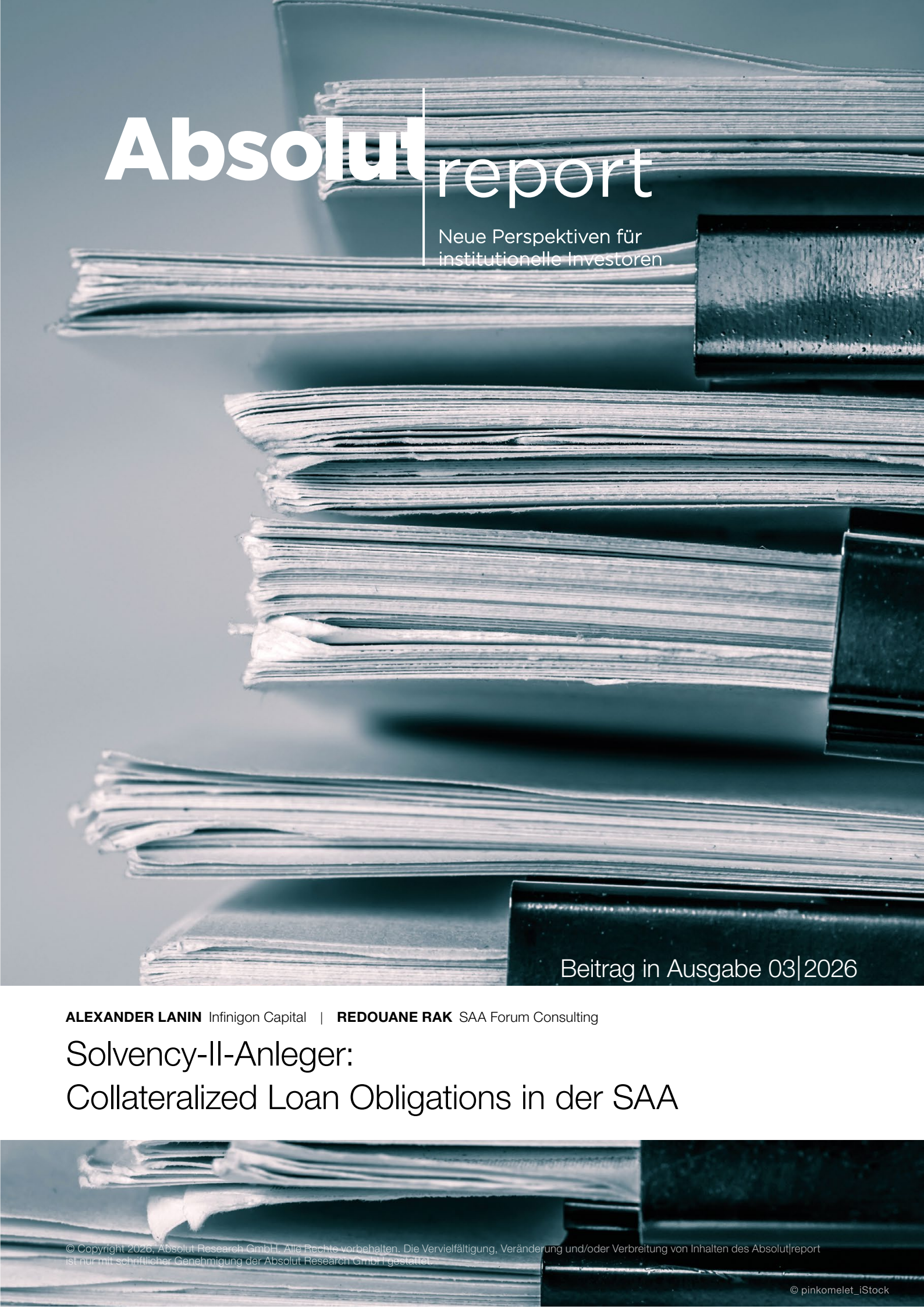




Absolutreport

Neue Perspektiven für
institutionelle Investoren

Beitrag in Ausgabe 03|2026

ALEXANDER LANIN Infinigon Capital | **REDOUANE RAK** SAA Forum Consulting

Solvency-II-Anleger: Collateralized Loan Obligations in der SAA



Solvency-II-Anleger: Collateralized Loan Obligations in der SAA

Die Ende Januar 2027 in Kraft tretende Solvency-II-Reform verändert die Kapitalunterlegung für CLO-Tranchen erheblich. Alexander Lanin, Infinigon und Redouane Raki, SAA Forum Consulting, quantifizieren anhand einer simulationsbasierten Portfolioanalyse den Beitrag verschiedener CLO-Segmente zur strategischen Asset Allocation (SAA) und zeigen Umsetzungswege für die Praxis von Solvency-II-Anlegern auf.



