



PPCmetrics AG  
Investment & Actuarial Consulting,  
Controlling and Research. [www.ppcmetrics.ch](http://www.ppcmetrics.ch)

---

# Steuerung des finanziellen Gleichgewichtes

## Fallstudien

Dr. Andreas Reichlin, Partner PPCmetrics AG  
Marek Ondraschek, Leiter Anlagemanagement BVS

# Agenda

- **Einführung**

Grundsätzliche Überlegungen zum finanziellen Gleichgewicht

- **Fallstudien**

Entwicklung des finanziellen Gleichgewichts bei unterschiedlichen Kapitalmarktszenarien

- **Zusammenfassung**

# Ausgangslage

- Die **Steuerung des finanziellen Gleichgewichtes** ist eine der **zentralen Aufgaben des Stiftungsrates**
- Das Thema ist insgesamt ausserordentlich komplex. Wesentliche Aspekte sind zudem nur in Kenntnis der individuellen Ausgangslage der jeweiligen Vorsorgeeinrichtung beurteilbar
- Im Rahmen dieses Vertiefungsthemas konzentrieren wir uns auf grundsätzliche Aspekte im Zusammenhang mit den Themen anlageseitige Risiken, finanzielle Risikofähigkeit und Wertschwankungsreserven
- Fallbeispiele sollen die Wirkungsweise einzelner Parameter auf das finanzielle Gleichgewicht veranschaulichen

# Finanzielle Risikofähigkeit



Deckungsgrad 100%

# Grundlagen zu Wertschwankungsreserven (I)

## ■ Art. 65b lit. c BVG

Der Bundesrat erlässt **Mindestvorschriften** über die Errichtung der Schwankungsreserven

## ■ Art. 48e BVV2

Die Vorsorgeeinrichtung legt in einem **Reglement** Regeln zur Bildung von Rückstellungen und Schwankungsreserven fest. Dabei ist der Grundsatz der **Stetigkeit** zu beachten

## ■ Art. 46 BVV2 Leistungsverbesserung Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen

## ■ Art. 47 Abs. 2 BVV2

Die Vorsorgeeinrichtungen haben die Jahresrechnung nach den Fachempfehlungen zur Rechnungslegung **Swiss GAAP FER 26** aufzustellen und zu gliedern

## ■ Swiss GAAP FER 26

Ziffer 9: **Zielgrösse** und **Berechnung** sind im Anhang festzuhalten

Ziffer 14: WSR werden mit dem Ziel der nachhaltigen Sicherheit der Erfüllung des Vorsorgezweckes gebildet. Die Berechnung basiert auf **finanzmathematischen Überlegungen** und **aktuellen Gegebenheiten**

# Grundlagen zu Wertschwankungsreserven (II)

## BSV-Mitteilung Nr. 104, RZ 627 (5. März 2008)

- Das **oberste Organ** der Vorsorgeeinrichtung übernimmt die **primäre Verantwortung** für die Wahl der Berechnungsmethode im Rahmen finanzökonomischer Überlegungen
- Die **Wertschwankungsreserve** bezweckt, **negative Wertveränderungen** in den Vermögensanlagen zu **kompensieren**. Sie ist daher ein **zentrales Element** für die Beurteilung des finanziellen Gleichgewichts. Die **Äufnung** der Wertschwankungsreserven bis zum definierten Zielwert ist für das finanzielle Gleichgewicht der Vorsorgeeinrichtung **elementar**

# Grundlagen zu Wertschwankungsreserven (III)

## BSV-Mitteilung Nr. 104, RZ 627 (5. März 2008)

- **Leistungsverbesserungen** bei unvollständiger Äufnung der WSR:  
Vertretbar, wenn DG mindestens 110% beträgt und WSR zu mindestens 75% des Zielwertes geäufnet ist. Dann können bis 50% des Ertragsüberschusses des laufenden Jahres für Leistungsverbesserungen verwendet werden. Die restlichen 50% müssen zur weiteren Äufnung der WSR bis zum Zielwert verwendet werden
- Eine Umsetzung dieser Regelung mit deren **Minimalanforderungen verlängert die Äufnungszeit** bis zum Erreichen des Zielwertes. Dies wird „vom Standpunkt des **finanziellen Gleichgewichts** her **gerade noch als vertretbar**“ erachtet

