

Zeitschrift für das gesamte
REDITWESEN

78. Jahrgang · 15. August 2025

15/16-2025

**Digitaler
Sonderdruck**

Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse
Fritz Knapp Verlag · ISSN 0341-4019

2025

**INSTITUTIONELLES
ASSET MANAGEMENT**

**ALS
INNOVATION**

**Aktienanlagen im Depot A: ertragreich,
risikokontrolliert, Eigenkapital schonend**
Andreas Köhler / Alexander Raviol / Benjamin Wendel

Andreas Köhler / Alexander Raviol / Benjamin Wendel

Aktienanlagen im Depot A: ertragreich, risikokontrolliert, Eigenkapital schonend

Aktien sind ein wichtiger Baustein in der strategischen Assetallokation, der zum langfristigen Vermögenserhalt und -wachstum beiträgt. So haben weltweite Aktien gemessen am MSCI World in den vergangenen zehn Jahren 10,5 Prozent Rendite per annum gebracht.

Die vergangenen Jahre haben aber auch gezeigt, dass Aktien zwar hohe Renditechancen bei langfristig gutem Inflationsschutz bieten, aber auch mit hohen Risiken verbunden sind. Der Crash nach der Dotcom-Blase Anfang des Jahrtausends oder die Finanzkrise 2007/08 führten zu Gesamtverlusten von 50 Prozent und mehr. Aber auch die jüngste Vergangenheit mit den Börsenjahren 2020 und 2022 zeigt, dass Aktienverluste von

mehr als 30 Prozent innerhalb weniger Wochen bei reinen Aktieninvestments möglich sind (siehe Abbildung 1).

Erhebliche Herausforderungen

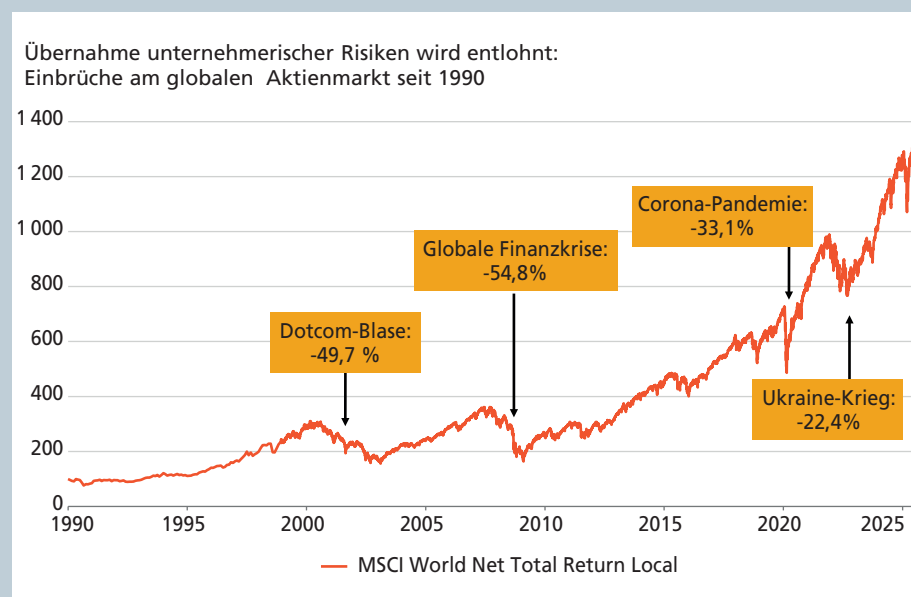
Diese ausgeprägten Drawdowns stellen viele Sparkassen und Genossenschaftsbanken vor erhebliche Herausforderungen. Starke Rücksetzer an den Aktienmärkten führen regelmäßig zu angespannten Situationen im Risikomanagement. Denn die mit der Assetklasse verbundene Volatilität belastet nicht nur zentrale Risikokennzahlen und Stresstestergebnisse, sondern beeinträchtigt in der Folge auch die Risikotragfähigkeit des jeweiligen Instituts

insgesamt. Dies führt mitunter zu unangenehmen Diskussionen in den Anlage- und Steuerungsgremien, da bei fehlenden Reserven bilanzielle Auswirkungen in Form von Abschreibungen in der GuV drohen. Die Folge sind oft diskretionäre und zumeist auch prozyklische Eingriffe in Form von Teil- oder Komplettverkäufen von Aktienpositionen. So manches Mal wird auch die strategische Assetallokation entgegen den langfristigen Zielen kurz- oder in der Folge sogar langfristig verändert.