ALEXANDER LANIN

Geschäftsführer
Infinigon Capital
Frankfurt am Main



REDOUANE RAKI

Co-Founder/Geschäftsführer
SAA Forum Consulting
Starnberg

Einführung

Collateralized Loan Obligations galten für Solvency-II-regulierte Investoren aufgrund hoher Kapitalanforderungen über viele Jahre als strukturell wenig geeignet für eine strategische Allokation. Mit Inkrafttreten der überarbeiteten Delegierten Verordnung (EU) 2015/35 zum 30. Januar 2027, die die Delegierte Verordnung (EU) 2015/35 in Teilen ändert, werden die Spreizrisiko-Kapitalanforderungen für CLO-Tranchen im Standardmodell deutlich abgesenkt. Der vorliegende Beitrag untersucht, welche Konsequenzen sich daraus für die strategische Asset Allocation von Versicherungsunternehmen ergeben.

1 Regulatorischer Kontext

Die Solvency-II-Standardformel unterschied bislang im Bereich der Verbriefungen zwischen STS-Positionen (simple, transparent and standardised) und Non-STS-Positionen. Innerhalb der Non-STS-Kategorie erfolgte jedoch keine hinreichende Differenzierung nach Assetklassen und Vorrangigkeit. Infolgedessen wurde die Anlageklasse CLO trotz ihrer historisch robusten Performance gegenüber Corporate Bonds über sämtliche Ratingkategorien hinweg regulatorisch benachteiligt.

Insbesondere wurden AAA-CLO-Tranchen, die seit Einführung des Marktes in den 1980er-Jahren eine außerordentlich hohe Stabilität sowie geringe Volatilität aufweisen, mit denselben Stressfaktoren belegt wie deutlich risikoreichere Anlageklassen. Die resultierende Kapitalanforderung für eine AAA-CLO-Tranche bei drei Jahren modifizierter Duration betrug rund 37,5 % des Marktwerts und lag damit auf dem Niveau des Eigenkapital-SCR für börsennotierte Aktien.

Ab dem 30. Januar 2027 erhalten Senior-Tranchen von Non-STS-Verbriefungen eine eigenständige Behandlung mit deutlich niedrigeren Stressfaktoren. Für AAA-CLO-Tranchen sinkt der entsprechende SCR bei drei Jahren modifizierter Duration von 37,5 % auf rund 8,1 %, was in etwa dem Stressfaktor für BBB-bewertete Unternehmensanleihen entspricht.

Die Stärke der Reduktion variiert je nach Tranche erheblich; die absoluten und relativen Veränderungen sind in **ABBILDUNG 1** zusammengefasst.

Besonders ausgeprägt ist die Entlastung im AAA-Bereich mit rund 78 % Reduktion. Bei BB-Tranchen übersteigt das Produkt aus Stressfaktor und Duration in beiden Szenarien die regulatorische Obergrenze von 100 %; der SCR bleibt daher gedeckelt, und eine absolute Reduktion des SCR bei drei Jahren Duration ist nicht darstellbar.

Die relative Reduktion des Stressfaktors selbst beträgt 52,6 % (von 82,0 auf 38,9 % p.a.). Für BBB-Tranchen fällt die Entlastung mit relativ 4,6 % und absolut 2,7 Prozentpunkten gering aus.

ABBILDUNG 2 veranschaulicht, dass AAA-CLO-Tranchen nach der Reform eine Kapitalanforderung aufweisen, die derjenigen für Investment-Grade-Unternehmensanleihen im mittleren Ratingbereich nahekommt.

