

Studie | Asset Manager 2025

Analyse von Ertrags-, Kosten- und Vergütungsstrukturen sowie Stresstest-Auswirkungen bei unabhängigen Vermögensverwaltern



Inhaltsverzeichnis

A.	Ausgangssituation und Zielsetzung	1
B.	Struktur der betrachteten Unternehmen	3
C.	Geschäftsmodelle	4
D.	Überblick Top 3: FvS, Fisher, DJE	5
E.	Weitere Top 50 Vermögensverwalter	6
I.	Executive Summary	6
II.	Ertragsbezogene Relationen	7
1.	Provisionsergebnis	7
2.	Provisionsergebnis je Mitarbeiter	9
3.	Cost-Income-Ratio	11
III.	Entwicklung der Jahresergebnisse im Mehrjahresvergleich	13
1.	Veränderung zum Vorjahr	13
2.	Fünf-Jahres-Vergleich	13
IV.	Potentielle Krisenszenarien: Stresstests	15
1.	Jahresergebnis unter Stress	16
2.	Eigenkapital unter Stress	17

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Vergleich FvS, Fisher und DJE.....	5
Abbildung 2: Provisionsergebnis Betrachtungsjahr vs. Vorjahr	8
Abbildung 3: Provisionsergebnis je Mitarbeiter	10
Abbildung 4: Cost-Income-Ratio.....	12
Abbildung 5: Entwicklung Jahresergebnisse im 5-Jahres-Vergleich.....	14
Abbildung 6: Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit nach Stresstests	16
Abbildung 7: Eigenkapital nach Stresstests	17

A. Ausgangssituation und Zielsetzung

Vermögensverwalter sehen fortlaufend und nachhaltig vielen Herausforderungen entgegen. Sie müssen zahlreichen geltenden Gesetzen und Vorschriften entsprechen, die in immer größerer Zahl und kürzeren Abständen auf sie zukommen. Hierzu ist eine ständige Aktualisierung von Wissen notwendig. Vermögensverwalter müssen daher ihre fachliche Kompetenz ständig auf dem Laufenden halten, um sicherzustellen, dass sie die beste Betreuung regelkonform bieten können.

Ein weiteres hoch aktuelles und ständig drängender werdendes Thema sind Nachfolgethemen. Viele Vermögensverwalter müssen auf Grund der Altersstruktur ihrer Gründer Strategien entwickeln, um den reibungslosen Übergang auf die nächste Generation zu erleichtern und sicherzustellen. Erschwert wird dies durch den zunehmenden Fachkräftemangel.

In den vergangenen Jahren haben sich mehrere Anbieter positioniert, um eine Konsolidierung der Branche voranzubringen. Die Modelle reichen hier von der Übernahme einzelner Teams und deren Kunden über den Erwerb sowie Integration ganzer Unternehmen bis hin zur Etablierung von Holdinggesellschaften, die danach streben mehrere Vermögensverwaltungsgesellschaften in einer Gruppe unter Beibehaltung der individuellen Identität unter einem Dach mit für diese zentralen Serviceangeboten zu vereinen.

Wissensmanagement der regulatorischen Anforderungen bleibt ein Dauerbrenner

Nachfolgethemen werden immer drängender. Ihre erfolgreiche Lösung wird durch den Fachkräftemangel zusätzlich erschwert.

Verschiedene Anbieter haben die Branchenkonsolidierung als Geschäftsmodell entdeckt.

Das Thema „Digitalisierung“ ist in vielen Facetten mittlerweile abgearbeitet und wird zunehmend überlagert u.a. durch Bestrebungen nun auch künstliche Intelligenz in die betrieblichen Strukturen zu integrieren. Daneben ist bei einer zunehmenden Zahl von Anbietern die Frage nach dem Ob und ggf. dem Wie des Einsatzes von Kryptowerten als zusätzliche Assetklasse in der Diskussion.

Im Hinblick auf die Kapitalmärkte verschärfen sich weltweite politische und wirtschaftliche Konflikte, wobei die Konflikte USA - China, der Ukraine-Krieg und die De-Globalisierung zunehmend durch einen Konflikt innerhalb des Westens mit Europa - USA ergänzt werden. Außerdem bringen strukturelle Defizite und wirtschaftliche Schwäche im EURO-Raum Abwärtsrisiken für einzelne Assetklassen mit sich.

Ziel der vorliegenden und mittlerweile im elften Jahr durchgeführten Studie ist es, die Effizienz bei unabhängigen Vermögensverwaltern mit ihren Ertrags-, Vergütungs- und Kostenstrukturen zu durchleuchten und zu erläutern, wie diese sich im Zeitablauf entwickelt haben. Auch wurden verschiedene Stresstests simuliert, um zu ergründen, wie eine erneute Krise der Märkte sich auf diverse Unternehmenskennzahlen auswirken können.

Nach der Digitalisierung steht nun künstliche Intelligenz im Fokus

Geopolitische und wirtschaftliche Eintrübungen begründen weiterhin erhöhte Risiken

Analyse von Unternehmenskennzahlen durch simulierte Stresstests

B. Struktur der betrachteten Unternehmen

Da keine offizielle Übersicht der Branche der unabhängigen Vermögensverwalter existiert, wurde als Grundgesamtheit zunächst die Mitglieder des im Verband unabhängiger Vermögensverwalter (VuV) organisierten Institute zugrunde gelegt. Diese repräsentieren den Großteil der Branche und dürften auch alle großen Branchenvertreter beinhalten.