**Erläuternder Bericht des BSV zur Strukturreform**, BSV Mitteilungen vom 19.7.2011, Nr. 123, S. 66f.

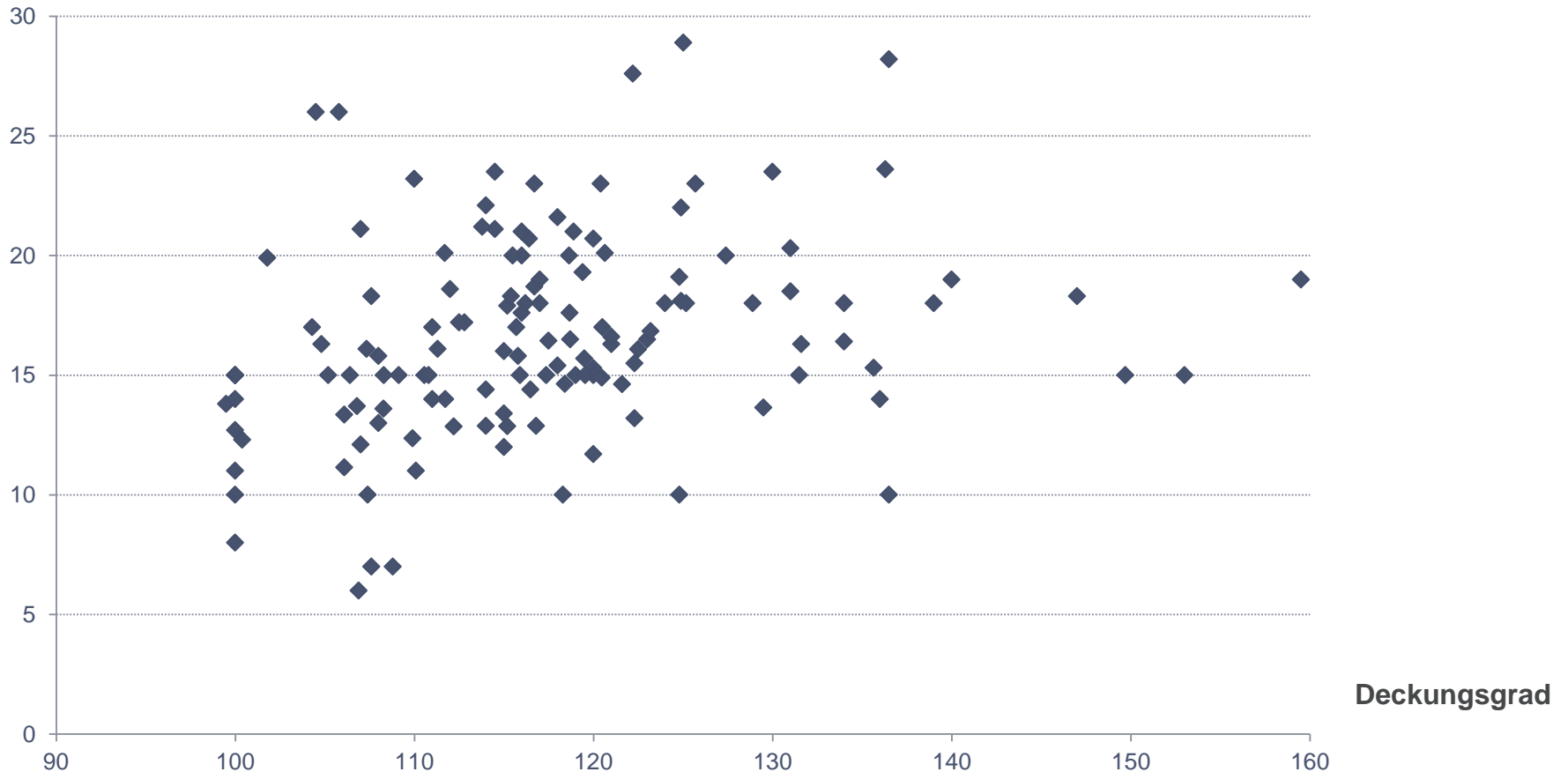
# Wertschwankungsreserven

## Im Zusammenhang mit finanziellem Gleichgewicht

- Zur Abdeckung der **Anlagerisiken** ist als **Risikoträger** grundsätzlich die **Wertschwankungsreserve** (WSR) vorgesehen
- Die strukturelle Risikofähigkeit (inkl. Sanierungsfähigkeit) sollte nur **subsidiär** als Trägerin von Anlagerisiken eingesetzt werden
- **Festlegung der Ziel-WSR** ist in der **Verantwortung des Stiftungsrates**. Sie ist im Rahmen der Steuerung des **finanziellen Gleichgewichts zentral**
- Die **Ziel-WSR** sollte auf die **bestehenden Anlagerisiken** abgestimmt sein
- Bei vollständiger Äufnung der Ziel-WSR wird von vollständiger Risikofähigkeit ausgegangen. Bei nicht vollständiger Äufnung der Ziel-WSR wird die Risikofähigkeit als eingeschränkt betrachtet. Auch aus dieser Perspektive ist die Ziel-WSR zentral
- Bei der Festlegung der Ziel-WSR verfügt der Stiftungsrat über **substantiellen Ermessenspielraum**
- Der **Umgang mit dem Ermessenspielraum** von Vorsorgeeinrichtungen unter BVS-Aufsicht ist auf den nächsten beiden Graphiken ersichtlich

# Ziel-WSR in % / Deckungsgrad 2014

## Ziel-Wertschwankungsreserve

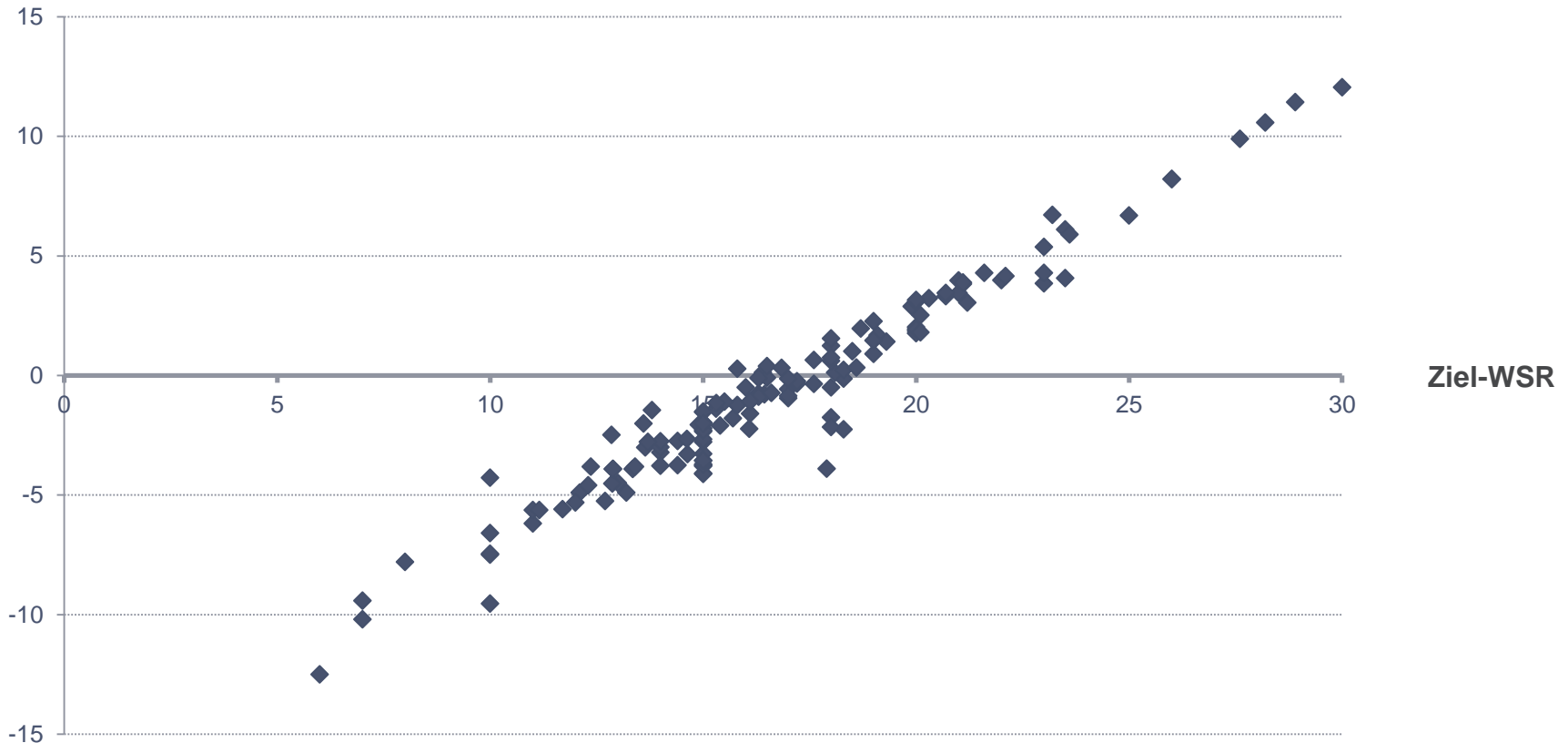


Daten: OAK-Angaben von 140 Vorsorgeeinrichtungen unter BVS-Aufsicht mit Anlage-Risikoscore gemäss Risikotool von 0-2 (überdurchschnittliche Anlagerisiken)

# Einfluss eines markanten Markteinbruchs

Bei jeweils vollständig geöffneter Ziel-WSR

Verbleibende WSR

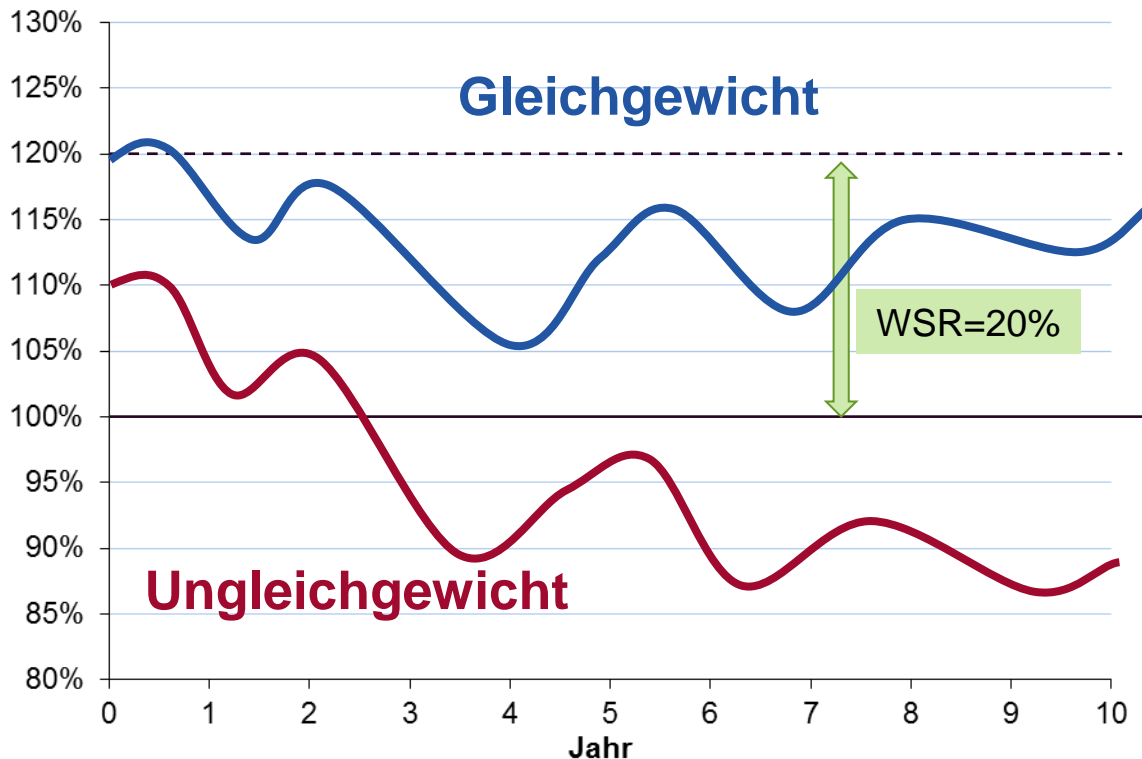


Daten: OAK-Angaben von 140 Vorsorgeeinrichtungen unter BVS-Aufsicht mit Anlage-Risikoscore gemäss Risikotool von 0-2 (überdurchschnittliche Anlagerisiken)  
Einheitliches Szenario für markanten Einbruch an den Finanzmärkten

# Finanzielles Gleichgewicht

## Wertschwankungsreserven als Risikopuffer

### Entwicklung technischer Deckungsgrad



Vermögensschwankungen → können von den Wertschwankungsreserven (WSR) aufgefangen werden.

