

März 2026

Von restriktiv zu risikoadäquat:

Warum die Solvency II-Reform Verbriefungen wieder zu einer attraktiven Anlageklasse für Versicherer machen könnte



Kyrlo Sukhanenko
Head of Insurance, EMEA



Nosheraan Mahmood
EMEA Insurance Strategist

Abgeschreckt durch hohe Kapitalanforderungen unter Solvency II haben europäische Versicherer Verbriefungen in den letzten mehr als zehn Jahren weitgehend gemieden. Für Europa könnte die bevorstehende Reform des Regelwerks ein Wendepunkt sein. Die attraktivsten Anlagemöglichkeiten könnten sich kurzfristig jedoch auf dem deutlich größeren und vielfältigeren US-Verbriefungsmarkt bieten.

DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

- Die Solvency-II-Reform orientiert sich bei den Anforderungen an die Eigenmittelunterlegung für Verbriefungen an historischen Risikodaten. Damit trägt sie der über viele Jahrzehnte beobachteten Widerstandsfähigkeit vorrangiger Verbriefungstranchen Rechnung.
- Europäische Versicherer können mit Verbriefungen von deutlich höheren Spreads gegenüber vergleichbaren Unternehmensanleihen profitieren, ohne notwendigerweise ein höheres Kreditrisiko einzugehen.
- Während die Wiederbelebung des unterentwickelten europäischen Verbriefungsmarktes Zeit brauchen wird, bietet der US-Markt schon jetzt interessante Anlagechancen, etwa bei Asset-Backed Securities und CLOs.

Verbriefungen nehmen in Europa eine paradoxe Stellung ein. Einerseits werden sie für die verschiedensten Finanzierungen genutzt – von privaten Hypotheken und Mittelstandskrediten bis hin zu Verbraucherkrediten. Andererseits werden sie von einer der wichtigsten Anlegergruppen in Europa – Versicherern – weitgehend gemieden.

Diese Diskrepanz hat nichts mit den Kreditfundamentaldaten zu tun, sondern ist überwiegend den regulatorischen Rahmenbedingungen geschuldet. Im ursprünglichen Solvency-II-Rahmenwerk waren die Kapitalanforderungen für verbrieft Risikopositionen deutlich höher als die für Unternehmenskredite.

Diese Kapitalbehandlung war eine Folge der globalen Finanzkrise, durch die Verbriefungen in Verruf gerieten. Dabei haben sich hochwertige Verbriefungen weitaus besser behauptet, als ihr Ruf vermuten lässt. Bei mit „AAA“ bewerteten Tranchen von Collateralised Loan Obligations (CLOs) und Asset-Backed Securities (ABS) zum Beispiel ist es über einen Zeitraum von vier Jahrzehnten zu keinem einzigen Zahlungsausfall gekommen.¹

Doch das Narrativ von den Krisenpapieren prägte die Regulierung – und diese wiederum die Vermögensaufteilung der Versicherer. Nach Angaben der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) beträgt der Anteil der Kreditverbriefungen an den Anlageportfolios europäischer Versicherer nur 0,33 %,² verglichen mit über 14 % für US-Lebensversicherer.³

VERBRIEFUNGEN: EINE DEFINITION

Verbriefung (Securitization) ist der Prozess der Bündelung finanzieller Vermögenswerte und deren Umwandlung in handelbare Wertpapiere. Dies ermöglicht es Kreditgebern, Forderungen aus ihrer Bilanz auszulagern und eine Eigenmittelentlastung zu erreichen. Institutionellen Investoren, einschließlich europäischen Versicherern, bieten Verbriefungen einen bedeutenden Renditeaufschlag gegenüber Unternehmensanleihen, Diversifikationsvorteile und Zugang zu vielfältigen Anlagemöglichkeiten auf einem großen, skalierbaren Markt.

Typische strukturelle Merkmale von Verbriefungen sind:

- **Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV):** Ein Vehikel, das den zugrunde liegenden Forderungspool nach Übertragung durch den ursprünglichen Forderungsinhaber (Originator) hält und insolvenzfern strukturiert ist.
- **Generierung von Zahlungsströmen:** Die zugrunde liegenden Forderungspools generieren in der Regel



Europa kann es sich nicht leisten, Verbriefungen ausschließlich aus dem Blickwinkel der Krise von 2008 zu betrachten. Verbriefungen müssen als sicheres, transparentes und standardisiertes Instrument zur Wachstumsfinanzierung neu definiert werden. Eine Anpassung des aufsichtsrechtlichen Rahmens an das tatsächliche Risiko hochwertiger Verbriefungen könnte die Nachfrage seitens des Versicherungssektors erheblich steigern.“

—Mario Draghi

Bericht über die Zukunft der europäischen Wettbewerbsfähigkeit (2024)

ausreichende Erträge, um den Anlagebetrag des Investors bei Fälligkeit zurückzuzahlen und die planmäßigen Zinszahlungen zu leisten.

- **Risikotranchierung:** Durch „Tranchierung“ lassen sich aus demselben Forderungspool unterschiedliche Risikoprofile erstellen; dabei wird die Rangfolge festgelegt, in der die Zahlungsströme an die Anleger ausgezahlt werden:
 - **Senior-Tranchen (AAA-/AA-Rating):** Anleger dieser Tranchen werden zuerst ausgezahlt.
 - **Mezzanine-Tranchen (AA bis B):** Nachrangig gegenüber den Senior-Tranchen; Anleger werden erst dann ausgezahlt, wenn die Verpflichtungen gegenüber den Inhabern der vorrangigen Wertpapiere erfüllt sind.
 - **Junior-Tranchen (oder Erstverlusttranchen)** (kein Rating): Diese Tranchen werden zuletzt bedient und tragen Verluste als erste, wodurch die Inhaber vorrangiger Wertpapiere geschützt werden.

Abbildung 1 veranschaulicht die beschriebene Struktur.

