

Raus aus der regulatorischen Nische

CLOs werden für Versicherer wieder attraktiv



Klaus Ripper
Senior Product Manager Credit,
Lupus alpha Asset Management

Für Versicherer rückt ab Januar 2027 eine Assetklasse wieder in den Fokus, die in den vergangenen Jahren regulatorisch ins Abseits geraten war: Collateralised Loan Obligations (CLOs). Mit der Überarbeitung von Solvency II sinken die Kapitalanforderungen für strukturierte Kredite. Vor allem hochqualitative Senior-CLO-Tranchen werden damit wieder attraktiver.

Für viele Lebensversicherer waren CLOs bislang trotz attraktiver Spreads kaum sinnvoll investierbar. Die hohen Kapitalanforderungen für Verbriefungen standen insbesondere bei Senior-Tranchen mit Top-Bonität häufig in einem ungünstigen Verhältnis zu deren tatsächlichem Risikoprofil.

Mit dem Solvency-II-Review korrigiert die EU diese regulatorische Benachteiligung. Die Reform ist Teil der Bestrebungen, den europäischen Verbriefungsmarkt zu stärken und die Finanzierungsmöglichkeiten europäischer Unternehmen über den Kapitalmarkt zu verbessern. Hochwertige Verbriefungen sollen künftig differenzierter behandelt werden. Besonders bei Senior-Tranchen von Non-STS-Verbriefungen mit AAA- und AA-Rating sinkt die regulatorische Kapitalbelastung deutlich.

Neben der fristenkongruenten Anlage spielt das Verhältnis zwischen Ertrag und gebundenem Kapital eine zentrale Rolle.

Für Versicherer ist dabei nicht allein die absolute Rendite einer Anlage entscheidend. Neben der fristenkongruenten Anlage spielt das Verhältnis zwischen Ertrag und gebundenem Kapital eine zentrale Rolle. Hier entfaltet die Reform ihre größte Wirkung, wie eine Beispielrechnung für AAA-CLOs zeigt. Bei einem angenommenen langfristigen Spread von 140 Basispunkten steigt das Verhältnis von Spread zu SCR-Belastung von 2,25 auf rund 10. Die Kapitaleffizienz verbessert sich damit um den Faktor 4,4. Auch AA-CLOs profitieren, jedoch etwas weniger stark: Dort kann sich die Kennzahl um die Hälfte verbessern.

Damit verändert sich auch der relative Vergleich innerhalb eines Credit-Portfolios. Ein AAA-CLO kann nach der Reform mehr Spread je Einheit gebundenen Solvenzkapitals liefern als eine Unternehmensanleihe mit vergleichbarem Rating.

Dabei beruht der Investment Case nicht allein auf der regulatorischen Entlastung. CLOs bündeln breit diversifizierte Portfolios erstrangig besicherter Unternehmenskredite. Die Senior-Tranchen stehen an der Spitze der Kapitalstruktur und verfügen über mehrere strukturelle Schutzmechanismen. Gerade bei

AAA- und AA-Tranchen trifft damit ein defensives Risikoprofil auf einen Spread-Aufschlag gegenüber vielen klassischen Anleihen vergleichbarer Bonität. Lupus alpha ist seit vielen Jahren mit einem konstanten Team im CLO-Markt aktiv und verwaltet rund 4 Mrd. Euro in Spezial- und Publikumsfonds.

Für Lebensversicherer im Solvency-II-Standardansatz werden CLOs nun erstmals seit Jahren wieder systematisch investierbar. Im Deckungsstock kann die Kombination aus laufendem Ertrag, hoher Kreditqualität und künftig deutlich verbesserter Kapitaleffizienz CLOs zu einem interessanten ergänzenden Baustein machen.

Die neue Regelung gilt ab dem 30. Januar. Für Versicherer, die CLOs künftig in ihre Kapitalanlage aufnehmen wollen, beginnt die Vorbereitung jedoch deutlich früher. Neue Produktprozesse müssen aufgesetzt, Melde- und Risikofunktionen eingebunden und Schnittstellen zwischen Versicherung und Assetmanager definiert werden. Auch interne Anlagevorgaben und die operative Abbildung der Assetklasse sind rechtzeitig zu prüfen. Für Versicherer ist jetzt der richtige Zeitpunkt, CLOs neu zu bewerten.