- Wann ist eine **Abweichung** vom Gleichgewicht **vorübergehend** (und kann von WSR aufgefangen werden) und wann ist sie **dauerhaft**?

# Verteilungsfrage wieder aktuell

Hohe Renditen der Sachwertanlagen

**Anstieg der Deckungsgrade** in den letzten 3 Jahren

**Rendite Sachwerte ausschlaggebend** (kumulierte Daten 2012 - 2014)

- Rendite Aktien: +58% (MSCI World AC)
- Rendite Immobilien: +18% (KGAST)
- Zinsniveau: -0.35% (Bund 10 Jahre, SNB)
- Veränderung TZ: -0.41% (Median alle PK, Universum PPCmetrics)

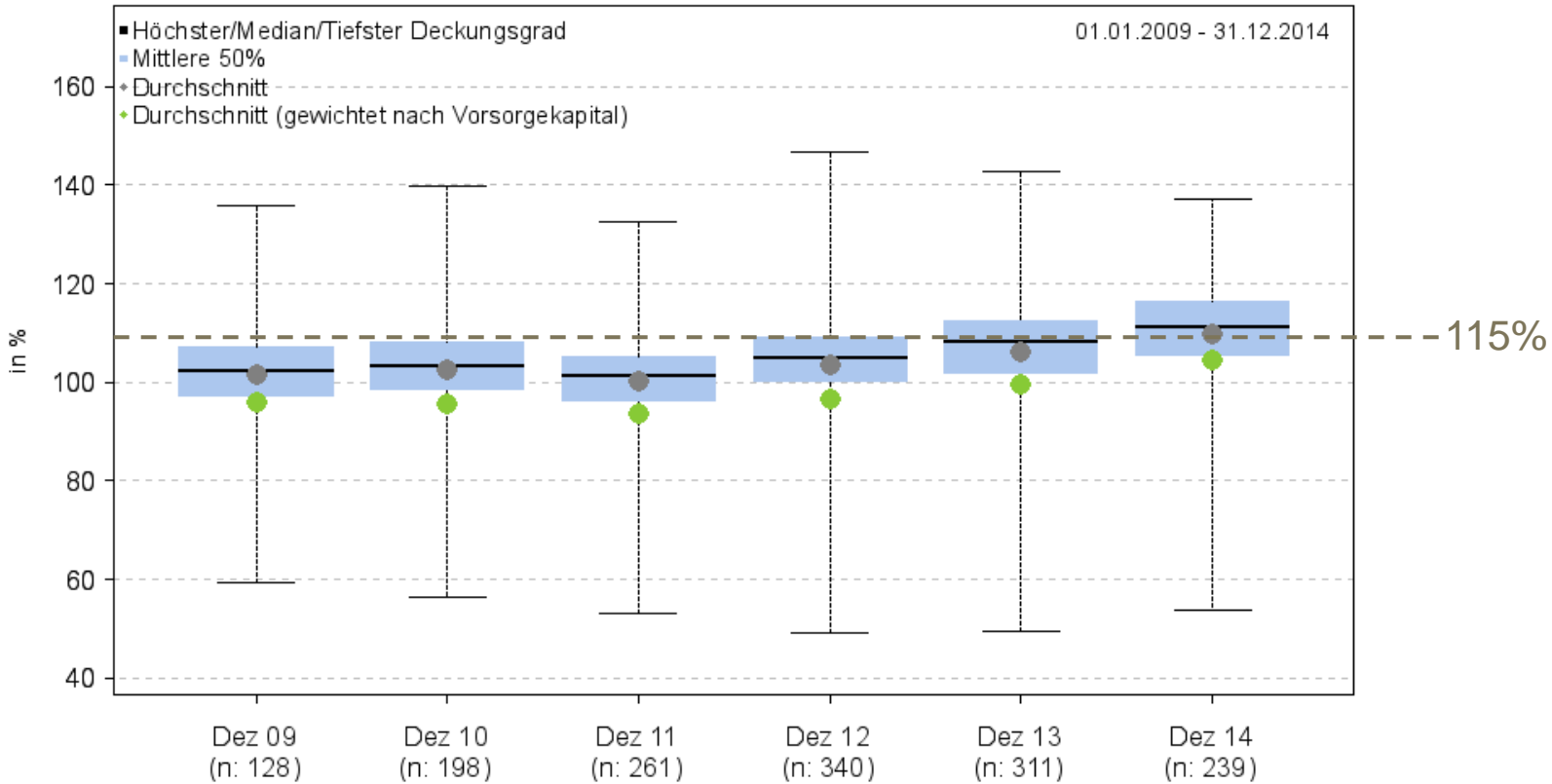
**Verteilungsfrage** für viele Kassen wieder aktuell

# Verteilungsfrage wieder aktuell

Jede zweite Kasse hatte 2014 mehr als 15% WSR

## Entwicklung technischer Deckungsgrad

Alle Vorsorgeeinrichtungen



© PPCmetrics AG

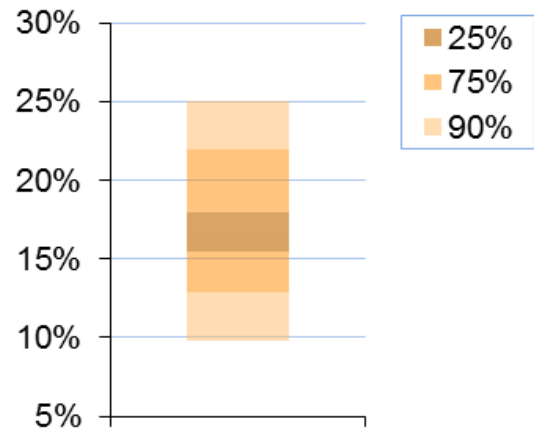
n: Anzahl Vorsorgeeinrichtungen / Vorsorgevermögen nach Art. 44 BVV 2 per Ende Periode in CHF Mio.: 463'668

# Soll-Wertschwankungsreserven

- Der Median der **Zielgrösse der WSR** von Schweizer Pensionskassen liegt bei rund 16%.
- Je tiefer die WSR sind, desto früher weist eine PK **freie Mittel** aus.
- Die WSR vieler PKs nähern sich ihrem Zielwert. Daher wird die **Höhe** der Zielwerte oft **hinterfragt**.