Abb. 1: Vereinfachte Struktur einer Verbriefung



Datenquelle: Nuveen, 2. Feb. 2026.

Die Tabelle zeigt die vereinfachte Struktur einer Verbriefung, von der Übertragung der Forderungen bis zur Ausgabe der Wertpapiere an die Wertpapierinhaber.

GELTENDE UND GEPLANTE EUROPÄISCHE VORSCHRIFTEN ZU VERBRIEFUNGEN

Unter Solvency II dürfen europäische Versicherer nur unter Einhaltung strenger Bestimmungen zu Risikoseibstbehalt, Transparenzanforderungen und Sorgfaltspflichten in Verbriefungen investieren. Durch sehr hohe Kapitalkosten für Verbriefungen dämpfte das ursprüngliche Solvency-II-Rahmenwerk das Interesse europäischer Versicherer an der Anlageklasse.

Mit der 2019 in Kraft getretenen EU-Verbriefungsverordnung wurde ein Qualitätssegment für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen (Simple, Transparent and Standardised – STS) eingeführt, die von einer bevorzugten aufsichtsrechtlichen Behandlung profitieren. Die Eigenmittelunterlegung für Nicht-STIS-Verbriefungen blieb jedoch unverhältnismäßig hoch.

Allerdings könnten Verbriefungen in europäischen Versicherungsportfolios schon bald nicht mehr so unterrepräsentiert sein wie bisher. Die Delegierte Verordnung zu Solvency II vom Juli 2025 kalibriert die Risikofaktoren für das Spreadrisiko neu, berücksichtigt die Seniorität über die verschiedenen Strukturen hinweg, passt die aufsichtsrechtliche Behandlung der vorrangigen Tranchen von STS-Verbriefungen stärker an die von gedeckten Schuldverschreibungen an und beseitigt abrupte Änderungen in der Kapitalbehandlung durch die Einbeziehung in den STS-Rahmen.⁴

Außerdem werden die Kapitalanforderungen für vorrangige Tranchen von Nicht-STIS-Verbriefungen im Vergleich zu nicht vorrangigen Tranchen gesenkt. Entscheidend ist, dass die erwarteten Verluste und die Bewertung des fundamentalen Kreditrisikos künftig die wichtigsten Grundlagen für die Berechnung der Kapitalanforderungen für Kreditverbriefungen bilden werden – und nicht mehr die Spreadvolatilität.

Abbildung 2 veranschaulicht den Unterschied beim Risikofaktor für das Spreadrisiko zwischen den bestehenden und den vorgeschlagenen Regelungen. Dabei wird ersichtlich, dass vorrangige Tranchen von Nicht-STIS-Verbriefungen am stärksten profitieren werden: Nach der Solvency-II-Standardformel werden die Kapitalanforderungen für das Spreadrisiko hier um bis zu 78 % sinken.

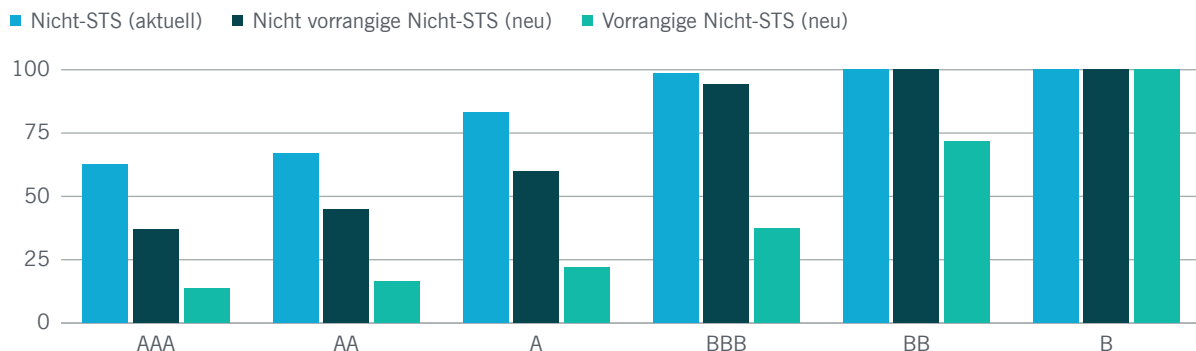
Vermögensverwalter und Branchenverbände fordern eine derartige Korrektur bereits seit Langem und haben wiederholt betont, dass das ursprüngliche Rahmenwerk Spreadveränderungen mit der Wertminderung von Krediten gleichsetzt.^{5,6} Die quantitative Auswirkungenstudie der EIOPA hat bestätigt, was Fachleute vermutet haben: Eine Senkung der Kapitalanforderungen für vorrangige Verbriefungstranchen hätte nur marginale Auswirkungen auf die Solvenzquote, könnte die Investitionskapazität der Versicherer aber erheblich steigern.²

Die vollständige Umsetzung der Reform ist für Januar 2027 vorgesehen, was Zeit für Modellanpassungen, die Kapitalplanung, den Dialog mit den Aufsichtsbehörden und die Integration in das interne Risikomanagement bietet.

Für eine Wiederbelebung des europäischen Verbriefungsmarktes wird eine Reform des aufsichtsrechtlichen Regelwerks allein jedoch nicht ausreichen – zumindest nicht kurzfristig. Daher stellt sich die Frage, wo Versicherer auf kurze bis mittlere Sicht investieren können, um von den neuen Regelungen zu profitieren. Hier könnte sich insbesondere der US-Markt anbieten.

Der Bestand an Verbriefungen in Europa beläuft sich auf rund 1,3 Billionen Euro, wobei 2025 Emissionen in Höhe von 252,3 Milliarden Euro verzeichnet wurden,⁷ während der US-Markt ein Volumen von 13 Billionen US-Dollar aufweist, mit Emissionen von über 2 Billionen US-Dollar (einschließlich hypothekenbesicherter Wertpapiere und CLOs).⁸ Ebenso wichtig ist, dass der US-Markt detaillierte Performance-Daten, eine höhere Liquidität, eine breitere Sektorabdeckung und eine etablierte institutionelle Anlegerbasis bietet.

