄的工具。養老保險契約所賺取的利息在領取退休金前均予以免稅，具有遞延課稅之優點，但領取條件為最早領取年齡需滿 60 歲、契約費用的提撥期間至少在 5 年以上，及存續期間須至少 12 年等限制。
2. 政府補助的附加型退休金：德國政府補助公司員工及德國社會安全系統退休金之參與者購買個人退休金。退休金計畫可由雇主提供或由個人自行尋找選擇。為取得政府補助，雇主往往會提供員工個人退休金計畫。政府補助的範圍廣泛，從員工個人到被保險人的家庭成員。提撥金可自個人所得中扣除，提撥期間所生孳息免扣稅，但退休時領取的給付須扣稅，具有遞延課稅優惠。

德國歷經了 2001 年里斯特改革，使德國退休金制度更具彈性，而眾多方案及混和的產品出現，結合了資產管理與保險的專業，在法令所賦予之高度安全前提下，更能發掘全球資本市場的利潤所在。另在租稅遞延支付優惠措施的法制化下，對第二、第三層退休金制度的滲透度及投資槓桿上賦予強大的動力，加上有法律的支持及工業和企業家協會強而有力的參與，使工業範圍內的退休金制度得以建立，例如 MetallRenta 的成立。

二、德國職業退休金協會（ABA）

（一）協會簡介

德國職業退休金協會（Arbeitsgemeinschaft Betriebliche Altersversorgung e.V., 簡稱 ABA）為德國合法註冊之職業退休金協會，成立於 1947 年，目前已有 70 多年歷史，對於職業退休金的管理擁有豐富經驗。該協會成立之主要宗旨在改

善職業退休金制度與法令規定，積極扮演政府、雇主及員工間溝通的橋樑，並提供會員顧問診斷、精算、稅務及會計等服務。ABA 目前擁有 1,400 個以上之成員，其中包括雇主、職業退休金相關機構、保險業、精算會計、顧問、稽核及資產管理等相關機構。ABA 亦為歐洲退休法規聯合會創始會員之一。

(二) 組織架構

ABA 旗下由專家委員會及執行委員會組成，其中專家委員會包含產業法令委員會、稅務委員會及投資委員會；執行委員會主要負責協會營運及管理。隨著德國退休制度的改革，職業退休金的角色越顯重要，ABA 的任務即為盡最大努力推廣職業退休金，並與協會之成員公司密切合作，提供政經情勢分析、稅務法令、保險統計等資訊及實務上的交流。

(三) ABA 相關議題

1. 德國社會安全系統（The Germany Society Security System）所提供廣泛的福利措施，包含退休金（與退休、長期失能及死亡相關）、醫療（健康照顧、短期失能及婦產相關）、長期照顧福利、失業救濟及女性津貼等措施，而系統資金來源主要根基於到期支付（Pay-as-you-go）方法，由雇主及員工共同提撥。
2. 根據 ABA 提供之統計資料，退休者 85% 的收入來源，來自義務參加之社會安全退休金，公司退休金部分僅占 5%，其他私人收入部分則占 10%。然隨著德國高齡少子人口結構老化問題越來越嚴重，將對到期支付性質的法定退休金制度，造成重大負擔，進而影響政府財政，有鑒於此，德國政府遂於 2001 年起進行改革，立法增加誘因（例如遞延課稅），促進第二層公司職業退休金及第三層私人退休金之發展。
3. 除了德國本身的法令規範，歐盟法規對於退休金監理、公司治理及資產管理的影響性也越顯重要。
4. 職業退休金之經營，如果採取分散式管理或許較集中式管理欠缺了規模經濟，且因此造成過度多樣性之選擇反使參加者難以選擇；惟分散式管理可促進退休金公司相互競爭，若能輔以建立完備金融監理機關來監督管理，

應該是較有效率之作法。

5. 政府宜儘量避免直接介入退休基金運作，而應處於建立制度與依法監理角度，監督業者法令遵循情形。

(四) 退休金帳戶之跨國轉移

1. 歐盟成員國之德國、法國、奧地利、比利時、希臘、愛爾蘭、盧森堡、荷蘭、英國與葡萄牙等，允許合法轉移國內退休金帳戶至其他會員國，或從其他會員國家轉入退休金專戶。換言之，大部分歐盟國家的勞工到母國以外的歐盟國家工作，仍能享有其退休金專戶的保障，退休金專戶具有可攜性，不因轉換工作的國別而影響提領退休金權利。但其中，德國和法國有附加相關但書，需符合同類型的退休金計畫才可以將個人專戶移轉至法國或德國。
2. 雖然大部分歐盟國家勞工的退休金專戶可以相互移轉，但移轉過程和移轉後仍有不少爭議，例如，各會員國的稅制規定不一，因此在退休金專戶的給付課稅和提撥免稅額度就有不同的標準。
3. 歐洲聯盟的整合程度越來越高，但就退休金政策而言，各會員國政策腳步不一，也影響退休金政策的整合和運作，乃至目前為止並沒有歐盟層次的整合性政策出現，也造成退休金運作實務的種種爭議。

三、德國原物料及工程產業退休金管理機構 MetallRente

(一) 機構簡介

MetallRente 為德國最大的職業退休金計畫管理機構，主要出資者係原物料工業及工程產業公會及相對之產業工會，組織結構體現傳統德國在產業面集體協商的精神。2009 年其主要服務客戶數已達 16,469 家公司，參與人數達 33 萬人，管理資產規模超過 100 億歐元（約新台幣 4,000 億元）。MetallRente 由二個社會合作夥伴 Gesamt Metall 和 IG Metall 建立，提供公司和雇員在晚年財務安全和職業傷殘之最佳解決方案。MetallRente 工業網絡退休金計畫中之參與者，除了主要的金屬和電子產業外，木材、人工合成及紡織產業亦含括於網絡

中。對於這些參與者而言，提供退休金契約服務的 MetallRente 為他們公認的合作夥伴。

(二) MetallRente 相關議題

1. 以往職業退休金工具被設計成以公司特殊需求為依據，但自 2002 年後，政府意識到高齡少子化之趨勢，且法定退休金亦不足退休者晚年生活所需，故政府立法制訂通案性之標準，提供人民更多退休金提存工具，讓人民可自由選擇投資方式，以強化第二層及第三層之退休金計畫。
2. MetallRente 主要資產管理業務係以委託經營為主，透過諮詢委員會決定出不同投資工具之股債比例，然後委由資產管理公司之投資組合經理人執行細節之配置操作。德盛安聯資產管理公司目前為 MetallRente 最重要的委外經營業者。
3. MetallRente 所提供的退休基金方案，已將社會責任投資（Socially Responsible Investment, 簡稱 SRI）概念納入投資策略，即是要求投資機構的投資決策，不僅需就投資對象的財務績效進行考察，更要依據投資對象在社會、環境和企業倫理等方面的表現進行的價值判斷，綜合分析並研判最終的投資決策，例如投資於綠能、社福及公司治理完善之公司，而極端的反例為投資於菸草、博奕事業的邪惡基金。
4. 因法令對於職業退休金之運用設有最低收益保障之規定，此項限制直接影響投資公司之投資方式，使操作趨向保守，反而容易降低長期報酬。
5. 退休金制度改革牽涉漫長的政治協商過程，必須及早開始，德國在 2001 年開始的一連串改革，相較於北歐國家，改變幅度太小進程也不足，未來財政問題仍將持續惡化。

伍、參訪心得與建議

一、參訪心得

- (一) 金融海嘯後，越來越多的退休金資產低於未來應提撥水平，讓經營者及民眾無法不擔心，進而使投資心態趨向保守，資產管理原則轉變為不再追求高投資報酬，而是在保本前提下求取穩定、低風險的報酬。
- (二) 或許因為目前德國景氣不差，絕大多數受訪機構及個人都對歐元區國家未來發展與世界經濟前景尚持樂觀看法，認為目前股市的大幅波動，主因係剛歷經金融海嘯及歐洲債信危機之衝擊，投資者信心普遍不足所致；加以各國利率仍處於極低水準，債券市場亦有疑慮，資產配置難度升高，而總體經濟之變化對投資所可能帶來的風險急速擴大，風險管理問題越顯重要，值得退撫基金加以密切關注。
- (三) 風險管理的作法可分為許多面向，亦可用事前預測、事後歸因方式加以分類。對於事前個股價格之風險預測，如何選擇具有代表性的歷史數據？如何對事件作定義甚至數量化？風險容忍度應如何取捨？都需要深入探討。鑒於全球金融市場上，黑天鵝事件（指發生機率小於百分之 5 的事件）的發生，往往會對市場造成出乎意料的衝擊，若要根據數量模型的建議來避免幾乎不會發生的風險，會使投資操作趨向異常保守。而本次參訪的 2 家資產管理公司之實務作法，除了運用數量模型計算風險值外，亦會模擬歷史上重大事件的情境因子作分析，推估可能風險供經理人參考，但決策判斷仍然是要靠經理人之經驗。
- (四) 亞洲新興市場的強勁需求，成為全球經濟復甦的要角，亞洲新興市場中又以中國市場最為重要，凡是中國所需要的原物料或農產品，商品價格就會因供不應求而不斷上漲，例如之前受惠的原物料產國澳洲與巴西等。前述情況亦顯示亞洲新興市場正處於快速發展階段。德盛安聯資產管理公司也說明該公司所管理的自有資產，目前有近 90% 以上配置於歐洲，但未來將上調亞洲國家的配置比重，對於亞洲新興市場的股市及債市前景樂觀。
- (五) 高齡少子是當前許多成熟國家共同面臨的問題，德國政府利用制度化誘

因，提升第二層職業退休金及第三層個人退休金之提撥比重，降低第一層到期支付性質之法定退休金比重；除此之外，亦透過提高退休年齡，幫助老年人就業等措施，減緩財政壓力，相關做法均值得我國進行退休金制度改革之參考。

- (六) 確定提撥制為未來退休金發展的潮流，肇因確定給付制的退休金因制度跟不上人口結構之變化，亦承受不起資產因金融危機所造成的大幅減損。以致有些確定給付制經營者都在想如何將制度過渡到確定提撥制。然兩種制度存在意義大相逕庭外，而變相提高退休門檻、刪減福利等制度面的改革，容易造成既得利益者及在職者的強烈反彈，故如何設計完善的配套措施，妥善照顧參與者晚年的退休生活，仍需深入研究。
- (七) 整體而言，此次德國參訪期間，處處感受其國家充滿朝氣的精神與嚴謹的工作態度，受訪機構簡報及會談內容具體紮實，讓人印象深刻受益良多；而在城市建設方面，雖經歷二次大戰摧毀，但德國人民憑著毅力及精良的技術，將廢墟般的城市及古蹟進行再造，在新舊建物交替之氛圍中，更讓人強烈感受到德國民族的團結奮發。

二、建議事項

- (一) 經由本次參訪兩家資產管理公司的簡報過程中，體認到這兩家資產管理公司在投資決策、經濟預測或是風險管理，都大量運用數量化理論及模型進行分析。除重視量化分析研究外，在質的研究方面亦下足功夫，包含讀取專家的研究報告、與分析師溝通及勤跑公司作深度訪談之草根性研究。而退撫基金自行經營在投資分析上，應可逐步針對投資組合作量化分析，尤其對於風險管理所需之軟硬設施，亦應循序建置。另對於大盤、個股基本面之分析，除參考研究報告及業者所提供之訊息外，亦可考慮拜訪上市公司作深度訪談，瞭解其經營運作能否印證所得到的二手資訊。
- (二) 德國原物料及工程產業退休金管理機構 **MetallRente** 所管理之資產規模與退撫基金近似，而其投資決策方式係先決定各項工具之權益項目及固定收

益項目之配置比重、所欲達到之目標報酬率及其他方向性策略後，於投資諮詢委員會中與德盛安聯資產管理公司討論，並委託德盛安聯代為操作管理。因 MetallRente 將投資業務全部外包，其組織成員並不多。是以，退撫基金應審慎評估人力分配情形，考慮在有完善監督機制下，提高委託專業經理人進行管理之資金。

- (三) 高齡少子化使未來退休金提撥不足，是為世界先進國家所面臨的問題，然歷經這次金融海嘯，使退休金將提早發生入不敷出之情形，確定給付制退休金尤其嚴重。對於確定給付制之退休金，若要平衡退休金之資產負債比例，需要極高的投資報酬率才能平衡基金之資產負債，使得長期穩定經營並追求最適報酬在實務上窒礙難行，導致目前情況較像利用在職人員所繳交之退休金來補足退休者所領取之退休金，故政府當局應儘速採取應對措施，使退撫基金能永續經營，得以資產負債比例平衡之方式進行投資。
- (四) 投資標的多樣化與減少投資的限制條件是為分散風險及提高報酬的基本原則，雖然退撫基金亦有資產配置於各國區域，或以國家貨幣別分散配置，聲稱有做到分散風險，但實際效果如何尚待商榷。許多國際知名的資產管理公司已有能力做到分散投資風險以取得絕對報酬，但所投資之部分標的像是房地產、對沖基金等，超出退撫基金的投資範圍，鑒於國外已有一些退休基金開始配置少量的另類資產，並有逐年些微上調比例之趨勢，或許退撫基金可考量適度放寬限制，少量配置。
- (五) 與德國景順資產管理公司討論時，曾提及退撫基金 96 年度國外委託經營之各帳戶中，僅有景順帳戶的收益率表現優於績效衡量指標，其在經營管理上有何特別之處？及對於退撫基金目前委外經營有何建議？該帳戶之投資組合經理人反應到，該公司之數量化模型及經理人專業的投資判斷為其優勢所在，但若將國外委託經營之委託期間延長至 5 年，追蹤誤差再作放寬，應能創造更佳的報酬率。對此，退撫基金可研究其具體作法，以求在一定風險水準下增進基金效益。
- (六) 亞洲市場及新興市場在投資專家眼中的地位不斷上升，多數亞洲國家較高

的儲蓄率表現有助於國家經濟穩定，新興國家搶購資源快速進行建設、開發及眾多人口創造的需求，充滿投資機會，幾乎沒有一家投資公司不認同新興亞洲國家潛在爆發力驚人。目前退撫基金對於國外委託經營受託機構可投資新興亞洲的配置比例，有相當比重之開放，但幾乎所有受託機構仍是依照原有的績效衡量指標（如全球股票指數）來調整配置，配置於新興市場的資產極少，故建議退撫基金在進行國外委託經營時，能在風險容忍範圍內，適度加重新興亞洲國家之指數比重作為績效衡量指標。

陸、參考資料

- 一、 Allianz Global Investors, “Introduction to Allianz Global Investors to Public Service Pension Fund, Taiwan”, Allianz Global Investors, June 2010.
- 二、 Christa Franke, “Investment Fund Industry in Germany”, BVI, June 2010.
- 三、 Invesco Global Quantitative Equity, “Presentation to the Management Board of the Public Services Pension Fund”, Invesco, June 2010.
- 四、 John Greenwood, ”The sovereign debt crisis in developed economies – origins and possible outcomes”, Invesco, June 2010.
- 五、 Klaus Stiefermann, “Occupational Pension Shames in Germany – an Overview”, ABA, June 2010.
- 六、 Klaus Stiefermann, “Politicians Fail to Deliver on Pensions”, Investment & Pensions Europe, May 2007.
- 七、 Nicolas Roessler, “The German Pension System”, Mayer Brown, May 2009.
- 八、 Martin Katheder, “The German Pension System at a Glance”, Allianz Global Investors, June 2010.
- 九、 Rolf Schneider, “Economic and Financial Market Outlook – The Future of the Euro ”, Allianz SE, June 2010.
- 十、 Tower Watson, “2010 Global Pension Asset Study”, Tower Watson, Jun 2010.

柒、附錄



伍主任委員錦霖（右）與 Bruno Brocks（德盛安聯資產管理公司執行董事，左）
合影留念



伍主任委員錦霖（右 1）、Dr. Rolf Schneider（德盛安聯集團首席總體經濟學家，左 1）
及楊組長永芳（左 2）簡報討論情形



伍主任委員錦霖（中）、周組員思源（左 1）、楊組長永芳（左 2）、Bernhard W.Langer（景順公司投資長，右 2）及 Alexander Tavernaro（景順公司投資組合經理人，右 1）合影留念



伍主任委員錦霖（中）、Kai Schulze（BVI 顧問左 1）、Yvonne Keschull（BVI 秘書，左 2）、Christa Franke（BVI 資深副總，左 3）、Bruno Brocks（德盛安聯資產管理公司執行董事，右 3）、楊組長永芳（右 2）、周組員思源（右 1）合影留念



伍主任委員錦霖（右）與 Klaus Stiefermann（ ABA 秘書長，左）合影留念



伍主任委員錦霖（左 2）、Heribert Karch（MetallRente 執行董事，左 1）、Bruno Brocks（德盛安聯資產管理公司執行董事，左 3）、楊組長永芳（右 3）、周組員思源（右 2）、Udo Fischer（安聯集團柏林分公司代表，右 1）合影留念

Agenda

I: BVI and the German fund industry

II: Fund governance and regulation

III: The future of Germany's fund industry

IV: Law making process and lobbying

**BVI-
association and representative of the German industry**

87 full-members 110 information-members

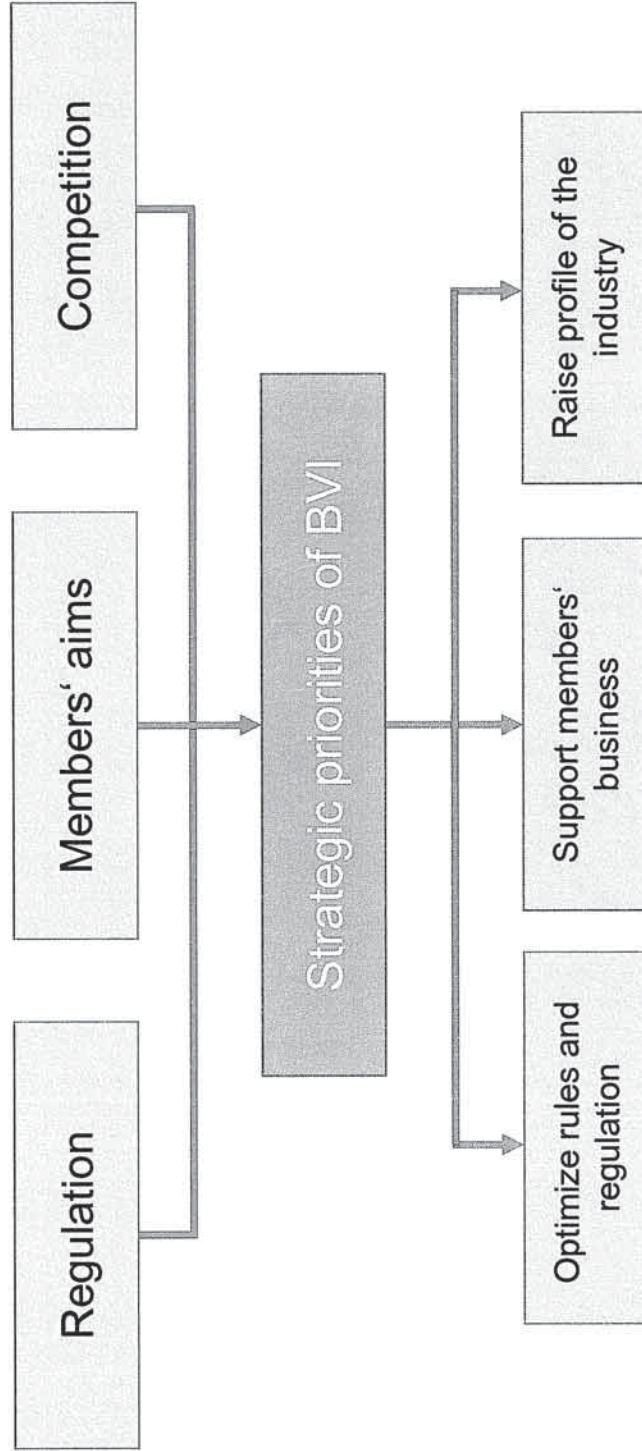
67 mutual fund companies
5 institutional fund companies
15 asset manager

Companies that do not meet the requirements for a full membership (restricted to investment companies or asset management companies)