## Sollwert WSR (in % VK)

per Abschluss 2014, 228 Vorsorgeeinrichtungen



© PPCmetrics AG

# Steuerung des finanziellen Gleichgewichts

## Beschreibung Beispielkasse

- **Vorsorgekapital:**  
Aktive: 40%, Rentner: 60%
- **Anlagestrategie:** 30% Aktien, 20% Immobilien, 5% Alternative
- **Technischer Zinssatz:** 2.5%,  
**Generationentafeln**
- **Technischer Deckungsgrad**  
2 Varianten für Ausgangs-DG:
  - 110%
  - 120%
- Verteil- und Sanierungsschema: siehe Anhang

Beispielkasse	Strategie
Liquidität CHF	0%
Obligationen CHF	27%
Obligationen FW (hedged)	18%
Aktien Schweiz	10%
Aktien Welt	18%
Aktien Emerging Markets	2%
Alternative Anlagen	5%
Immobilien Schweiz (NAV)	20%
<b>Total</b>	<b>100%</b>
<b>Erwartete Rendite p.a.</b>	<b>2.00%</b>
<b>Volatilität = Risiko</b>	<b>7.03%</b>

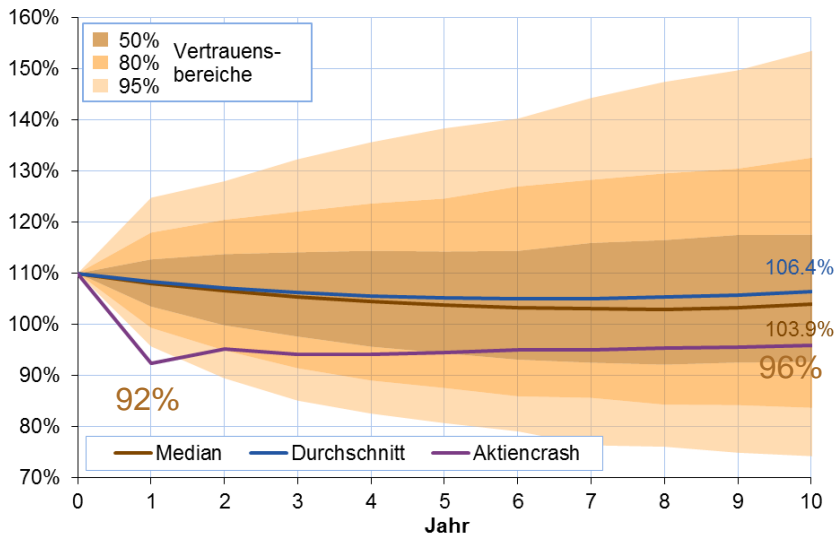
Risikobudget = 43%  
Alternative Anlagen als Hedge Funds modelliert

# Höhe der WSR - Aktiencrash

## Unterschiedliche Ausgangs-Deckungsgrade

**DG = 110%**

Entwicklung technischer Deckungsgrad

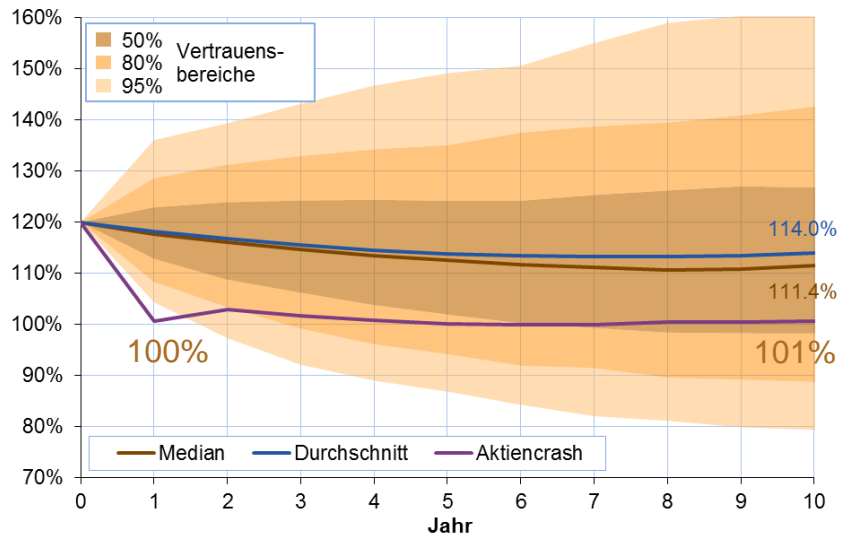


Pfadabhängige Werte:	techn.
Anteil Pfade mit mindestens einmal DG < 90%	39%

**Aktiencrash:** DG fällt auf 92%. Unterdeckung kann nicht mehr behoben werden.

**DG = 120%**

Entwicklung technischer Deckungsgrad



Pfadabhängige Werte:	techn.
Anteil Pfade mit mindestens einmal DG < 90%	22%

**Aktiencrash:** WSR 20% → DG fällt nicht unter 100%. → Crash kann aufgefangen werden.

- **Fazit:** 10% WSR (technischer Ausgangs-DG = 110%) reichen nicht aus, um einen Aktiencrash im gezeigten Ausmass auffangen zu können.

# Reduktion Anlagerisiken

## Ausgangslage

- Beim vorherigen Beispiel wurde angenommen, dass die Anlagestrategie unabhängig des Deckungsgrades über die nächsten 10 Jahre «durchgehalten» wird.
- Im Folgenden wird angenommen, dass das **Anlagerisiko reduziert wird, falls der technische Deckungsgrad <95%** ist:
  - Aktienquote 10% (-20%-Punkte) im folgenden Jahr
  - Falls der technische Deckungsgrad im Zeitablauf wieder über 95% zu liegen kommt, wird das Risikobudget wieder auf den Anfangswert zurückgesetzt.
- Die Reduktion des Anlagerisikos (bei DG < 95%) hat auch zur Folge, dass das **Renditepotenzial** in diesen Fällen **sinkt**.
- Dies hat den Effekt, dass bspw. nach einem Crash nicht von den höheren Renditen profitiert wird.

# Reduktion Anlagerisiken (Grafik links)

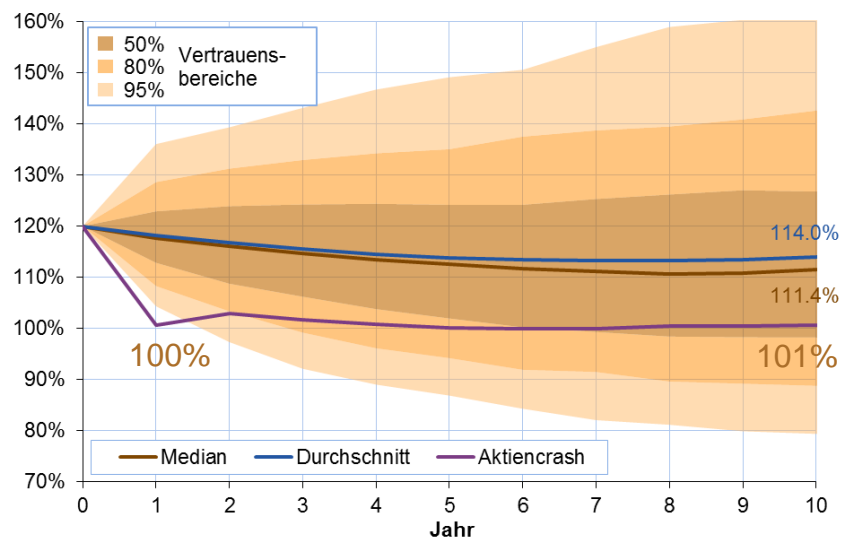
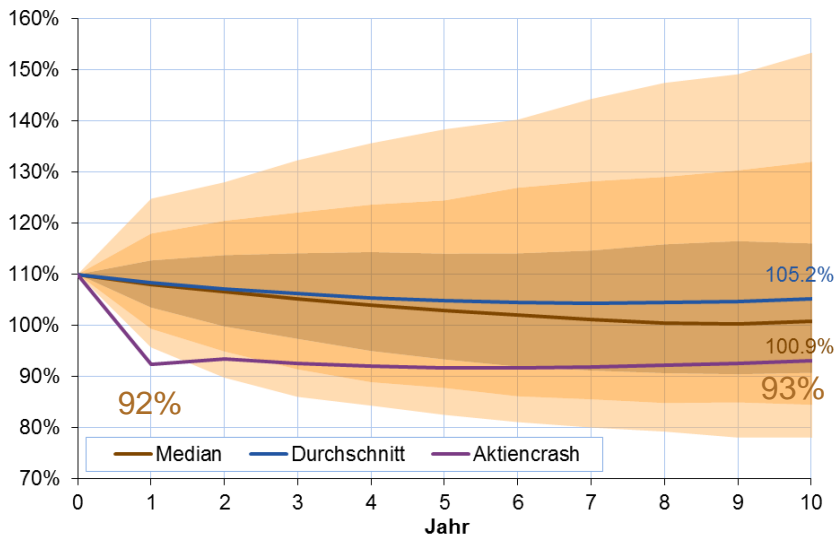
## Unterschiedliche Ausgangs-Deckungsgrade

DG = 110% (Dynamische Anpassung des Risikobudgets)

DG = 120% (**KEINE** dynamische Anpassung des Risikobudgets)

Entwicklung technischer Deckungsgrad

Entwicklung technischer Deckungsgrad



Pfadabhängige Werte:	techn.
Anteil Pfade mit mindestens einmal DG < 90%	41%

Pfadabhängige Werte:	techn.
Anteil Pfade mit mindestens einmal DG < 90%	22%

- Fazit: Tiefe WSR von 10% birgt Risiko, dass Anlagestrategie zum «falschen» Zeitpunkt angepasst wird.