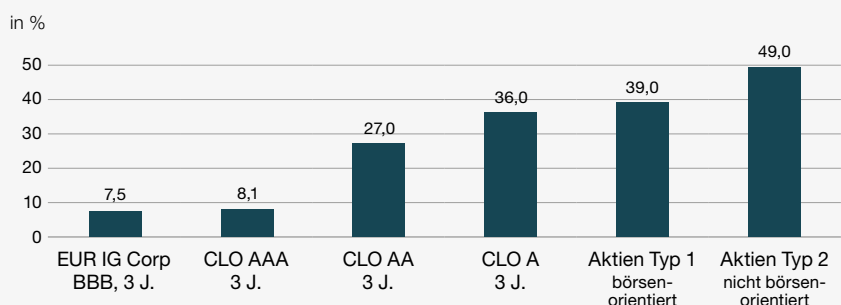
1 SCR-Stressfaktoren für CLO-Tranchen in %

CLO-Tranche	SCR-Factor alt (p. a.)	SCR-Factor neu (p. a.)	SCR alt (3 J. Duration)	SCR neu (3 J. Duration)	Absolute Reduktion (3 J. Duration)	Relative Reduktion
AAA vorrangig	12,5	2,7	37,5	8,1	29,4	78,4
AA	13,4	9,0	40,2	27,0	13,2	32,8
A	16,6	12,0	49,8	36,0	13,8	27,7
BBB	19,7	18,8	59,1	56,4	2,7	4,6
BB	82,0	38,9	100,0	100,0	N.A.	52,6

Spread-Risiko-SCR (Spread-Risk-Sub-Module, Standardmodell) je Tranche, in % des Marktwerts bei 3 J. modifizierter Duration. Werte vor und nach dem 30. Januar 2027 sowie absolute und relative Veränderung

Quelle: Commission Delegated Regulation (EU) 2026/269 of 29 October 2025 amending Delegated Regulation (EU) 2015/35; EIOPA.

2 SCR-Anforderungen nach Reform: Einordnung im Assetklassen-Vergleich



Quelle: Delegierte Verordnung (EU) 2015/35

Vor der Reform lagen die Kapitalanforderungen für AAA-CLOs auf dem Niveau von börsennotiertem Eigenkapital. Diese Verschiebung ist für die relative Bewertung von CLOs innerhalb eines Versicherungsportfolios von Bedeutung, da die Kapitaleffizienz ein wesentlicher Parameter bei der strategischen Allokationsentscheidung ist.

Zu berücksichtigen ist, dass die beschriebenen Änderungen ausschließlich das Standardmodell betreffen. Versicherungen mit genehmigten internen Modellen haben die Bewertung von CLO-Tranchen gegebenenfalls bereits abweichend von der bisherigen Standardformel vorgenommen. Die Due-Diligence-Anforderungen der EU-Verbriefungsverordnung bleiben unverändert bestehen und schreiben die eigenständige Analyse der Portfolioqualität sowie der Transaktionsstruktur vor.

2 Fragestellung und Methodik der Portfolioanalyse

Auf Basis der veränderten regulatorischen Rahmenbedingungen stellt sich für Solvency-II-regulierte Investoren die Frage, welchen quantitativen Beitrag eine CLO-Beimischung zur strategischen Asset Allocation leisten kann (ABBILDUNG 3). Die SAA Forum Consulting hat dazu eine stochastische Portfoliosimulation für ein Komposit-Versicherungsportfolio durchgeführt. Als Komposit-Versicherungsunternehmen gilt ein Unternehmen, das neben Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft auch Lebensversicherungsgeschäft betreibt. Das in dieser Analyse verwendete Ausgangsportfolio repräsentiert typische Anlagestrukturen eines solchen Unternehmens: ein hoher Anteil europäischer Investment-Grade-Anleihen, eine ausgeprägte Liability-Matching-Komponente sowie eng begrenzte Quoten für risikobehaftete Assetklassen wie Aktien und High-Yield-Instrumente. Die Verbindlichkeitsquote im Modellportfolio beträgt 70 %.