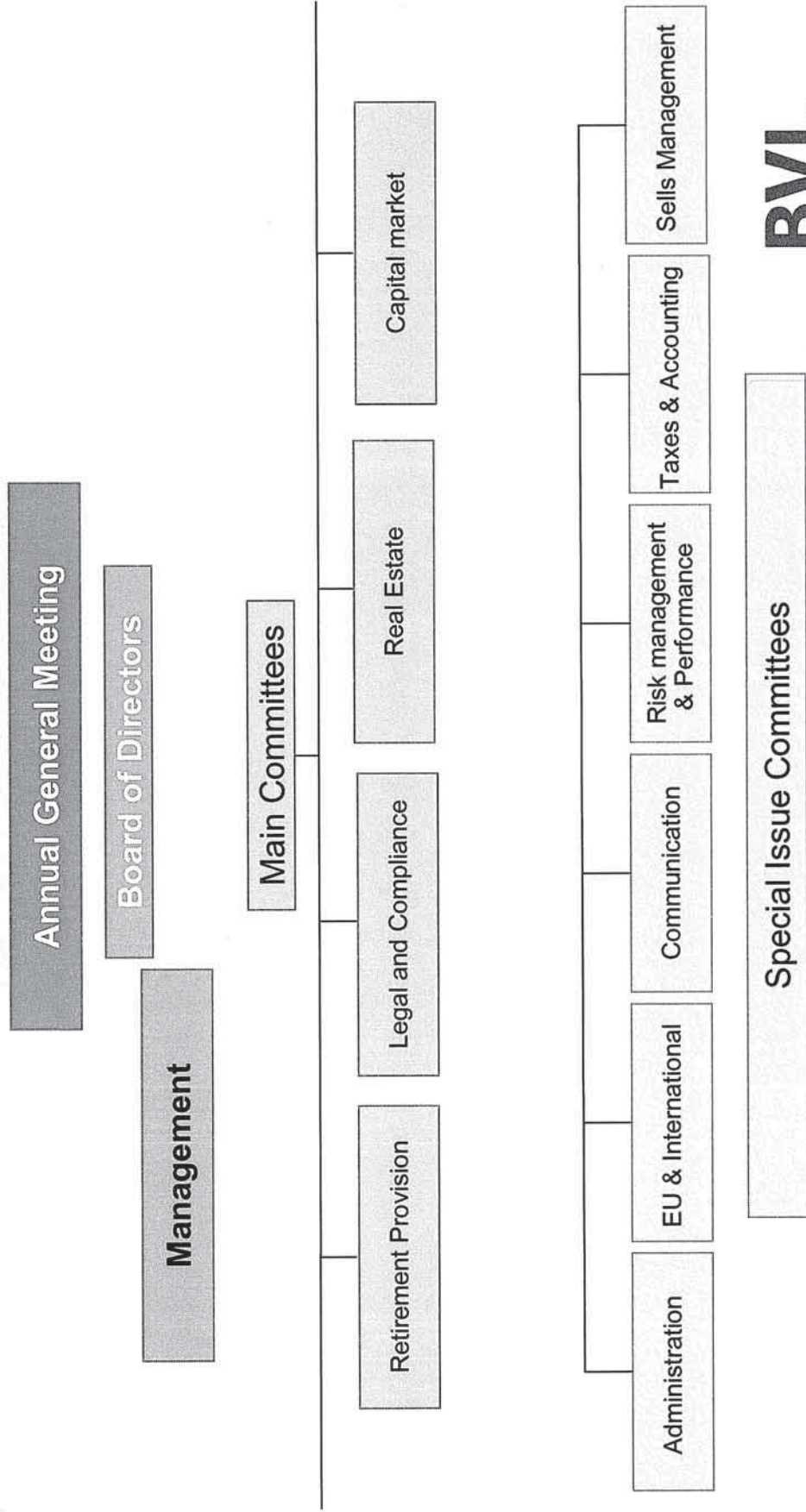
15 million investors



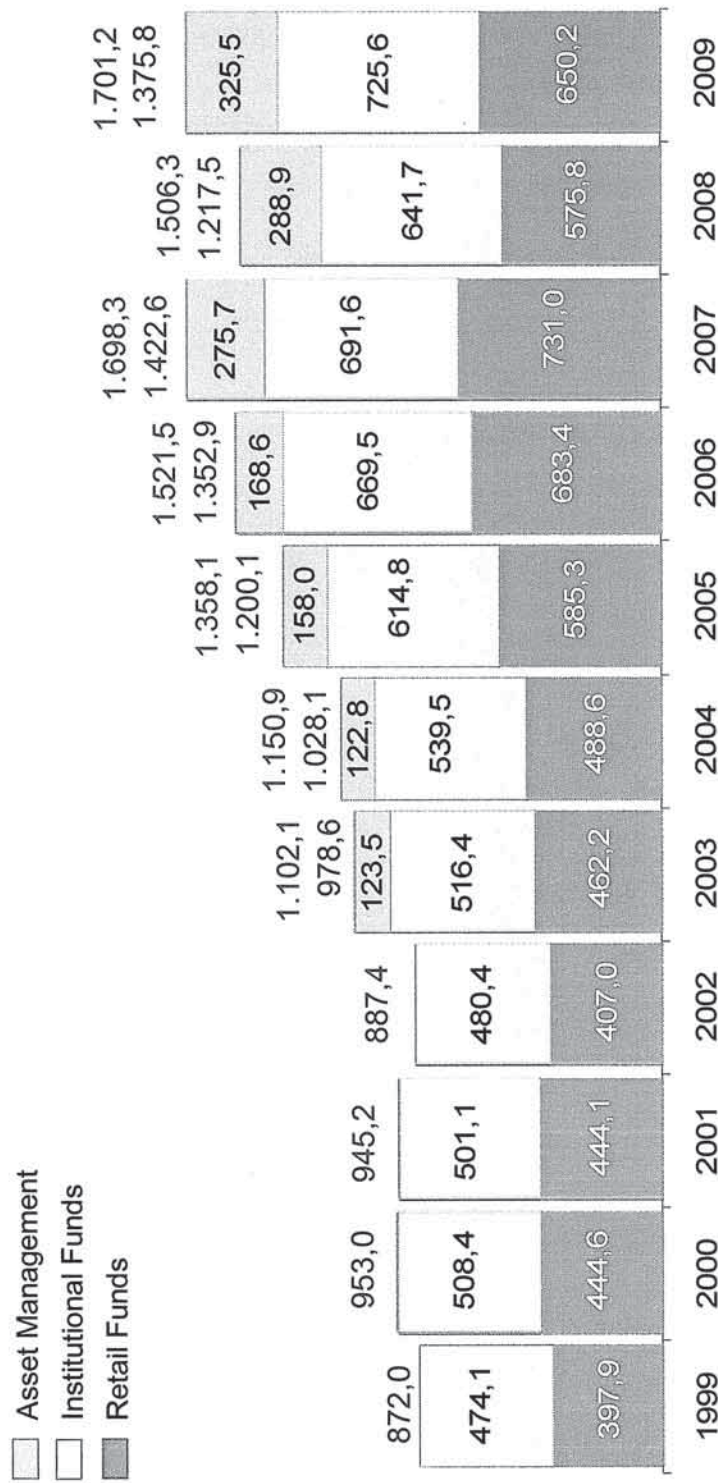
BVI: strategic orientation



BVI: organizational structure



Assets of Retail and Institutional Funds



As per end of year resp. month, in billion Euro
 From the beginning of 2006 the net asset of foreign funds with sales in Germany is included.

Source BVI

6



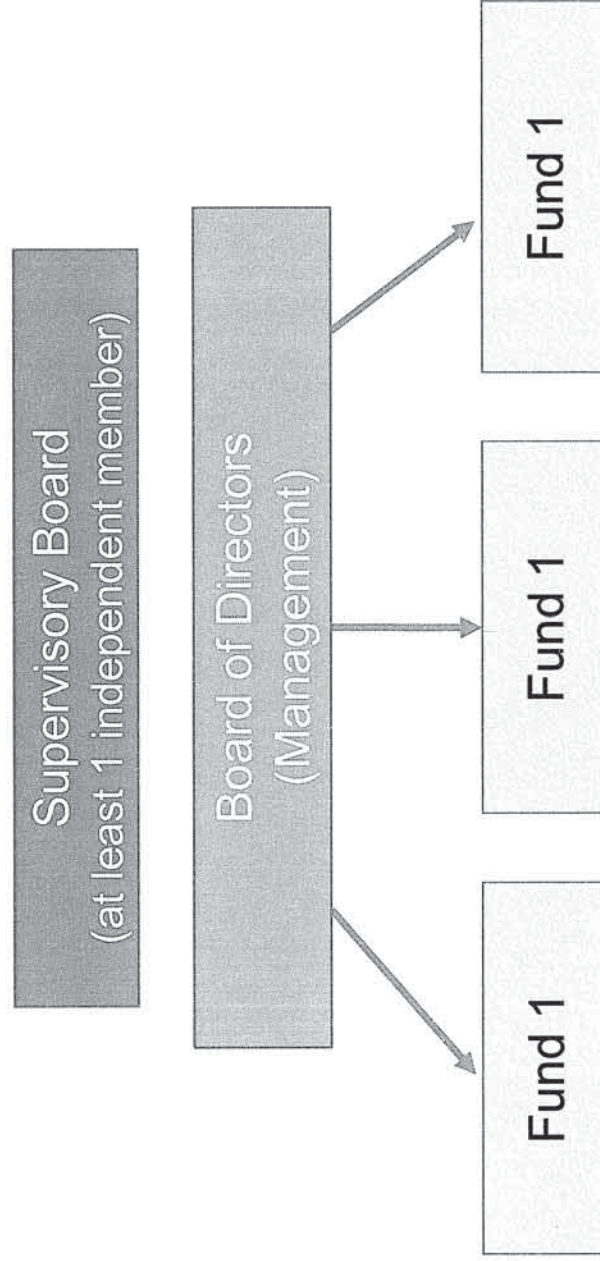
BVI - the industry in its sociopolitical context

number of investment funds	10.439
number of BVI-members	87
number of BVI-information-members	110
assets under management	1.700 Billion Euro

- investment companies support private investors in asset formation and in the build up of pension capital
- the industry finance business companies and governments with equity and debt capital
- as an employer, investment companies also play an important role :
 - employees in associations : around 12.000
 - employees in distribution: above 300.000
 - additional employees at specialized service providers of the investment industry (e.g. depository banks, accountants,
 - financial PR- agencies)



Structure of a German investment fund (Contractual type)



Regulatory regime - Supervisory authority

The German Financial Services Supervisory Authority:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (in short BaFin)

BaFin

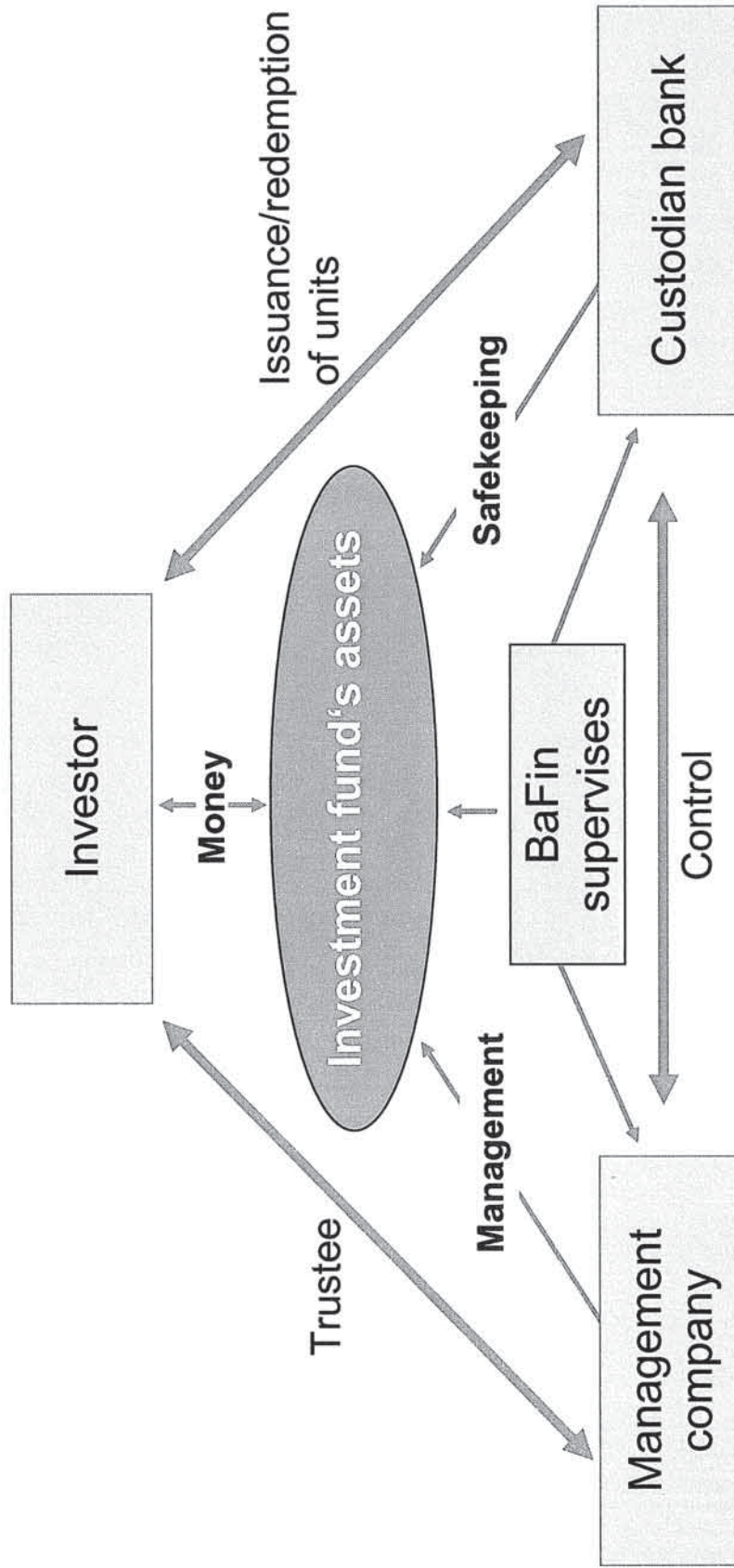
- has supervisory powers over investment companies & custodian banks
- can take any supervisory measures to ensure compliance with the investment Act, the regulations thereunder, the statutes and rules of the investment fund

BaFin - Tasks:

- BaFin operates in the public interest.
- Its primary objective is to ensure the proper functioning, stability and integrity of the German financial system.
- Bank customers, insurance policyholders and investors ought to be able to trust the financial system.
- Under its solvency supervision, BaFin ensures the ability of banks, financial services institutions and insurance undertakings to meet their payment obligations.
- Through its market supervision, BaFin also enforces standards of professional conduct which preserve investors' trust in the financial markets.
- As part of its investor protection, BaFin also seeks to prevent unauthorized financial business.



Investment funds: the highest safety standard

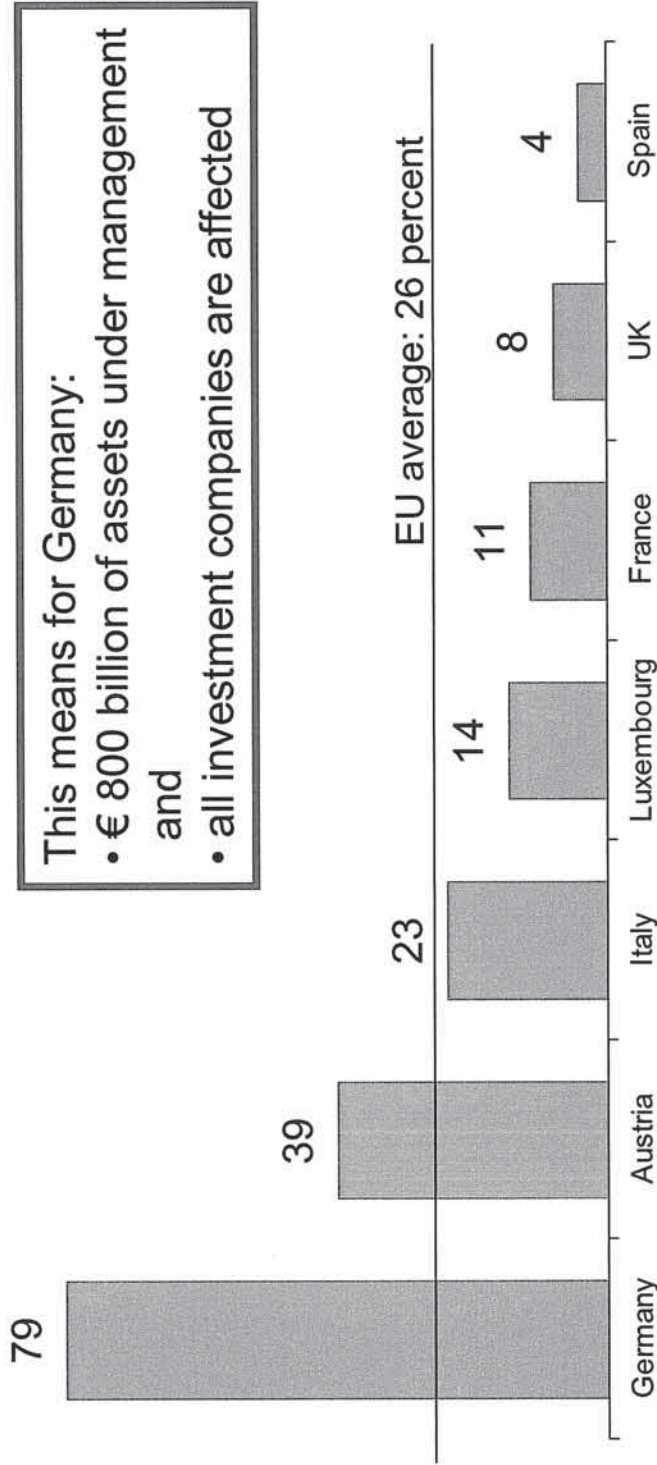


Regulatory framework Regulation on European and national levels

European Level	National Level
<ul style="list-style-type: none"> ▪ UCITS IV (EU Parliament passed the directive on 13 Jan. 2009, to be implemented by member states until 2011) ▪ CESR Guidelines ▪ Ante Portas: AIFM – Alternative Investment Fund Manager Directive 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Investment Act (<i>Investmentgesetz</i> or <i>InvG</i>) ▪ Secondary Legislation & Regulation by the German Federal Financial Services Supervisory Authority

AIFM - Germany affected most severely by EU-plans

Percentage share of open-ended investment fund types „not harmonized in the EU“ („non-UCITS“) in assets under management



This means for Germany:

- € 800 billion of assets under management
- and
- all investment companies are affected

As per 31st March 2009; Source: EFAMA

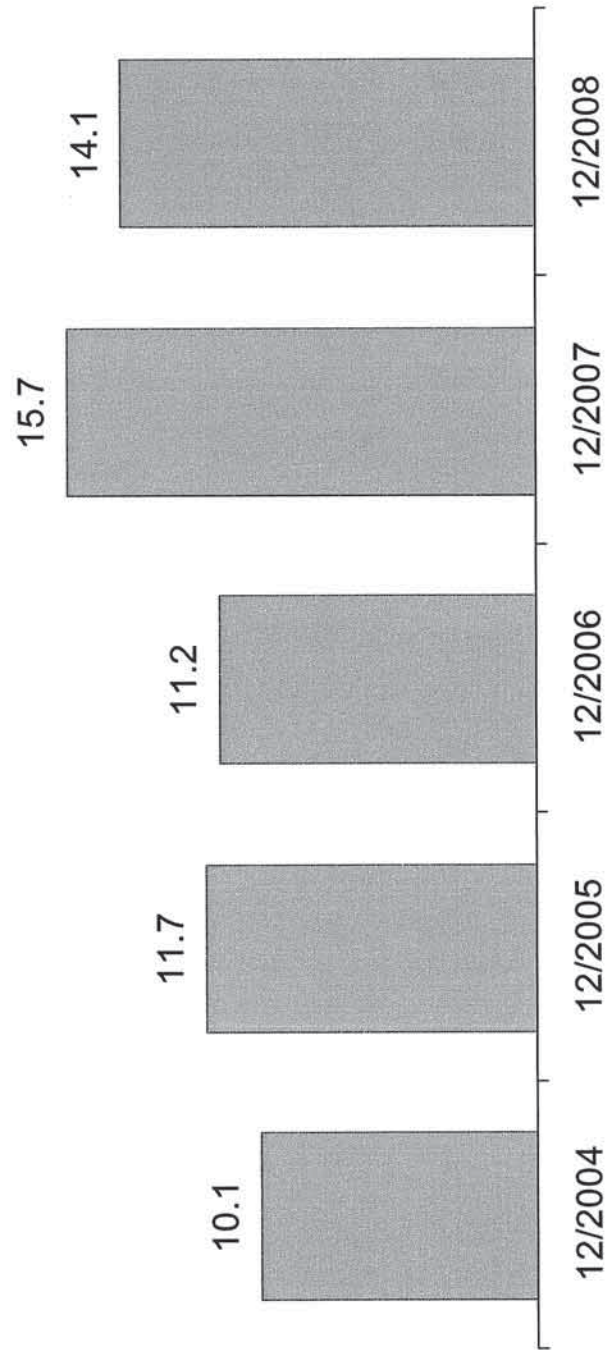
AIFM-DRAFT: Consequences for German investment companies and their international partners

- UCITS-D and AIFM-D are different in important details
- German investment companies would have to comply with two different sets of rules
- Delegation to non-EU portfolio managers will be crucial

Other sources of regulation

- **G 20 proposals**
short sales, taxes for financial transaction and banks, Basel III
- **European Agenda**
short sales, taxes, Corporate Governance
- **national initiatives**

Number of fund savings plans with investment fund companies remain on a high level



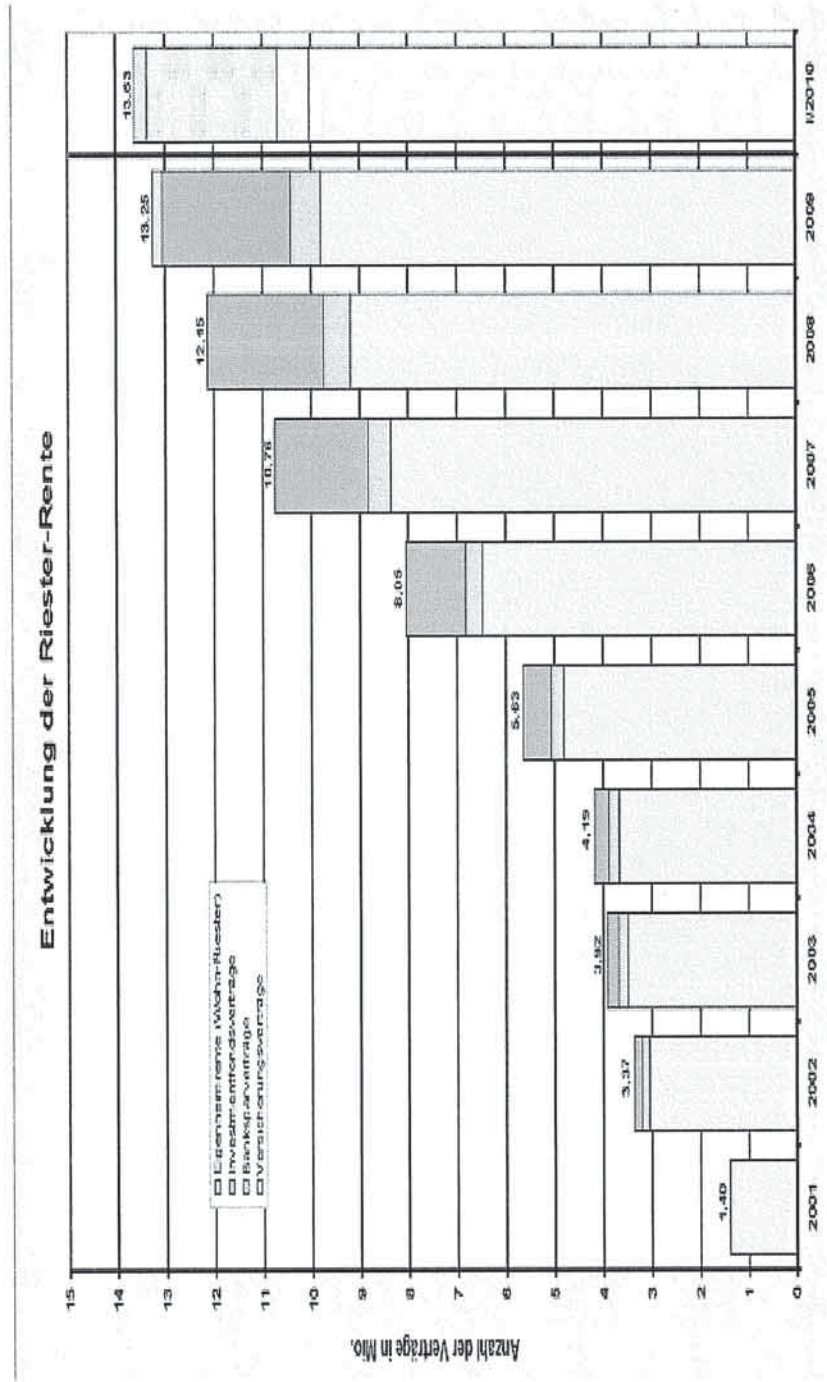
Figures include Riester and VL-Fondsverträge (capital forming payment contracts based on funds) as well as fund savings plans without capital forming payment, in million; source: BVI