# Reduktion Anlagerisiken (Grafik links)

## Erkenntnisse

- Aufgrund der Reduktion des Anlagerisikos bei einem technischen  $DG < 95\%$ , sind sehr tiefe Deckungsgrade etwas weniger wahrscheinlich.
- Durch die Reduktion des Anlagerisikos in diesen Fällen sinkt aber auch das Renditepotenzial. Dadurch steigt die Lücke zwischen Sollrendite und Renditepotenzial. Im Durchschnitt sinkt dadurch der technische Deckungsgrad stärker als ohne Reduktion der Anlagerisiken.
- Die **Behebung der Unterdeckung** muss daher **mehrheitlich über Sanierungsbeiträge** erfolgen.

# Struktur der Kasse

## Ausgangslage

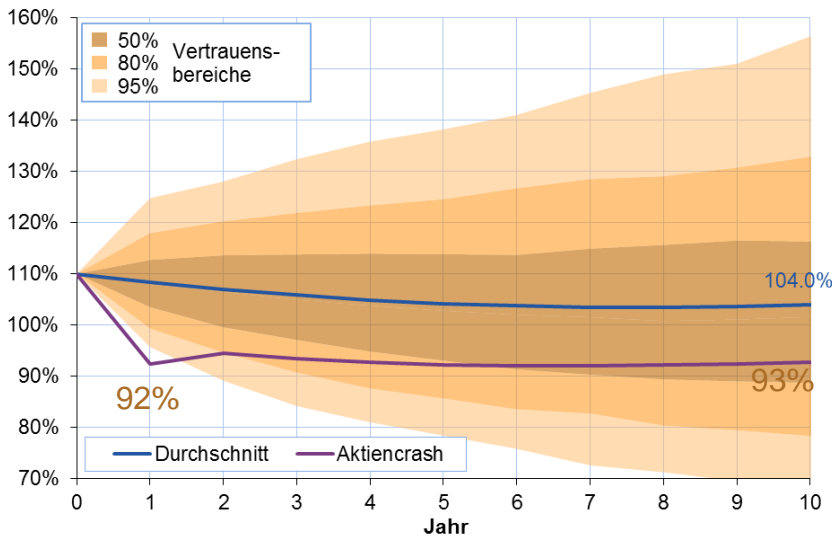
- Bei den vorherigen Beispielen wurde jeweils angenommen, dass das Verhältnis Vorsorgekapital Aktive zu Rentner der Beispielkasse 40% / 60% beträgt.
- Im Folgenden wird angenommen, dass die Struktur der Kasse folgende Ausprägungen hat:
  - «Alte» Kasse: 20% Aktive / 80% Rentner
  - «Junge» Kasse: 80% Aktive / 20% Rentner
- Risikobudget: Es wird davon ausgegangen, dass das Risikobudget über die gesamten 10 Jahre «durchgehalten» wird.

# Struktur der Kasse

## Alte vs. junge Kasse

### 20% Aktive / 80% Rentner

Entwicklung technischer Deckungsgrad

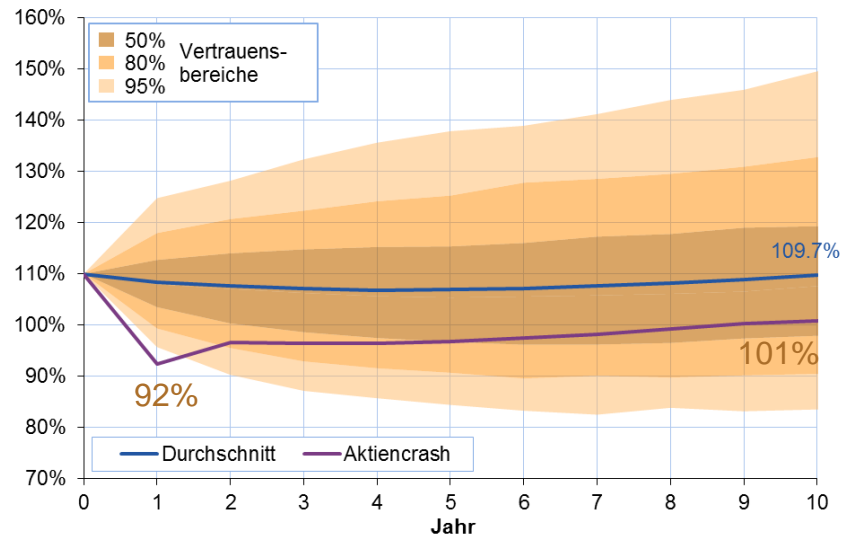


Pfadabhängige Werte:	techn.
Anteil Pfade mit mindestens einmal DG < 90%	44%

**Aktien-crash:** Sanierungsfähigkeit ist tief. Unterdeckung kann nicht behoben werden.

### 80% Aktive / 20% Rentner

Entwicklung technischer Deckungsgrad



Pfadabhängige Werte:	techn.
Anteil Pfade mit mindestens einmal DG < 90%	30%

**Aktien-crash:** Aufgrund der guten Sanierungsfähigkeit kann die Unterdeckung innerhalb der üblicherweise tolerierten Frist behoben werden.