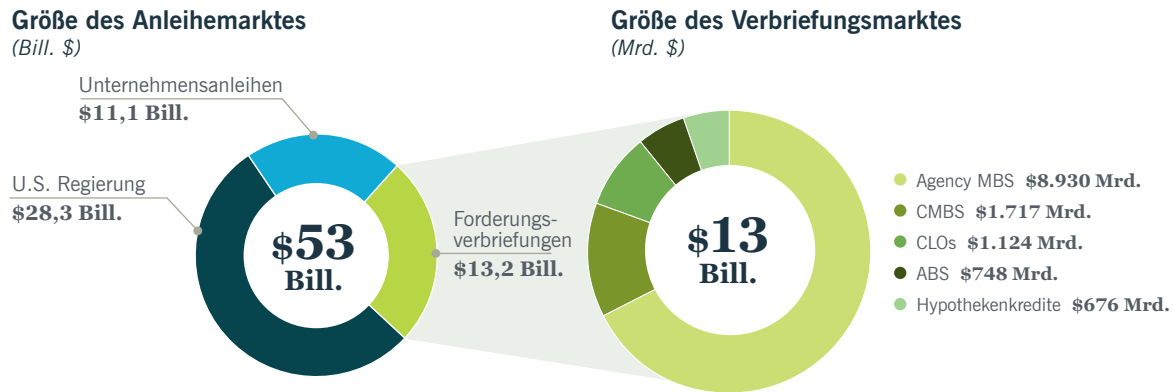
Abb. 2: Vorgeschlagene Risikofaktoren für das Spread-Risiko gemäß der Standardformel für Nicht-STIS-Verbriefungen im Vergleich zum derzeitigen Regelwerk bei einer Laufzeit von fünf Jahren (Prozentpunkte)



Datenquelle: Nuveen, Europäische Kommission. 2. Feb. 2026.

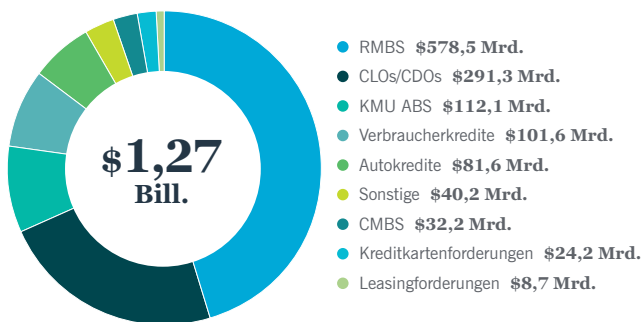
Die Daten zeigen die bestehenden und vorgeschlagenen Risikofaktoren für Tranchen europäischer Verbriefungen unter Solvency II.

Abb. 3: Zusammensetzung des US-Verbriefungsmarktes (Mrd. \$)



Datenquelle: Nuveen, SIFMA, JPM, Stand 30. September 2025.

Abb. 4: Zusammensetzung des europäischen Verbriefungsmarktes (Mrd. €)



Datenquelle: AFME, Dezember 2025. Die Daten beziehen sich auf im Umlauf befindliche Wertpapiere für einzelne verbrieft Anlageklassen in Europa. Stand der Daten: 30. September 2025.

Da die Kapitalbehandlung von Nicht-STS-Verbriefungen unter Solvency II geografisch neutral ist, können europäische Versicherer auch bei Investitionen in US-Wertpapiere von der entsprechenden Kapitalentlastung profitieren.⁴ Das führt zu einer einzigartigen Situation: Während die Reform darauf abzielt, Kapitalineffizienzen in Europa zu beheben, sind entsprechende Investitionen auf dem weltweit größten und etabliertesten Verbriefungsmarkt sofort möglich.

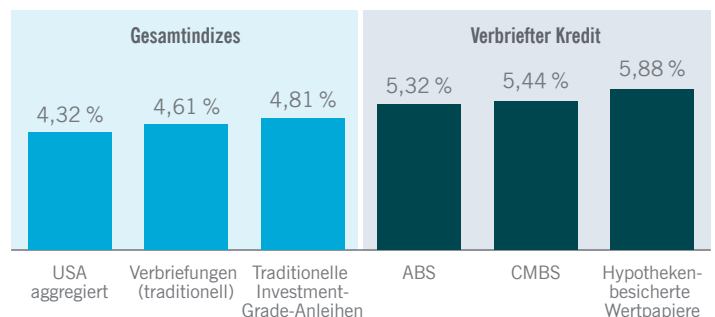
Aus strategischer Sicht halten wir die Anlagethese für Verbriefungen vor allem aus vier Gründen für überzeugend:

- **Höhere Erträge und höherer Relative Value:** Verbriefte Finanzinstrumente bieten im Vergleich zu Unternehmensanleihen vergleichbarer Bonität in der Regel höhere Renditen und Spreads.

Dies ist gerade im aktuellen Marktumfeld mit nahezu rekordtiefen Spreads von Unternehmensanleihen sehr relevant.⁹ Der Renditeaufschlag von Verbriefungen kann sich erheblich auf die Portfolioerträge und die kapitalbereinigte Gesamrendite auswirken.

- **Asset-Liability-Matching-Vorteile:** Die zugrunde liegenden Sicherheiten vieler Verbriefungen bieten vorhersehbare Zahlungsströme und individuell anpassbare Laufzeitprofile – wichtige Vorteile für Versicherer, denen an einer optimalen Abstimmung ihrer Kapitalanlagen auf ihre versicherungstechnischen Verpflichtungen gelegen ist. Derartige Investments gibt es in verschiedenen Strukturen und Größen. Dadurch können Versicherer ihre Einschätzungen zu verschiedenen Märkten und Sektoren effizienter zum Ausdruck bringen.
- **Diversifizierung:** Verbriefungspositionen können Portfolios durch eine bessere Diversifikation stärken, da die zugrunde liegenden Forderungspools aus Verbraucherkrediten, Autokrediten, Leasingforderungen, Handelsforderungen oder KMU-Krediten bestehen können, die ein anderes Kreditrisikoprofil aufweisen als Unternehmensanleihen.