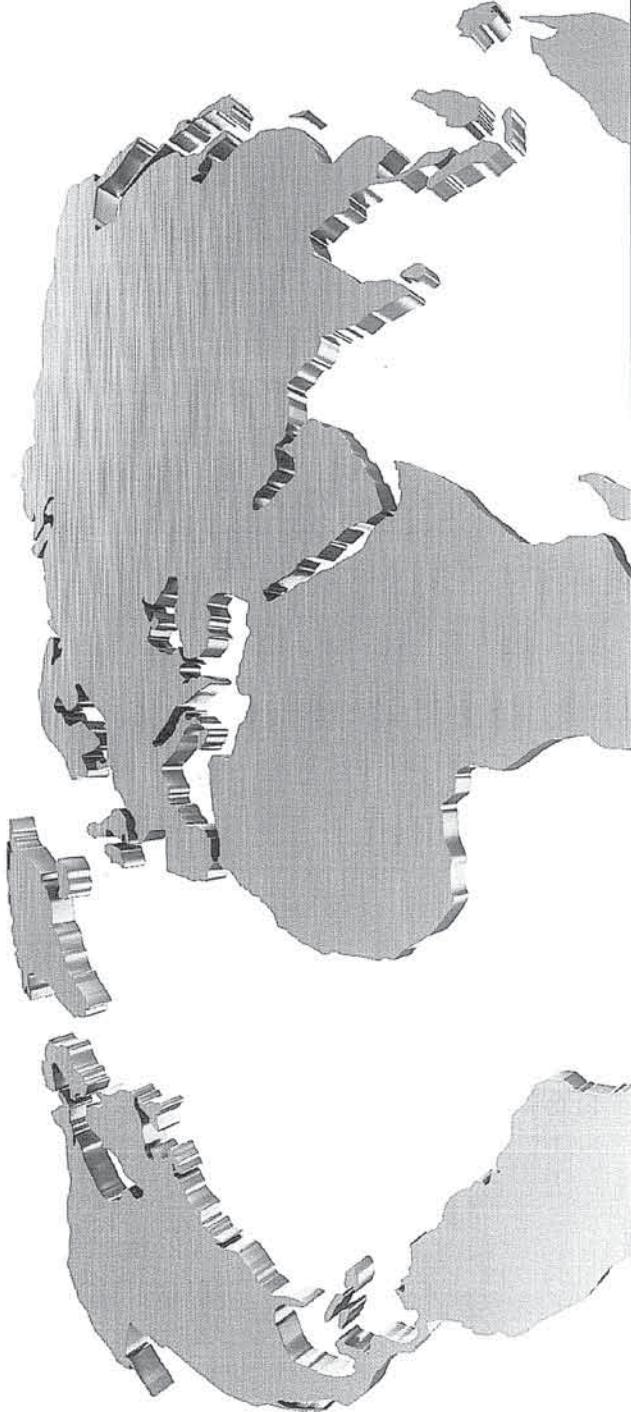


Private pensions: The “Riester-Reforms” and investment funds

- **“Riester-Reform” (2001)**
 - creation of a state subsidised pension
 - capital-funded
 - voluntary old-age pension provision
 - in the second and third pillar
- **Riester with investment funds - benefits**
 - deposited money is guaranteed
 - possibility of high rates of returns
 - at retirement age, 30 per cent of the asset is immediately available
 - even assured with public assistance
 - profits and gains are no subject to flat rate withholding taxes

**Funds are gaining market shares in the Riester business
 (Private pension plans) –
 One out of five already uses investment funds**





Introduction to Allianz Global Investors to Public Service Pension Fund, Taiwan

Frankfurt, June 2010

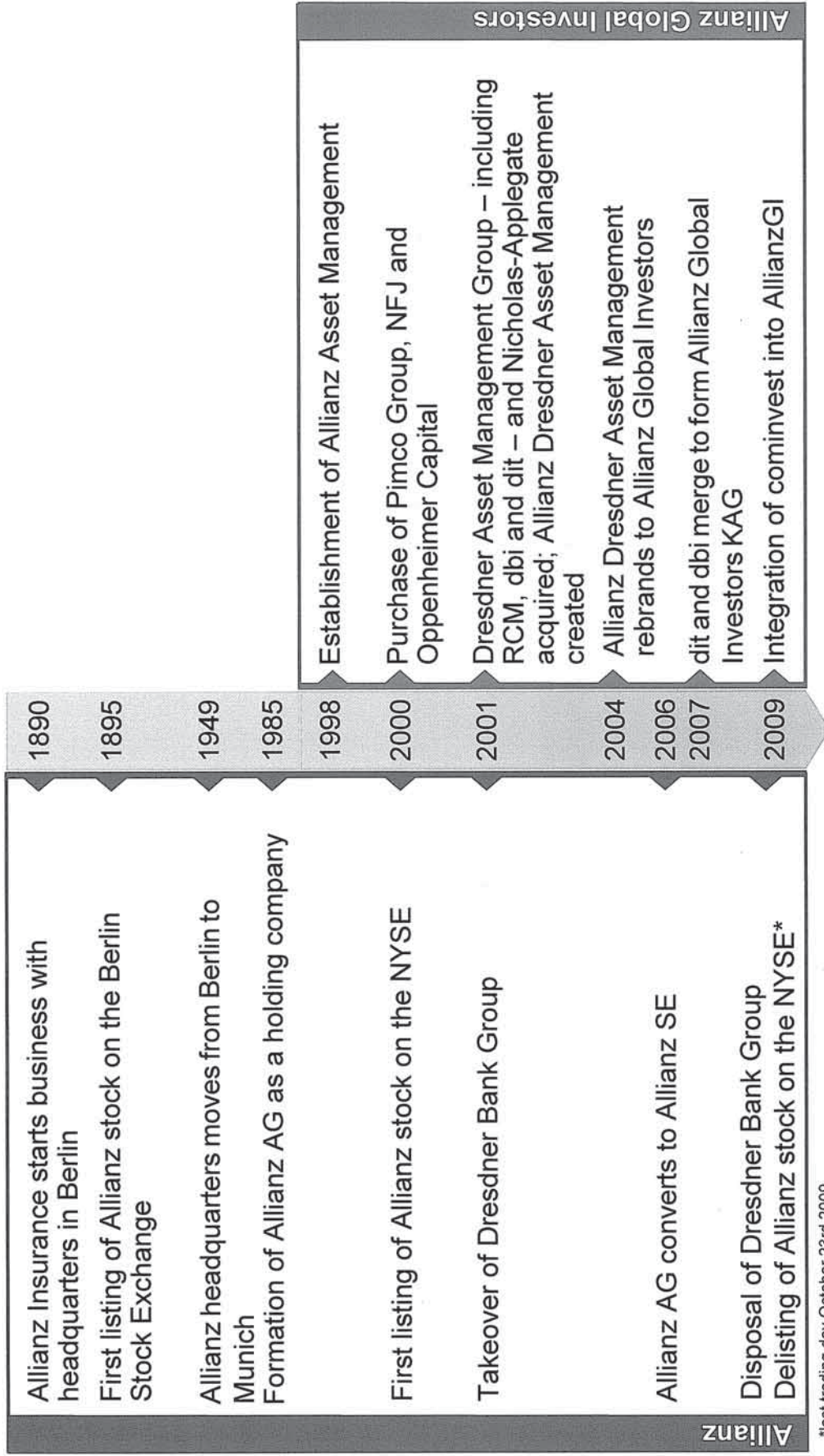
Allianz 
Global Investors

Agenda

The Company

1. At a Glance
2. Assets under Management
3. Global Presence
4. Legal & Governance Structure
5. Vision and Mission

120 years of Allianz – 12 years of Allianz Global Investors



*last trading day October 23rd 2009

Allianz Group at a Glance



Financial services is one of four pillars of the Allianz Group



History

AZ Insurance starts business with HQ in Berlin

1890 1895 First listing of AZ stock on Berlin Stock Exchange

1903 Creation of pension fund for AZ employees

1903 Establishment of asset management as a core business activity (creation of AAM)

1998 Purchase of PIMCO

2000 Listing of AZ stock on NYSE

2001 Purchase of PIMCO-Nicholas-Applegate Group

2006 Allianz AG converts to Allianz SE

2009 Takeover of Dresdner Bank

2009 Disposal of Dresdner Bank Group

2009 Delisting of AZ stock on NYSE*

Facts & Figures (as at 12.31.2009)

Allianz Group

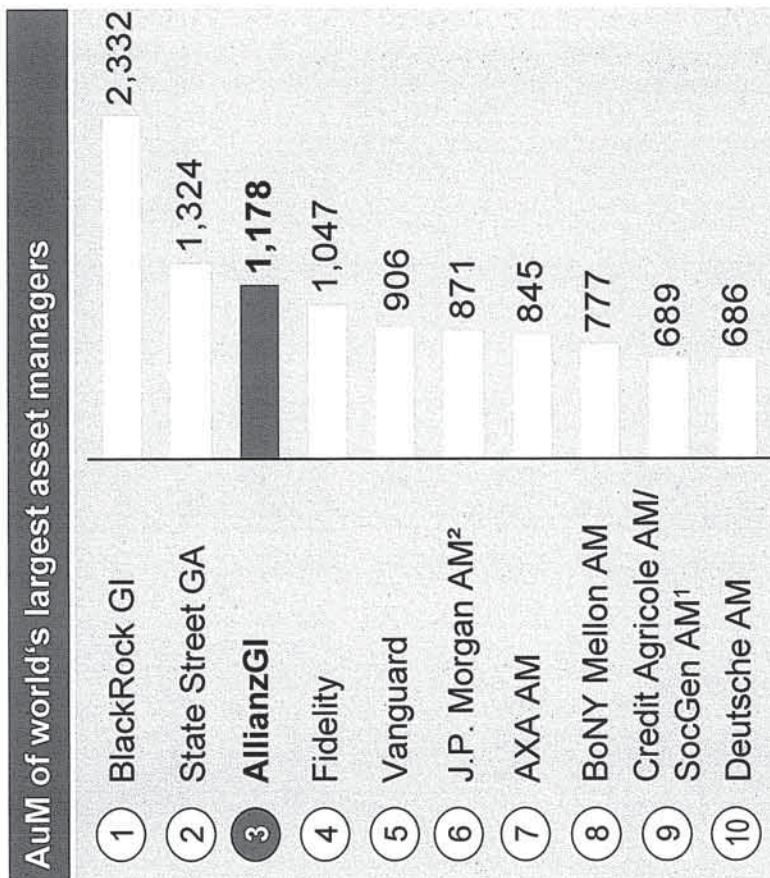
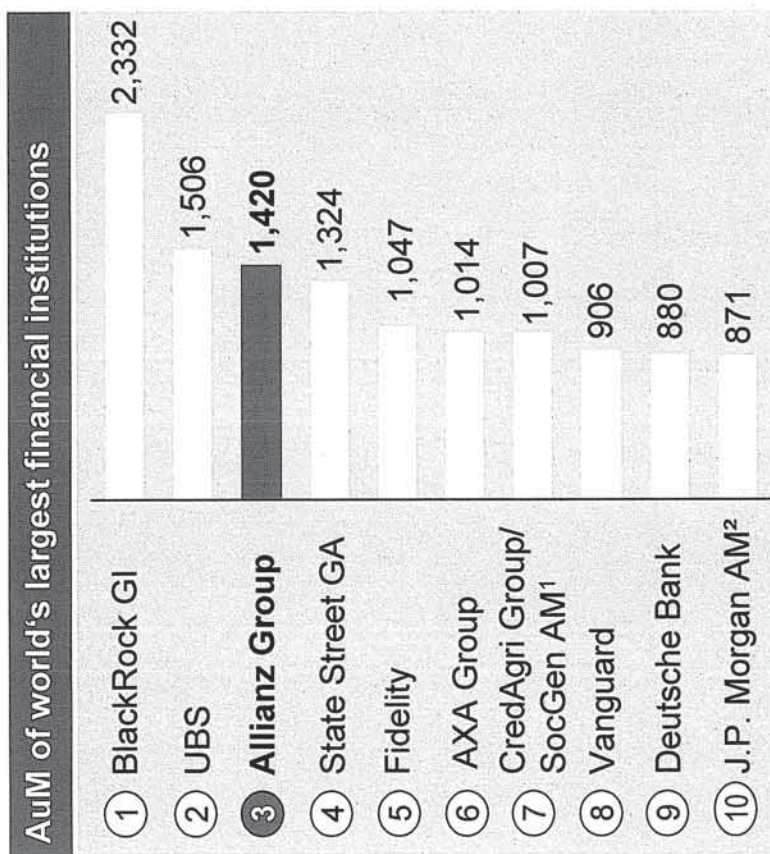
- ... is one of the leading integrated financial services provide worldwide and headquartered in Munich (Germany)
- ... is one of the largest asset managers worldwide with currently more than EUR 1,420bn assets under management
- ... is present in more than 70 countries
- ... serves more than 75 million clients
- ... employs 155,000 employees worldwide
- ... is rated AA by S&P (financial strength rating)

*last trading day 23rd of October 2009

Source: Allianz year-end report 2009

AllianzGI is one of the world's largest asset managers

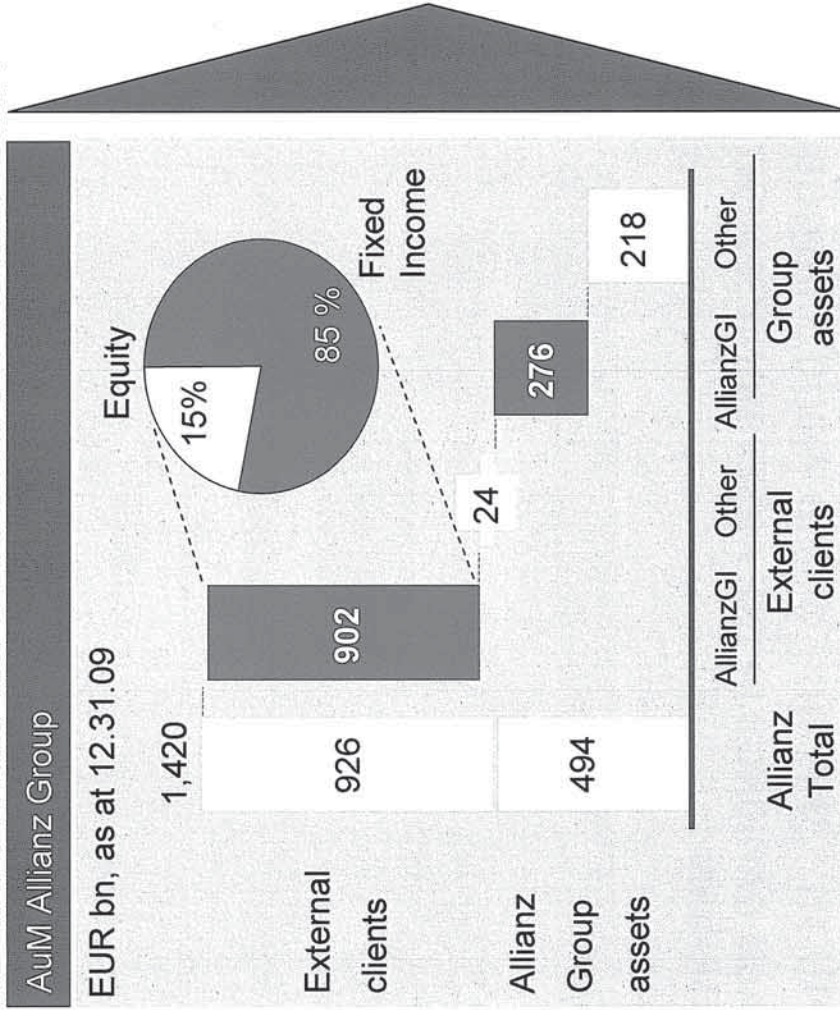
AuM RANKINGS IN THE ASSET MANAGEMENT INDUSTRY 2009 EUR billion



1) Credit Agricole Group & AM/ SocGen AM: Pro-forma figures reported; 2) J.P. Morgan AM: AuM from Private Banking business included
Source: Asset figures ("AuM") for this ranking are derived from several sources incl. publicly available company reports/ information and own analysis.
Allianz/AllianzGI and BlackRock: AuM related to the engagement as manager of the Federal Reserve's MBS purchase program have been excluded from analysis;
exchange rates as year-end 2009 applied: CHF/EUR 1.48315, USD/EUR 1.43475

AllianzGI managing EUR 1,178bn of total AuM managed by Allianz Group at EUR 1,420bn

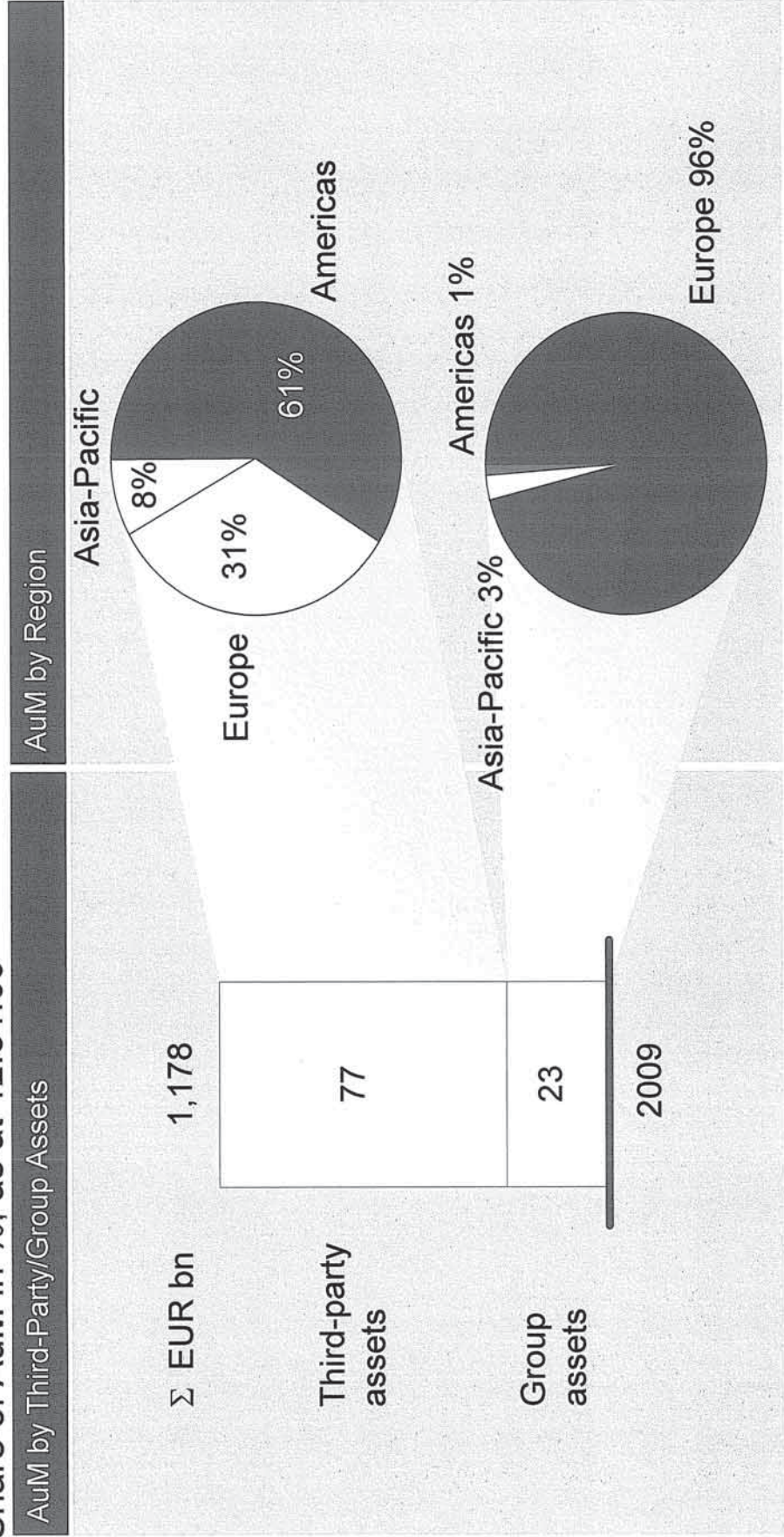
ALLIANZ AuM VS. PEERS AND BREAKDOWN



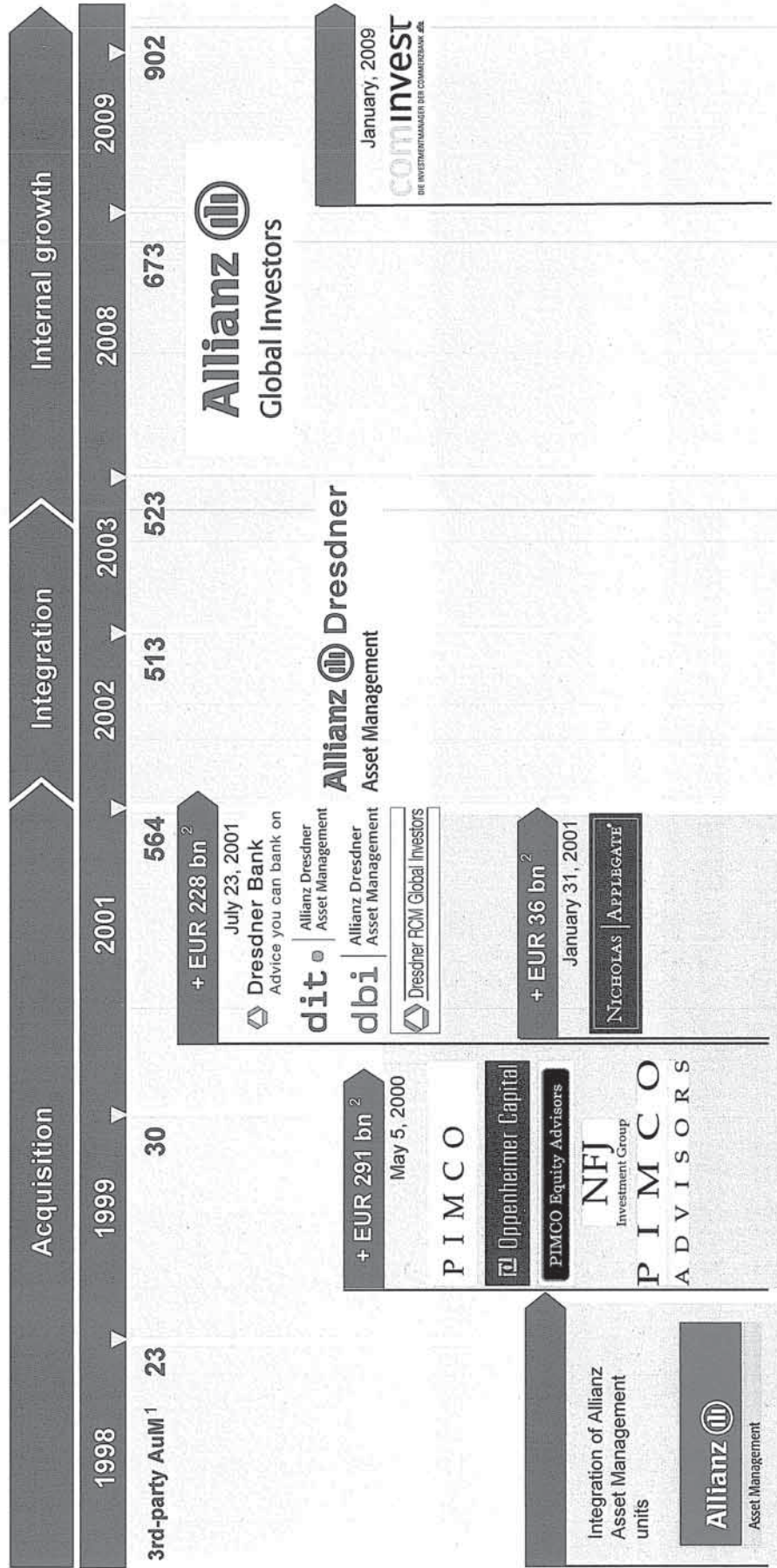
- AllianzGI manages >95% of the Allianz Group's total external clients' AuM
- Allianz Group is AllianzGI's largest client with AllianzGI currently managing >50% of Allianz Group assets

61% of third-party assets managed in the Americas,
Allianz Group assets highly concentrated in Europe