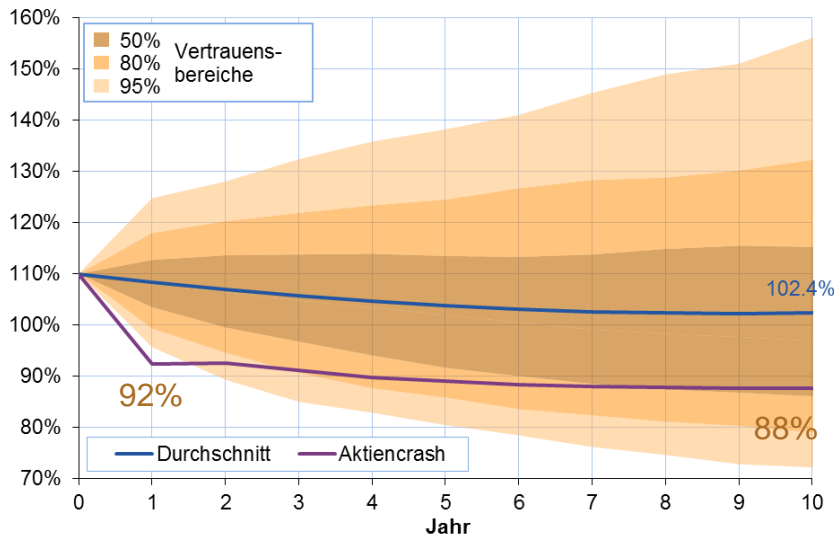
RB = 40%, Schema = Basis

# Struktur der Kasse: Alte vs. junge Kasse

Reduktion Anlagerisiko bei  $DG < 95\%$

## 20% Aktive / 80% Rentner

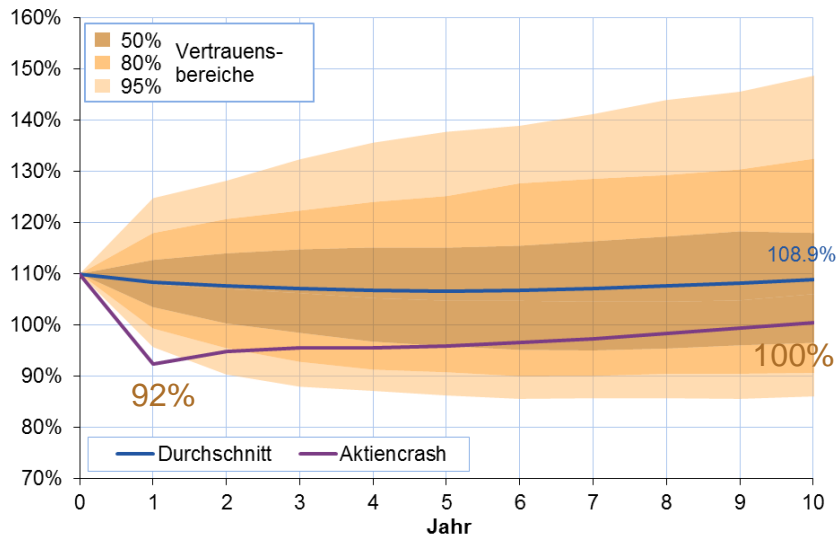
Entwicklung technischer Deckungsgrad



Pfadabhängige Werte:	techn.
Anteil Pfade mit mindestens einmal $DG < 90\%$	46%

## 80% Aktive / 20% Rentner

Entwicklung technischer Deckungsgrad



Pfadabhängige Werte:	techn.
Anteil Pfade mit mindestens einmal $DG < 90\%$	30%

**Aktien-crash:** Sanierungsfähigkeit ist tief. Reduktion Anlagerisiken führt zu weiterem Rückgang des Deckungsgrades.

**Aktien-crash:** Aufgrund der guten Sanierungsfähigkeit kann die Unterdeckung selbst mit reduziertem Anlagerisiko innerhalb der üblicherweise tolerierten Frist behoben werden.

RB = 40%, Schema = Basis

# Struktur der Kasse

## Erkenntnisse

- **Je höher der Rentneranteil (bei TZ = 2.5%), desto höher ist die erforderliche Sollrendite.** Je höher die Sollrendite, desto grösser die Lücke zum (gegebenem) Renditepotenzial. Je grösser diese Lücke, desto stärker fällt der technische Deckungsgrad im Durchschnitt.
- **Je höher der Rentneranteil, desto tiefer ist die Sanierungsfähigkeit.** Eine Unterdeckung durch einen Aktiencrash kann daher mit vertretbaren Massnahmen kaum behoben werden.
- **Umgekehrt hat eine eher jüngere Kasse eine tendenziell höhere Sanierungsfähigkeit** (Sanierungsbeiträge + Nullverzinsung der Sparkapitalien). Unterdeckungen können so besser aufgeholt werden.
- *Weshalb ist bei der alten Kasse der «Fächer» gegen oben weiter offen? Dies liegt daran, dass bei höheren technischen DG eine höhere Verzinsung der Sparkapitalien (für die Aktiven) vorgesehen ist. Da bei älteren Kassen der Anteil Aktiven gering ist, können weniger freie Mittel (in CHF) an Aktive weitergegeben werden. Die freien Mittel manifestieren sich deswegen in kaum höheren Verpflichtungen. Der Deckungsgrad steigt. Eine Alternative wäre, dass bei höheren DG auch Leistungsverbesserungen für Rentner durchgeführt würden. Dann würde der DG weniger ansteigen.*

# Zusammenfassung

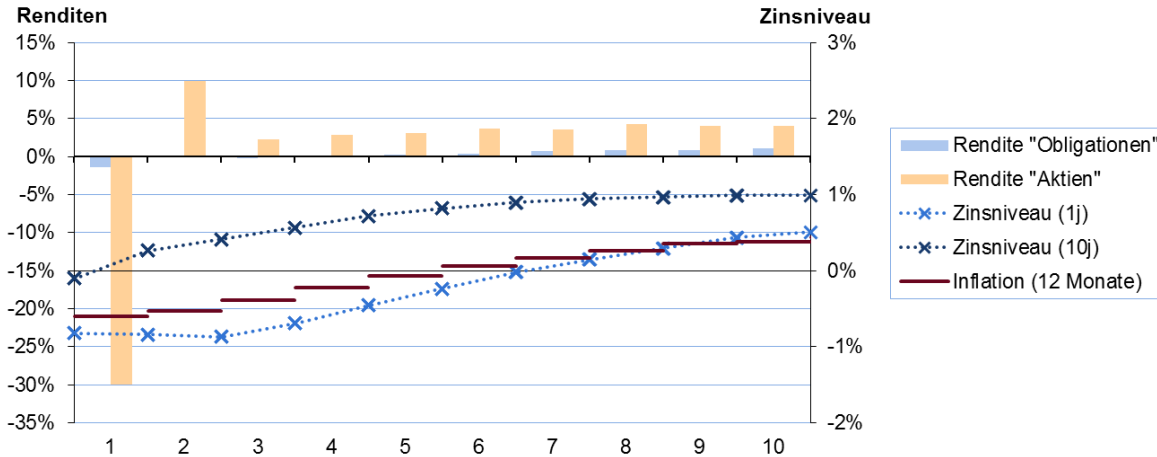
- Die **Steuerung des finanziellen Gleichgewichtes** ist eine zentrale, ausgesprochen komplexe **Aufgabe des Stiftungsrates**.
- Der Festlegung der **Ziel-WSR** sowie deren **Äufnung** kommt eine **zentrale Bedeutung** zu. Der Stiftungsrat hat einen **erheblichen Ermessensspielraum**. **Oberstes Ziel ist die Sicherstellung der Leistungsversprechen**. Die **Ausschüttungen sind so zu wählen, dass dies gewährleistet ist**.
- Zur **Wahrnehmung der Verantwortung** ist eine **vorausschauende Auseinandersetzung mit den Risiken und Konsequenzen** von negativen Kapitalmarktentwicklungen unerlässlich.
- Je knapper die Ziel-Wertschwankungsreserve ausgestaltet wird, umso mehr verlässt sich der Stiftungsrat **beim Eingehen von Anlagerisiken** auf die **strukturelle Risikofähigkeit (Nullverzinsung, Sanierungsbeiträge)**. Diese muss gegeben und in der Praxis durchsetzbar sein.

# Anhang

# Szenarien

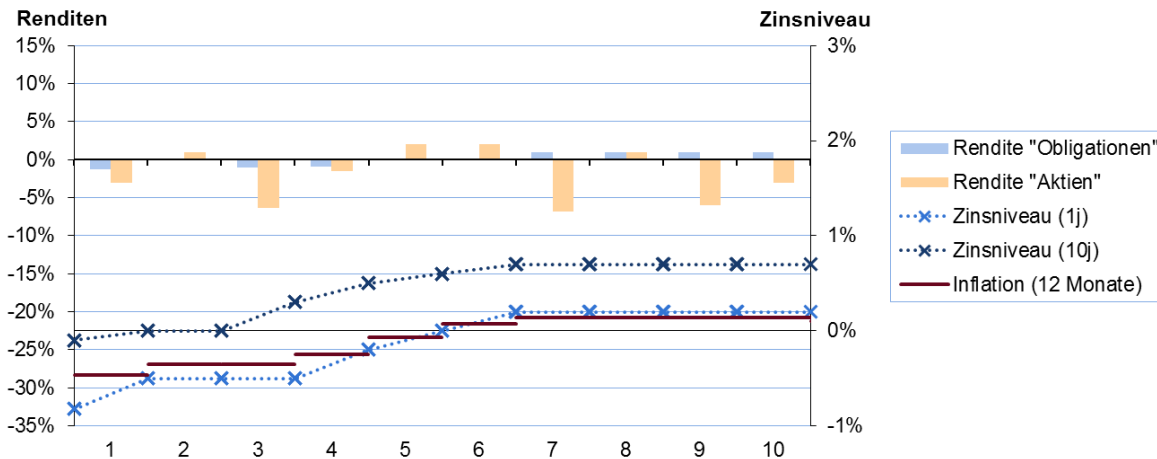
## Aktiencrash, Japan-Szenario

### Szenario Aktiencrash



	∅
Zinsniveau (1j)	-0.2%
Zinsniveau (10j)	0.7%
Inflation	-0.1%
Rendite "Obligationen"	0.3%
Rendite "Aktien"	0.1%

