

Run-off und Buy-out – Wenn der Ausverkauf zum Geschäft wird

Niedrige Zinsen, volatile Kapitalmärkte, wachsende Anforderungen an die Governance, zunehmende Regulierung – die Gründe, Lebensversicherungs- oder Pensionsbestände zu verkaufen, waren für Versicherer und Unternehmen in den vergangenen Jahren zahlreich. Es entstanden neue Gesellschaften, die diese Bestände übernahmen, sie weiterführen und am Kapitalmarkt gewinnbringend anlegen. **Patrick Daum** hat mit **Tilo Kraus**, Geschäftsführer der VEDRA Group, und **Damian Krzizok**, Senior Investment Manager bei der Frankfurter Leben-Gruppe, über die Anlagestrategien gesprochen.

Für Versicherer ist das Geschäft mit Lebensversicherungen in den vergangenen Jahren durch den Wegfall einer adäquaten Verzinsung zunehmend unrentabel geworden. Mit dem Verkauf der Bestände an Run-off-Plattformen sinkt der Kapitalbedarf, und die Ausrichtung auf kapitaleffizientere und im Neugeschäft attraktivere Produkte wird gestärkt. Ein Unternehmen, das seinen Angestellten leistungsorientierte Pensionszusagen gemacht hat, muss wiederum Rückstellungen bilden. Durch die Abbildung der Pensionsverbindlichkeiten auf der Passivseite trägt es jedoch auch die Schwankungsrisiken dieser Verbindlichkeiten. Will es diese Risiken nicht mehr auf der Bilanz haben, spaltet es die Bestände in eine Rentnergesellschaft ab und verkauft diese an eine Buy-out-Plattform.

Effizientere Kapitalanlage nach Übernahme

Warum aber übernehmen Run-off- und Buy-out-Plattformen die Lasten anderer Unternehmen? „Wir behaupten von uns, dass wir die Asset Allocation ertragreicher gestalten können, sodass der Endkunde am Ende davon profitiert“, erläutert Damian Krzizok, Senior Investment Manager bei der Frankfurter Leben-Gruppe, das Geschäftsmodell im dpn-Gespräch. Da nur der Altbestand verwaltet und kein Neugeschäft generiert wird, ist zudem keine teure Vertriebseinheit nötig, was die Kosten spürbar reduziert.

Effizienz in der Kapitalanlage ist auch das Motiv von Buy-out-Plattformen für die Übernahme von Pensionsbeständen. „Wir übernehmen nicht nur die Verbindlichkeiten, sondern auch die Vermögenswerte“, begründet Tilo Kraus, Geschäftsführer der Buy-out-Plattform VEDRA Group, gegenüber dpn die Motivation für die Zukäufe. Diese Liquidität wird mit einem langfristigen Zeithorizont investiert. Dabei stehen zwei Aspekte im Vordergrund: „Erstens müssen wir zu jedem Zeitpunkt genügend Liquiditätsvorlauf besitzen, damit wir die entsprechenden Pensionen jeden Monat bezahlen können“, so Kraus. „Zweitens müssen die von uns getätigten Kapitalmarktanlagen langfristig einen höheren Ertrag abwerfen, als die

Verbindlichkeiten kosten.“ Kapital, das in den nächsten zwei bis drei Jahren für die Auszahlung von Pensionen benötigt wird, liegt also als Cash-Bestand auf dem Konto. Das sind bei VEDRA etwa 20 Prozent der Vermögenswerte, die sich insgesamt auf einen guten dreistelligen Millionen-Euro-Betrag summieren. Der Rest fließt in höher verzinsliche Kapitalanlagen.