Zur Modellierung unterschiedlicher Kapitalmarktregime wird ein stochastischer Simulationsansatz auf Basis von Copula-Modellen verwendet. Copula-Modelle ermöglichen die Abbildung nichtlinearer Abhängigkeiten zwischen Assetklassen, die insbesondere in Stressphasen relevant sind und durch lineare Korrelationsmatrizen nicht hinreichend erfasst werden. Für die Portfoliooptimierung wird der Conditional Value at Risk (CVaR) als Risikomaß genommen, da dieser das Downside-Risiko bei nicht normalverteilten Risikoprofilen besser abbildet.

Die Portfolioselektion erfolgt nach dem Minimum-Maximum-Regret-Prinzip. Das ausgewählte Portfolio ist das

jenige, das im ungünstigsten simulierten Szenario den geringsten Opportunitätsverlust aufweist; die maximale erwartete Rendite ist dabei kein ausschlaggebendes Selektionskriterium. Dieses Robustheitskriterium ist für langfristig orientierte Investoren wie Versicherungsunternehmen besonders relevant, da es die Portfoliostabilität über verschiedene Kapitalmarktphasen hinweg in den Vordergrund stellt.

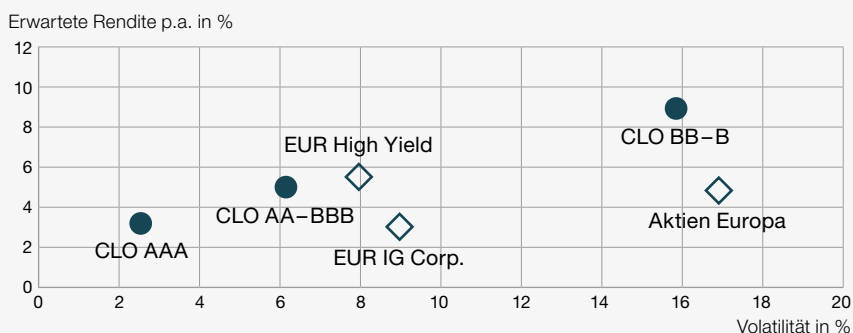
3 Ergebnisse der Portfolioanalyse

Die drei untersuchten CLO-Segmente weisen unterschiedliche Risiko-Rendite-Profile auf. CLO AAA zeigt Renditeerwartungen von 2 – 4 % bei einer Volatilität von 2 – 4 %. CLO AA bis BBB weist Renditeerwartungen von 5 – 8 % bei einer Volatilität von 9 – 12 % auf, während CLO BB bis B Renditeerwartungen von 10 – 14 % bei einer Volatilität von 20 – 30 % zeigt.

Für das AAA-Segment liegen die optimalen Quoten in der Simulation zwischen 1 und 14 % (ABBILDUNG 4). Besonders ausgeprägt sind die Verbesserungen der Sharpe Ratio, der Diversifikation sowie die Reduktion des Maximum Regret. Im Segment AA bis BBB bewegen sich die optimalen Allokationen zwischen 0 – 10 %, verbunden mit einer substanziellen Verbesserung des Risiko-Rendite-Profils.

Das Segment BB bis B zeigt die höchsten Renditepotenziale bei gleichzeitig höheren Risikokennzahlen; Diversifikation und Sharpe Ratio verbessern sich, während der Value at Risk leicht ansteigt.

3 Rendite-Risiko-Matrix CLO vs. traditionelle Assetklassen



Quellen: CLO-Werte: SAA Forum Consulting, simulationsbasierte SAA-Analyse. CLO-Renditen Schätzung auf Basis historischer Spreads; Portfoliozusammensetzung: AAA: 100 % AAA-Tranchen; AA-BBB: 10 % AA / 40 % A / 50 % BBB; BB-B: 50 % BB / 50 % B. Trad. Assetklassen: histor. Schätzwerte, angelehnt an Referenzindizes (MSCI Europe EUR)