Share of AuM in %, as at 12.31.09

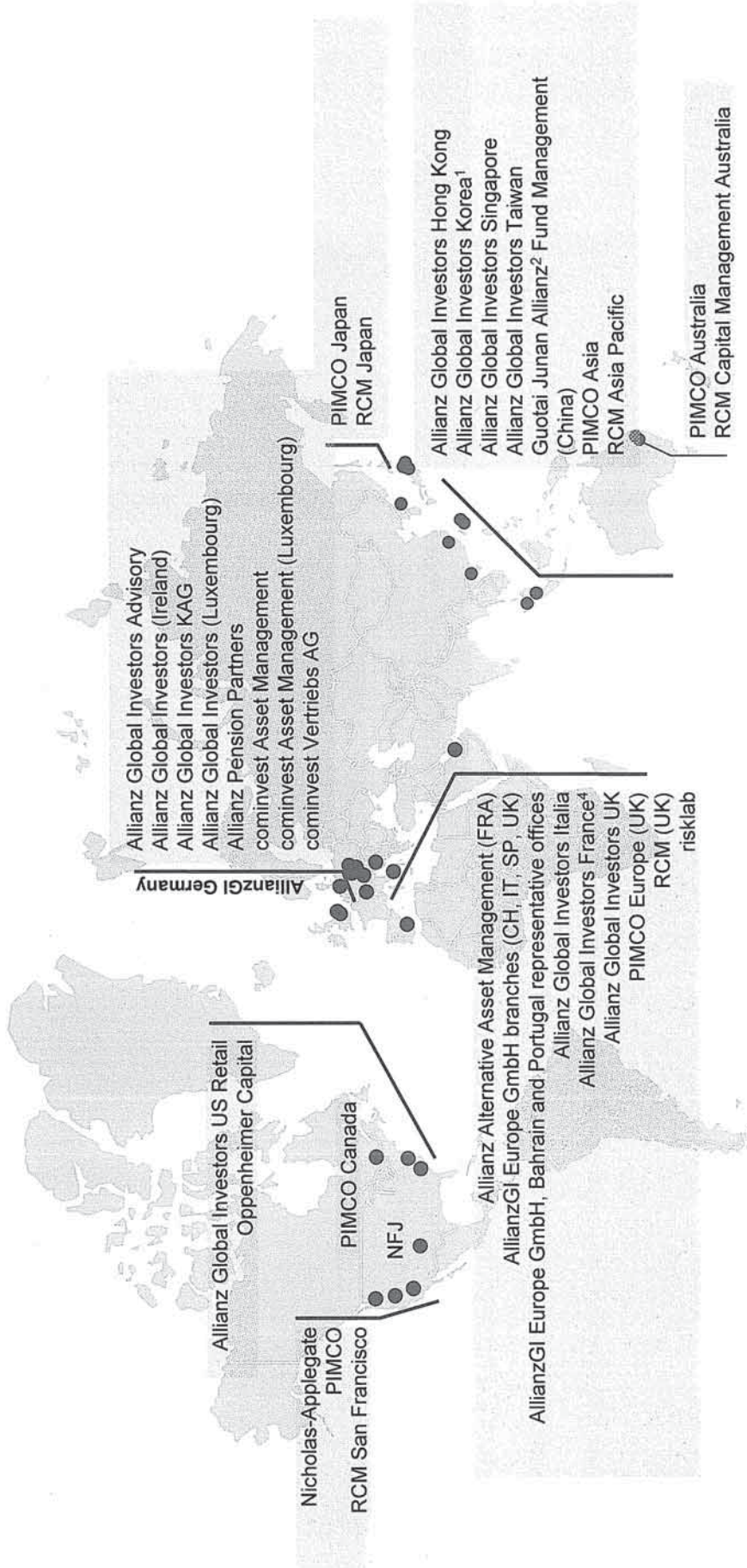


AllianzGI built through acquisitions, but has seen strong organic growth in recent years



1) In EUR bn as at year-end
2) 3rd-party AuM in EUR bn as at closing date

Allianz Global Investors presence in all major markets*

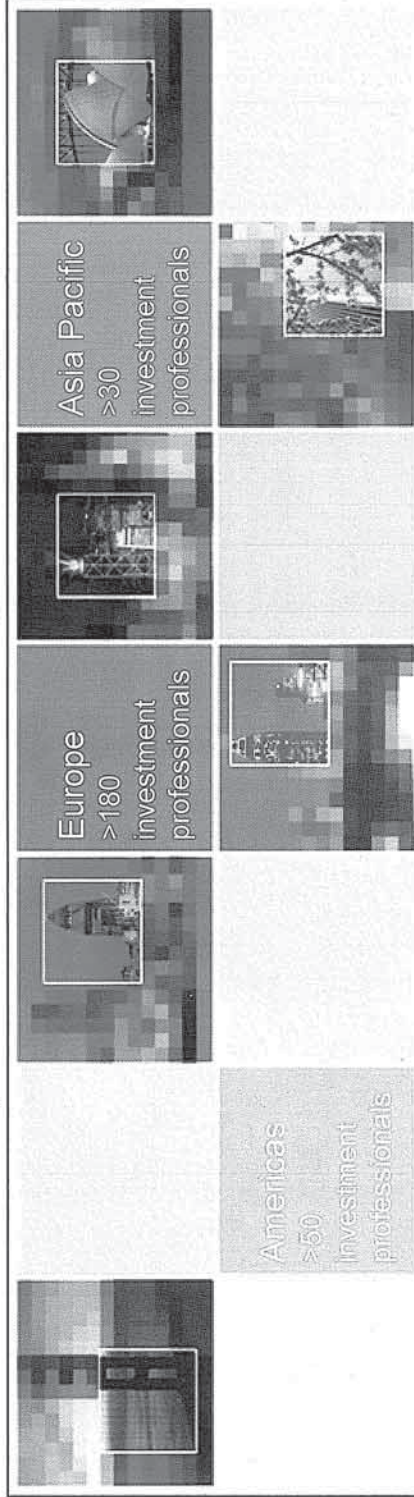


# of Investment Professionals ³ in USA ~400	# of Investment Professionals ³ in Europe ~480	# of Investment Professionals ³ in Asia-Pacific ~150
---	--	--

1) Joint Venture (50% held by Allianz SE and 50% by AllianzGI Asia-Pacific GmbH); 2) Held by Allianz SE; 3) as at 12.31.09; 4) Held by Allianz France; *Simplified; full legal name of entities may vary

A Global Asset Management Company

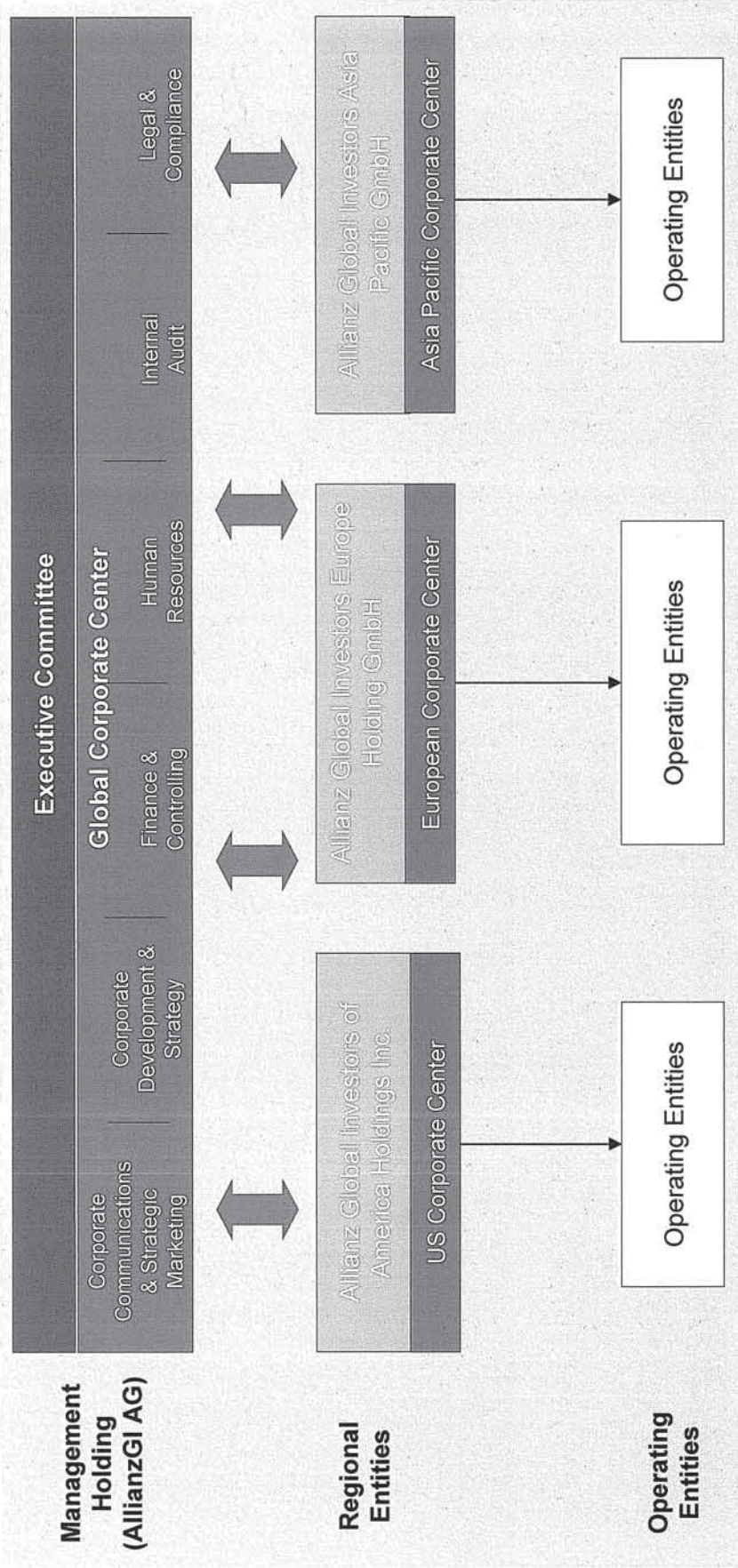
- Over 470 investment, research and business professionals across the world
- Over 260 investment professionals
- Virtual 24 hour office - structured to promote communication and information flow
- Global investment infrastructure customised to provide highest quality management of fundamental and quantitative information; from research to portfolio management to trading, compliance and client service



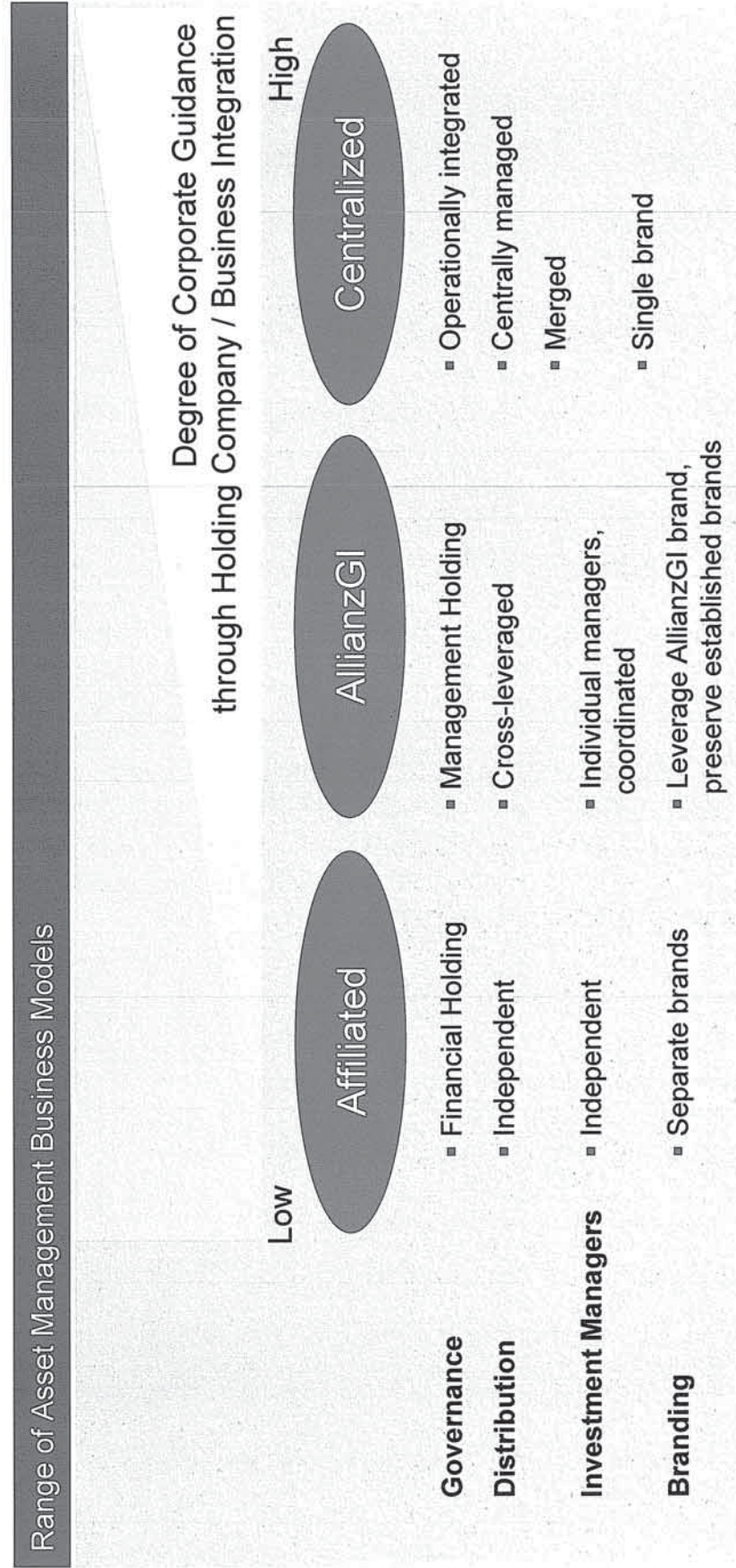
The assets under management of RCM worldwide amount to 108.36 bn EUR
Source: RCM; data as per 31/3/2010

RCM's structure facilitates information travelling faster and more freely

Allianz Global Investor's simplified governance structure



Allianz Global Investors has created a distinctive business model with respect to business integration



We have a clear vision and mission

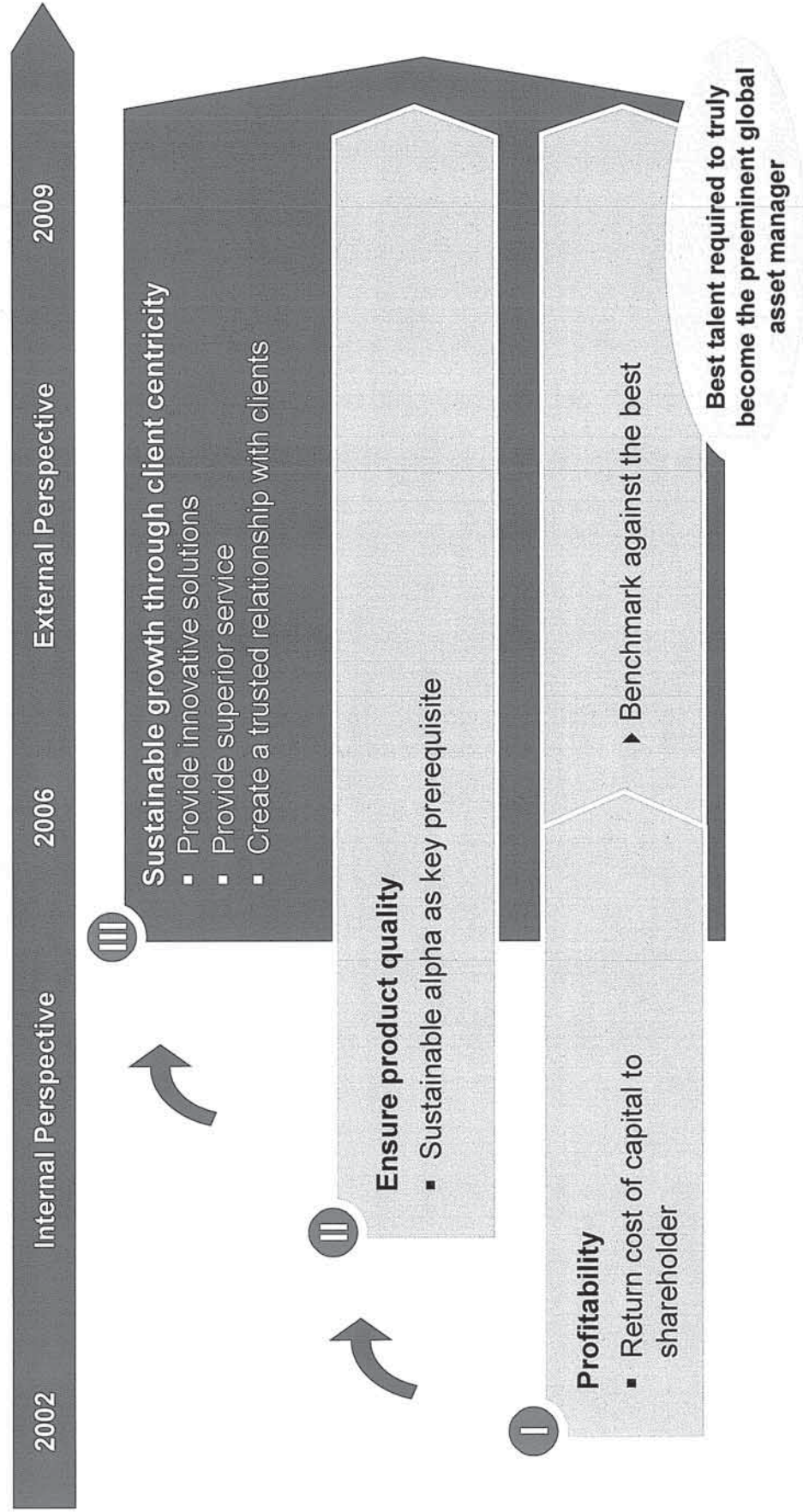
Vision

To be the preeminent **global asset manager** by protecting and enhancing our clients' wealth.

Mission Statement / Corporate Values

1. Apply the highest standards of **ethics and integrity**.
2. Always be **client focused**.
3. Attract and retain the **best talent** in an environment characterized by creativity, meritocracy and mutual respect.
4. Grow **profitably**.

AllianzGI has the prerequisites to take the business to the next level



Invesco Global Quantitative Equity

景順全球計量股票團隊

Presentation to the Management Board of the Public Services Pension Fund

退撫基金簡報



For Prospective Institutional Client and Consultant Use Only

Table of Contents 大綱

1. Organizational Overview 組織概要
2. Performance 績效表現
3. Other discussion points 其它要點

All material presented is compiled from sources believed to be reliable and current, but accuracy cannot be guaranteed. This is not to be construed as an offer to buy or sell any financial instruments. Past performance is not indicative of future results. As with all investments there are associated inherent risks. Please obtain and review all financial material carefully before investing. This publication may contain confidential and proprietary information of Invesco. Circulation, disclosure, or dissemination of all or any part of this material to any unauthorized persons is prohibited. Unauthorized reproduction or distribution of all or any part of this material is prohibited. "Invesco" is the trade name for investment management services worldwide, including Invesco Advisers, Inc., Invesco Senior Secured Management, Inc., Invesco Asset Management, Ltd., and other U.S. and non-U.S. affiliates. References to Invesco Fixed Income describe a fixed income team comprised from affiliated Invesco entities worldwide.



The Value We Deliver to Our Clients 我們為客戶創造的價值 Specialized investment capabilities globally 全球性的投資專才



- Invesco Ltd. Investment Teams**
- Approximately 600 investment professionals
 - On-the-ground research in 13 countries
 - Traditional and alternative asset classes
 - Disciplined investment processes
 - Local and global risk oversight

Invesco Fundamental Equities	Atlantic Trust	Invesco Global Strategies	Invesco Perpetual	Invesco Private Capital	Invesco Trimark
<ul style="list-style-type: none"> • U.S. growth equity • U.S. core equity • U.S. value equity • International and global growth equity • Sector equity • Balanced portfolios AUM: \$52.6 billion 	<ul style="list-style-type: none"> • High-net-worth multimanagerment AUM: \$15.6 billion 	<ul style="list-style-type: none"> • Global equity (global, non-U.S. and emerging market equities) • Global quantitative equity (quantitative active, enhanced and long/short strategies) • Global asset allocation (tactical asset allocation, alternative beta and multi-asset class solutions) • Canadian equity AUM: \$35.5 billion 	<ul style="list-style-type: none"> • U.K. and international equity • U.K. and international fixed income AUM: \$79.6 billion 	<ul style="list-style-type: none"> • Private equity funds of funds • Customized portfolios AUM: \$1.8 billion 	<ul style="list-style-type: none"> • Canadian equity • Global value equity • Canadian fixed income • Balanced portfolios AUM: \$21.5 billion
<ul style="list-style-type: none"> • Asia ex-Japan • Greater China • Japan • Australia AUM: \$20.5 billion 	<ul style="list-style-type: none"> • Money markets and cash management • Stable value • Global and U.S. broad fixed income • Alternatives/financial structures AUM: \$143.3 billion 				
				<ul style="list-style-type: none"> • Global direct real estate • Global public real estate investing AUM: \$25.1 billion 	<ul style="list-style-type: none"> • Distressed and restructuring private equities AUM: \$7.9 billion




AUMs as of March 31, 2010. The listed investment centers do not all provide products or services that are available in the U.S., nor are their products and services available on all platforms. All entities listed are wholly owned subsidiaries of Invesco Ltd. Please consult your Invesco representative for more information.

Invesco Global Quantitative Equity 景順全球計量股票投資團隊

- **Experienced team** of over 40 professionals 擁有超過40位投資專才的經驗團隊
- **Global research agenda** to continually improve forecasts 進行全球性研究計畫以持續改善投資預測
- **Unified approach** to stock return forecasting and portfolio construction 具備一致性的股票報酬預測與投資組合建構方法
- **26-year history** of providing solutions and delivering results for our clients 26年提供客戶服務的經驗

A Rich History of Development 產品發展歷程



1983	1991	1992	1995	1996	1999	2000	2001	2002	2003	2005	2006	2007	2008	2009	2010
U.S. Structured Core Equity	Financial Futures	U.S. Small Cap Core; U.S. Mkt Neutral	Equitized U.S. Market Neutral	Enhanced U.S. Index	European Structured Core	Eurobloc Structured Core	Global Structured Core	Absolute Return (multi-strategy hedge fund approach)	Global Balanced Solutions	European Global Unconstrained	European Market Neutral	Directional Long-Short (130/30)	Global Market Neutral	U.S. Unconstrained	Emerging Markets



Note: This is a representative list of Global Quantitative Equity strategies and is not inclusive of all strategies offered.

Global Quantitative Equity 全球計量股票團隊

Capabilities 投資類型

Global Quantitative Equity 管理資產規模
US\$20.9 Billion*

Long Only		Long / Short	Balanced
Large Cap	Enhanced	Directional Long/Short	Balanced Solutions
Australian Core Eurobloc Core European Core European Unconstrained Global Core Global Unconstrained US Core US Growth US Unconstrained Global Emerging Markets	European Core Global Core UK Core US Core US Value	European Core Global Core US Large Core	CPPI Europe Global US
	Small Cap	Market Neutral	
	US Core US Value	European Cash Global Cash US Cash US Equity	



As of March 31, 2010

*includes the total assets of Balanced Solutions managed in cooperation with Global Asset Allocation.