Ein zusätzlicher regulatorischer Treiber erschwert die Aktienanlage in Zukunft weiter: Mit Inkrafttreten der CRR III steigen die Eigenkapitalanforderungen für physische Aktieninvestments deutlich. In Zukunft ist eine risikogewichtete Eigenkapitalunterlegung von bis zu 250 Prozent vorgesehen – was den regulatorischen Druck auf die Anlageklasse massiv erhöht.

In der Praxis zeigt sich bereits heute, dass Sparkassen und Genossenschaftsbanken zunehmend unter dem Aspekt der Eigenkapitaleffizienz investieren. Anlageentscheidungen erfolgen nicht mehr nur auf Basis absoluter Renditekennzahlen, sondern stärker entlang des Return on RWA (RoRWA) – also der Rendite bezogen auf das eingesetzte regulatorische Kapital. Vor diesem Hintergrund geraten Assetklassen mit hoher Kapitalbindung – wie physische Aktien – verstärkt unter Druck, insbesondere wenn gleichwertige Ertragschancen mit deutlich geringerem RWA-Verbrauch erzielt werden können. Diese Entwicklung verändert zunehmend die strategische Allokation im De-

Abbildung 1: Aktien (MSCI) – Risikoprämie mit schmerzhaften Drawdowns



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung; MSCI World Net TR Local (NDDLWI Index); Stand: 31.07.2025.

pot A: Kapitalintensive Anlageklassen wie Aktien geraten ins Hintertreffen, während alternative Instrumente mit günstigerer Eigenkapitalbehandlung an Bedeutung gewinnen.

Asymmetrische Derivatestrategien als Lösungsansatz

Vor dem skizzierten Hintergrund gewinnen Derivatestrategien an Bedeutung, mit dem Ziel, die drei zentralen Herausforderungen bei Aktienanlagen im Depot A gleichzeitig zu adressieren: Ertragschancen nutzen, Drawdowns begrenzen und das Eigenkapital effizient einsetzen.

Um die Investmentstrategie möglichst dynamisch und flexibel zu gestalten, erfolgt die Umsetzung über eine Derivatestruktur. Es werden Optionen und Futures auf ausgewählte internationale Aktien und Aktienindizes eingesetzt.

Die entsprechenden Derivate sind ausschließlich börsengehandelt, wodurch Kontrahentenrisiken ausgeschlossen, die Implementierungskosten geringgehalten und ein Höchstmaß an Liquidität sowie Flexibilität gewährleistet werden.

Der entscheidende Vorteil beim Einsatz von Optionen ist, dass sich diese flexibel an die jeweilige Marktsituation anpassen. So ist es möglich, ein Portfolio zu konstruieren, das ein asymmetrisches beziehungsweise konvexes Rendite-Risiko-Profil aufweist. Das bedeutet, dass es bei Marktrückgängen zunehmend weniger verliert, zugleich aber an Anstiegen deutlich stärker partizipiert. In Phasen von akutem Marktstress sinkt die Aktienexponierung der Optionen „automatisch“ und das Gesamtportfolio passt sich auch ohne aktive Disposition an.

Handlungsfähigkeit gestärkt

Dieses Anpassungsverhalten des Portfolios ist besonders gut mit dem Risikomanagement von Sparkassen und Genossenschaftsbanken vereinbar: Gerade in

Stressphasen, in denen Risikolimits ausgelastet oder bereits überschritten sind, reduziert sich das Aktienrisiko systematisch. Die Notwendigkeit, gerade in diesen kritischen Phasen aktiv eingreifen zu müssen, wird dadurch deutlich verringert – was den Entscheidungsdruck auf Steuerungsgremien senkt und die operative Handlungsfähigkeit des Hauses stärkt.