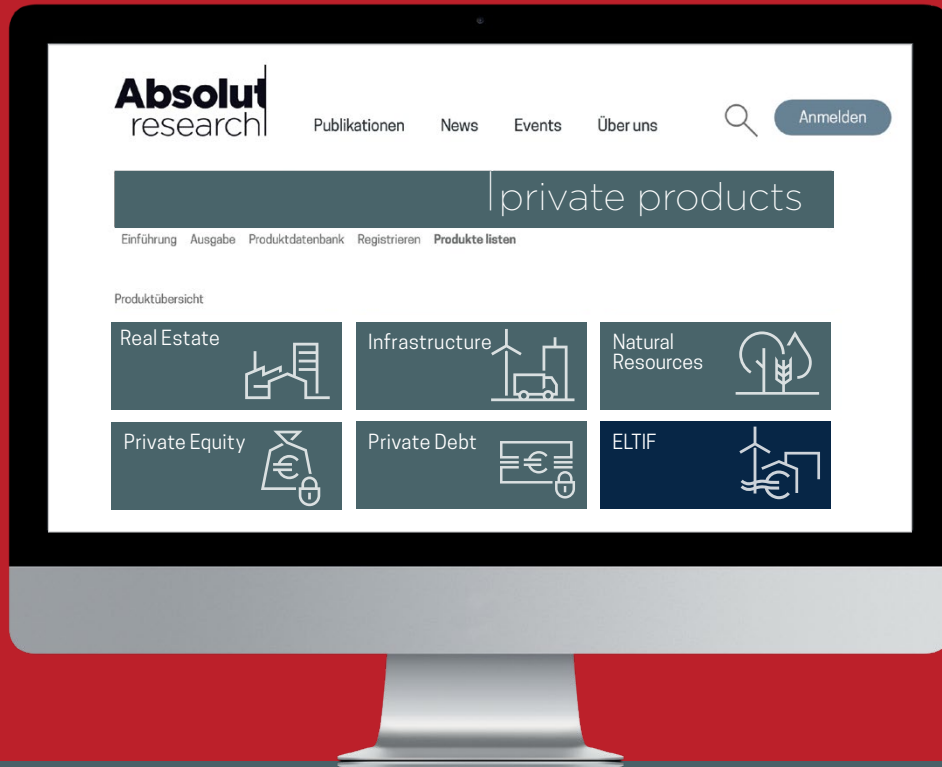
4 Optimale CLO-Allokationsbandbreiten nach Segment

CLO-Segment	Rendite p.a.	Volatilität	Optimale Quote	Sharpe-Ratio-Effekt	Max-Regret-Effekt
CLO AAA	2–4 %	2–4 %	1–14 %	deutlich positiv	deutlich reduziert
CLO AA-BBB	5–8 %	9–12 %	0–10 %	positiv	moderat reduziert
CLO BB-B	10–14 %	20–30 %	0–10 %	positiv	VaR leicht erhöht

Quelle: SAA Forum Consulting, simulationsbasierte SAA-Analyse. Copula-Modell, CVaR-Risikomaß, Minimum-Maximum-Regret-Optimierung.

Der Kompass für Private Markets

Unabhängige Produktplattform für professionelle Investoren



Real Estate



Infrastructure



Private Debt



Private Equity



Natural Resources

Registrieren Sie sich jetzt!

Die Produktplattform Absolut|**private products** bietet Asset Ownern eine kostenfreie, aktuelle, vollkommen unabhängige Datenbank für die am Markt zur Verfügung stehenden Private-Market-Investments in fünf Assetklassen.

Absolut
research

DIE PLATTFORM FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN

Die in **ABBILDUNG 5** dargestellte Sharpe-optimierte Kombination bezeichnet diejenige Mischung der drei CLO-Ratingsegmente (AAA, AA bis BBB sowie BB bis B), die innerhalb der simulationsbasierten Optimierung bei gegebenen Portfolio-restriktionen die höchste Sharpe Ratio erzielt. Die Gewichtung der einzelnen Segmente wird simulationsbasiert aus der Effizienzlinie abgeleitet. Das Ergebnis ist als illustratives Optimierungsergebnis unter den gewählten Modellparametern zu verstehen und stellt keine verbindliche Anlageempfehlung dar.

Der Vergleich der Minimum-Regret-Portfolios zeigt, dass alle drei Ratingsegmente strategisch relevante Allokationen zwischen 8 und 10 % aufweisen. Bei einer nach der Sharpe Ratio optimierten Kombination der drei Segmente im Umfang von 4 % des Gesamtportfolios verbessern sich Rendite, Sharpe Ratio, Diversifikation und Maximum Regret in einem stärkeren Ausmaß, als Volatilität und Value at Risk ansteigen. Dieses Ergebnis deutet darauf hin, dass eine moderate CLO-Beimischung eine günstige Wirkung auf die Portfolioeffizienz entfalten kann, ohne die wesentlichen Risikokennzahlen unverhältnismäßig zu belasten (**ABBILDUNG 6**).

