

## Liquiditätsplanung von Pensionskassen

# Geringer Einfluss des Dividendeneinbruchs

Die Couponzahlungen der Obligationen generieren immer weniger Cash zugunsten der Pensionskassen.

Pensionskassen sehen Dividenden nicht als möglichen Ersatz dafür, um ihren Rentenzahlungen nachzukommen.

Für die Performance der Aktien sind die Dividenden jedoch ein zentrales Element.

Die globalen Dividenden erfuhren im zweiten Quartal 2020 einen dramatischen Rückgang um 22 Prozent oder 108.1 Milliarden Dollar auf insgesamt 382.2 Milliarden Dollar. Dies entspricht dem schlimmsten Einbruch seit der Einführung Janus Henderson Global Dividend Indexes (JHGDI) im Jahr 2009, der in diesem Bereich als Referenz gilt. Der jüngste Quartalsbericht zu den per 30. Juni veröffentlichten Zahlen kam im August heraus.

Schaut man genauer hin, sind es vor allem die europäischen Unternehmen, die die Dividendenausschüttung zwischen März und Juni kürzten oder ganz darauf verzichteten: In Europa liegt der Rückgang insgesamt bei 45 Prozent, wobei er im Vereinigten Königreich mit 54 Prozent und in Frankreich mit 57 Prozent besonders drastisch ausfiel. Die Europäische Zentralbank (EZB) hatte die europäischen Banken explizit darum gebeten, liquide Mittel zurückzuhalten, um die Hilfsprogramme für Unternehmen finanzieren zu können. Zudem hatten die Regierungen mehrerer EU-Staaten jene Unternehmen, die staatliche Unterstützung erhalten, dazu aufgerufen, auf die Ausschüttung von Dividenden zu verzichten.

## Annus horribilis für europäische Dividenden

Janus Henderson erwartet für das gesamte Jahr 2020 in seinem optimistischsten Szenario, dass die Gesamtdividenden auf internationaler Ebene um 17 Prozent einbrechen und 1180 Milliarden Dollar erreichen, während seine pessimistischsten Prognosen von 23 Pro-

zent und einem Gesamtbetrag von höchstens 1090 Milliarden Dollar ausgehen.

Diese Talfahrt wird sich auf die Performance ausländischer Aktien auswirken, insbesondere auf die europäischen Papiere ausserhalb der Schweiz. Einerseits, weil im zweiten Quartal, als die Wirtschaft in ganz Europa gelähmt war, in dieser Region traditionellerweise die Dividenden ausgeschüttet werden, und andererseits, weil US-Unternehmen ihre Aktionäre seltener mit Dividenden belohnen, sondern eher auf den Rückkauf von Aktien setzen, um die Kurse zu stützen.

## Sonderfall Schweizer Dividenden

Innerhalb Europas stellen die Schweizer Unternehmen eine Ausnahme dar: Sie hielten grösstenteils an der Dividendenausschüttung fest, auch wenn der Betrag teilweise gekürzt wurde – minus 30 Prozent bei der Swatch Group beispielsweise – oder man wie bei UBS und Credit Suisse beschloss, sie in zwei Tranchen auszuzahlen, im Frühling und im Herbst. Nur 10 Prozent der SPI-kotierten Unternehmen, die normalerweise Dividenden ausschütten, verzichteten dieses Jahr ganz auf die direkte Vergütung der Aktionäre.

Die im Parlament geführte Diskussion über ein Dividendenverbot für Unternehmen, die Kurzarbeit angemeldet haben, scheiterte am Nein des Ständerats. Zu Recht: Alle Arbeitnehmenden der Schweiz sind über ihre Pensionskasse indirekt auch Aktionäre. Die Dividenden stellen einen nicht unbeträchtlichen Anteil der Gesamtperformance von

## IN KÜRZE

Die meisten Pensionskassen verwenden die Dividenden nicht als Beitrag zum Cashflow. Sie integrieren sie in die Gesamtperformance der Aktien und reinvestieren sie.

Aktien dar, insbesondere bei Schweizer Unternehmen. In den vergangenen zwanzig Jahren (Ende Dezember 1999 bis Ende 2019) trugen sie über eine Kapitalbildungsstrategie mit Dividenden fast zwei Drittel zur Erfolgsgeschichte des SPI bei.

Die Bruttorendite der Aktiendividenden der grossen SMI-kotierten Schweizer Unternehmen liegt oft über 3 Prozent. 2020 fiel sie angesichts allgemein sinkender Kurse sogar noch erfreulicher aus.

Dies bedeutet, dass bereits hohe Summen in die Kassen der Vorsorgeeinrichtungen geflossen sind oder noch fließen werden. Der grösste Teil dieses Geldsegs wird einmal pro Jahr ausgeschüttet, und zwar zwischen März und Juni, als heuer die Kurse am Tiefpunkt waren, im Gegensatz zu den US-Firmen, die eine vierteljährliche Auszahlung bevorzugen.

### **Kaum ein Liquiditätsmanagement bezieht Dividenden ein**

Heute weisen Anleihen im Wert von weltweit über 12 000 Milliarden Dollar eine negative Rendite aus und die Anleger rechnen mit weiteren Jahren der extrem tiefen Erträge bei festverzinslichen Papieren. Dies legt die Frage nahe, ob einige Pensionskassen Strategien des Liquiditätsmanagements einführen werden, die die Dividenden von Schweizer Aktien in die regelmässig erwarteten Cash-Einnahmen integrieren. Dies analog zu den Beiträgen, Mieterträgen aus Geschäfts- und Wohnobjekten sowie fällig werdenden Obligationen oder Obligationencoupons. Wollen sie damit in gewisser Weise die früheren üppigen Erträge aus Couponzahlungen durch das Inkasso von Dividenden ersetzen?

