

Ärzteversorgung meldet erste positive Erfahrung mit Overlays

Das anhaltende Niedrigzinsumfeld stellt Versorgungswerke vor die Frage, wie sie zusätzliches Alpha erwirtschaften können, um ihre Verbindlichkeiten zu decken. Die Ärzteversorgung Westfalen-Lippe setzt seit 2004 speziell hierfür konzipierte Overlay-Mandate ein. Carola von Schenk sprach mit Dr. Andreas Kretschmer, ihrem Geschäftsführer für den Bereich Kapitalanlage.

Die 6,6 Mrd. Euro schwere Ärzteversorgung Westfalen-Lippe hat ein relativ junges Mitgliederprofil: rund ca. 32.500 aktive Mitglieder stehen den etwa 10.000 Leistungsempfängern gegenüber. Also kann das Versorgungswerk laufende Renten aus Mitgliederbeiträgen bezahlen. Dennoch sorgt es für Zeiten, in denen sich dieses Verhältnis umkehrt, vor.

Hierbei baut es zum einen auf eine breite Diversifizierung seines Anlagevermögens – und zwar sowohl geografisch als auch nach Assetklassen. Seine strategische Asset Allokation besteht aus ca. 40% Renten (hiervon ca. 5% strukturierte Wertpapiere), 20% eigene Hypothekendarlehen, ca. 20% Immobilien (direkt & indirekt), ca. 15% Aktien und ca. 5% andere Anlagen, inkl. Private Equity und Hedgefonds (siehe auch Beitrag S. 5). Über diese Vielfalt will sie Anlagerisiken minimieren und nachhaltige Renditeströme generieren.

Zum anderen setzt die Ärzteversorgung Overlay-Strukturen ein, die als Vorgabe haben, zusätzliches Alpha zu erwirtschaften. „Von der Zinsseite her läuft der Markt als solcher irgendwann aus, d.h. die Erzielung einer Rendite oberhalb des Rechnungszinses von 4% kann irgendwann von der Anleienseite kaum noch erfüllt werden, und bei anderen Segmenten auch nur mit gewissen Schwierigkeiten,“ erklärte Kretschmer. „Sie können nur versuchen, die resultierende Lücke mit zusätzlicher Alpha-Generierung zu schließen,“ sagte er.

Insgesamt strebt das in Münster ansässige Versorgungswerk eine jährliche Rendite der fremdgemanagten Mandate von 6% bei einem maximalen Value-at-Risk von 10% auf einem 95% Konfidenzniveau an. Seine eigen- und fremdgemanagte Kapitalanlage insgesamt hat eine Zielvorgabe von rund 5% und liegt damit über dem Rechnungszins.

Seit 2004 hat die Ärzteversorgung zwei Alpha-Overlay-Mandate dotiert – eines bei Goldman Sachs Asset Management (GSAM) und eines bei Deutsche Asset Management (DeAM). Dem GSAM-Mandat liegt ein gemischtes Wertpapier-/Immobilienportfolio mit einem hohen Immobilienanteil und einem Rohstoffsegment zugrunde, dem DeAM-Mandat ebenfalls ein gemischtes, allerdings sehr anleihenlastiges Wertpapierportfolio. Ersteres wird von der Oppenheim KAG als Master-KAG administriert, letzteres von DeAM als Master-KAG. „Wir versuchen, die einzelnen Mandate für bestimmte Assetklassen und Themen so zu vergeben, dass sie portables Alpha produzieren. Doch unabhängig davon, habe ich eine strategische Zielstruktur, die sich an unseren mittelfristigen Ertrags- und Risikoerwartungen orientiert. Goldman Sachs schichtet lediglich temporär taktisch um und verschiebt damit wirtschaftlich die strategische Zielstruktur. Ein Eingriff in bestehende Mandate erfolgt damit nicht,“ erklärte er.