4 Praktische Umsetzung in der Versicherungs-SAA

Die Integration von CLOs in eine Versicherungs-SAA erfordert neben der regulatorischen Neubewertung eine Reihe organisatorischer und methodischer Vorbereitungen.

Bucket-Zuordnung und Governance

CLOs können je nach institutioneller Struktur innerhalb des Corporate-Credit-Buckets, eines gesonderten Structured-Credit-Buckets, als Bestandteil des Alternatives-Buckets oder als Substitut für Private-Debt-Allokationen geführt werden. Ab Allokationen von 3 % bietet ein eigenständiger CLO-Sub-Bucket Vorteile für die Transparenz der SCR-Steuerung und das Reporting. Die Zuweisung zu einem Bucket hat Konsequenzen für die internen Limitsysteme und erfordert einen entsprechenden Beschluss durch den Anlageausschuss (**ABBILDUNG 7**).

Interne Limits

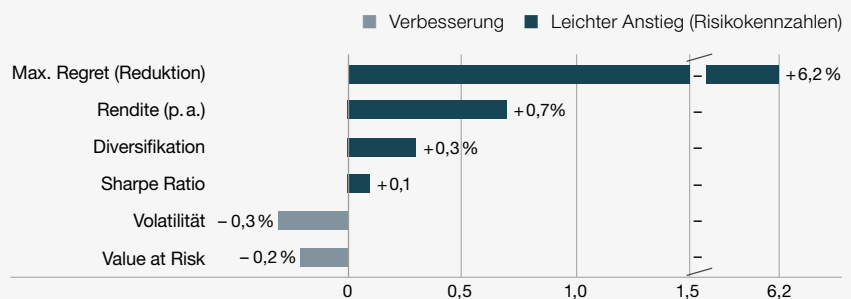
Bestehende Non-STS-Limits sind auf Basis der neuen SCR-Faktoren zu rekalibrieren. Ein schrittweiser Aufbau be-

ginnend bei AAA-Tranchen entspricht einer konservativen Vorgehensweise. Erforderliche Reportingkennzahlen (WAL, WARF, OC/IC-Tests) sollten frühzeitig definiert werden.

ORSA und SCR-Modellierung

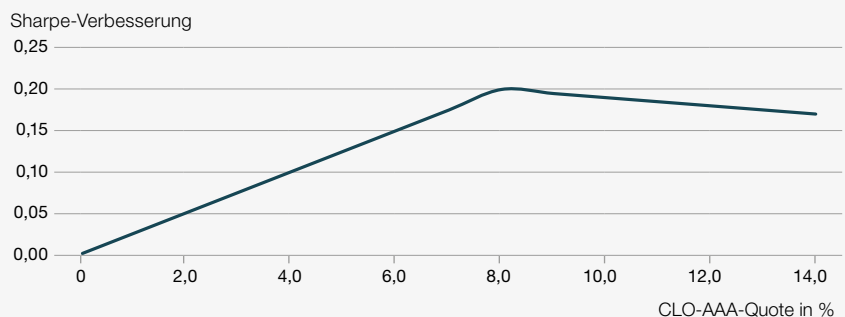
Die veränderten Kapitalanforderungen müssen in der ORSA-Planung sowie in der SCR-Berechnung verankert werden. Die Zuordnung zum Spread-Risiko-Submodul bleibt bestehen; die anzuwendenden Stressfaktoren sinken deutlich. Eine frühzeitige Quantifizierung der Auswirkungen auf die eigene Solvenzquote, idealerweise im Rahmen der Planungsprozesse für das Geschäftsjahr 2027, trägt zur regulatorischen Readiness bei.