Team 投資團隊

Bernhard Langer, CFA, CIO, Global Quantitative Equity

Research

Bob D' Amore
Karl Georg Bayer
Ralph Coutant, CFA
Nili Gilbert, CFA²
Rob Ginsberg, CFA
Anna Gulko, CFA
Dr. Martin Hennecke

Dr. Stephan Holtmeier
Jochen Jenkner
Dr. Matthias Kerling
Dr. Jens Langewand
Edward Leung, PhD
Dr. Gangolf Mittelhäuser
Zhanar Omarova

Sergey Protchenko
Ruth Rodriguez
Peter Secakusuma
Anthony Shufflebotham, CFA
Dr. Margit Steiner
Andrew Waisburd, PhD

Portfolio Management

Manuela von Dittfurth
Uwe Draeger
Maureen Donnellan
Michael Fraikin
Nils Huter
Dr. Martin Kolrep
Helena Korczok-Nestorov

Jerry Lefkowitz¹
Ken Masse, CFA
Lawson McWhorter, CFA
Anthony Munchak, CFA
Glen Murphy, CFA
Robert Nakouzi
Francis Orlando, CFA

Thorsten Paarmann, CFA
Nicole Schnuderl
Daniel Tsai, CFA
Anne Unflat
Alexander Tavernaro, CFA
Alexander Uhlmann, CFA
Donna Wilson

Portfolio Management Associates

Jennifer An
Karen Buckley
Alexander Erbse

Daveka Persaud
Kevin Schmidt

- ¹ Retiring - 06/15/2010
² Will Leave Firm - 6/30/2010

Benefits of Group Structure:

- All portfolios are team-managed
- Functional team approach that permits us to focus on what we do best
- Well rounded team of over 40 experienced professionals



Investment Philosophy 投資哲學

We believe we can add value for our clients through the systematic application of fundamental and behavioral insights.

我們深信我們能運用系統性的基本面與財務行為研究，為客戶創造附加價值

To convert this philosophy of investing into our quantitative stock selection model, each factor employed must have a sustainable investment rationale and be:

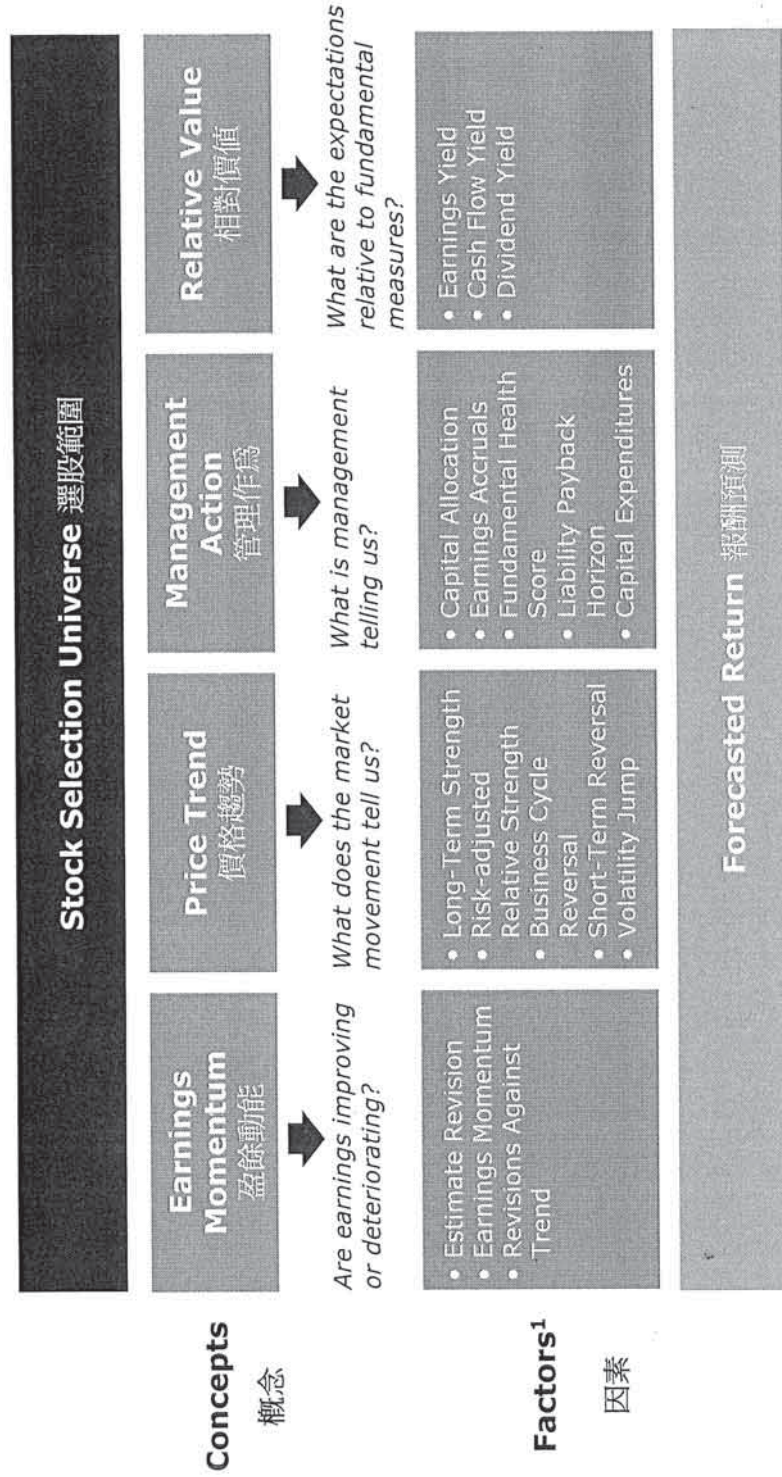
為將此投資哲學落實到選股模型上，每項模型因子須具備下列特性：

- Quantifiable 可量化
- Predictive 可預測
- Complementary 可互補



Quantifying our insights: Stock Selection Model

將投資洞見量化：選股模型



For illustrative purposes only
 †Not all factors are used in all regions

Public Services Pension Fund 退撫基金

Contribution analysis August 2007 until May 2010 貢獻分析

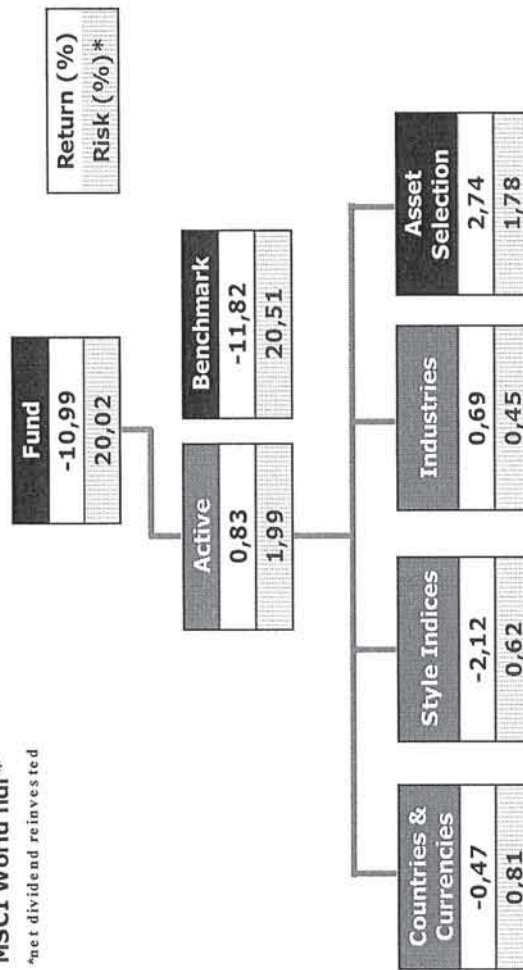
Contribution Analysis (Return in %)

Analysis Period: August 2007 until May 2010
34 months

Fund: Global Structured Core Equity

Benchmark: MSCI World ndr*

*net dividend reinvested



Source: MSCI, BARRA, Invesco as at 31 May 2010. The above information is based on analysis using the BARRA™ Performance Analyst. Performance figures are shown in USD based on the closing price performance of the underlying portfolio, inclusive of net reinvested income.



Stock selection: Strongest positive contributors

選股：正面貢獻前十大持股

Name	Country	Industry	Average Weight absolute	relative	relative Contribution
ACOM	JAPAN	Financial Services	0,6%	0,6%	98 bps
TECK RESOURCES	CANADA	Metals-Non Ferrous	0,2%	0,1%	82 bps
MCDONALDS	USA	Leisure & Tourism	1,6%	1,3%	60 bps
FORDING CANADIAN COAL	CANADA	Metals-Non Ferrous	0,3%	0,2%	39 bps
GAP	USA	Merchandising	0,9%	0,9%	38 bps
ELECTRIC POWER DEVELOPMENT	JAPAN	Utilities-Electrical & Gas	0,6%	0,5%	35 bps
EXXON MOBIL	USA	Energy Sources	3,4%	1,4%	34 bps
CITIGROUP	USA	Financial Services	0,3%	-0,2%	25 bps
IBM	USA	Business & Public Services	1,5%	0,9%	24 bps
WELLSTREAM	UK	Energy Equipment & Services	0,3%	0,3%	21 bps

Source Invesco as at 31 May 2010. The above information is based on analysis using the BARRA™ Performance Analyst. Above performance figures are calculated in USD.
Benchmark: MSCI World NDR



Stock selection: Strongest negative contributors

選股：負面貢獻前十大持股

Name	Country	Industry	Average Weight		relative Contribution
			absolute	relative	
YARA INTERNATIONAL	NORWAY	Chemicals	0.4%	0.4%	-39 bps
IMMOFINANZ IMMOBIL	AUSTRIA	Real Estate	0.3%	0.3%	-37 bps
TAKEFUJI	JAPAN	Financial Services	0.6%	0.6%	-35 bps
NOKIA	FINLAND	Telecommunications	1.4%	1.0%	-35 bps
ROYAL BANK OF SCOTLAND	UK	Banking	0.4%	0.2%	-33 bps
LEOPALACE21	JAPAN	Real Estate	0.2%	0.2%	-32 bps
STAGECOACH	UK	Transportation-Road & Rail	0.6%	0.6%	-31 bps
DELUXE	USA	Business & Public Services	0.3%	0.3%	-30 bps
ATRIUM EUROPEAN REAL ESTATE	AUSTRIA	Real Estate	0.1%	0.1%	-25 bps
ANGLO IRISH BANK	IRELAND	Banking	0.1%	0.1%	-21 bps



Source Invesco as at 31 May 2010. The above information is based on analysis using the BARRA™ Performance Analyst. Above performance figures are calculated in USD.
Benchmark: MSCI World NDR

Largest active holdings in the portfolio

投資組合前十大主動加碼個股

Name	Industry	total Weight	active Weight	Model Decile Rank					Overall
				EM	PT	MA	RV		
IBM	Business & Public Services	2,4%	1,6%	4.	9.	2.	2.	3.	
GAP	Merchandising	1,5%	1,5%	2.	6.	2.	1.	2.	
NISSAN MOTOR	Automobiles	1,5%	1,4%	4.	1.	1.	1.	1.	
EXXON MOBIL	Energy Sources	2,8%	1,4%	8.	10.	1.	2.	6.	
NOVO-NORDISK	Health & Personal Care	1,3%	1,2%	4.	2.	2.	6.	2.	
NEXT	Merchandising	1,2%	1,1%	1.	1.	1.	5.	1.	
MCDONALDS	Leisure & Tourism	1,4%	1,1%	3.	10.	4.	4.	7.	
MICROSOFT	Business & Public Services	2,0%	1,0%	2.	3.	4.	2.	2.	
BHP BILLITON	Energy Sources	1,5%	1,0%	2.	1.	1.	2.	1.	
SONY FINANCIAL	Insurance	1,0%	1,0%	4.	9.	3.	3.	4.	

EM = Earnings Momentum

PT = Price Trend

MA = Management Action

RV = Relative Value

Source: Invesco as at 31 May 2010 in USD, Fund vs. Benchmark: MSCI World Index
The Numbers are Deciles from 1 (best 10%) to 10 (worst 10%)



About aba



- ◆ For over 70 years representing the idea of workplace pensions in the private and public sector
- ◆ More than 1.400 members (i.e. employers, institutions for workplace related pensions (IORPs), insurers, banks, employer organisations, unions, experts in insurance mathematics, actuaries, consultants, auditors, asset managers, etc.)
- ◆ aba wants to promote occupational retirement provision that:
 - is affordable, sustainable, efficient, safe
 - helps to maintain living standards in retirement
 - provides a degree of intra- and inter-generational solidarity and
 - is administered through funding institutions
- ◆ Founding member of EFRP, European Federation For Retirement Provision, Bruxelles

Agenda (1/2)



- ◆ The German Pension Landscape in a nutshell
 - The „Three Pillar“ principle
 - Relevance of occupational pensions
 - Volume of occupational pension liabilities

- ◆ Five Instruments for Occupational Pensions and Types of Grants
 - Direct pension promise („Direktzusage“)
 - Employer life insurance („Direktversicherung“)
 - Support Fund („Unterstützungskasse“)
 - Captive life insurance („Pensionskasse“)
 - Pension Fund („Pensionsfond“)
 - Defined Benefit and Defined Contribution plans

Agenda (2/2)



- ◆ Basic Principles of Occupational Pensions in Germany
 - Contractual basis for all types of company pensions
 - Homogenous vesting rules
 - Entitlement to Deferred Compensation
 - Indexation
 - Insolvency Protection
- ◆ The Capital Market's Collapse and Occupational Pensions

Mandatory Social Security (1/2)



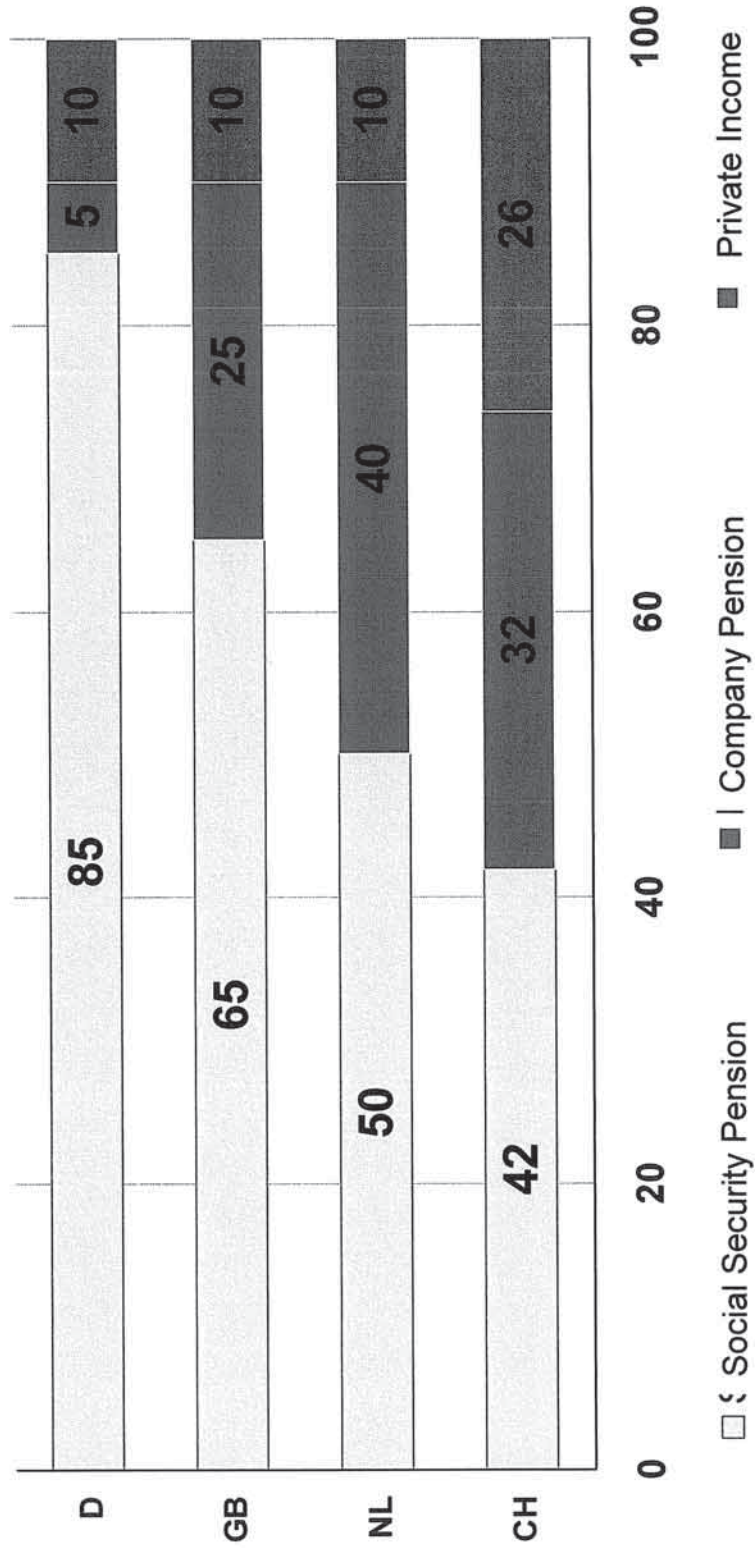
- ◆ The German Social Security system provides a comprehensive range of benefits: **pensions** (retirement, long-term disability, death), **medical** (health care, short-term disability, maternity), **long-term care** benefits, **unemployment** provisions, **workmen compensation**
- ◆ The system is financed based on the “**pay-as-you-go**” approach through **employee** and **employer** contributions

Mandatory Social Security (2/2)

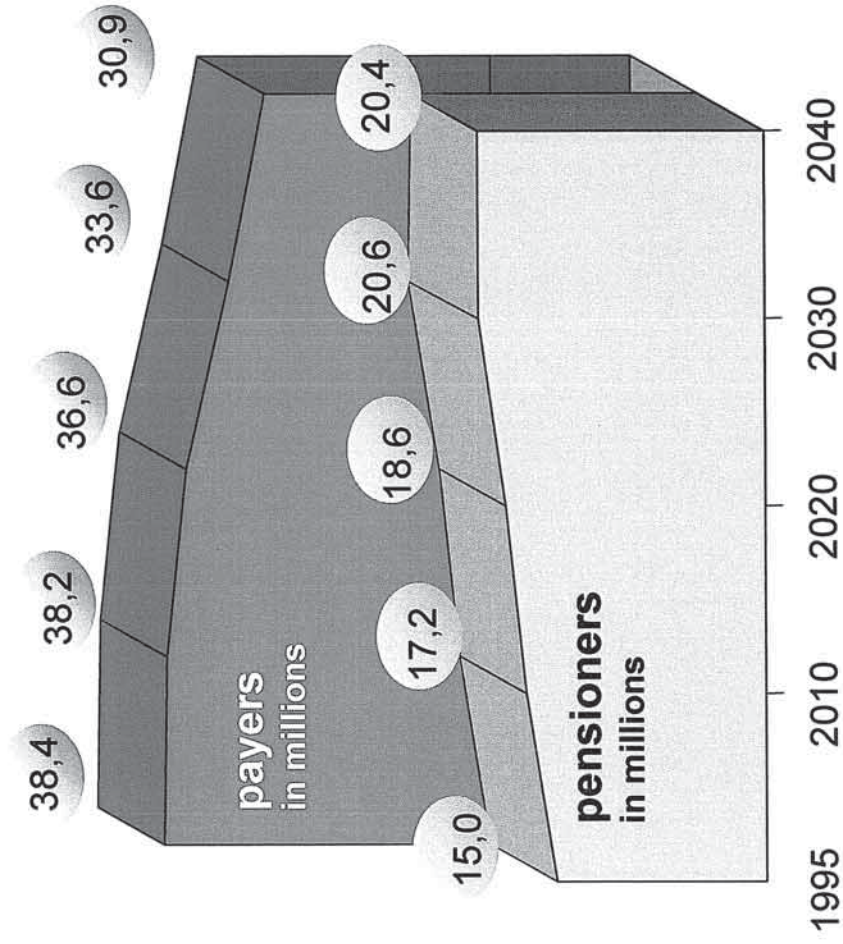


- ◆ **Pensions:**
 - Normal retirement age: age 65; gradual increase to age 67 over a transition period from 2012 to 2029
 - Retirement pension: after a full career approximately 40% - 45% of gross earnings up to the SSC
 - Long-term disability pension: 100% (full disability) or 50% (partial disability) of retirement pension
 - Spouse's pension: 55% of retirement pension
- ◆ **Medical:** comprehensive medical coverage with some employee's cost share for certain expenses
- ◆ **Long-term care benefits:** cash allowances for home care or subsidies for institutional care
- ◆ **Unemployment provisions:** cash benefit of 60% of net up to the SSC for maximum 32 months (depending on age and years of former employment)
- ◆ **Workmen compensation:** cash benefits and pensions payable in case of work-related disability or death

Sources of Income for Pensioners

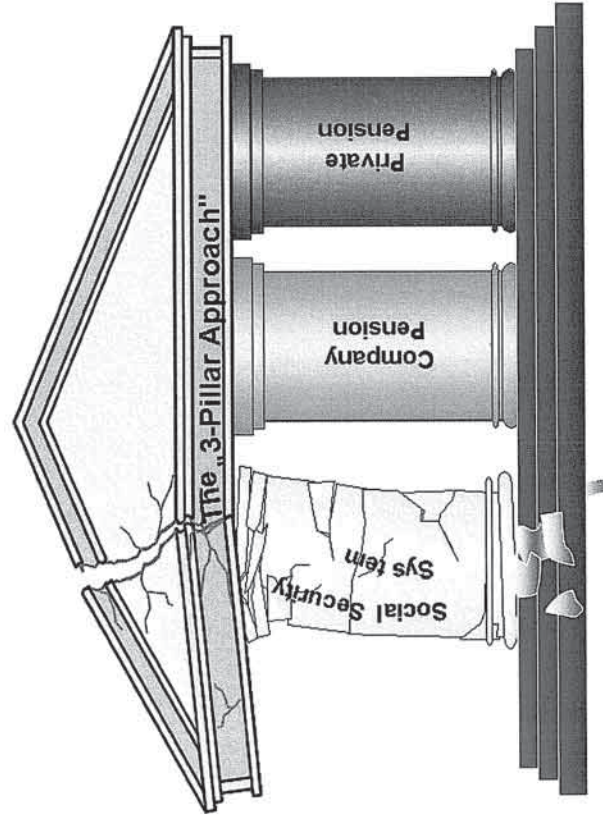


Upcoming Problems with the Pay-as-you-go System



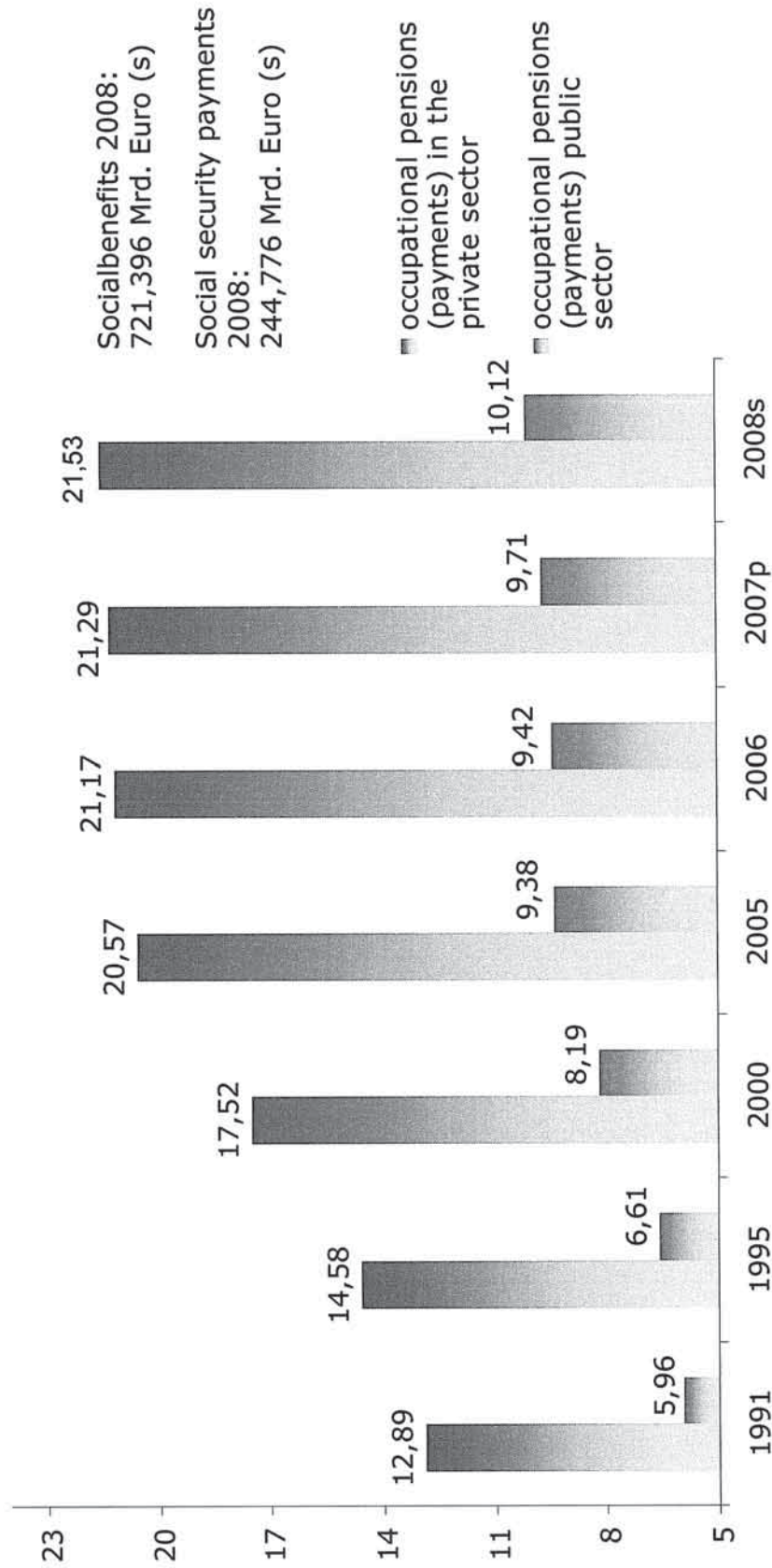
The number of contributors declines the number of pensioners increases !