### Szenario Japan



	∅
Zinsniveau (1j)	-0.1%
Zinsniveau (10j)	0.4%
Inflation	-0.1%
Rendite "Obligationen"	0.0%
Rendite "Aktien"	-2.1%

# Sanierungs- und Verteilschema

## Ausgangslage

- Bei den Beispielen wurde jeweils folgendes Verteilschema angenommen:

Sanierungsszenario / Verteilmechanismus		
Technischer Deckungsgrad (DG)	Verzinsung Altersguthaben	San.beiträge in % vers. Löhne
DG ≥ 130%	100% MZS + 2% + 50% MR	
130% > DG ≥ 120%	100% MZS + 1.50%	
120% > DG ≥ 110%	100% MZS + 0.75%	
110% > DG ≥ 100%	100% MZS	
100% > DG ≥ 95%	50% MZS	0%
95% > DG ≥ 90%	0%	3%
90% > DG ≥ 0%	0%	6%

MZS = BVG-Mindestzinssatz\*

Mehrendite (MR) = Erzielte Rendite - Sollrendite

- Im Folgenden wird zusätzlich die Auswirkung eines alternativen Verteilschemas aufgezeigt.

Sanierungsszenario / Verteilmechanismus		
Technischer Deckungsgrad (DG)	Verzinsung Altersguthaben	San.beiträge in % vers. Löhne
DG ≥ 130%	100% MZS + 2% + <b>200% MR</b>	
130% > DG ≥ 120%	100% MZS + <b>1.50% + 100% MR</b>	
120% > DG ≥ 110%	100% MZS + 0.75% + <b>100% MR</b>	
110% > DG ≥ 100%	100% MZS + <b>0.50%</b>	
100% > DG ≥ 95%	<b>100% MZS</b>	0%
95% > DG ≥ 90%	<b>50% MZS</b>	3%
90% > DG ≥ 0%	<b>50% MZS</b>	6%

MZS = BVG-Mindestzinssatz\*

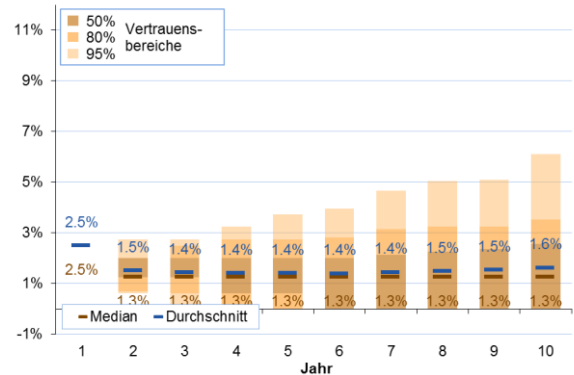
Mehrendite (MR) = Erzielte Rendite - Sollrendite

# Sanierungs- und Verteilschema: Auswirkungen

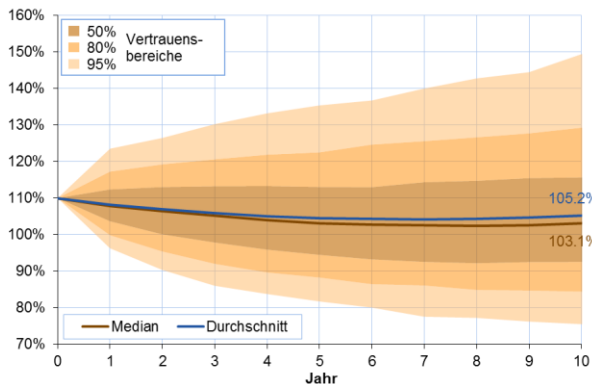
Rentneranteil: 60%  
RB = 40%

## Standard-Schema

Verzinsung Altersguthaben (Nominalverzinsung)



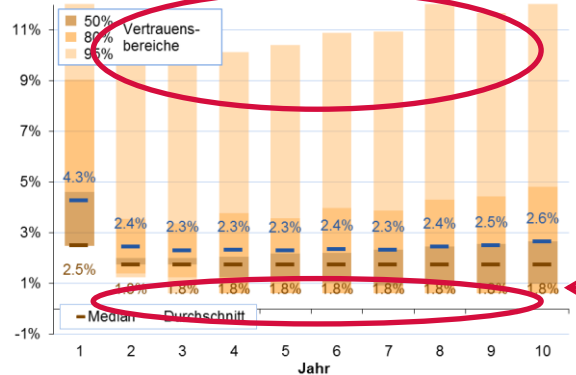
Entwicklung technischer Deckungsgrad



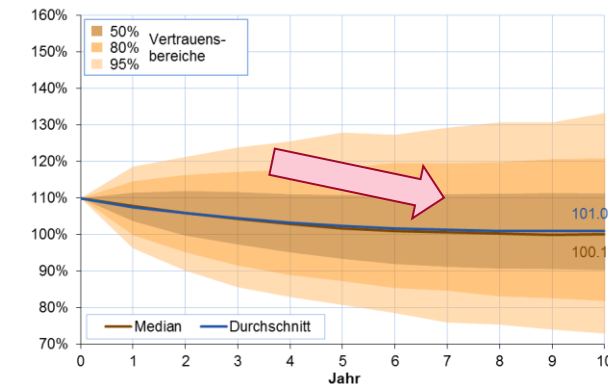
Pfadabhängige Werte:	techn.
Anteil Pfade mit mindestens einmal DG < 90%	39%

## Grosszügiges Schema

Verzinsung Altersguthaben (Nominalverzinsung)



Entwicklung technischer Deckungsgrad



Pfadabhängige Werte:	techn.
Anteil Pfade mit mindestens einmal DG < 90%	44%

Ein grosszügigeres Verzinsungsschema führt zu einer höheren  $\bar{\phi}$  Verzinsung...

...dafür sinkt der Deckungsgrad (schlechte Anlageergebnisse können kaum auf Versicherte überwältzt werden)...

...somit steigt das Potenzial, Sanierungsbeiträge erheben zu müssen.

# Beispielskasse

## Sollrendite

- Je höher der Rentneranteil, desto höher die Sollrendite.\*

Sollrendite	Verzinsung	Anteile 80% - 20%		Anteile 40% - 60%		Anteile 20% - 80%	
		Anteile in %	Erforderliche Rendite	Anteile in %	Erforderliche Rendite	Anteile in %	Erforderliche Rendite
VK Aktive	1.75%	80%	1.40%	40%	0.70%	20%	0.35%
VK Rentner	2.50%	20%	0.50%	60%	1.50%	80%	2.00%
Total Vorsorgekapital (VK)		100%	1.90%	100%	2.20%	100%	2.35%
Verwaltungskosten, Vermögensverwaltung			0.20%		0.20%		0.20%
<b>Sollrendite</b>			<b>2.10%</b>		<b>2.40%</b>		<b>2.55%</b>

- Auswirkung (bei gegebenem Renditepotenzial von 2% der Strategie):
  - Je höher der Rentneranteil, desto grösser die Lücke zwischen Sollrendite und Renditepotenzial → DG fällt im  $\emptyset$

\* falls technischer Zinssatz > Verzinsung der Sparkapitalien

# Beispielskasse

## Sanierungswirkung

- Je höher der Rentneranteil, desto geringer die Wirkung von Sanierungsmassnahmen.

Einfluss von Sanierungsmassnahmen	Anteile in % VK	San.wirkung auf DG	Anteile in % VK	San.wirkung auf DG	Anteile in % VK	San.wirkung auf DG
<b>Nullverzinsung des VK Aktive (0% anstatt mit 1.75%)</b>						
Total Vorsorgekapital (VK)						
VK Aktive	<b>80%</b>	1.40%	<b>40%</b>	0.70%	<b>20%</b>	0.35%
VK Rentner	<b>20%</b>	0.00%	<b>60%</b>	0.00%	<b>80%</b>	0.00%
<b>Sanierungsbeiträge (3%)</b>						
Vers. Lohnsumme (=40% des VK Aktive) *	32%	0.96%	16%	0.48%	8%	0.24%
<b>Total:</b>						
1 Jahr Sanierungsmassnahmen		<b>2.36%</b>		<b>1.18%</b>		<b>0.59%</b>

Interpretation: Bei einem Rentneranteil von 20% kann mit den Sanierungsmassnahmen (Nullverzinsung + 3% Sanierungsbeiträge) der DG innerhalb 1 Jahres um 2.36%-Punkte erhöht werden.