5 Portfolio-Effekt einer 4 %-CLO-Beimischung ggü. Ausgangsportfolio



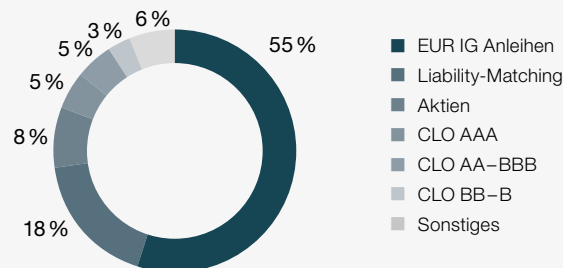
Quelle: SAA Forum Consulting, simulationsbasierte SAA-Analyse. Sharpe-optimierte Kombination CLO AAA/AA-BBB/BB-B.

6 Sharpe-Ratio-Verbesserung in Abhängigkeit von der CLO-AAA-Quote



Quelle: SAA Consulting. Simulationsbasierte Darstellung; abnehmender Grenznutzen jenseits von ca. 8–10 % CLO-AAA-Quote; keine Anlageempfehlung

7 Allokationsverteilung eines Minimum-Regret-optimierten Komposit-Portfolios



Quelle: SAA Consulting. Minimum-Regret-optimiertes Modellportfolio auf Basis der stochastischen Simulation; keine Anlageempfehlung

5 Marktentwicklung und Timing-Aspekte

Die Commission Delegated Regulation (EU) 2026/269 betrifft ausschließlich Verbriefungspositionen; die Stressfaktoren für klassische Unternehmensanleihen im Standardmodell bleiben durch diese Reform unverändert. Daraus ergibt sich eine strukturell verbesserte relative Kapitaleffizienz von CLOs gegenüber Corporate Bonds, die ohne vergleichbare Gegenmaßnahme auf der Anleihe-seite dauerhaft Bestand haben dürfte.

Die Reform ist verabschiedet, die Nachfrage institutioneller Investoren hat sich bislang jedoch noch nicht vollständig angepasst. Für Investoren, die diese zeitliche Verschiebung nutzen und Positionen frühzeitig aufbauen, können sich günstigere Einstandskonditionen ergeben, als nach einer vollständigen Marktanpassung zu erwarten wären.

Eine strukturelle Nachfragesteigerung durch europäische Versicherungen ist für das AAA- und das höherwertige Investment-Grade-Segment zu erwarten. Viele Versicherungen überarbeiten ihre strategische Asset Allocation typischerweise gegen Jahresende oder zu Beginn des Folgejahres; entsprechend ist im Umfeld der SAA-Revisionen 2026/2027 ein erhöhter Nachfragedruck wahrscheinlich.

CLOs profitieren strukturell von variablen Kupons auf Euribor-Basis. In einem Umfeld mit erhöhten Kurzfristzinsen ergibt sich daraus eine Überrendite gegenüber festverzinslichen Anleihen. Spread-Einengungen infolge gestiegener Versicherungsnachfrage würden den Ertragsvorteil für Neuengagements schrittweise reduzieren.

6 Risikofaktoren und Einschränkungen

Historische Ausfallraten für europäische CLO-Tranchen im Investment-Grade-Bereich sind in den verfügbaren Zeitreihen vergleichsweise niedrig; auf AAA- und AA-Ebene wurden keine Ausfälle verzeichnet. Diese Beobachtung ist auf strukturelle Merkmale wie Übersicherung, Excess Spread und die aktive Portfoliosteuerung durch den CLO-Manager zurückzuführen. Bei der Einordnung ist zu berücksichtigen, dass die Zeitreihen für CLOs deutlich kürzer sind als für Unternehmensanleihen und dass unterschiedliche Ratingdefinitionen und Beobachtungszeiträume eine direkte Gegenüberstellung erschweren. Die Datenbasis der in dieser Analyse herangezogenen historischen Ausfallquoten entstammt mehreren Quellen, darunter Janus Henderson Investors (Absolut|report 2026), dem EIOPA-Verbriefungsmonitor sowie S&P Global Ratings Research; eine vollständige methodische Harmonisierung der Quellen war nicht möglich.

Über die historische Performancebetrachtung hinaus sind weitere Risikofaktoren relevant. CLOs sind aktiv gemanagte Strukturen; Portfolioqualität und Verlustresistenz hängen maßgeblich von der Kompetenz des CLO-Managers ab, weshalb eine sorgfältige Track-Record-Analyse erforderlich ist.