Höhere Rendite dank Private Markets

Ein starker Fokus bei der Kapitalanlage der VEDRA Group liegt auf Real Assets. Kraus vertritt die Auffassung, dass reale Vermögensanlagen auch reale Erträge erzielen sollten, also einen gewissen Inflationsschutz bieten. „Dementsprechend legen wir relativ viel im Bereich der Private Markets an, die bei uns Private Equity, Infrastruktur, Immobilien und in gewissem Maße auch Private Debt umfassen.“ Auch die Frankfurter Leben-Gruppe will mit Hilfe der privaten Märkte höhere Renditen erzielen. Rund ein Drittel der etwa 10 Milliarden Euro an verwalteten Assets werden dort angelegt. Kapitalzuwachs steht dabei weniger im Mittelpunkt, wichtiger ist das Erzielen ordentlicher Erträge. Denn die können ausgeschüttet und zum Bedienen der Versicherungsverträge genutzt werden. Krzizok konzentriert sich dafür auf Asset-Klassen, die eine hohe Cash Yield haben. Die findet er bei Private Debt und hier vor allem im Bereich Direct Lending. Dass es sich bei den Assets um Floating Loans, also Anlagen mit variablen Zinssätzen, handele, sei im vergangenen Jahr ein entscheidender Vorteil gewesen. „Die großen Verluste kamen 2022 vor allem über die lange Duration, die man bei Direct Lending aber vermeiden konnte.“ Ein weiterer Vorteil sei, dass sich der Kupon an die steigenden Zinssätze anpasse. „Es ist also eine Art Inflationsschutz“, sagt der Manager. „Wenn die Zinsen steigen, dann steigen auch die Kupons.“

Die Höhe der zu erzielenden Rendite ist weder bei den Run-off- noch bei den Buy-out-Plattformen klar definiert. „Sie ist eine Mischung aus dem Liquiditätsbestand und den Anlagen in den Private Markets“, erläutert Kraus. „Derzeit zielen wir auf etwa 6 Prozent.“ Damit müssen zunächst die Zuwächse bei den Pensionen bezahlt und

zudem Inflationsanpassungen erwirtschaftet werden. Bei der Frankfurter Leben hingegen hängt die benötigte Rendite von den Verpflichtungen ab. **„Wir gestalten unsere Assets so, dass wir unsere Verpflichtungen erfüllen und eine auskömmliche Rendite erzielen“**, erläutert Krzizok.

Ein eher theoretisches Ausfallrisiko

Und wenn die Kapitalmärkte nicht mitspielen, das investierte Vermögen schmilzt und am Ende im schlimmsten Fall die Auszahlungen nicht mehr bedient werden können, weil die Liquidität aufgebraucht ist? Für Tilo Kraus ist dieses Risiko eher ein theoretisches. „Wir haben gemeinsam mit Wissenschaftlern ein quantitatives Asset-Liability-Management-Modell entwickelt, mit dem wir mögliche Szenarien für die künftige Entwicklung unserer Anlagen berechnen.“ Daraus folge dann die Wahrscheinlichkeit für ein solches Stressszenario. Für den Fall, dass es eintritt, hat er aber vorgesorgt: „Im Bereich der Private Markets gibt es sehr illiquide Fonds, aus denen man nur mit sehr großen Abschlägen wieder rauskommt“, so Kraus. „Aber es gibt auch Fonds, die ähnlich wie Immobilienfonds ein Rückzahlungsfenster haben und aus denen man nach einer gewissen Mindesthaltedauer mit einem gewissen Prozentsatz quartalsweise aussteigen kann.“ Solche Lösungen baut er bei VEDRA als Pufferzone zwischen völlig illiquiden und völlig liquiden Assets ein.

Bei allen Ähnlichkeiten in der Kapitalanlage gibt es zwischen Run-off- und Buy-out-Plattformen auch signifikante Unterschiede. Allein mit Blick auf den relevanten Markt und damit die künftige Geschäftsentwicklung: Es gibt in Deutschland nur eine begrenzte Anzahl an Lebensversicherungsgesellschaften, von denen Run-off-Bestände übernommen werden können. Denen stehen zahlreiche Unternehmen gegenüber, die Pensionszusagen getätigt haben. Die Anzahl der potentiellen Geschäftspartner für Buy-out-Plattformen ist also um ein Vielfaches höher. Zudem spielt die Kostenquote bei Rentnergesellschaften eine untergeordnete Rolle, wesentlicher Erfolgsfaktor ist das richtige Austarieren der Kapitalanlage. ●

„Der größte Wettbewerber ist die Beharrlichkeit“

Herr Kraus, seit wann gibt es die VEDRA Group und wie ist sie entstanden?

Die VEDRA Gruppe ist 2016 aus der Übernahme einer Gesellschaft entstanden, die nur noch Pensionsverbindlichkeiten hatte. Im Rahmen des Verkaufs des operativen Geschäftes dieser Gesellschaft hat der Käufer einen bestimmten Teil nicht übernommen. Daraus hat sich dann diese Rentnergesellschaft entwickelt.