Abb. 5: Renditeprofil von Forderungsverbriefungen mit Investment-Grade-Rating in den USA



Datenquelle: Bloomberg, 30. November 2025.

Abb. 6: Verbriefungen bieten eine Diversifikation gegenüber IG-Unternehmensanleihen

	Bloomberg US MBS TR USD	ICE BofA Fed Rate CMBS TR USD	ICE BofA AA-BBB US ABS TR USD	J.P. Morgan CLOIE AAA TR USD	Bloomberg U.S. Corp. Invst Grade TR USD
Bloomberg US MBS TR USD	1,00				
ICE BofA Fed Rate CMBS TR USD	0,75	1,00			
ICE BofA AA-BBB US ABS TR USD	0,42	0,83	1,00		
J.P. Morgan CLOIE AAA TR USD	0,11	0,53	0,76	1,00	
Bloomberg U.S. Corp. Invst Grade TR USD	0,80	0,90	0,72	0,51	1,00

Datenquelle: Nuveen, Bloomberg, Stand September 2025. Die Tabelle zeigt die Korrelationen zwischen US-Verbriefungen und US-Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating.

- **Struktureller Schutz:** Kreditverbriefungen umfassen Schutzmechanismen wie Vorrangigkeit, Überbesicherung und Überschussmarge (Excess Spread). Sie helfen, vorrangige Tranchen vor Verlusten zu schützen. Das ist besonders interessant für Versicherer, deren Anlagerichtlinien das Engagement auf Wertpapiere mit Investment-Grade-Rating beschränken.

US-Verbriefungen, denen Autokredite, Kreditkartenforderungen, Studienkredite, Leasingforderungen oder andere, spezialisiertere Forderungsklassen zugrunde liegen, können einen Beitrag zur Portfoliokonstruktion leisten, der mit anderen Instrumenten kaum replizierbar ist.

Außerdem sind US-Verbriefungen im Vergleich zu Unternehmensanleihen attraktiv bewertet. Obwohl US-amerikanische CLOs und ABS mit AAA-Rating noch nie ausgefallen sind,¹ werden sie in der Regel mit höheren Spreads gehandelt als unbesicherte Kreditinstrumente mit Investment-Grade-Rating.¹³ Hauptgrund dafür dürfte sein, dass Verbriefungen im Vergleich zu Unternehmensanleihen als komplexer angesehen werden. Diese Komplexitätsprämie stellt eine Chance für Versicherungsanleger dar, insbesondere angesichts der aktuell historisch engen Spreads von Unternehmensanleihen.

Abbildung 7 veranschaulicht die Chancen auf dem öffentlichen US-Verbriefungsmarkt sowie die Investitionsmöglichkeiten, die Nuveen auf dem entsprechenden privaten Markt auslötet.

WAS JETZT FÜR DEN US-MARKT SPRICHT

Der US-Verbriefungsmarkt hat ein Volumen von rund 13 Billionen US-Dollar,⁸ verglichen mit einem europäischen Marktvolumen von 1,2 Billionen Euro.⁷ Die jährlichen Emissionsvolumina verstärken diese Divergenz. Im Jahr 2025 wurden in den USA allein neue ABS im Wert von 456 Milliarden US-Dollar emittiert,¹⁰ was einem Anstieg um 23 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Das CLO-Emissionsvolumen erreichte einen Rekordwert von 209 Milliarden US-Dollar;¹¹ Refinanzierungs-/Reset-Transaktionen summierten sich auf 337 Milliarden US-Dollar.¹¹

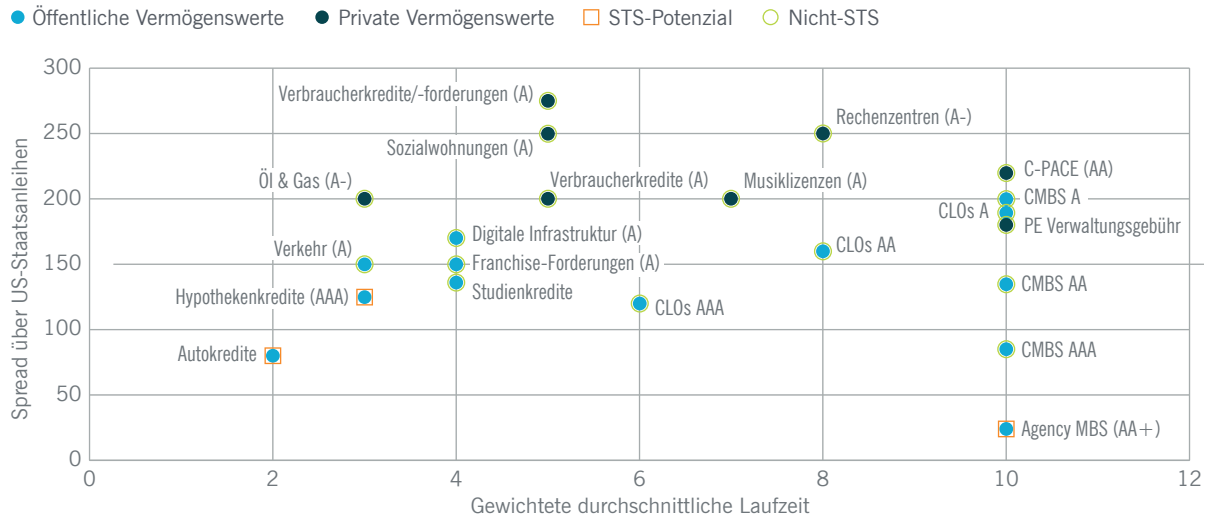
Für europäische Versicherer ist dies wichtig, da Solvency II nicht vorschreibt, dass Nicht-STS-Anlagen am heimischen oder regionalen Markt getätigt werden müssen. Die Kapitalanforderungen variieren je nach Rating und Struktur, nicht aber nach geografischen Faktoren. Dadurch können europäische Versicherer den US-Markt nutzen, sobald die Reformen in Kraft treten, müssen dabei jedoch auch Währungseffekte berücksichtigen.

