

Bargeld als Alternative für die Liquidität?

# Wegen Negativzins nicht den Kopf verlieren

Seit dem 15. Januar verlangt die SNB auf Sichtguthaben einen Negativzins von  $-0.75$  Prozent. Einige Banken geben diesen an ihre Kunden weiter. Manche Pensionskassen prüfen nun, ob physisches Bargeld eine sinnvolle Alternative ist.

IN KÜRZE

Als Arbitrage-Strategie kann Bargeld interessant sein, jedoch ist eine solche Strategie mit erheblichem Aufwand und Risiken verbunden. Der hohe Initialaufwand dürfte sich nur rechtfertigen, wenn das Negativzinsumfeld über mehrere Jahre anhält. Für eine gute Performance ist eine umsichtige Steuerung der Asset Allocation viel entscheidender.

Einige Banken haben auf die Einführung des Negativzins bereits reagiert und eine sogenannte Guthaben-Gebühr auf Kundengeldern eingeführt, andere warten noch zu. Medienberichten zufolge kann diese «Gebühr» in Einzelfällen 2 bis 3 Prozent der Kontoguthaben ausmachen. Bei institutionellen Kunden dürfte sie sich in der Regel zwischen 0.75 und 0.85 Prozent bewegen. Je nach Art und Grösse des Mandats gewähren die Banken den Pensionskassen teilweise Freibeträge, die von den Negativzinsen befreit sind. Falls ein Global Custodian Mandat vorhanden ist, werden erfahrungsgemäss höhere Cash-Bestände toleriert.

Viele Stiftungsräte prüfen in dieser Situation, ob das Halten von physischem Bargeld eine sinnvolle Alternative zu Kontoguthaben bei Banken darstellt.

## Bis 100 Prozent Bargeld zulässig

Die operative Liquidität der Pensionskassen wurde bisher in Form von Kontoguthaben bei Banken sowie allenfalls als Call-, Fest- oder Treuhandgeld angelegt. Abgesehen von der Spesenkasse wurden jedoch praktisch keine Bargeldbestände gehalten. Im Durchschnitt beträgt der Liquiditätsanteil der Pensionskassen rund 7 Prozent des Gesamtvermögens, wobei kleinere Pensionskassen tendenziell etwas höhere Cash-Quoten benötigen, um kurzfristige Schwankungen bei den fälligen Leistungen abdecken zu können.

Gemäss den BVV 2-Anlagevorschriften ist Bargeld eine zulässige Anlageklasse. Es wäre sogar erlaubt, 100 Prozent des Gesamtvermögens in Bargeld zu investieren! Bei einer einzelnen Bank hingegen dürfen Pensionskassen maxi-

mal 10 Prozent des Gesamtvermögens anlegen, sofern sie nicht von einer Erweiterung der Anlagemöglichkeiten Gebrauch machen.

## Versteckte Kosten berücksichtigen

Gemäss verschiedenen Schätzungen belaufen sich die Kosten für das Lagern, den Transport und die Versicherung auf rund 0.3 Prozent des Barbetrags. Dazu kommen allerdings noch weitere Kosten wie:

- Überarbeitung der internen Prozesse (Reglementsänderungen, Anpassung der internen Kontrollen, Beratungskosten)
- Administrativer Mehraufwand (Personalaufwand für Geschäftsführung, Stiftungsrat, Personen, welche die Bargeld-Transaktionen umsetzen und überwachen)
- Nicht versicherbare Restrisiken (Veruntreuungsrisiko)
- Eventuell höhere Revisionskosten
- Erschwerte Konsolidierung durch Global Custodian (Mehraufwand im Controlling).

Die Revisionsstelle muss die Existenz der Bargeldbestände prüfen, sofern diese für den Jahresabschluss einer Pensionskasse wesentlich sind. Per Bilanzstichtag sollte idealerweise ein Revisor Zugang zum Tresor haben, um sich zu vergewissern, dass das Bargeld zu diesem Zeitpunkt auch dort liegt. Höchstwahrscheinlich müssen zudem noch einige weitere Kontrollen aufgesetzt werden, damit das Diebstahlrisiko minimiert werden kann. Allenfalls wird auch die Versicherung zusätzliche Kontrollmechanismen verlangen.

### Niklaus Jung

Zugelassener Experte für berufliche Vorsorge, Swisscanto Vorsorge AG



### Heinrich Flückiger

Zugelassener Experte für berufliche Vorsorge, Swisscanto Vorsorge AG



Das Halten von Bargeld ist mit einem erheblichen Initialaufwand verbunden, der sich nur dann auszahlen kann, wenn die Negativzinsen über einen längeren Zeitraum (mehrere Jahre) anhalten oder noch stärker ansteigen sollten.