Gleichzeitig kann auch in einem herausfordernden Kapitalmarktumfeld die Problematik vieler klassischer Wertsicherungskonzepte – die Gefahr eines Cashlocks – erheblich reduziert werden. Ein Cashlock entsteht, wenn nach einer vorangegangenen Verlustphase risikoreduzierende Umschichtungen (zum Beispiel in Kasse) vorgenommen wurden und der Wiedereinstieg in den steigenden Markt ausbleibt.

In der Folge wird an einer anschließenden Erholung nicht mehr partizipiert – die Verluste werden „festgeschrieben“ und die angestrebte Wertentwicklung dauerhaft verfehlt.

Bei der Umsetzung einer derivatebasierten Strategie wird nur ein geringer Teil des eingesetzten Kapitals tatsächlich benötigt, zum Beispiel für die Zahlung von Optionsprämien. Der Großteil der zur Verfügung gestellten Mittel wird in ein Basisportfolio aus liquiden Euro-Rentpapierpapieren mit sehr hoher Bonität und geringer Zinssensitivität investiert – je nach Strategie auch unter Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien. Dieses Anleiheportfolio dient der breit diversifizierten Aufbewahrung des Kapitals, bietet eine laufende Verzinsung und wird zugleich als Collateral für die eingesetzten Derivate genutzt.

Deutliche Vorteile für Banken unter CRR III

Seit 1. Januar 2025 ist die Capital Requirements Regulation III (CRR III) in Kraft, die im Zuge der Umsetzung der Basel-III-Vorgaben erhebliche Änderungen der regulatorischen Eigenkapitalanforderungen mit sich bringt. Eine der



Andreas Köhler

Geschäftsbereichsleiter Treasury und Handel, Sparkasse Südholstein, Neumünster



Alexander Raviol

Partner, Lupus alpha, Frankfurt am Main



Benjamin Wendel

Senior Relationship Manager Kreditinstitute, Lupus alpha, Frankfurt am Main

Sparkassen und Genossenschaftsbanken stehen mit ihren Aktienanlagen im Depot A vor mehreren gleichzeitig auftretenden Herausforderungen: Einerseits bieten Aktien über lange Zeiträume hinweg attraktive Renditechancen und sind ein wesentlicher Bestandteil der strategischen Vermögensallokation. Andererseits sind sie mit hoher Volatilität, Bewertungsrisiken und zum Teil bilanziellen Belastungen in Stressphasen verbunden. Hinzu kommen steigende Eigenkapitalanforderungen in den kommenden Jahren, die insbesondere physische Aktieninvestments regulatorisch deutlich unattraktiver machen. Vor diesem Hintergrund stellt sich die zentrale Frage: Wie lassen sich Aktienanlagen im Depot A so umsetzen, dass sie zur Ertragsstärkung beitragen, ohne dabei die Risikotragfähigkeit zu gefährden oder die Eigenkapitaleffizienz nachhaltig zu verschlechtern? Der vorliegende Beitrag beleuchtet die zentralen Herausforderungen bei Aktienanlagen im Depot A und diskutiert praxisnahe Lösungsansätze, die Ertragschancen, Risiko-steuerung und regulatorische Anforderungen in Einklang bringen. (Red.)

zentralen Änderungen betrifft die schrittweise Erhöhung der Eigenkapitalunterlegung für Beteiligungsrisikopositionen, zu denen auch Aktien zählen. So wird das Risikogewicht zur Eigenkapitalunterlegung für Beteiligungspositionen zwischen 2025 und 2030 schrittweise von 100 Prozent auf bis zu 250 Prozent und für Positionen mit hohem Risiko sogar auf 400 Prozent angehoben werden. Dies führt zukünftig zu deutlich höheren Kapitalanforderungen für Aktieninvestments und damit zu einer sinkenden Rendite auf das eingesetzte regulatorische Kapital.