Die Größe und Liquidität des US-Marktes ermöglichen Skalierung, Neugewichtung, Risikomanagement, Bewertungsansparenz und Diversifikation.



Die Kapitalanforderungen variieren je nach Rating und Struktur, nicht aber nach geografischen Faktoren. Dadurch können europäische Versicherer den US-Markt nutzen, sobald die Reformen in Kraft treten, müssen dabei jedoch auch Währungseffekte berücksichtigen.

Abb. 7: US-Verbriefungen bieten Chancen für europäische Versicherer



Datenquelle: Nuveen, Bloomberg, SIFMA, JPM. Februar 2026.
Die Abbildung zeigt die Rendite bzw. den Spread verschiedener verbriefter Anlageklassen im Verhältnis zu ihrer Liquidität.

CLOS: RESILIENZ UND RENDITE

CLOs werden durch Pools von Leveraged Loans besichert, wobei die vorrangigen Tranchen von Subordination, Überbesicherung, Zinsdeckungsprüfungen, einer aktiven Überwachung durch den Sicherheitenverwalter sowie vorrangigen Ansprüchen auf die Zahlungsströme profitieren.

Laut S&P Global werden CLO-Tranchen mit AAA-Rating in der Regel zu 35 % durch nachrangiges Kapital unterlegt. Selbst bei einer Verwertungsquote von 50 % müssten 70 % der Kredite ausfallen, bevor es zu Wertminderungen von AAA-CLOs käme – ein Szenario, für das es bisher keinen Präzedenzfall gibt.

Das ist etwas, das Anlegern angesichts vermehrter Zweifel an der Bonität von Leveraged Loans bewusst sein sollte. Prognosen für 2025¹¹ gehen von einer Ausfallquote von 3,25 % bis 3,75 % aus – nach unter 1 % im Jahr 2024. Im Rahmen von CLO-Strukturen dürften derartige Werte jedoch beherrschbar sein, insbesondere für vorrangige Tranchen.



Selbst bei einer Verwertungsquote von 50 % müssten 70 % der Kredite ausfallen, bevor es zu Wertminderungen von AAA-CLOs käme – ein Szenario, für das es bisher keinen Präzedenzfall gibt.

Zudem dürften die relativ gute Verfassung der US-Wirtschaft, die stabilen Gewinne der S&P 500-Unternehmen, anstehende Steuererleichterungen für Unternehmen und erwartete Zinssenkungen den Unternehmensemittenten zugutekommen.

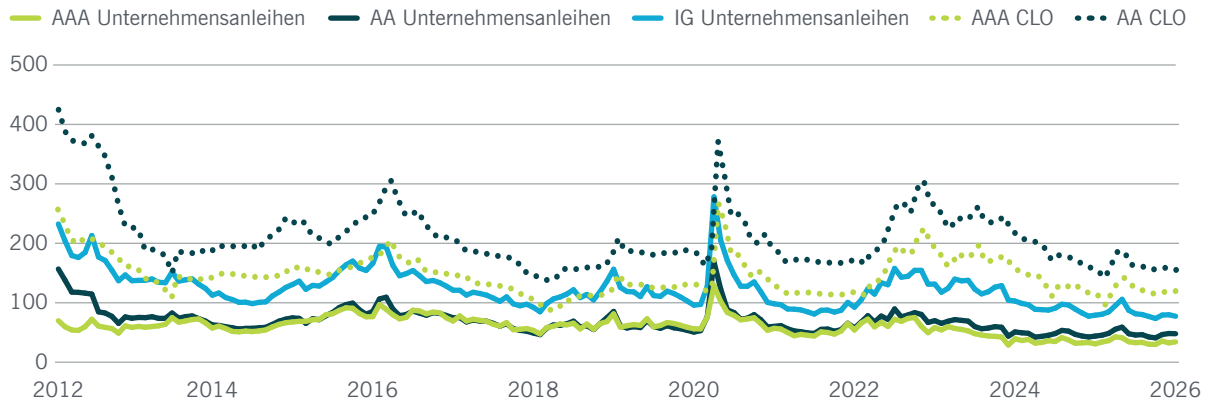
Der US-amerikanische CLO-Markt wurde Ende 2025 auf 1,2 Billionen US-Dollar geschätzt, gestützt durch eine rege Aktivität am Primärmarkt und einen aktiven Sekundärmarkt. Aktuell sind Wertpapiere im Volumen von rund 995 Milliarden US-Dollar im Umlauf, die durch öffentliche breit syndizierte Kredite (BSLs) besichert sind, welche sich durch eine vergleichsweise hohe Liquidität und Transparenz in Bezug auf die zugrunde liegenden Sicherheiten auszeichnen.¹²

Abbildung 8 zeigt den deutlichen Renditeaufschlag, den CLOs mit AAA- und AA-Rating in der Vergangenheit gegenüber US-Unternehmensanleihen vergleichbarer Bonität und dem Aggregate U.S. Investment Grade Corporate Bond Index (Durchschnittsrating A) erzielt haben.