Consequences of the Demographic Development



- Deterioration of German State Pension System (1st pillar: Pay-as-you-go)
- Significant problems for the 2nd and 3rd pillar, as they are designed to make up for the reduction of State Pensions

Income from occupational pensions(1991 bis 2008) - in bn. Euro -



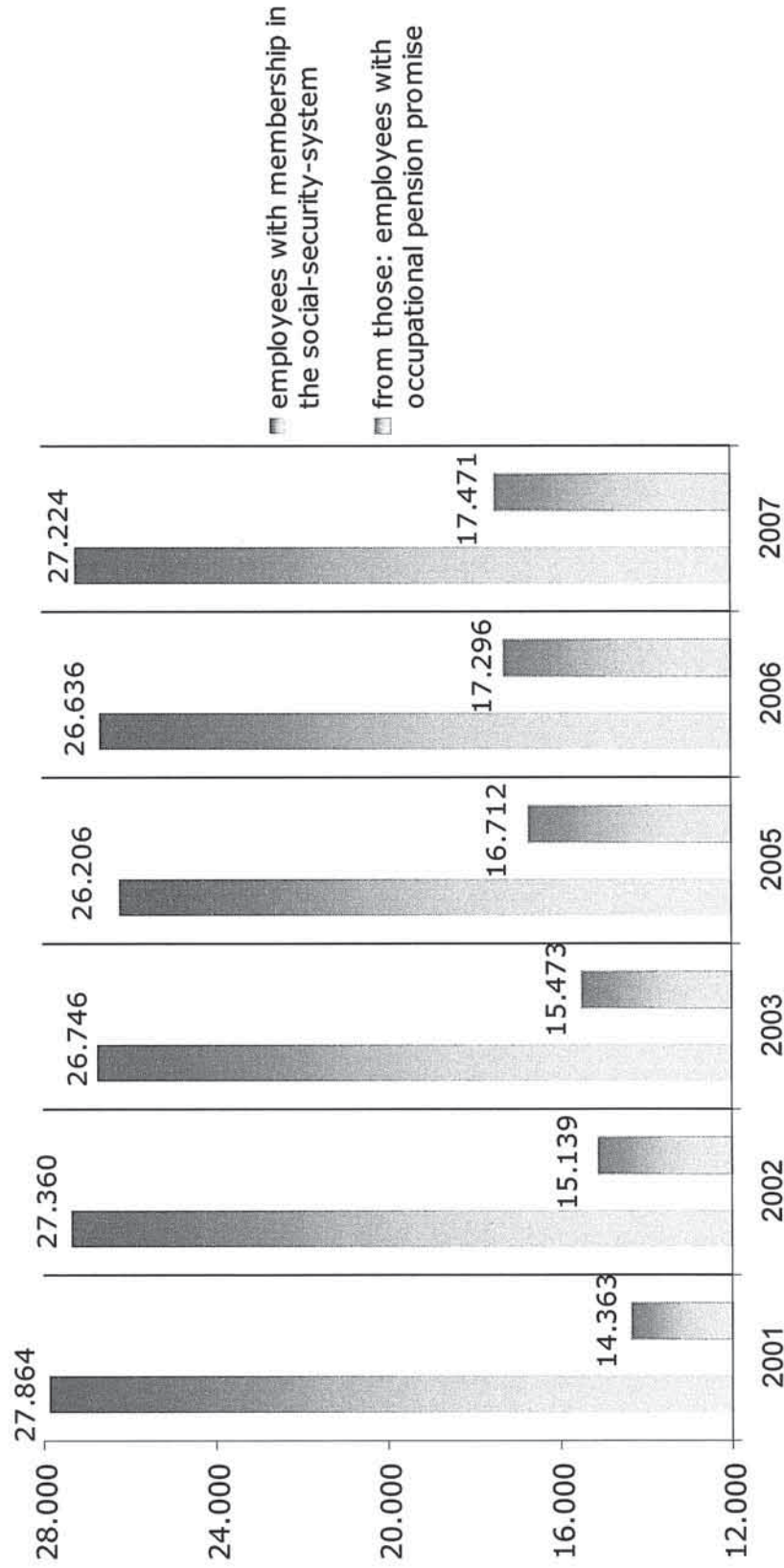
Quelle: Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2009): Sozialbericht 2009; Tab. I-2; bei den Angaben zum Jahr 2007 (Zusatz "p") wurden vorläufige Zahlen verwendet, da statistische Ergebnisse nicht, noch nicht, nicht vollständig oder noch nicht endgültig vorliegen. Der Zusatz (s) beim Jahr 2008 bedeutet Schätzung.

Breakdown in pension assets (2005: 401,5 bn Euro)



	2003 (bn Euro)	2004 (bn Euro)	2005 (bn Euro)	2008 (bn Euro)
Book reserves	215	221,7	231,2	245,1
Support funds	28	29,7	34,3	37,1
Traditional pension funds	78,3	83,2	89,4	107,0
Direct insurance	44,4	45,8	45,4	50,1
Pension investment funds	0,4	0,6	1,2	14,5

Members of social security (in thousand) in total and with occupational pension promises, end of 2001 till end of 2007, Germany (31.12.2007)



Quelle: Kortmann, K. (2008): Situation und Entwicklung der betrieblichen Altersversorgung in der Privatwirtschaft und im öffentlichen Dienst 2001 – 2007, Endbericht, Untersuchung im Auftrag des Bundesministeriums für Arbeit und Soziales, TNS Infratest Sozialforschung, München, Oktober 2008, Tab. Z-2

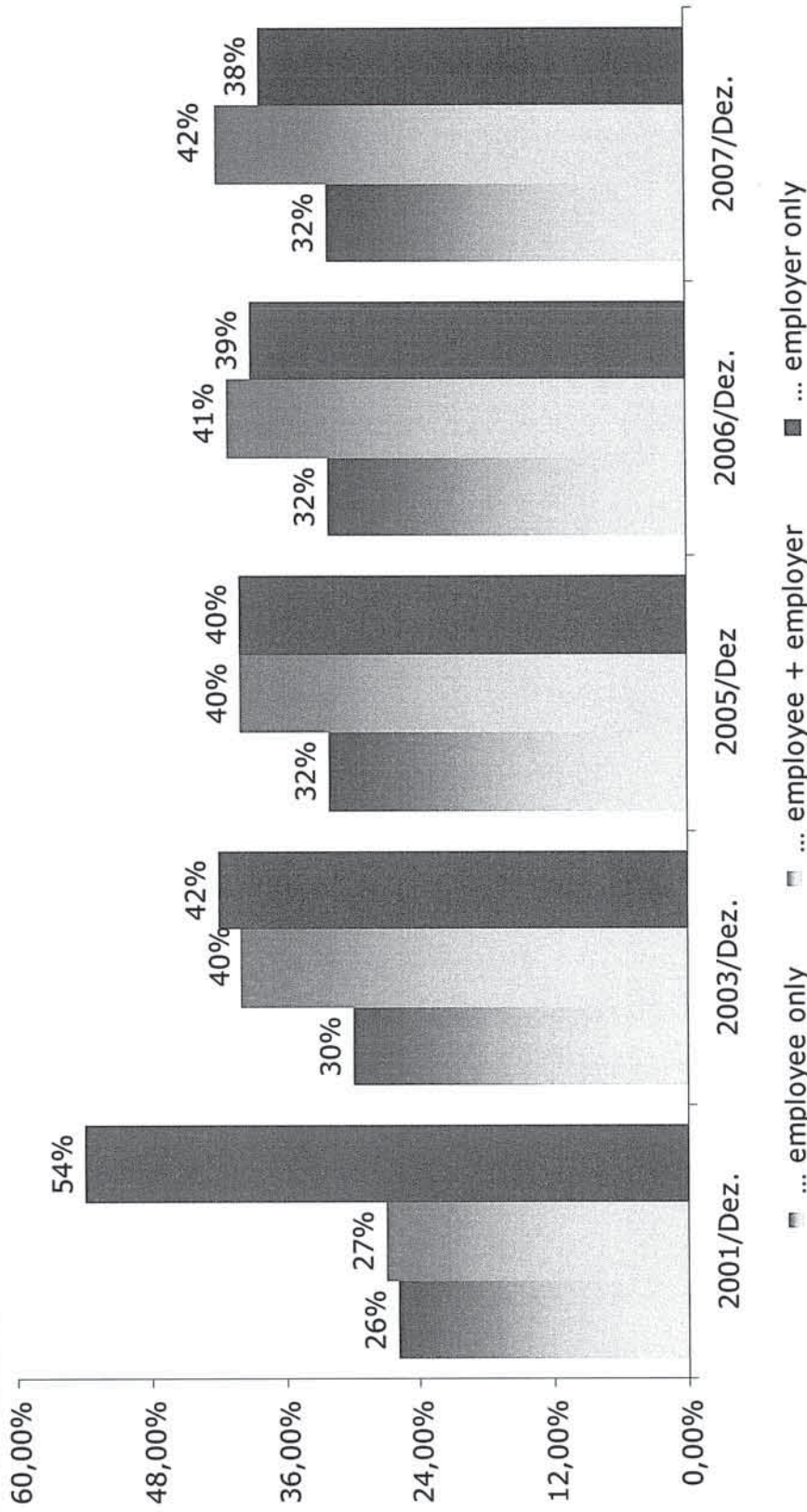
Occupational pensions in the private sector by companies



companies with	employee	employee	perm. est.	perm. est.
	31.12.2001 in %	30.06.2004 in %	31.12.2001 in %	30.06.2004 in %
total	37	46	30	41
1 - 4	14	21	20	28
5 - 9	19	25	35	50
10 - 19	20	31	49	68
20 - 49	21	35	72	83
50 - 99	25	39	86	90
100 - 199	34	43	80	91
200 - 499	44	56	82	94
500 - 999	60	68	94	98
1.000 and more employees	80	85	98	100

Quelle: TNS Infratest Sozialforschung (2005): Situation und Entwicklung der betrieblichen Altersversorgung in der Privatwirtschaft und im öffentlichen Dienst 2001 - 2004, München.

Plan-sponsoring (companies in the private sector, Dec. 2001 to Dec. 2007)



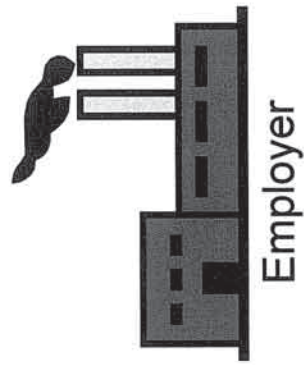
Quelle: Kortmann, K. (2008): Situation und Entwicklung der betrieblichen Altersversorgung in der Privatwirtschaft und im öffentlichen Dienst 2001 - 2007, Endbericht, Untersuchung im Auftrag des Bundesministeriums für Arbeit und Soziales, TNS Infratest Sozialforschung, München, Oktober 2008, Tab. 6-1

Overview



1. Direct Pension Promise
(„Direktzusage“, „Unmittelbare Versorgungszusage“, „Pensionszusage“)
 2. Employer Life Insurance
(„Direktversicherung“)
 3. Support Fund
(„Unterstützungskasse“)
 4. Captive Life Insurance
(„Pensionskasse“)
 5. Pension Fund
(„Pensionsfonds“)
- All are defined in the German Company Pension Act, initially established on Dec 19, 1974 („Betriebsrentengesetz“, „BetrAVG“)

Direct Pension Promise



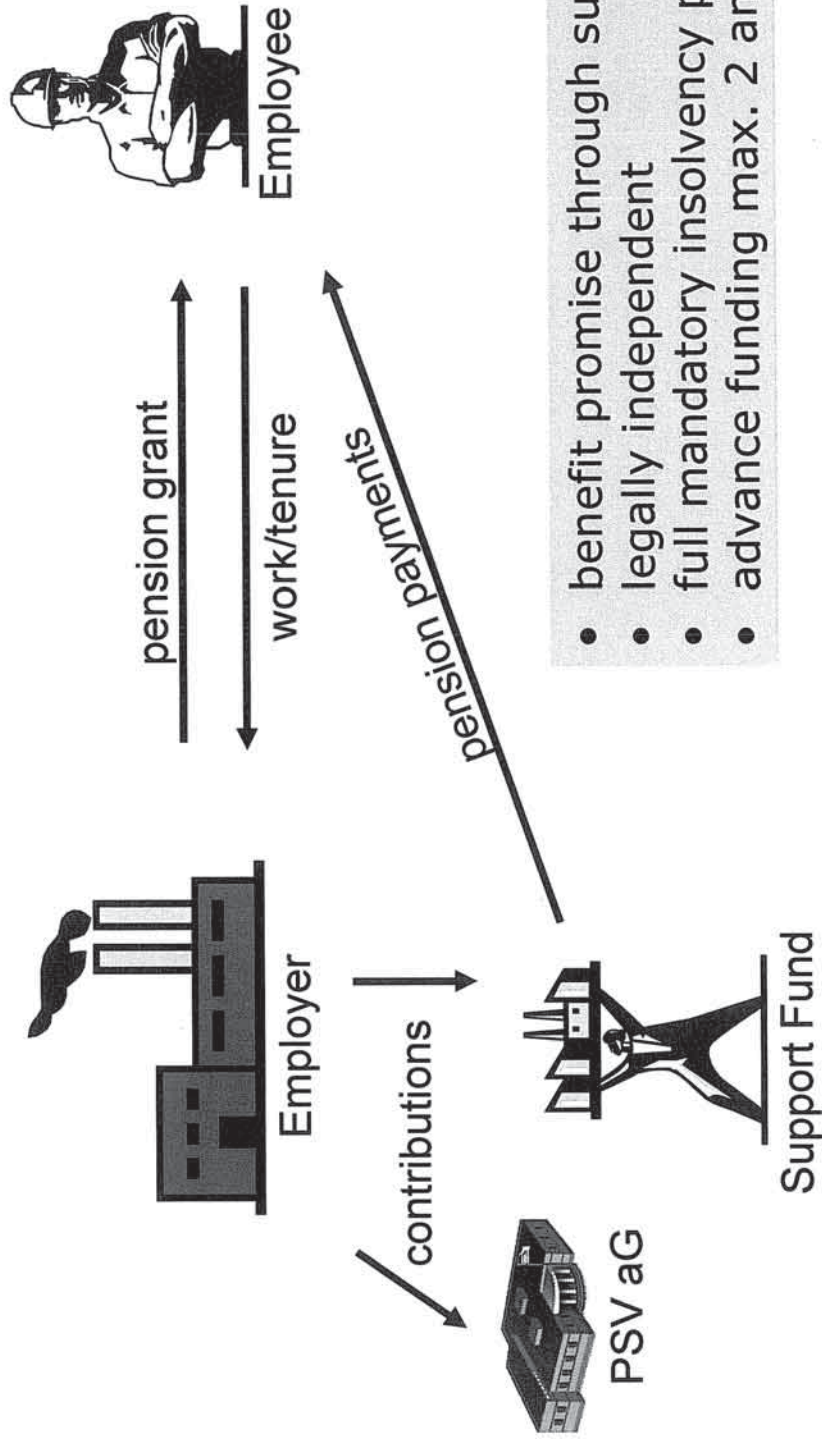
- pensions paid directly to beneficiary
- only book reserves on balance sheet
- no funding requirements whatsoever
- mandatory insolvency protection
- any types of grants (pension, one-off)

Characteristics of the „Direct Pension Promise“



- Book reserves = “funding” via general company assets
- Buildup of Book reserves + benefit payments are tax deductible
- Total flexibility in plan design + external funding / investment
- Practically, no limits for tax qualified benefits and for member “contributions” via salary conversion
- Practically, full protection against employer insolvency by PSVaG (coverage up to 88,200 € annual pension)
- No discrimination testing
- Accounting:
 - German GAAP: Full pension liabilities on balance sheet
 - US / IFRS: Full pension liabilities on international balance sheet
 - Exception: Assets in contractual trust arrangement (CTA) qualify as plan assets; then off-set possible
 - New: BilMoG - will adapt German GAAP to US / IFRS standards

Support Fund

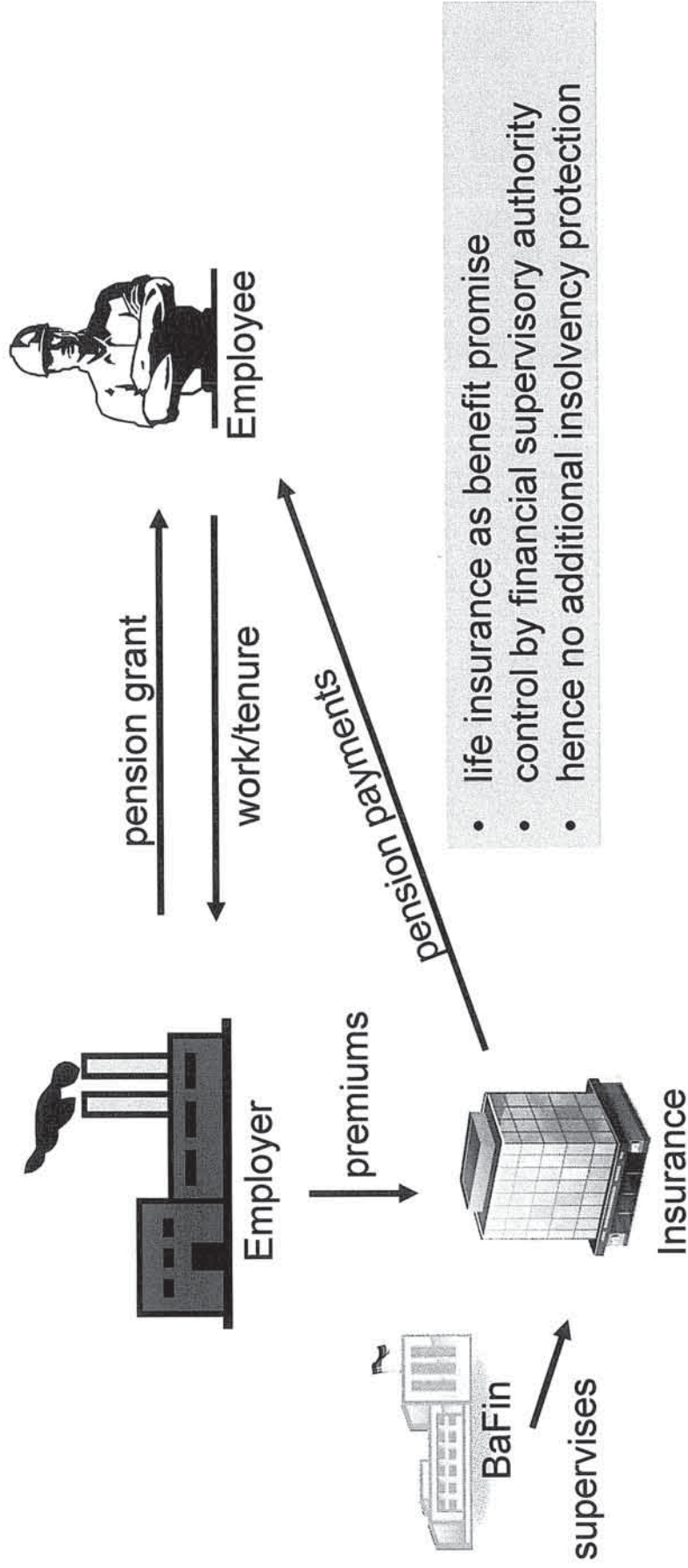


Characteristics of the „Support Fund“



- Legal entity set up by one or several employers
- Limited Flexibility with regard to plan design + funding (tax restrictions)
- Benefits appreciate insolvency Protection by PSVaG
- Practically no limits for tax qualified benefits and for member “contributions” via salary conversion if re-insured
- However: Premiums only tax deductible if either constant or rising
- Accounting:
 - Local GAAP: Choice to disclose deficit (unfunded portion) in footnote or to recognize deficit as liability on balance sheet
 - US/IFRS: Recognize deficit as liability on balance sheet

Employer Life Insurance



- life insurance as benefit promise
- control by financial supervisory authority
- hence no additional insolvency protection