Flankierend zu den beiden Overlays, die Alpha generieren sollen, läuft ein so genanntes Beta-Overlay-Mandat zur Steuerung der Marktrisiken bei RiskLab, einer Allianz Global Investors Einheit. „Wenn sich das der Master-KAG zur Verfügung gestellte Risikovolumen aufgrund von Marktentwicklungen verändert, verschiebt das RiskLab-Modell taktisch die Assetallokation, ohne dabei – wie beim CPPI-Modell – direkt in Kasse zu gehen“, erklärte Dr. Kretschmer.

Schon seit den 90er Jahren nützt das Versorgungswerk Währungs- und Durationsoverlays. Doch die Voraussetzungen für diese drei neuen Overlays wurden erst mit der Einführung des Investment-Modernisierungsgesetzes geschaffen. Mit den vorstehend geschilderten Overlay-Strukturen ergab sich die Möglichkeit zur Bündelung extern vergebener Mandate und KAGen. Im Rahmen dieser Umstellung wurden viele Mandate neu strukturiert und vergeben. „Die meisten Mandate waren von ihrer strukturellen Ausrichtung her nicht eindeutig einem speziellen Risiko zugeordnet,“ sagte Dr. Kretschmer. Zum anderen erforderte die explizite und laufende Steuerung des Risikobudgets eine systematische Bewertung aller Anlagen, auch der illiquiden Assets wie Immobilien, Strukturierte Papiere und Private Equity.

Die Ärzteversorgung setzt seit Ende der '90er Jahre eine einzige Depotbank, die State Street Bank in München, ein, auf deren Reporting sie ihr internes Controlling und Risikomanagement aufgebaut hat. Parallel wurde die Vielzahl von KAGen sukzessive auf zwei Verwaltungseinheiten reduziert. Auch arbeitet sie seit längerer Zeit mit Risikobudgets, die von ihrem Audit-Committee alljährlich genehmigt werden. Diese Vorgaben sind ebenfalls in ihrem mit Hilfe des Beratungshauses zeb/ entwickelten Risikohandbuch enthalten und damit durch Wirtschaftsprüfer prüfbar. „Wir haben uns gesagt, wir wollen die Anforderungen erfüllen, die auch eine Versicherung erfüllen muss,“ kommentierte Dr. Kretschmer.

Ihre ersten Erfahrungen mit den Overlays sind laut Dr. Kretschmer positiv. Erst mit höheren Volatilitäten in den Märkten erfolge der eigentliche Test der eingeführten Steuerungssysteme und damit deren Bewertung, fügte er hinzu. Zwischenzeitlich sei jedoch durch die stringenteren Portfoliostruktur eine deutliche Kostenentlastung erreicht worden.

Das Thema Overlay-Management wird auf der 8. Jahrestagung Portfoliomanagement in Frankfurt am 7. und 8. Juni detailliert behandelt, bei der dpn als Medienpartner agiert.

Fortsetzung von Seite 1

Hoppenrath sagte dpn, der PSV wolle im Idealfall noch in diesem Jahr, spätestens aber in 2006, auf eine vollständige Kapitaldeckung umsteigen. Eine Neuordnung des Finanzierungsmodells, die bereits mit den genannten Verbänden BDA und BDI besprochen wurde, setzt eine Gesetzesänderung voraus. Einen entsprechenden Vorschlag habe der PSV beim Bundesministerium für Gesundheit und Soziale Sicherheit (BMGS) eingereicht, noch habe man keine Antwort erhalten. Das BMGS konnte vor Redaktionsschluss nicht kontaktiert werden.

Der Vorschlag umfasse „die Umstellung, dass im jeweiligen Insolvenzjahr vollständig finanziert wird – also auch die Anwartschaften“ und ein Konzept für die Nachfinanzierung der Altlasten aus bereits eingetretenen Insolvenzen,“ sagte Hoppenrath. Diese Altlasten schätzt der PSV – zu einem Zinssatz von 2,75% diskontiert – auf 2,4 Mrd. Euro.

Insbesondere für das Altlastenfinanzierungskonzept könnte es zu Modifizierungsforderungen kommen. Diskontiert man diese Lasten z.B. zu 4,75%,