In jüngerer Zeit sind Private Credit CLOs auf den Markt gekommen, die durch Kredite an kleinere, nicht börsennotierte Unternehmen besichert sind. Nach einem Anteil von traditionell rund 10 % machen diese Transaktionen inzwischen 21 % der neuen CLO-Emissionen in den USA aus. Im Jahr 2024 wurden Private Credit CLOs im Wert von fast 42 Milliarden US-Dollar emittiert.¹³

Private Credit CLOs der Ratingtranchen AAA, AA und A bieten einen Spreadaufschlag von 60 bis 120 Basispunkten gegenüber BSL-CLOs, was an der relativen Illiquidität und geringeren Transparenz der Kreditsicherheiten liegen könnte.¹⁴

Abb. 8: CLO-Spreads gegenüber US-Unternehmensanleihen



Datenquelle: Nuveen, Bloomberg, JPM. Januar 2026. Die Daten zeigen den Spreadaufschlag von CLOs gegenüber US-Unternehmensanleihen im Zeitverlauf. Die Spreads von CLOs und Unternehmensanleihen werden auf unterschiedlicher Basis berechnet.

Für effektive Investitionen in CLO-Märkten müssen Versicherer ermitteln, welche Art von Sicherheiten ihren Zielen am besten entspricht. Während BSL-CLOs für auf Skalierung ausgerichtete Mandate geeignet sein können, eignen sich Private Credit CLOs eher für Anleger, denen Risikoprämien und der Schutz durch Kreditaufgaben besonders wichtig sind.

Die Managerauswahl ist ein weiterer wesentlicher Faktor. Laut S&P Global haben im vergangenen Jahr 125 Manager eine oder mehrere BSL-CLOs emittiert, während 35 Manager Private Credit CLOs emittiert haben.¹⁴ Das verdeutlicht die relative Tiefe beider Märkte. Insbesondere bei Private Credit CLOs müssen Investoren bei ihrer Due-Diligence-Prüfung die Origination-Kompetenz der Manager, das Sektorexposure, die Covenant-Disziplin und die Qualität der Sicherheiten berücksichtigen.

ABS: QUALITÄT TRIFFT AUF STABILITÄT

Während das Wachstum des CLO-Marktes im vergangenen Jahr die Schlagzeilen beherrschte, sind US-amerikanische ABS die vielleicht überzeugendste Erfolgsgeschichte im Bereich der strukturierten Finanzierungen. Der Markt ist tief, vielfältig und transparent, mit einer starken institutionellen Anlegerbasis.

Die Performancebilanz der zugrunde liegenden Sicherheiten ist herausragend. ABS-Tranchen mit AAA-Rating sind in den 42 Jahren seit 1983 noch nie ausgefallen.¹ Bei den breiter gefassten Investment-Grade-ABS-Tranchen gab es 14 Jahre in Folge keine Ausfälle,¹ und selbst auf dem Höhepunkt der globalen Finanzkrise lag die Ausfallquote nie über 0,25 %.¹

Die ABS-Märkte umfassen ein breites Spektrum an Sicherheiten. In den beiden größten Segmenten – Auto- und Studienkredite¹ – gab es im Jahr 2024 überhaupt keine Zahlungsausfälle.

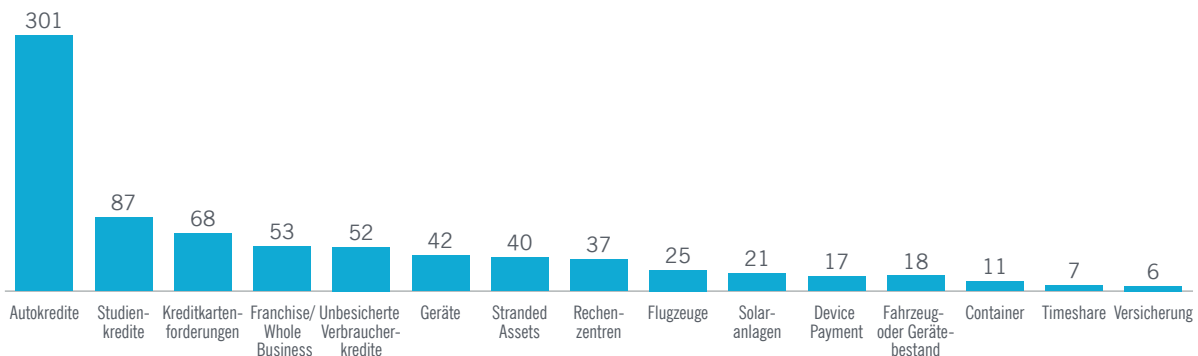
Autokredit ABS veranschaulichen das Zusammenspiel zwischen der Performance der Sicherheiten und dem strukturellen Schutz. Die Ausfallquote erstklassiger Autokredit ABS liegt bei etwa 1,9 %.¹⁵ Die vorrangigen Tranchen profitieren jedoch von Subordination, Reservekonten und Puffern durch Überschussmargen. Daher sind sie weitgehend vor Schwankungen der zugrunde liegenden Kreditforderungen geschützt.

Studienkredit ABS weisen ähnliche Merkmale wie erstklassige Autokredit ABS auf, bieten jedoch den zusätzlichen Vorteil einer längeren gewichteten durchschnittlichen Laufzeit. Für europäische Versicherer, die nach längerfristigen US-Dollar-Anlagen mit vorhersehbarer Tilgungsstruktur suchen, bieten ABS auf Studienkredite sowohl Renditepotenzial als auch strukturellen Schutz. Über diese Kernsektoren hinaus basieren ABS auf Vermögenswerten wie Kreditkartenforderungen, Geräteleasingverträgen, unbesicherten Verbraucherverforderungen, Flottenfinanzierungen und weiteren, spezialisierteren Kategorien. Dies gibt den Versicherern Spielraum, um Leiter- oder Hantelstrategien umzusetzen, die Tilgungsstruktur mit ihren Verpflichtungen abzustimmen, Spreadaufschläge zu erzielen und von Unternehmenskreditzyklen weg zu diversifizieren.