Captive Life Insurance

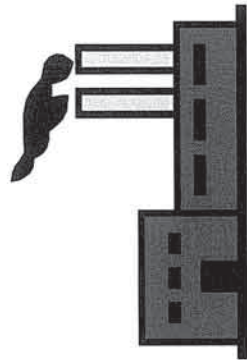


Employee

pension grant

work/tenure

pension payments



Employer

premiums



Captive Insurance

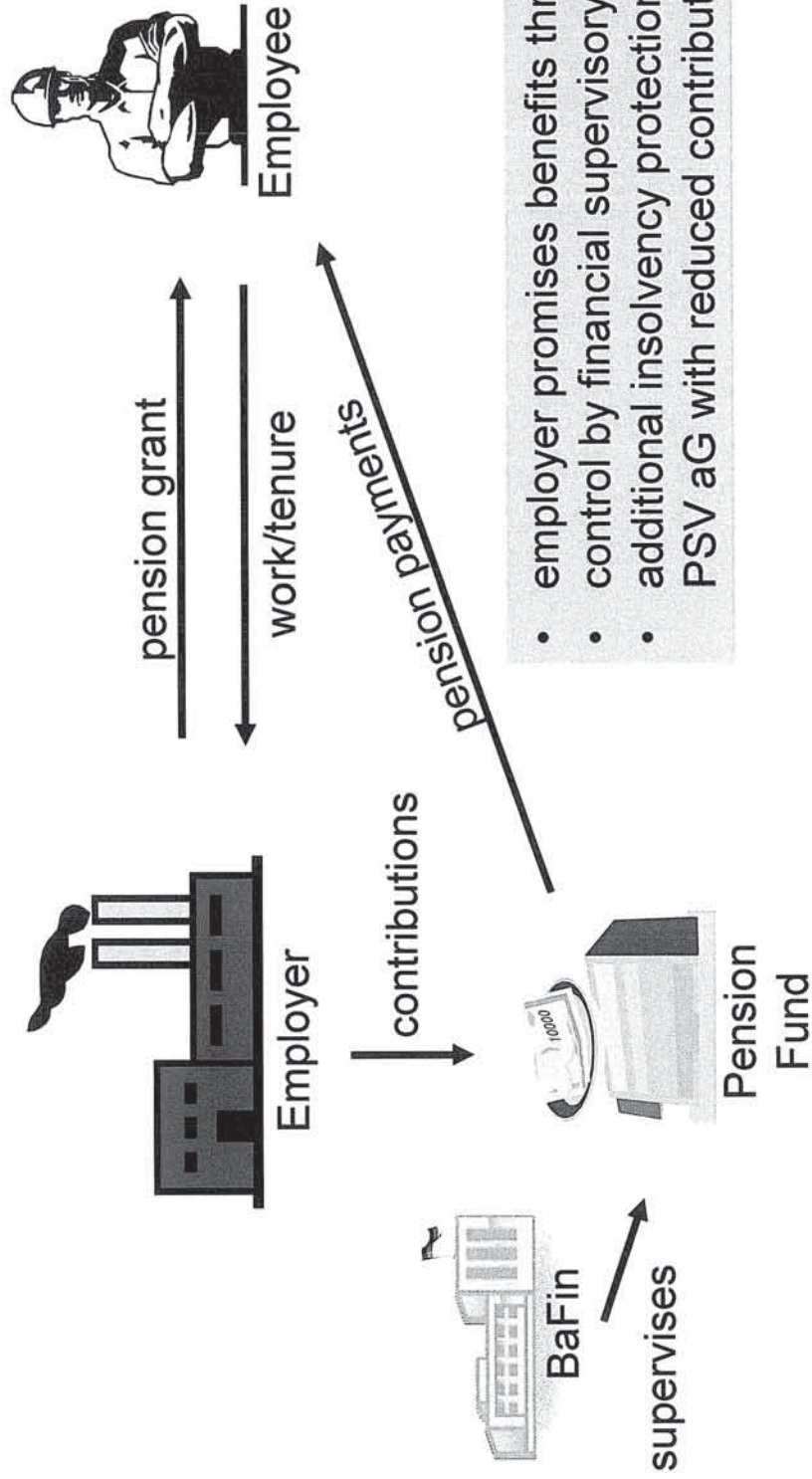


BaFin

supervises

- captive life insurance as benefit promise
- control by financial supervisory authority
- no additional insolvency protection

Pension Fund



Elements of (Captive) Life Insurance and Pension Fund



- No contributions to PSVaG for Life Insurances, only reduced contribution (50%) for Pension Funds
- Fiscal limits for employer and/or member “contributions”:
 - Tax free contribution to (Captive) Life Insurances up to 2,592 € annually
 - Additional deductible for life insurances granted after December 31, 2004 of 1,800 € annually
- [Employer (Captive) Life Insurances that started before this date appreciate flat 19% tax rate up to annual premiums of 1,752 €]
- Accounting:
 - Local GAAP: No liabilities in the local balance sheet
 - US/IFRS: (Theoretically) recognize deficit as liability on balance sheet
- **Note: Employer always has to make up for potential shortfalls. PSVaG does not cover the insolvency of the external carrier (only insolvency of employer)**

Characteristics of the vehicles



	Direct Promise	Support Fund	Pensionskasse	Direct Insurance	Pensionsfonds
Legal claim	Yes	No	Yes	Yes	Yes
Liability of employer	direct	indirect	indirect	indirect	Indirect
Type of guarantee	Guaranteed by employer	No / similar to insurance	insurance type guarantee, benefit reduction possible	unlimited	unlimited for past service contributions (exception IFRS-level transfers)
Retirement benefits	Pension benefits and/ or lump sum payment	Pension benefits and/ or lump sum payment	Pension benefits	Pension benefits	Pension benefits
Disability and surviving dependants pension	possible	Possible	possible	possible	possible
Government sponsoring (Riesterrente)	not possible	not possible	Possible in case of pension benefits	Possible in case of pension benefits	possible
Contributions free of income tax	unlimited	Unlimited	Max. 4% of social security contribution ceiling plus € 1.800	Max. 4% of social security contribution ceiling plus € 1.800	Max. 4% of social security ceiling plus € 1.800
Taxation during pension payment	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Federal Financial Supervisory Authority (BaFin)	No	No	Yes	Yes	Yes
Asset allocation restrictions	None	None / similar to insurance	Strong supervision	Strong supervision	Prudent person rule
Protection against employer insolvency necessary	Yes	Yes	No	Yes (in some cases)	Yes Reduced contribution (20%)

Quelle: Mercer Deutschland GmbH

Insolvency Protection



- Considered the „Crown Jewel“ of the Company Pension Act
- Carrier: Pensions-Sicherungs-Verein aG, Cologne (PSVaG)
- All instruments that are not under federal supervision or that contain specific insolvency risk participate
 - Direct Pension Promise
 - Support Funds
 - Insurance solutions if used for company financing purposes
 - Pension Funds (contribution only 50%)
- Contribution since 2002 - 2008 (average): 0.4% of PBO
- Contribution 2009: 1.42% of PBO
- Total annual contributions since 2002 (approx.): € 1 bn
- Participating employers (approx.): 70,000
- Insolvency cases since 2002 annually (approx.): 500-750

The Financial Crisis and Occupational pensions



- There is no direct effect on beneficiaries: Employers owe pension.
- Occupational benefits are never tied to stock market
- Decline in asset values only has indirect effect (cost, employer)
- Of course funding ratios decline
- This is primarily a (cost) problem for the employer
- Offset of assets against liabilities may be impossible

European legislation is becoming more and more important

- ◆ Upcoming Green Paper on Pensions
- ◆ Upcoming Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions
- ◆ Consultation on Protection of supplementary pensions in case of insolvency of the employer
- ◆ Supervisory Reform
- ◆ Assetmanagement related questions
- ◆ High-level EU-Com.-working group on retirement provision



Berlin, July 2010

MetallRente

Providing Pension Provision
Challenges Today

Agenda

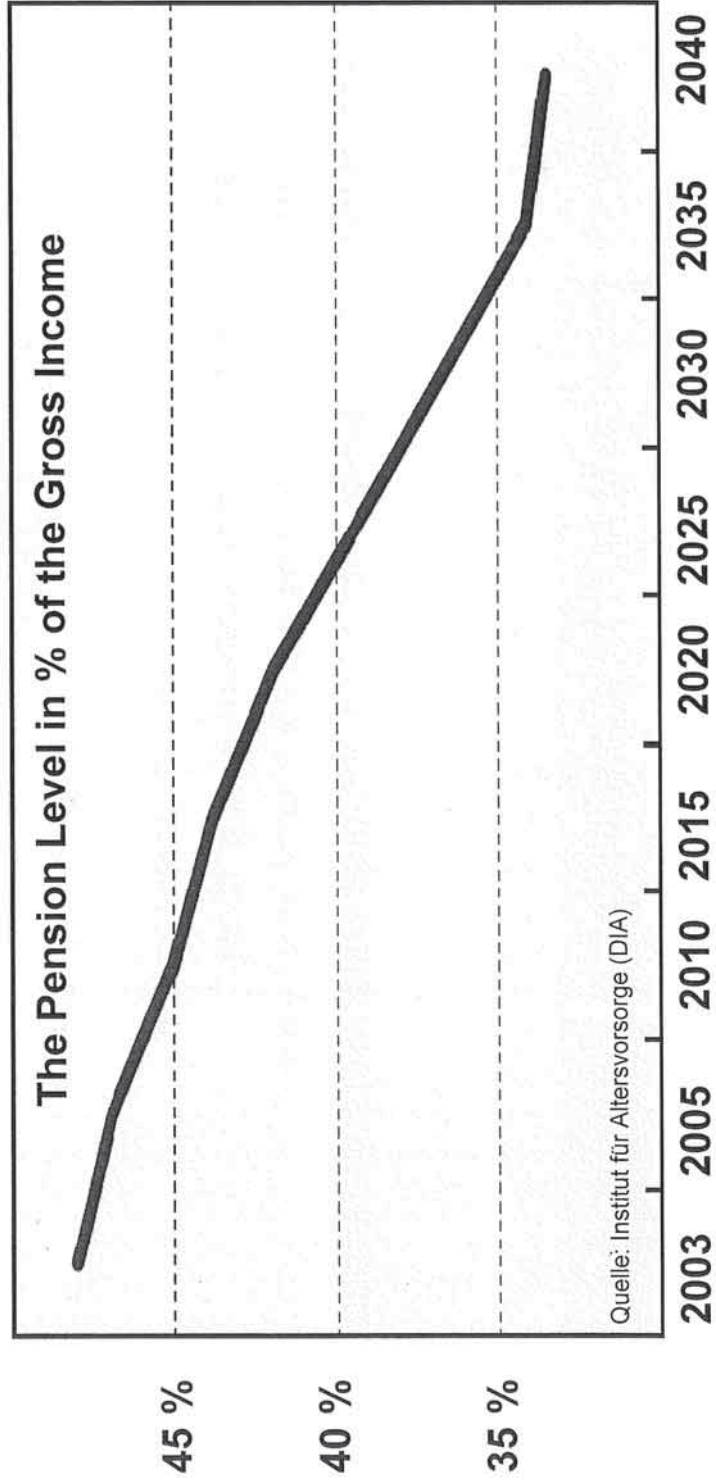
- Pension Schemes in Germany – Tradition vs. Modern Age
- MetallRente – A Unique Pension Scheme in the Market
- Challenges today: Youth, Provision, Finances

Origin of German Pension Schemes

- First pension schemes voluntarily founded by large enterprises in the second half of the 19th century, in particular as from 1880/1890
 - Motivated by patriarchal attitudes and/or the commitment to care for retiring workers and their families (old age, disability or death)
 - Workers had no legal right to benefits
 - Funding:
 - employer: voluntary contribution, used to pay the largest portion
 - workers: in many cases compulsory contribution (e.g. Krupp)
 - "... each member must pay four percent of his fixed annual income..."
 - Counterpart of the public pension for white and blue collar workers introduced in 1889 (as from 1911)
- Pension schemes existed long before the public pension system was established.
→ Pension schemes have always been a part of corporate social policy.
→ Pension schemes have always counted on the workers' own contributions.

The Development of the Pension Level at long Sight

- In prospective lower pension adjustment
- Worse evaluation of education periods
- Successive change to the downstream taxation



Evolution of the Pension Scheme Concept

“Old“ approach: market protection and separation certain risk groups

- Predomination of restricted solutions: “closed” company plans or mandatory branch pension schemes
- Pension vehicles designed and organised according to the company’s (corporation’s) specific requirements

Additional “New“ approach: market orientation

- since 2002: free choice instead of restricted mandatory schemes, partly initiated by the collective bargaining parties
- Occupational pension schemes in flux: from closed company plans to general schemes open to the public
- Process of product standardisation – mass business
- “Spheres of influence” in general determined by collective agreements

- ➔ Evolution of the traditional institutionalised concept into a new, market-oriented pension scheme.
- ➔ New and traditional schemes will continue to coexist for quite some time.
- ➔ Task for employers: To integrate both in pension strategies

Timeline: MetallRente Pension Scheme

<p>May 11, 2010</p>	<p>Retirement Savings Supplementary Act (Altersvermögensergänzungsgesetz–AVmEG, released on January 1, 2002)</p>
<p>Sept. 4, 2001</p>	<p><u>Contracting parties:</u> Gesamtmetall employers' association for the metalworking and engineering industry and IG Metall, the Metalworkers' Union signed:</p> <ol style="list-style-type: none"> Collective agreement on pay conversion (deferred compensation) Background: Pay entitlements under collective agreements can only be used for income conversion if the agreement provides for it, or if it is authorized by another collective agreement.) “Joint declaration on initiating a pension fund for the metalworking industry”, named MetallRente
<p>Sept. 10, 2001</p>	<p>Request to set up MetallRente-management</p>
<p>Oct. 29, 2001</p>	<p>Establishment of MetallRente</p>
<p>Jan. 1, 2002</p>	<p>Take off: MetallRente pension scheme</p>
<p>Today</p>	<p>MetallRente: country's major ind. occupational pension scheme (in members)</p>

MetallRente Pension Plans TODAY: Synergy Between Market and Regulation

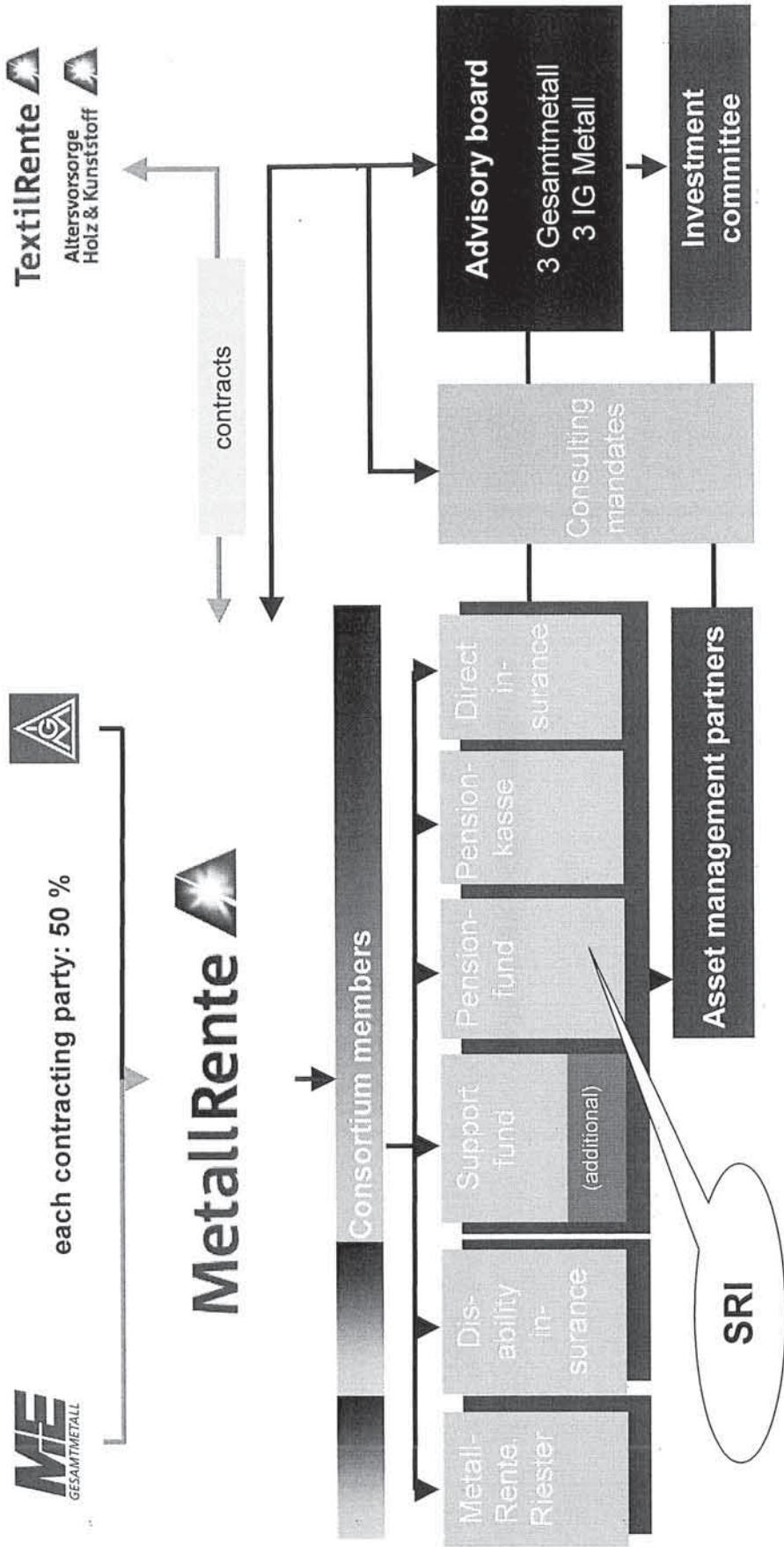
MetallRente 

- **Supplying:** Necessary additional pension provisions are being spread in the target sectors of industry and handicrafts.
- **Implementing:** MetallRente pension plans fully comply with the collective agreements in the target industry. Employers are given compendious and cost-efficient offers that save them rechecking conformity to the collective agreement.
- **Benchmarking:** MetallRente offers competition-oriented plans that are both attractive and safe.
- **Securing :** Basic biometric risks are covered by guaranteeing life-long pension payments. This is particularly important in order to balance out the reductions in the German public pension system.
- **Identifying:** MetallRente offers solutions that are tailored to the particular needs of the target industries. Occupational pensions are thus promoted within the frame of the German system of industrial relations.

→ The new pension scheme operates in the market.

Organization chart of MetallRente

MetallRente 

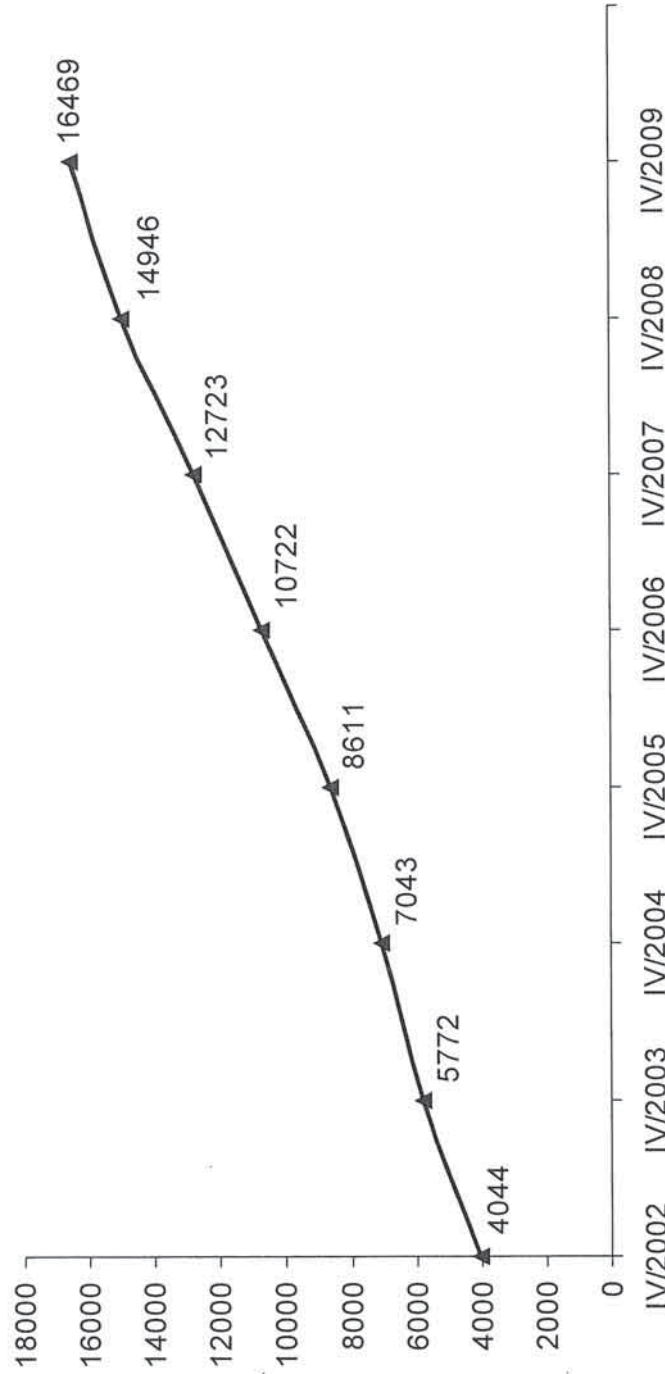


SRI

MetallRente Clients




- Reference Value and Industry Standard -



- ➔ The number of our clients increases steadily.
- ➔ 330.000 individuals
- ➔ Portability: easier through increasing dispersion.

Attractive and Safe:

Risk Diversification is an Essential Feature

MetallRente 

Challenges in the financial sector

- Increasing need of the insurers for transparency, net assets and risk management
- More volatile capital markets increase the spread of the providers' capacity.
- Fragmentation of the sector into strong and weak providers even with respect to surpluses
- Reduction of the fixed interest rate as from 2007

→ Risk diversification is a challenge

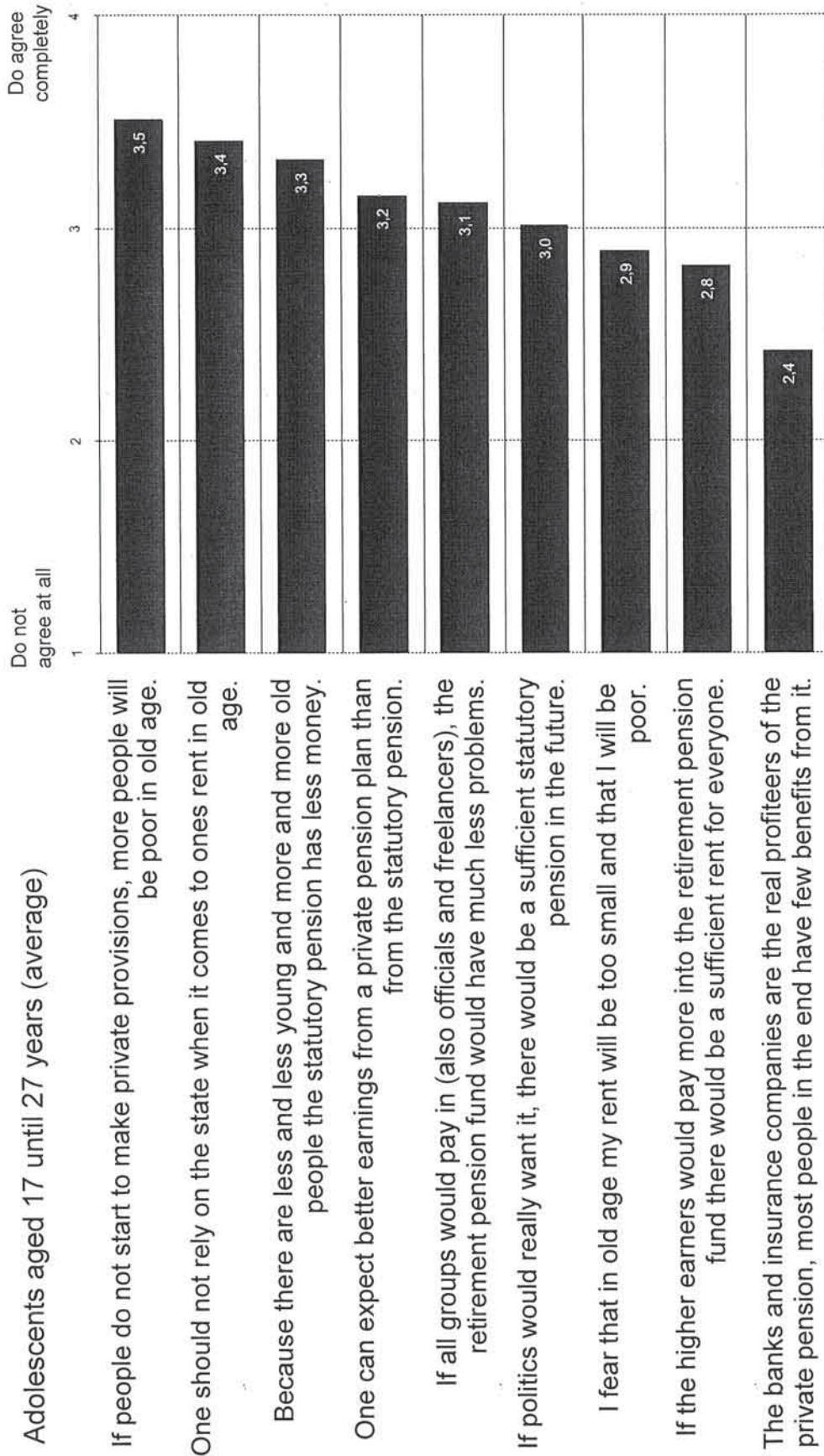
- Contracts have been signed with leading financial service providers that operate the pension plans on behalf of MetallRente.
- These contracts allow MetallRente to vary the consortium members' share according to their performance share reduction in case of low return.