Börsennotierte Derivate können in diesem Kontext eine attraktive Alternative darstellen, da sie aufgrund ihrer standardisierten Struktur und der Regulierung durch organisierte Märkte vergleichsweise geringeren Eigenkapitalanforderungen unterliegen.

Der Risikopositionswert dieser Derivate wird anhand des Gegenparteiausfallrisikos ermittelt. Der Standardansatz für das Gegenparteiausfallrisiko „SA-CCR“, der bereits 2019 in die CRR eingeführt wurde, erfährt in der CRR III nur leichte Anpassungen. Das Gegenparteiausfallrisiko von Derivaten ist unabhängig von

dem Risikogewicht, das dem Underlying bei einem direkten Exposure zuzuweisen wäre. Insoweit bleibt die Risikowertermittlung für Derivatepositionen von den erhöhten Risikogewichten für Beteiligungsrisikopositionen unberührt. Entscheidend für die Ermittlung des risikogewichteten Positionsbeitrags ist das Risikogewicht der Gegenpartei: Für Institute und qualifizierte zentrale Gegenparteien der Bonitätsstufe 2 (entspricht A-Rating) sinkt dieses sogar von 50 Prozent (CRR II) auf 30 Prozent (CRR III).

Flexible Umsetzung entlang des Risikoprofils

Für Banken ergeben sich daraus attraktive regulatorische Vorteile im Vergleich zu Direktinvestitionen in Aktien. Am Beispiel der Publikumsfonds von Lupus alpha ergeben sich KSA-Quoten (Kreditrisikostandardansatz) zwischen 15 Prozent und 20 Prozent, in individuellen Spezialfondsmandaten sogar unter 10 Prozent. Damit lassen sich substantielle Eigenkapitalentlastungen realisieren.

Ein weiterer wesentlicher Vorteil des Einsatzes derivativer Instrumente liegt in

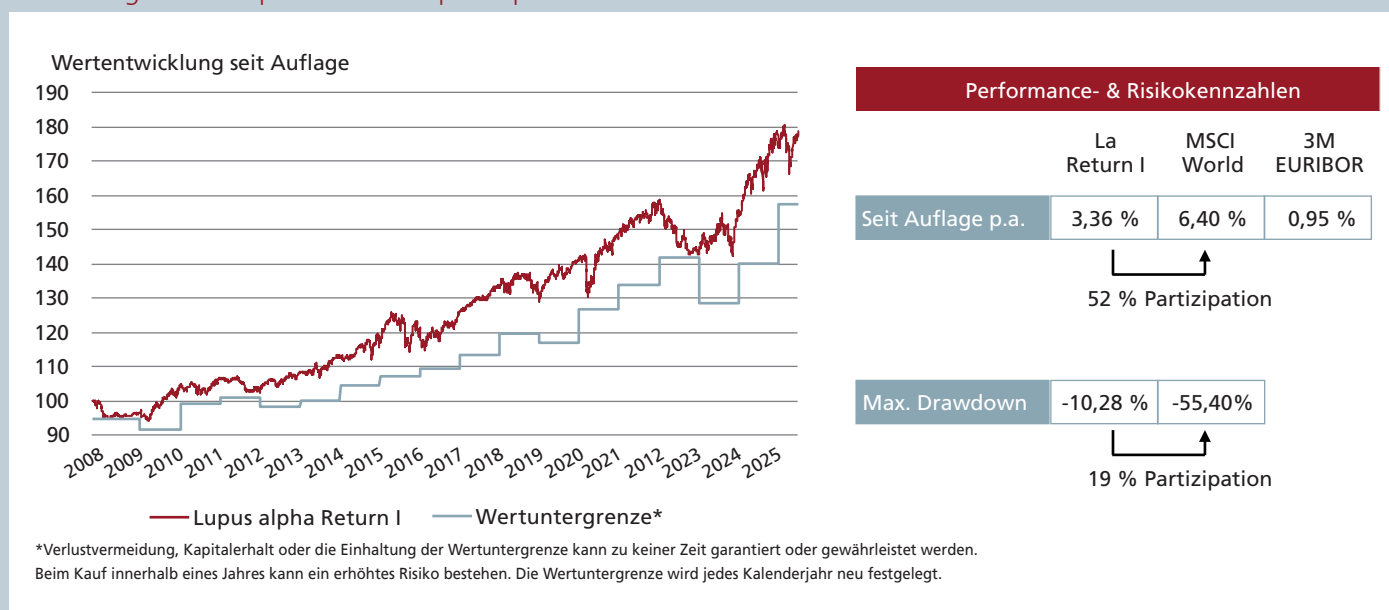
dem bereits angesprochenen hohen Maß an Flexibilität. Dies ermöglicht es, die Anlagestrategie präzise an die individuellen Bedürfnisse der Sparkasse oder Genossenschaftsbank anzupassen – sei es in Bezug auf die Risikoneigung, die Auswahl des Aktienuniversums (zum Beispiel Regionen, Indizes, Währungen) oder die Umsetzung von Nachhaltigkeitskriterien.