Im Jahr 2025 belief sich das Emissionsvolumen von Auto ABS auf 160 Milliarden US-Dollar, verglichen mit 34 Milliarden US-Dollar für Geräteleasingforderungen, 21 Milliarden US-Dollar für Kreditkartenforderungen und 12 Milliarden US-Dollar für Studienkredite.¹⁰ Der private ABS-Markt umfasst auch kleinere, spezialisiertere Forderungspools, zum Beispiel bestehend aus Handelsfinanzierungen, Forderungsankäufen von KMU und gewerblichen Spezialfinanzierungen.

Abb. 9: Ausstehende US-ABS nach Art der Sicherheiten

Mrd. \$



Datenquelle: JP Morgan, Stand 6. Februar 2026.

Diese Transaktionen zeichnen sich in der Regel durch geringere Emissionsvolumina und einen kleineren Anlegerkreis aus, können jedoch aufgrund ihres maßgeschneiderten Charakters und ihrer Illiquidität potenziell höhere Renditen bieten.

Private ABS ermöglichen es Versicherern, die Auswahl der Sicherheiten individuell anzupassen, strukturelle Absicherungen auszuhandeln, Beziehungen zu den Originatoren aufzubauen, Zugang zu proprietären Transaktionsströmen zu erhalten und in Sektoren zu investieren, die auf den öffentlichen Märkten nicht vertreten sind.

UMSETZUNG: WIE EUROPÄISCHE VERSICHERER IN VERBRIEFUNGEN INVESTIEREN KÖNNEN

Die Kapitalanforderungen für das Spreadrisiko für Nicht-STS-Verbriefungen hängen von Struktur und Rating ab, nicht vom Domizil der zugrunde liegenden Kreditnehmer. Das bedeutet, dass die Eigenmittelunterlegung für die AAA-Tranche einer auf US-Dollar lautenden Verbriefung die gleiche ist wie für eine entsprechende in Europa emittierte Tranche.⁴ Damit entfällt die strukturelle Hürde, die das Engagement der Versicherer bislang auf den Heimatmarkt beschränkt hat, und der US-Markt kann als primärer Markt für die Umsetzung des Engagements in Verbriefungen erschlossen werden. Dennoch gibt es einige wichtige Faktoren, die Versicherer beim Aufbau ihrer Verbriefungsportfolios berücksichtigen sollten.

1. Währungsmanagement

US-Dollar-Allokationen richten sich in der Regel nach den Verbindlichkeiten: Viele multinationale Versicherer halten bereits US-Dollar-Verbindlichkeiten durch Rückversicherungen oder internationale Reserven, und selbst diejenigen, die ihr US-Dollar-Risiko vollständig absichern möchten, haben Zugang zu transparenten, liquiden Devisenmärkten.

2. Betriebliche Infrastruktur

Viele Versicherer halten bereits Portfolios mit auf US-Dollar lautenden Unternehmensanleihen, Kreditprodukten oder Aktien, die von globalen Depotbanken, Portfoliobuchhaltungssystemen und Compliance-Rahmenwerken unterstützt werden. Das sollte den betrieblichen Zusatzaufwand durch ein Engagement in Verbriefungen begrenzt halten.

3. Portfoliokonstruktion

Verbriefungsmärkte können die Flexibilität eines Portfolios erhöhen. Die Portfolioduration kann durch variabel verzinsliche CLOs verkürzt werden; ABS können planbare Zahlungsströme für die Tilgung generieren; private ABS und Private Credit CLOs ermöglichen die Vereinnahmung von Illiquiditätsprämien, und differenzierte Verbrauchersegmente ermöglichen eine Diversifikation weg von Risikokonzentrationen in Unternehmensschuldtiteln.

Diese Flexibilität gilt für sämtliche Risikoneigungen. Versicherer, die die Spreadvolatilität begrenzen möchten, könnten ABS oder CLOs mit AAA- oder AA-Rating bevorzugen, während BBB-Tranchen die richtige Wahl für Versicherer mit einer größeren Risikobereitschaft sein können.

4. Managerauswahl

Angesichts des Wachstums bei Private Credit CLOs und privaten ABS kommt der Managerauswahl entscheidende Bedeutung zu. Bei der Auswahl des Managers sollten Versicherer auf die Erfahrung und Erfolgsbilanz achten, die Ausfall- und Rückzahlungshistorie, die Tiefe der Kreditakquise, die Transparenz der Sicherheiten sowie die Kommunikations- und Interaktionskanäle im Rahmen der Governance.

5. Interne Modellerwägungen und Risiko-Governance

Nutzern interner Modelle bieten strukturierte Kredite zwar eine attraktive Kapitaleffizienz – sie erfordern jedoch eine evidenzbasierte Kalibrierung. Die Solvency-II-Überarbeitungen dürften unmittelbar nach der Umsetzung im Januar 2027 zu einer Verringerung der Reibungsverluste für Anwender der Standardformel führen.

Die Modellkalibrierung sollte empirische Daten zu Zahlungsausfällen und Wertminderungen, die Modellierung der Nachrangigkeit auf Tranchenebene, Liquiditäts-Stresstests sowie Simulationen der Auswirkungen von Herabstufungen berücksichtigen. Glücklicherweise sind die Datensätze zu Verbriefungen in den USA umfangreich und gut gepflegt.

FAZIT: VERSICHERER AN EINEM STRATEGISCHEN WENDEPUNKT

Die Solvency-II-Reform vom Juli 2025 stellt einen Wendepunkt dar. Endlich wird bei der aufsichtsrechtlichen Kapitalbehandlung die über mehrere Jahrzehnte nachweislich belegte Resilienz verbriefteter Kreditprodukte berücksichtigt.

Aus Sicht von Versicherern könnten sich Verbriefungen damit von einer Nische der Kapitalmärkte zu einer etablierten und strategischen Anlagemöglichkeit entwickeln.

Dabei bietet der US-Markt die nötige Breite und Tiefe für kurzfristige Allokationen, während der europäische Markt erst verlorenen Boden gutmachen muss.