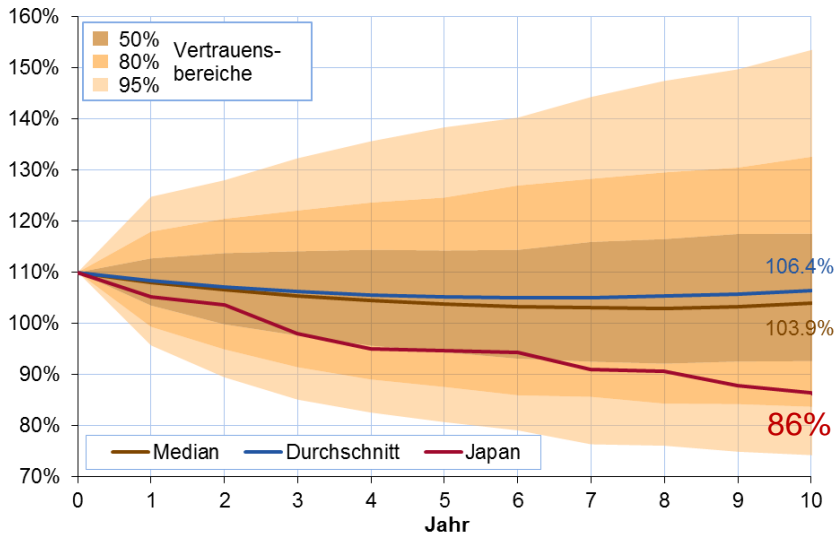
\* Annahme: Versicherte Lohnsumme ist jeweils 40% des VK Aktive (entspricht ungefähr dem Durchschnitt aller Vorsorgeeinrichtungen).

# Höhe der WSR – Japan Szenario

## Unterschiedliche Ausgangs-Deckungsgrade

**DG = 110%**

Entwicklung technischer Deckungsgrad

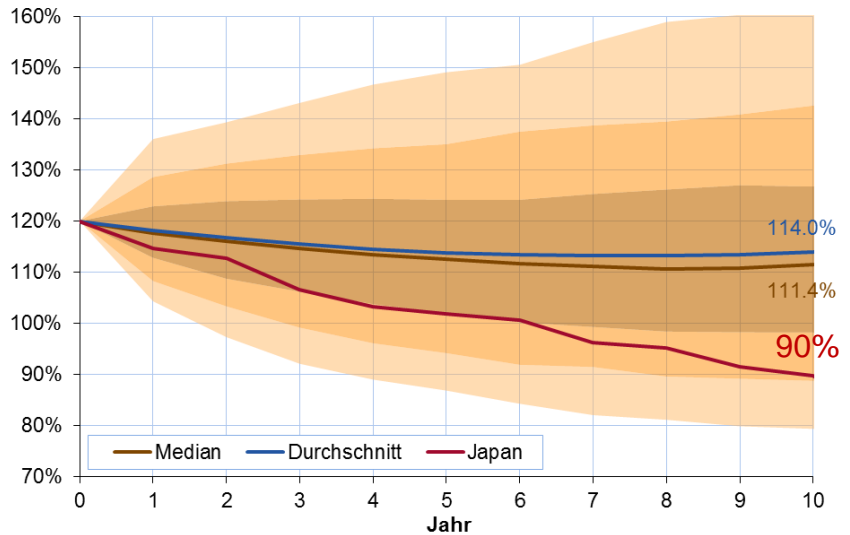


Pfadabhängige Werte:	techn.
Anteil Pfade mit mindestens einmal DG < 90%	39%

**Japan-Szenario:** DG fällt kontinuierlich auf 86%.

**DG = 120%**

Entwicklung technischer Deckungsgrad



Pfadabhängige Werte:	techn.
Anteil Pfade mit mindestens einmal DG < 90%	22%

**Japan-Szenario:** DG fällt kontinuierlich auf 90%.

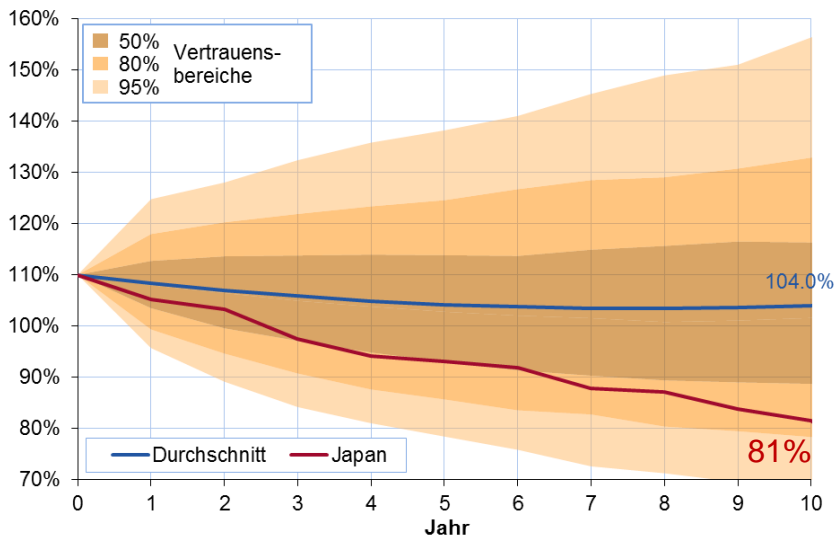
- Fazit: Auch 20% WSR (technischer Ausgangs-DG = 120%) reichen nicht aus, um in einem Japan-Szenario eine Unterdeckung nach 10 Jahren zu vermeiden.

# Struktur der Kasse

## Alte vs. junge Kasse

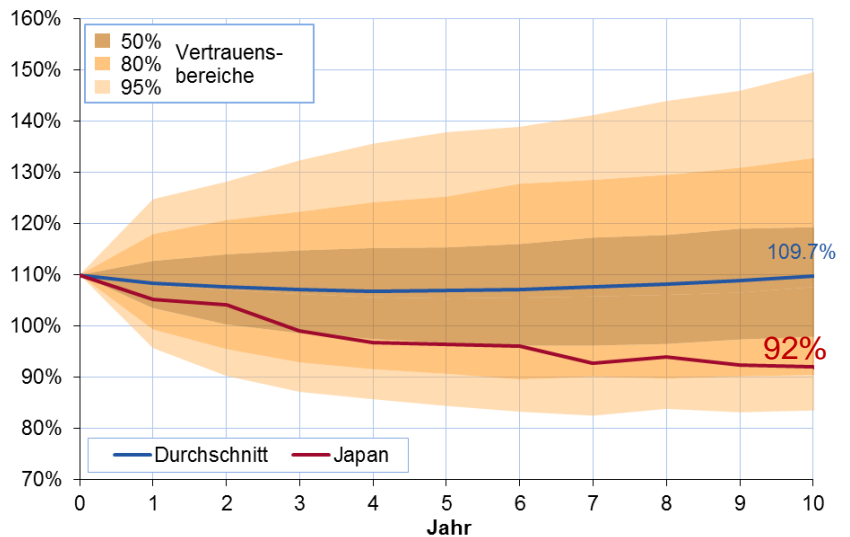
### 20% Aktive / 80% Rentner

Entwicklung technischer Deckungsgrad



### 80% Aktive / 20% Rentner

Entwicklung technischer Deckungsgrad



**Japan-Szenario:** Sanierungsfähigkeit ist tief. Negativer Trend kann nicht gestoppt werden.

**Japan-Szenario:** Sanierungsfähigkeit ist hoch, dennoch kann negativer Trend nicht abgebremst werden.

RB = 40%, Schema = Basis