Insbesondere die Risikoneigung des jeweiligen Hauses spielt eine zentrale Rolle. Ein entscheidender Steuerungsfaktor ist die angestrebte Aktienquote der Strategie, die wiederum maßgeblich vom verfügbaren Risikobudget abhängt. Grundsätzlich gilt: Je höher das zur Verfügung stehende Risikobudget, desto größer kann auch die potenzielle Partizipation am Aktienmarkt ausfallen.

Definierte Wertuntergrenze

Für Sparkassen oder Genossenschaftsbanken, die zum Beispiel auf stabile Erträge abzielen, aber nicht bereit sind, das volle Risiko von Aktienmarktverlusten zu tragen, lassen sich so maßgeschneiderte Lösungen entwickeln. Beispielsweise kann ein Portfolio mit einer

Abbildung 2: Partizipationsrate Lupus alpha Return im Zeitverlauf



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen; verwendeter Index: MSCI World 100% Hedged to EUR (MXWOEUR Index). Betrachtungszeitraum: 10.10.2007 bis 31.07.2025.



definierten Wertuntergrenze von 90 Prozent – also einem maximalen Verlustpotenzial von 10 Prozent pro Kalenderjahr – so strukturiert werden, dass eine durchschnittliche Aktienquote von rund 50 Prozent erreicht wird. Das Ergebnis ist ein aktienorientiertes Portfolio mit einem rentenähnlichen Risikoprofil (siehe Abbildung 2).

Alternativ sind auch Strategien möglich, die eine vollständige Partizipation an den Renditechancen der Aktienmärkte ermöglichen, dabei aber zugleich vor starken Kursrückgängen schützen. Ziel ist eine risikokontrollierte Aktienanlage, bei der in normalen Phasen die volle Marktentwicklung mitgenommen wird, während in ausgeprägten Stressphasen durch den gezielten Einsatz von Optio-

nen eine spürbare Abkopplung vom Markt erreicht wird. So lässt sich auch unter volatilen Rahmenbedingungen eine risikokontrollierte Aktienanlage erzielen.

Zukunftsfähige Aktienquote im Depot

Aktien bleiben trotz regulatorischer und bilanzieller Herausforderungen ein unverzichtbarer Bestandteil der strategischen Vermögensallokation im Depot A. Gleichzeitig führen steigende Eigenkapitalanforderungen und die hohe Volatilität klassischer Aktienanlagen zu einem zunehmenden Spannungsfeld zwischen Ertragszielen, Risikotragfähigkeit und Kapitalbindung. Derivatebasierte Strategie-

gien mit asymmetrischem Rendite-Risiko-Profil bieten einen wirkungsvollen Lösungsansatz, um diese Zielkonflikte aufzulösen: Sie ermöglichen eine kontrollierte Partizipation an den Ertragschancen der Aktienmärkte, begrenzen potenzielle Verluste und verbessern zugleich die Eigenkapitaleffizienz.