Wir sehen insbesondere drei Gründe, die für eine Anlage in US-Kreditverbriefungen sprechen: Sicherheit, Rendite und einfache Umsetzung. Was den ersten Punkt betrifft, so haben vorrangige Verbriefungstranchen in Bezug auf die Kreditstabilität in der Vergangenheit besser abgeschnitten als unbesicherte Kreditprodukte. Was den zweiten Punkt angeht, sind die Spreads deutlich weiter als die von Unternehmensanleihen. Und drittens bieten die US-Märkte eine unmittelbare Tiefe und Liquidität sowie eine breite Palette an Anlagemöglichkeiten.

Anders ausgedrückt könnten Versicherer mit Investitionen in Kreditverbriefungen eine Prämie dafür vereinnahmen, dass sie Vermögenswerte halten, die in der Vergangenheit niedrigere Ausfallraten aufwiesen als die Assets, die derzeit den Großteil ihrer Portfolios ausmachen.

Für europäische Versicherer, die mit engen Credit Spreads, kompetitiver Prämienkalkulation und aufsichtsrechtlichem Kapitaldruck konfrontiert sind, stellen Kreditverbriefungen eine äußerst vorteilhafte Anlagemöglichkeit dar. Die Änderungen an Solvency II werden die Eintrittshürden für einen Markt beseitigen, der bereits weit offen ist.

Weitere Informationen finden Sie unter nuveen.com.

Fußnoten und Quellen

- 1 S&P Global, 2024 Annual Global Structured Finance Default And Rating Transition Study, Februar 2025.
- 2 EIOPA, Investment of Insurers and Reinsurers in Securitisations, 2023.
- 3 Fitch Ratings, U.S. Life Insurers' Investment Portfolios, März 2025.
- 4 Europäische Kommission, Delegierte Verordnung zur Überarbeitung von Solvency II, Juli 2025.
- 5 AFME, Response to Solvency II Call for Feedback, 2023.
- 6 Insurance Europe, Response to EC Solvency II Better Regulation Consultation, 2023.
- 7 AFME, European Securitisation Data Snapshot, Januar 2026.
- 8 SIFMA, U.S. Structured Finance Statistics, Q3 2025.
- 9 Federal Reserve Bank of St.Louis,
ICE BofA US Corporate Index Option-Adjusted Spread, Dezember 2025 10 SIFMA,
U.S. Asset-Backed Securities Statistics, Q4 2025.
- 11 Deutsche Bank, Update on CLOs – outlook for 2026, Januar 2026.
- 12 BofA CLO Factbook, Stand 31. Dez. 2025.
- 13 Maples Group, Private Credit CLO Growth Accelerates, Juli 2025.
- 14 S&P Global, A Short Primer On Middle Market CLOs, März 2025
- 15 IMF, US Asset Backed Securities Monitor, Oktober 2025

Wichtige Informationen

Investieren birgt Risiken. Ein Kapitalverlust ist möglich. Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für die Zukunft.

Diese Unterlagen werden ausschließlich für die Verwendung in privaten Besprechungen zur Verfügung gestellt und dienen ausschließlich Informations- und Gesprächszwecken. Diese Unterlagen sind nur für die Verwendung durch die vorgesehene Zielgruppe bestimmt und dürfen nur an Personen weitergegeben werden, an die sie rechtmäßig verteilt werden dürfen. Personen, die nicht unter diese Beschreibungen fallen, dürfen nicht auf der Grundlage der in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen handeln. Jede für die Weiterleitung dieser Unterlagen an Dritte verantwortliche Stelle übernimmt die Verantwortung für die Einhaltung der örtlichen Gesetze, insbesondere der für die Werbung von Finanzprodukten geltenden Vorschriften.

Die in diesen Unterlagen dargestellten Informationen gelten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als im Wesentlichen korrekt, jedoch wird keine (ausdrückliche oder stillschweigende) Zusicherung oder Gewährleistung hinsichtlich der Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen gegeben. Die Daten wurden als zuverlässig erachteten Quellen entnommen; diese Quellen können jedoch die Richtigkeit dieser Daten nicht garantieren. Die hierin enthaltenen Aussagen spiegeln die Meinungen zum Zeitpunkt der Erstellung wider und können ohne weitere Ankündigung geändert werden. Keine der in diesen Unterlagen enthaltenen Aussagen ist oder soll als Versprechen oder Darstellung in Bezug auf die Vergangenheit oder Zukunft gewertet werden.

Dieses Dokument stellt weder einen Prospekt noch ein Angebot an die Öffentlichkeit dar. Durch die Bereitstellung dieser Unterlagen wird nicht beabsichtigt, dass ein öffentliches Angebot oder Werbung für Anlagendienstleistungen oder Wertpapiere wirksam wird. Es ist weder dazu beabsichtigt, eine gezielte Anlageberatung zu erbringen, einschließlich, aber ohne Beschränkung auf, Anlage-, Finanz-, Rechts-, Buchhaltungs- oder Steuerberatung, noch Empfehlungen über die Eignung für einen bestimmten Anleger abzugeben.

Nuveen Real Estate ist ein verbundenes Unternehmen von Nuveen, LLC ("Nuveen"), der Investmentsparte von TIAA. Nuveen Real Estate ist ein Name, unter dem Nuveen Asset Management Europe S.à r.l. Anlageprodukte und -dienstleistungen anbietet. Herausgegeben von Nuveen Asset Management Europe S.à r.l. (RCS registriert unter der Nummer B-231052), amtlich eingetragen in Luxemburg mit dem eingetragenen Geschäftssitz 2 Rue Eugene Ruppert, L-2453 Luxemburg), einem Unternehmen, das durch die Luxemburger Finanzaufsichtsbehörde CSSF zugelassen ist, unter Aufsicht ebendieser Behörde Anlageprodukte und -dienstleistungen anzubieten. Hinsichtlich Aktivitäten in Deutschland unterliegt die deutsche Niederlassung Nuveen Asset Management Europe S.à r.l. der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

nuveen

A TIAA Company