Was ist Ihre Aufgabe bei der VEDRA Group?

Ich teile mir mit meinem Kollegen die Gesamtverantwortung für die Anlage der Pensionsgelder und die saubere Begleitung der Pensionäre und lege einen Fokus auf die Geschäftsentwicklung. Für operative Tätigkeiten wie aktuarische Dienstleistungen greifen wir vor allem auf externe Dienstleister als Experten zu. Das gewährleistet niedrige operative Kostenquoten bei gleichzeitig hohem Qualitätsniveau.

Sie investieren stark in die Private Markets. Kommen mit der Zinswende langlaufende Renten als Alternative in Betracht?

Dann würden wir nicht inflationsgeschützt investieren. Bei Investments in Immobilien oder Private Equity gibt es zumindest eine Korrelation, bei normalen Anleihen nicht. Außerdem haben wir einen sehr großen Zinshebel, wenn wir langfristig in Anleihen investieren. Diesen Zinshebel haben wir auch schon auf der Seite der Verbindlichkeiten. **Für unseren langfristigen Asset-Management-Ansatz ist es wichtig, ein Liquiditäts- und Risikoportfolio zu haben.** Denn bei uns steht die Liquiditätsbevorratung im Vordergrund.

Unterliegen Sie Anlagerestriktionen?

Wir haben uns selbst eine Art Anlageverordnung gegeben, die sich an der Anlageverordnung der Versorgungswerke



CV

Tilo Kraus

ist einer der Geschäftsführer der VEDRA Pensions GmbH. Er verfügt neben Erfahrung im Bereich schnellwachsende Unternehmen über umfangreiche Führungserfahrung im internationalen Kapitalmarktgeschäft, unter anderem aus Tätigkeiten bei der Hamburg Commercial Bank, der IKB Deutsche Industriebank und der UBS Investment Bank. Tilo Kraus ist zudem CFA Charterholder.

orientiert. Wenn wir einen Plan einkaufen, setzen wir uns zudem mit dem Verkäufer des Plans zusammen und zeigen ihm unseren Investitionsplan, unsere Regeln für den Risikopuffer und Ähnliches auf. Es gibt die Möglichkeit, so etwas in den entsprechenden Treuhandverträgen festzuschreiben.

Welche Kriterien gibt es noch?

Governance, Struktur und Strategie müssen sauber sein. **Schlechte Governance und inkonsistente Strategien sind häufiger die Gründe dafür, dass Anlageverluste höher ausfallen als erwartet.** Deshalb wollen wir wissen, welche Governance-Konzepte ein Manager bei den Anlagen, die er tätigt, durchsetzt. Zudem investieren wir in der Regel ausschließlich in hochentwickelten Ländern, wodurch wir insbesondere Probleme auf der sozialen Säule vermeiden. Dann gibt es die ESG-Charta, die jeder Fondsmanager hat. Geschlechtergleichheit und saubere Energie spielen eine große Rolle. In Summe fließt diese ESG-Agenda in unsere Score-Card für einen Asset Manager ein.

Wie sieht Ihr Wettbewerbsumfeld aus?

Unser Marktanteil an den bislang getätigten Pension Buy-outs lag im vierten Quartal 2022 bei 25 bis 35 Prozent und war damit recht hoch. Im Vergleich zum tendenziell adressierbaren Markt, der alle Pensionszusagen umfasst, die im Bereich leistungsorientierter Zusagen gemacht wurden, sind wir aber sehr klein. Der größte Wettbewerber neben ähnlichen Geschäftsmodellen, ausgelagerten Pensionsfonds oder CTAs ist aus meiner Sicht die Beharrlichkeit. Dieses: „Ich finde es zwar spannend und würde es gerne machen, aber nicht jetzt. Erst dann, wenn ich muss.“ Meiner Meinung nach ist das gefährlich. Denn in dem Moment, wenn man muss, ist es meistens schon zu spät. ●

„Die Rendite liegt im Einkauf“

Herr Krzizok, seit knapp zwei Jahren managen Sie die Kapitalanlage der Frankfurter Leben. Was haben Sie vorher gemacht?