Dies scheint nicht der Fall zu sein. Laut Pascal Frei, Partner bei PPCmetrics in der Westschweiz, «entscheiden sich 80 bis 90 Prozent der Vorsorgeeinrichtungen, die in Aktien investieren, für die Reinvestition der Dividenden». Sogar sogenannte «reife» Pensionskassen, bei denen der Eingang von liquiden Mitteln und die Auszahlung in Form von Renten monatlich etwa ausgeglichen ist, scheinen sich nicht auf Dividenden als Liquiditätspuffer verlassen zu wollen.

Vor allem nicht jene, die einen negativen Cashflow aufweisen und bei denen der Betrag der auszahlenden Renten die voraussichtlichen Einnahmen von liquiden Mitteln übersteigt. Grund dafür ist unter anderem, dass ihr Risikoprofil ihnen verbietet, den Aktienanteil zu stark zu erhöhen. Sie entscheiden sich in der Regel aus Vorsicht dafür, «den erforderlichen Betrag zu Beginn des Jahres zurückzustellen» oder «regelmässig Vermögenswerte zu bestimmen, mit deren Verkauf sie sich liquide Mittel verschaffen», meint der Experte. Zudem betont Pascal Frei, dass Aktien weiterhin

---

*«Innerhalb Europas stellen die Schweizer Unternehmen eine Ausnahme dar: Sie hielten grösstenteils an der Dividendenausschüttung fest.»*

---

riskanter und volatiler seien als Obligationen und dass sie unabhängig von einer grosszügigen Dividende immer das Risiko von Kapitalverlust beinhalten.

### **Unterstützung des taktischen Managements**

Beim Genfer Vorsorgewerk CPEG hielten sich die monatlichen Zu- und Abflüsse von liquiden Mitteln einigermaßen die Waage, sagt Alessia Torricelli, Chief Financial Officer der CPEG. In dieser Eigenschaft stellt sie sicher, dass «aus Beitragszahlungen, Mieteinnahmen, Couponzahlungen, fälligen Obligationen sowie dem Liquiditätspuffer der Asset Allocation stammende Mittel» regelmässig zur Verfügung stünden, um den Verbindlichkeiten der Vorsorgeeinrichtung der Genfer Kantonsangestellten nachzukommen.

Es kommt nicht in Frage, dass dabei die Dividenden die Aufgabe eines Cash generierenden Konjunkturpuffers übernehmen. «Die CPEG verwaltet intern keine Aktien und die von ihr gehaltenen Aktienfonds dienen mit ihren Dividenden in der Regel der Kapitalbildung. Die Gesamtpformance unserer Aktien umfasst demnach die Einnahme von Dividenden, die in diesen thesaurierenden Fonds bleiben.»

Bei den stetig wachsenden Vorsorgeeinrichtungen, wie dies in der Westschweiz beispielsweise die CIEPP oder der FIP sind, ist der Cashflow immer wieder positiv. Daher ist die allfällige Einnahme von Dividenden durch bestimmte Portfolio-Fonds nicht an das Liquiditätsmanagement geknüpft. Aldo Ferrari, Präsident der CIEPP, weist in leicht ironischem Ton darauf hin, dass eine autonome Pensionskasse, die zur

Deckung ihres Liquiditätsbedarfs teilweise auf Dividenden setze, «sich lieber einer Sammelstiftung anschliessen sollte, da dieses Vorgehen die strategische Allokation ihres Vermögens gefährdet». Er berichtet zudem, dass neben den bereits erwähnten anderen Bestandteilen der liquiden Mittel «sich die Rückforderung von Steuern auf ausländischen Aktien in den grossen Pensionskassen stark entwickelt hat».

Sébastien Cottreau, Geschäftsführer des FIP, hebt als Erstes hervor, dass in seiner Vorsorgeeinrichtung «ein grosser Teil des Aktienmanagements aktiv betrieben wird.» So kann bei der Analyse der Gesamtpformance eines Titels regelmässig zwischen Kursschwankungen und Höhe der Dividenden unterschieden werden. Und «weil die taktische Allokation immer wieder an den wirtschaftlichen Kontext angepasst wird, kann es vorkommen, dass Dividenden auf Wertschriften eingenommen werden, die wir anschliessend veräussern».

Die Komponente «Einkommen» des gesamten Vermögens dieser Pensionskasse, «die Mieteinnahmen, Couponzahlungen und Dividenden umfasst», wird aufmerksam kontrolliert: «Im Jahr 2019 erreichten die Einnahmen 2.1 Prozent bei einer Gesamtpformance von 13.1 Prozent. Ende August 2020 betrugen sie noch 1.15 Prozent bei einer Performance von -0.89 Prozent». Zum selben Zeitpunkt «waren rund 10 Prozent der Beiträge, die normalerweise im ersten Halbjahr fällig sind, noch nicht eingenommen worden», da der FIP den Unternehmern im Lockdown längere Zahlungsfristen eingeräumt und keine Verzugszinsen verrechnet hatte.

Im FIP wird das Liquiditätsmanagement demnach monatlich angepasst, und die zahlreichen Neuausrichtungen des Portfolios, um die in Bezug auf die ausbezahlten Renten überschüssigen Beiträge anzulegen, machen «eine taktische Allokation im Rahmen der strategischen Allokation» möglich, entweder durch den Verkauf gewisser Papiere oder durch die Einnahme bestimmter Dividenden beziehungsweise die Entscheidung, die jährliche Performance eines Teils der Aktienbestands im Vermögen deutlich ansteigen zu lassen. |

**Geneviève Brunet**