Dabei lassen sich sowohl konservative Strategien mit Wertuntergrenze als auch Modelle mit voller Marktbeteiligung realisieren – bis hin zu Overlay-Konstruktionen auf bestehende Rentenportfolios. Für Sparkassen und Genossenschaftsbanken eröffnet sich so ein praktikabler Weg, die Aktienquote im Depot A zukunftsfähig zu gestalten – und das, ohne die Stabilität des Hauses zu gefährden.

Drei Fragen an Andreas Köhler, Sparkasse Südholstein



Welche Rolle spielen Aktien in der Assetallokation der Sparkasse Südholstein?

Grundsätzlich halten wir Aktien für einen nur schwer zu ersetzenden Baustein in der Assetallokation, aus Renditegesichtspunkten, aber auch wegen der Diversifikationseigenschaften und des Inflationsschutzes. Als Sparkasse stellen sich uns aber – mit Blick auf die jährlich notwendige Bewertung im Rahmen des Jahresabschlusses – Herausforderungen bei starken Schwankungen am Aktienmarkt, doch diese sind leider untrennbar mit dieser Assetklasse verbunden. Daher haben wir uns 2019 für eine derivativebasierte Wertsicherungsstrategie mit einem asymmetrischen Risiko-Rendite-Profil entschieden.



Die Sparkasse Südholstein hat seit 2019 Erfahrungen mit der Strategie und damit zwei extrem schwierige Börsenphasen mitgemacht: 2020 und 2022. Wie sind Sie damit umgegangen?

Wir hatten uns vorab sehr intensiv mit der Strategie beschäftigt und großes

Vertrauen darin. Dennoch wurde so mancher im Haus nervös, als kurz nach der Entscheidung für die Strategie die Börsen im Zuge der Corona-Pandemie einbrachen. Das Vertrauen in die Strategie war zwar groß, Panik herrschte nicht, eine gewisse Unsicherheit über die Entwicklung der Strategie war aber durchaus vorhanden. Das betraf mehrere Ebenen: Verantwortlichen im Bereich Treasury war zwar bewusst, dass es immer wieder zu Drawdowns kommen kann. Für sie war entscheidend, wie lange dieser Drawdown anhalten würde und ob es gelingen werde, am folgenden Aufschwung zu partizipieren. Im Risikomanagement war das wesentliche Anliegen die Begrenzung der Risiken. Auf Gesamtbankenbene war hingegen die große Frage die nach den Auswirkungen für die Bilanz zum Ende des Jahres.

Die Sparkasse hielt an der Strategie fest und diese bestand die Bewährungsprobe während der Corona-Krise: Die Wertuntergrenze wurde eingehalten, der Drawdown spürbar reduziert und Cash-Locks vermieden. Mit dem Crash 2022 nach Beginn des

Ukraine-Kriegs waren die Reaktionen dann schon gelassener. Die Strategie hat sich bewährt und alle Ziele erfüllt, auch in schwierigen Börsenphasen, zuletzt im Frühjahr 2025. Wir haben den Einsatz dieser Strategie jüngst im Rahmen der Überprüfung unserer strategischen Assetallokation nochmals bestätigt und das Volumen in der Strategie zwischenzeitlich mehrmals aufgestockt.



Seit Anfang 2025 steigen die Eigenkapitalanforderungen von Aktieninvestments auch für Sie. Welche Auswirkungen hat das für die Sparkasse Südholstein?

Für die Wertsicherungsstrategie von Lupus alpha haben wir uns damals entschieden, da uns das Konzept überzeugt hat. Dass die Anforderung an Eigenkapitalunterlegung für Derivateportfolios gegenüber direkten Aktienportfolios geringer ist und der Vorteil künftig sogar noch wächst, ist ein wichtiger Nebenaspekt. Die Steuerung nach Eigenkapitalunterlegung dürfte für uns künftig eine noch größere Rolle spielen.