The Offer of MetallRente.bAV

MetallRente offers the ideal coverage solution for every conversion path.

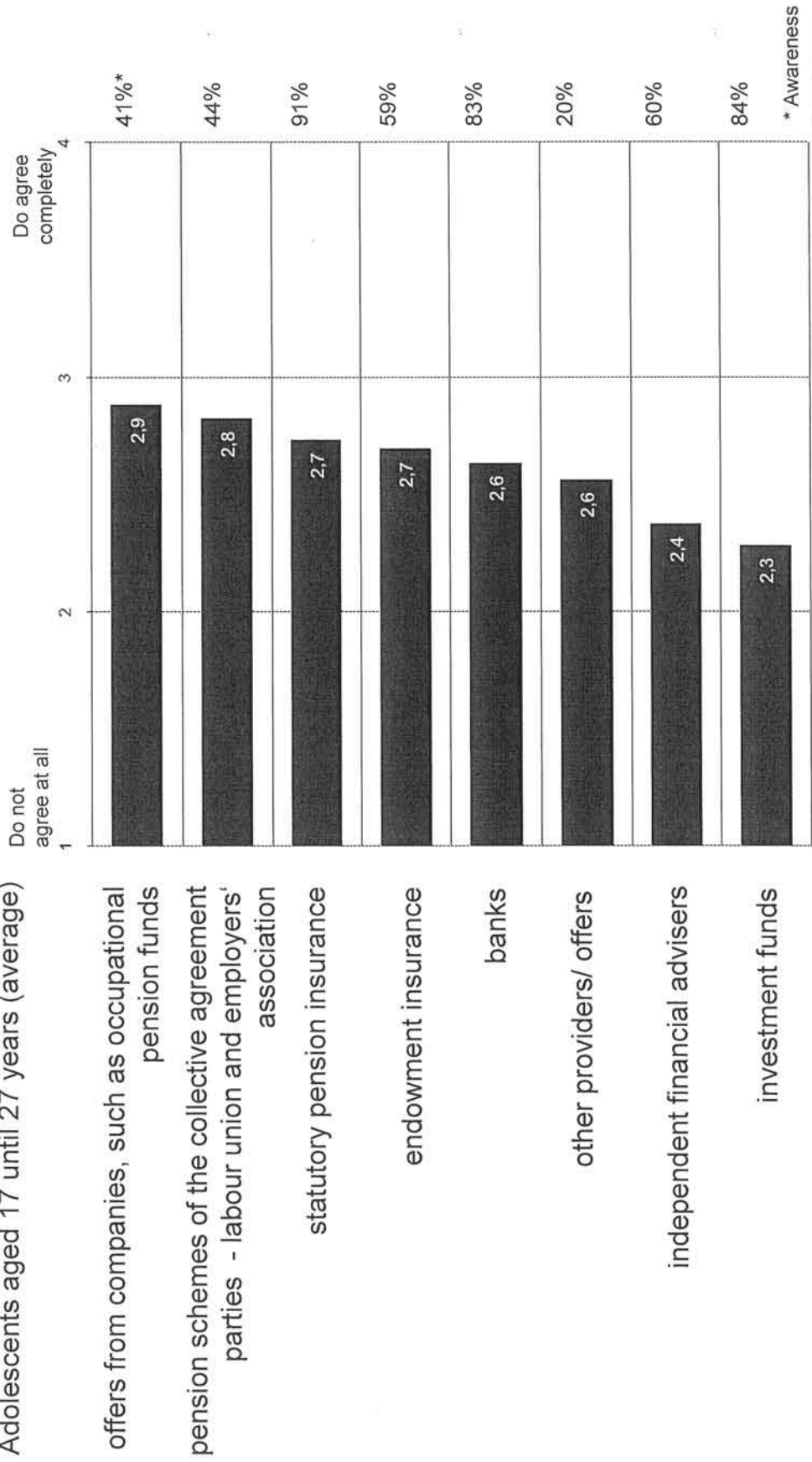
Equity up to 15 %	Equity 25-60 %	Equity explicitly over 50 %
Metall-Direct Insurance MetallPensionskasse Support Protection Fund	Metall-fund-bound Direct Insurance Metall-fund-bound Pensionskasse	Metall-Pension Fund

Opinion about the Future of the Pension System



Trust in Institutions and Providers of Financial Services

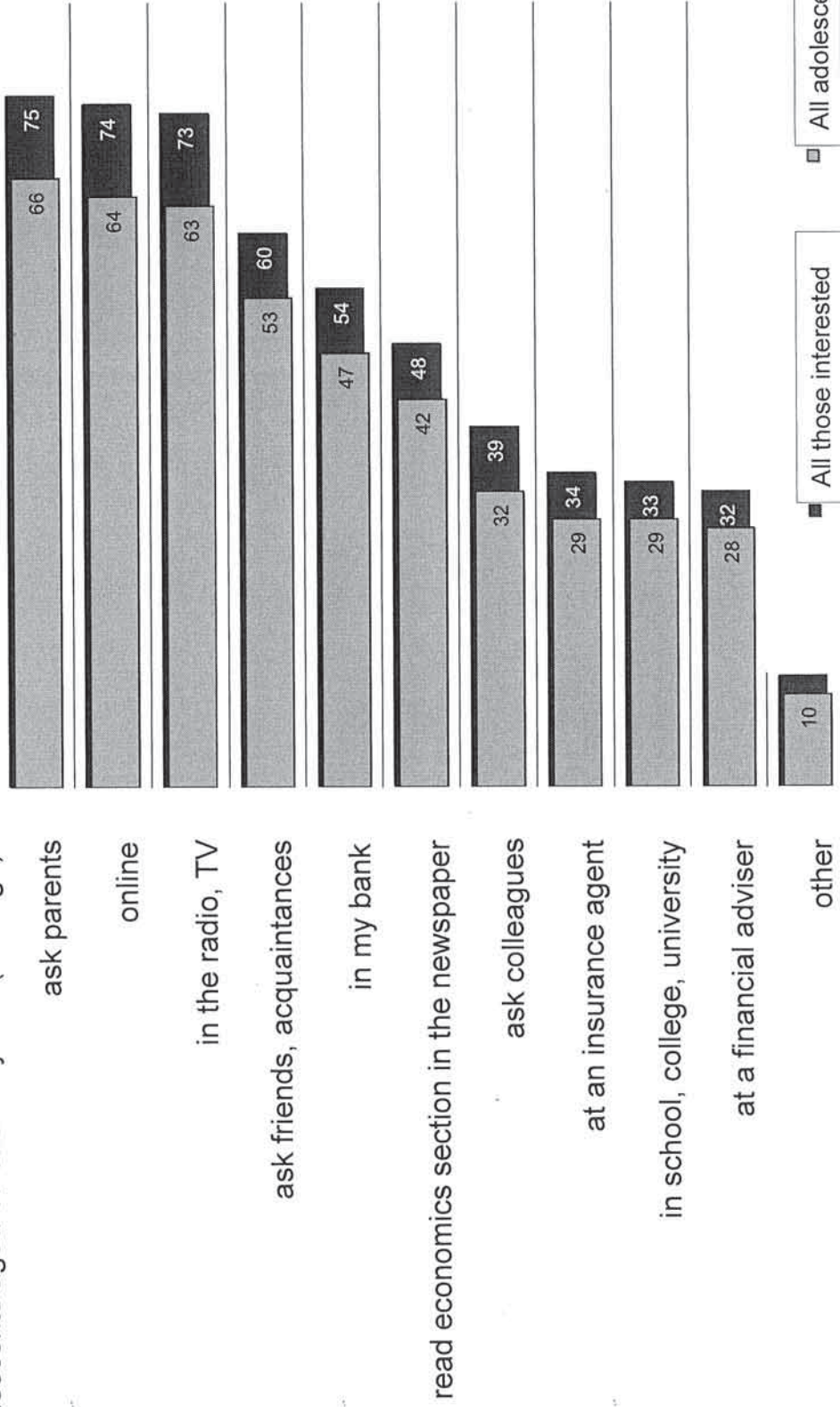
Adolescents aged 17 until 27 years (average)



* Awareness

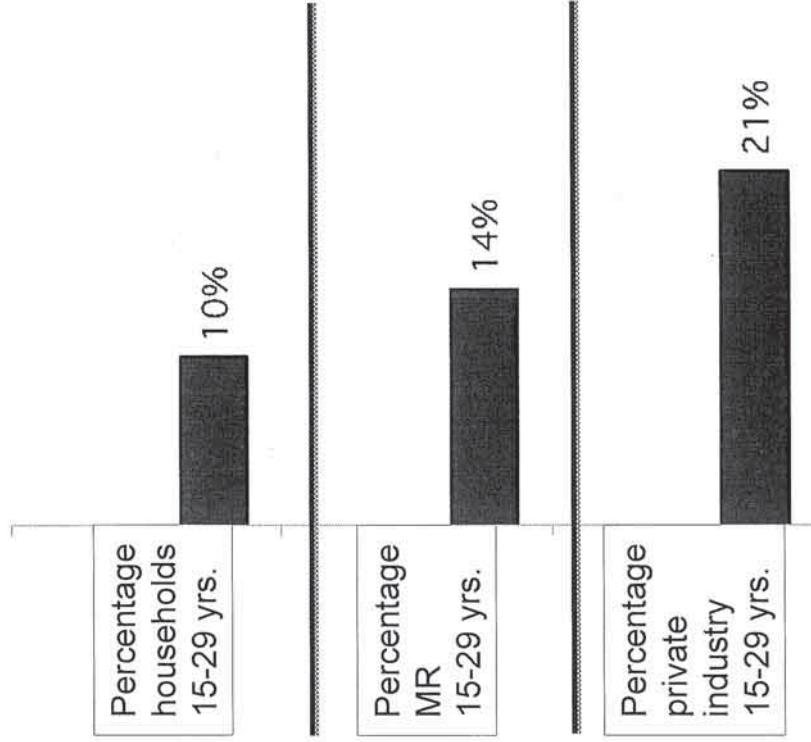
How one collects Information about Financial Topics

Adolescents aged 17 until 27 years (average)

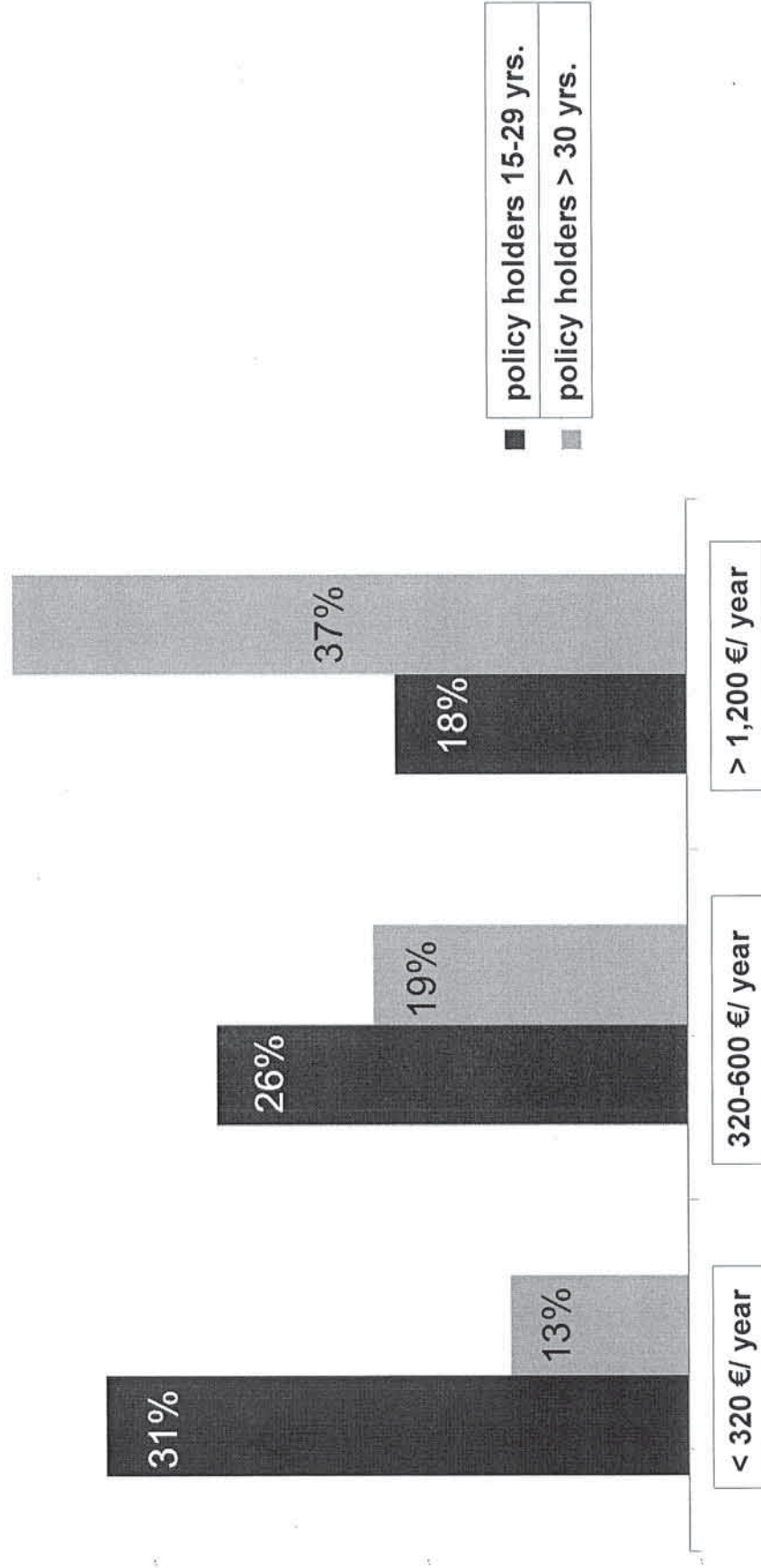


Too few and too late: Involvement of Young People in Occupational Pension Schemes

- 10% of the young households (15-29 years) have an occupational pension.
- 14% of the MetallRente-policy holders are 29 years and younger.
- 21% of the employees in the private industry are 29 years and younger.

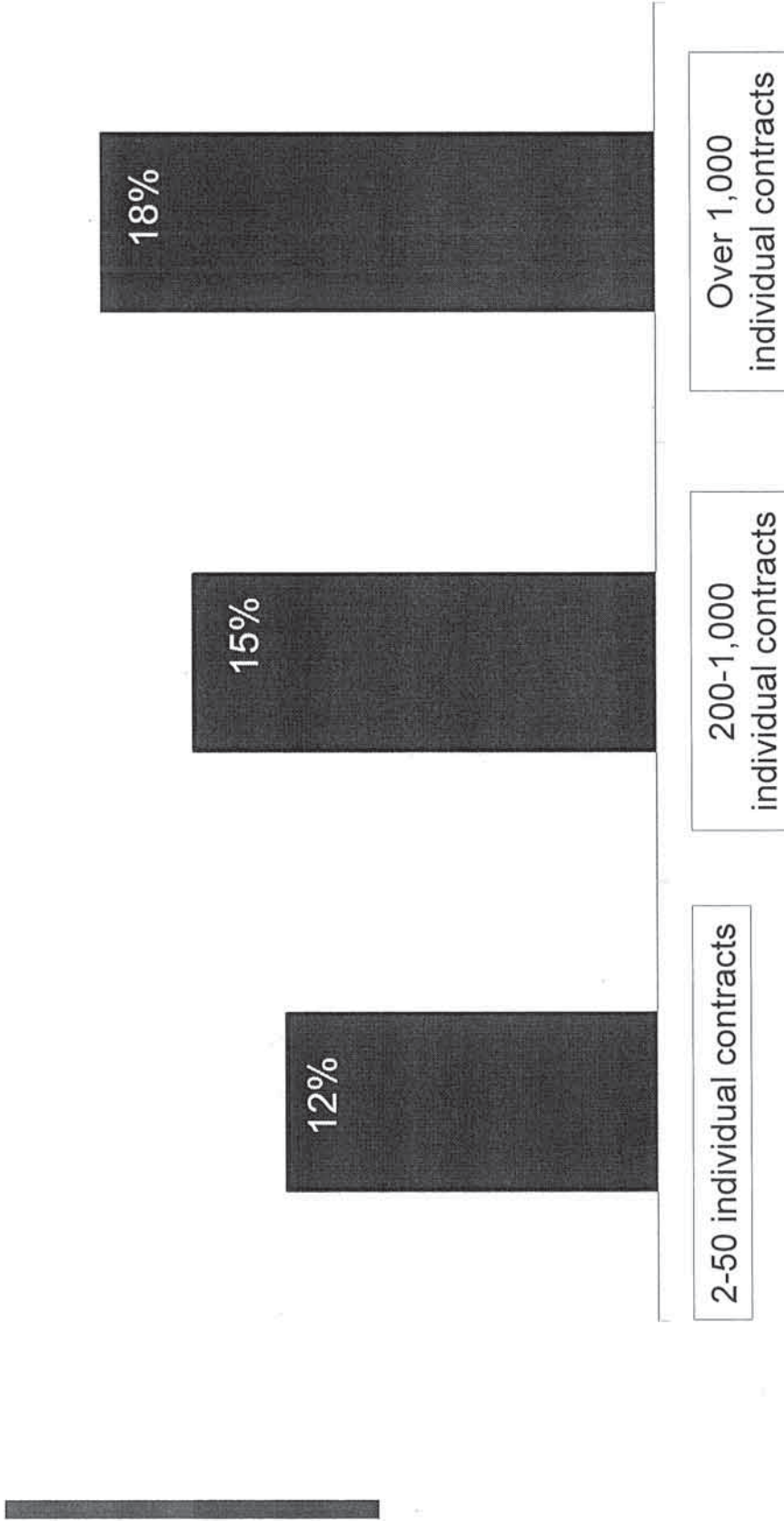


Too few Contributions: Ø Amount according to Age example MetallRente



Source: Burger, Csaba (2009)
MetallRente data base

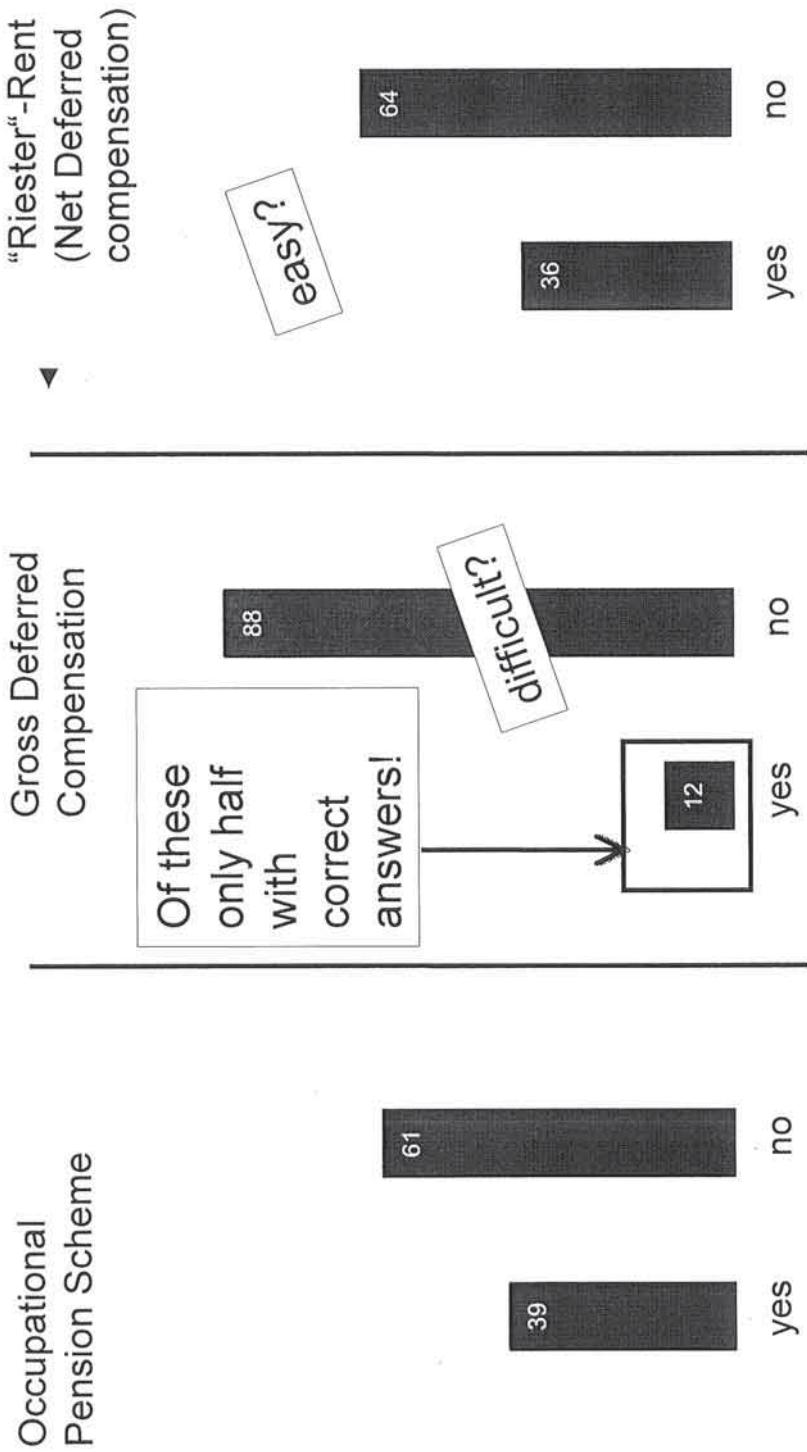
Motivating Collective : Percentage of Young Policy Holders (15-29 yrs.) from all Policy Holders



Source: Burger, Csaba (2009)
MetallRente data base

The Easy in the Difficult ...

If adolescents think they can describe terms of the retirement pension.



Dissonance of the Retirement Pension