Auch nach der Solvency-II-Reform ist davon auszugehen, dass CLOs aufgrund ihrer Komplexität und geringeren Handelbarkeit mit einer Prämie gegenüber vergleichbar gerateten Unternehmensanleihen handeln. Die Liquidität im

Sekundärmarkt ist geringer als bei liquiden Anleihemärkten, was für langfristig orientierte Versicherungsportfolios typischerweise kein primäres Kriterium darstellt, in der Liquiditätsplanung jedoch zu berücksichtigen ist.

Fazit

Die Solvency-II-Reform zum 30. Januar 2027 reduziert die Kapitalanforderungen für CLO-Tranchen im Standardmodell erheblich. Für AAA-CLOs sinkt der relevante SCR von rund 37,5 % auf rund 8,1 % des Marktwerts bei drei Jahren modifizierter Duration. Die Reduktion variiert je nach Tranche zwischen 28 % (Single-A) und 78 % (AAA).

Die simulationsbasierte Portfolioanalyse für ein Komposit-Versicherungsportfolio zeigt, dass CLO-Beimischungen in allen drei untersuchten Ratingsegmenten einen positiven Beitrag zur Portfolioeffizienz leisten können. Eine Sharpe-optimierte Gesamtallokation von 4 % verbessert die Kennzahlen Rendite, Sharpe Ratio, Diversifikation und Maximum Regret in stärkerem Ausmaß, als Volatilität und Value at Risk ansteigen. Strategische Allokationen zwischen 8 und 10 % erscheinen auf Basis des Minimum-Regret-Kriteriums in allen drei Segmenten relevant.

Für die praktische Umsetzung sind Entscheidungen über die Bucket-Zuordnung, die Kalibrierung interner Limits sowie die ORSA-Integration frühzeitig zu treffen. Aufgrund des erwarteten Anstiegs der Versicherungsnachfrage nach Inkrafttreten der Reform sind Spread-Einengungen im AAA-Bereich sowie Nachzieheffekte über die Kapitalstruktur plausibel. Risikofaktoren bleiben die Managerqualität, die verbleibende Komplexitätsprämie sowie die eingeschränkte Liquidität im Sekundärmarkt.

Insgesamt legen die regulatorischen Änderungen und die Simulationsergebnisse nahe, dass CLOs für Solvency-II-regulierte Investoren künftig einen vollwertigen Platz in der strategischen Asset Allocation einnehmen können, sofern die operative und governancerelevante Implementierung entsprechend vorbereitet wird.

Absolutreport

Neue Perspektiven für
institutionelle Investoren



artikel

Stabilität im volatilen Umfeld: Multi-Asset-Fonds

AXEL DRWENSKI, SUSANNE SKUJAT | Helaba Invest

Solvency-II-Anleger: Collateralized Loan Obligations in der SAA

ALEXANDER LANIN | Lazard Asset Management
REDOUANE RAKI | SAA Forum Consulting

Planung und Steuerung von Private-Markets-Quoten im Kontext der SAA

MICHAEL KREIBICH, MICHAEL GROB, DR. ADRIAN PRESSE,
MAXIMILIAN BÖHM | Berenberg

Endowment-Portfolios jenseits der Normalverteilung

DR. TILL NEUBER | Maryland

Performancetreiber von Private-Market-Fonds

DR. MAMDOUH MEDHAT, MICHAEL HUBER | Dimensional Fund Advisors

Relative Value in Public- und Private-Credit-Portfolios

GREGORY PETERS, WOLFGANG SUSSBAUER | PGIM

AIFMD II und das deutsche Fondsgesetzpaket

DR. CHRISTIAN HISSNAUER, DANIEL W. ADOLPH | Gleiss Lutz



kommentare

Tim Ockenga

GDV – Gesamtverband der Deutschen
Versicherungswirtschaft e.V.

Denis Friess

Deka Investment

standpunkt

Daniel Kerbach

BayernInvest

Volatilität neu denken

drei fragen an

Michael Dittrich

Deutsche Bundesstiftung Umwelt
(DBU)

Herausforderungen bei nachhaltigen Kapitalanlagen