### Bargeld als Arbitrage-Strategie?

Das Halten von Bargeld stellt eine Arbitrage-Strategie dar, wie sie üblicherweise durch Hedge Funds verfolgt wird. Sind die effektiven Kosten für das Halten von Bargeld mitsamt den versteckten Kosten (inklusive kalkulatorische Risikoprämie für nicht versicherbare Restrisiken) geringer als der Negativzins, so kann die Pensionskasse durch das Halten von Bargeld einen «Free Lunch» erzielen. Aber aufgepasst: Hat die Pensionskasse die operationellen Risiken nicht im Griff, so kann der vermeintliche Free Lunch zu einem «Poisoned Meal» werden, beispielsweise wenn Bargeld veruntreut wird und die Versicherung die Deckung nicht übernimmt.

Es ist zu beachten, dass der Stiftungsrat solidarisch mit seinem Privatvermö-

gen haftet, falls er seine Sorgfaltspflicht nicht wahrnimmt und dadurch Bargeld abhanden kommt. Ein Veruntreuungsrisiko besteht ebenfalls bei Liquidität auf Bankkonti. Allerdings sind dort die Kontrollmöglichkeiten besser, weil jede einzelne Kontobewegung durch die Bank aufgezeichnet wird, was beim Bargeld-Verkehr nicht der Fall ist (siehe Tabelle).

Zur Minimierung der operationellen Risiken ist eine professionelle Führung und Überwachung unumgänglich. Kleinere und mittelgrosse Pensionskassen haben die entsprechenden Ressourcen meistens nicht. Sie dürften gut beraten sein, den Negativzins in Kauf zu nehmen und ihre Management-Kapazitäten auf die Steuerung und Überwachung der übrigen Anlagekategorien (insbesondere der Aktienquote) zu konzentrieren. Hier kann nämlich deutlich mehr Mehrwert für die Destinatäre geschaffen werden.

Wenn eine durchschnittliche Pensionskasse mit 7 Prozent in Liquidität investiert ist und die Liquidität nun mit  $-0.75$  Prozent verzinst wird, beträgt der negative Renditeeffekt auf dem Gesamt-

vermögen zurzeit knapp 0.05 Prozent. Nach Versicherungskosten von 0.3 Prozent verbleibt noch ein «Bruttogewinn» aus der Bargeldhaltung von gut 3 Basispunkten pro Jahr. Der Einfluss auf den Deckungsgrad ist somit vernachlässigbar. Eine glückliche Hand bei der Anlagetaktik hat auf das Jahresergebnis und den Deckungsgrad einen vielfach höheren Einfluss.

Negativzinsen haben vor allem ein psychologisches Moment: Sie sind intuitiv schwierig einzuordnen. Für die meisten Kassen empfiehlt es sich, Ruhe zu bewahren und keinen riskanten Aktivismus zu betreiben. ■

### Fortsetzung

In der Juliausgabe werden die Autoren in einem Folgeartikel darlegen, dass der Negativzins nur die Folgeerscheinung eines parallelen Absinkens der erwarteten Renditen aller Anlagekategorien ist. xt

## Wesentliche Unterschiede Bargeld – Guthaben auf Bankkonti

| Kriterium                               | Bargeld   | Guthaben auf Bankkonti   |
|---|---|--|
| Erwartete Bruttorendite                 | 0.0%  | Zurzeit ca. $-0.75\%$<br>(über einem allfälligen Freibetrag)     |
| Erwartete Kosten                        | $\gg 0.3\%$   | Evtl. noch geringfügige Bankspesen                               |
| Erwartete Nettorendite                  | $\ll -0.3\%$  | ca. $-0.75\%$  |
| Konkursrisiko Bank                      | Grundsätzlich kein Problem (falls Tresorfach bei Bank evtl. Zugriff vorübergehend erschwert oder verunmöglicht) | Ja   |
| Veruntreuungsrisiko                     | Erhöht  | Geringer, aber ebenfalls nicht auszuschliessen                   |
| Versicherung                            | Diebstahl muss unbedingt versichert werden  | Evtl. Organhaftpflicht beziehungsweise Veruntreuungsversicherung |
| Überwachungsaufwand                     | Hoch  | Mässig   |
| Aufzeichnungen der Transaktionen        | Ausschliesslich durch die Pensionskasse (evtl. Delegation an Treuhänder)  | Erfolgt durch die Bank   |
| Kurzfristige Verfügbarkeit abhängig von | Tresor-Öffnungszeiten, Verfügbarkeit mindestens zweier berechtigter Mitarbeiter (Vieraugenprinzip)              | An jedem Bankarbeitstag (Valutatag)                              |
| Flexibilität bei der Umsetzung          | Aufwendige Umsetzung  | Hohe Flexibilität  |