Ich habe 20 Jahre lang bei einer Fondsgesellschaft Portfolios gemanagt. In der Zeit habe ich viel Erfahrung im liquiden Bereich gesammelt. Bei der Frankfurter Leben-Gruppe ist der Bereich Private Markets hinzugekommen. Als Portfoliomanager schaut man jeden Tag darauf, wie sich das Portfolio gegenüber der Benchmark entwickelt, wie die Year-to-date-Zahlen sind. Das spielt eine große Rolle, auch für die Kunden. Bei der Versicherung ist das alles strategischer. Wenn man Entscheidungen trifft, haben die keinen direkten Bezug zu einer Benchmark im laufenden Jahr, sondern sie werden langfristig für mehrere Jahre getroffen. Und man ist bei der Versicherung auch nicht so stark den Entwicklungen am Kapitalmarkt unterworfen, wie es bei Fondsgesellschaften der Fall ist. Wenn man die Entscheidung getroffen hat, Private Markets aufzubauen, dann ist das strategisch, Schritt für Schritt, und man wird nicht bei jeder Fed-Entscheidung etwas ändern.

Dann konnten Sie das vergangene Jahr relativ entspannt verfolgen in dem Wissen, strategisch langfristig investiert zu sein?

Als Portfoliomanager wäre ich 2022 sicherlich mehr ins Schwitzen gekommen. Wir haben den Vorteil, dass unser Private-Markets-Exposure gerade bei Infrastruktur im vergangenen Jahr mit positiven Renditen zugelegt hat. Bei Direct Lending haben wir auch kein Geld verloren. **Aus reiner Performance-Sicht war es ein gutes Jahr, aber nichtsdestotrotz trifft der steigende Zins kurzfristig natürlich auch Versicherungen, wenn die Marktwerte unter Druck kommen.** Langfristig gesehen, ist der steigende Zins aber von Vorteil, weil wir bessere Wiederanlagemöglichkeiten haben.



CV

Damian Krzizok

arbeitet seit über 20 Jahren in der Finanzbranche. An seinen Stationen als Portfoliomanager bei verschiedenen Fondsgesellschaften und Vermögensverwaltern manage er Multi-Asset-Portfolios nach fundamentalen und quantitativen Ansätzen. Seit Oktober 2021 ist er bei der Frankfurter Leben-Gruppe im Bereich CIO-Office als Senior Investment Manager tätig. Er ist CFA charterholder und ESG-Analyst (CESGA).

Wie genau verdienen Sie Geld?

Die Rendite liegt im Einkauf. Wir wollen für die Übernahme neuer Bestände nicht zu viel bezahlen. Entsprechend müssen wir kalkulieren. Hinzu kommt die operative Umsetzung. **Wir haben eine Plattform, an die wir die neuen Versicherungsbestände andocken. Dadurch können wir Kostendegressionseffekte erzielen.** Und dann natürlich über die Asset Allocation: Wir übernehmen die Bestände mit einer konservativen Allokation, die eher von Staatsanleihen geprägt ist. Bei uns in der strategischen Asset Allocation spielen private Märkte hingegen eine große Rolle. Wir haben in diesem Bereich die Zielallokation von rund einem Drittel und versuchen dadurch, die laufenden Erträge langfristig zu steigern.

Stichwort Sicherheit der Kapitalanlage: Als das Thema mit den Run-off-Plattformen aufkam, waren viele Versicherte besorgt darüber, was mit ihren Versicherungsbeständen passiert. Was entgegnen Sie denen?

Wenn jemand die Angst hat, dass im Hintergrund kein bekannter Versicherer mehr steht, sondern die Frankfurter Leben-Gruppe, dann können wir demjenigen sagen, dass wir den Regularien der BaFin unterworfen sind. Bei einem Inhaberkontrollverfahren stehen auch immer die Belange der Versicherten im Vordergrund.

Wie ist Ihr Portfolio regional aufgestellt?

Wir haben einen starken europäischen Fokus. Denn gerade Versicherungen betrachten Fremdwährungen als Teil des Risikos. Daher sind 80 bis 90 Prozent unseres Kapitals im Euro-Raum angelegt. Aber natürlich sind auch Großbritannien und die USA große Märkte, in denen wir allokiert sind. Wenn wir Anlagen außerhalb des Euro-Raums tätigen, dann sichern wir diese gegen Währungsrisiken ab. ●