Aus der Grundgesamtheit wurden dann für die Detailauswertungen die Unternehmen herausgenommen, die durch ihre Größe den typischen Strukturen der peer group mittelständischer Vermögensverwalter entwachsen sind. Als Kriterium wurden dabei ein Mitarbeiterbestand von > 100 Mitarbeitern und Brutto-Provisionserträge von > 100 MioEUR zugrunde gelegt. Nach diesen Kriterien sind die deutlich größeren Unternehmen Flossbach von Storch SE, Fisher Investments GmbH und DJE Kapital AG aus Gründen der Übersichtlichkeit und Vergleichbarkeit nicht in den nachfolgenden Detail-Auswertungen enthalten, sondern in einer separaten Übersicht im Abschnitt D. dargestellt, da sie erheblich mehr Personal und ein Vielfaches der Provisionserträge anderer Vermögensverwalter aufweisen.

Datengrundlage der Untersuchung sind die zuletzt veröffentlichten Jahresabschlüsse der untersuchten Unternehmen (Geschäftsjahr 2023). Verwendet wurden zur besseren Vergleichbarkeit die Einzelabschlüsse, auch bei Unternehmen, die einen Konzernabschluss veröffentlichen, soweit diese zum Zeitpunkt der Daten-Recherche (2. Quartal 2025) veröffentlicht waren. Insgesamt wurden mehr als 50 Unternehmen ausgewertet.

Von den im Rahmen der Studie untersuchten Unternehmen werden insbesondere folgende Leistungen im Asset Management angeboten:

- Vermögensverwaltung, sowohl für private als auch für institutionelle Kunden,
- Anlageberatung von Investmentfonds,
- Anlageberatung von individuellen Kundenportfolios,
- Family-Office-Dienstleistungen/Vermögens-Controlling sowie
- Vermittlungsdienstleistungen.

C. Geschäftsmodelle

Sämtliche untersuchten Unternehmen sind als Vermögensverwalter und/oder in der Anlageberatung/im Advisory aktiv. Das Spektrum der in der Studie betrachteten Unternehmen reicht von kleinen Anbietern bis zu Instituten mit maximal 100 Beschäftigten. Im Durchschnitt war eine zweistellige Zahl von Mitarbeitern beschäftigt.

Anlageberatung an Privatkunden wird von vielen Marktteilnehmern wegen des damit verbundenen vergleichsweisen hohen Aufwands nicht (mehr) erbracht. Hier wird häufig die individuelle Vermögensverwaltung als Kerndienstleistung erbracht, vereinzelt ergänzt um die (portfoliobezogene) Anlageberatung. Erkennbar ist ein Trend zur Etablierung sogenannter Fondsboutiquen, die sich mit den von ihnen initiierten Investmentfonds sowohl an private als auch an institutionelle Investoren wenden. Die Fonds werden häufig als Advisor, in zunehmendem Umfang auch als Portfoliomanager, betreut. Der Anteil der Unternehmen mit eigenen Fonds dürfte sich nach Erfahrungen und Schätzungen aus dem Markt auf über 50% belaufen.

Zahlreiche der betrachteten Unternehmen sind auch im Vermittlungsgeschäft, in der Regel als Nebenaktivität, tätig.

D. Überblick Top 3: FvS, Fisher, DJE

in TEUR	Flossbach von Storch SE		Fisher Investments GmbH		DJE Kapital AG	
	Betrach- tungs- jahr	Vorjahr	Betrach- tungs- jahr	Vorjahr	Betrach- tungs- jahr	Vor- jahr
Provisionsergebnis	397.014	411.290	117.482	44.162	69.300	68.903
Mitarbeiter (Anzahl)	309	289	192	184	171	160
Provisionsergebnis je Mitarbeiter	1.285	1.423	612	240	405	431
Cost-Income-Ratio	24%	18%	96%	94%	58%	56%
Jahresüberschuss	238.356	255.932	3.193	3.141	24.244	24.662

Abbildung 1: Vergleich FvS, Fisher und DJE

Die Provisionsergebnisse haben sich auf Grund verschiedener Geschäftsschwerpunkte und Vergütungsmodelle sehr unterschiedlich entwickelt. Alle drei Unternehmen haben jedoch den Mitarbeiterstamm weiter verstärkt. Die Provisionsergebnisse je Mitarbeiter sind sehr heterogen und betragen bei FvS rund das 3-fache wie bei DJE.

Auch die Cost-Income-Ratios und Jahresergebnisse reflektieren die erheblichen Unterschiede in den Geschäftsmodellen bzw. Skalierbarkeit und Aufwendungen der „Marktbe-
arbeitung“ dieser Unternehmen.

E. Weitere Top 50 Vermögensverwalter

I. Executive Summary

- ❖ Die Entwicklung der **Provisionsergebnisse** der weiteren größeren Vermögensverwalter zeigten sich im Vergleich zum Vorjahr uneinheitlich. Größere Ausschläge nach oben oder unten waren die Ausnahme, was auf Sondersituationen (z.B. anorganisches Wachstum) beruhte. Das Spektrum der Provisionsergebnisse reicht von 24,2 MioEUR bis 3,6 MioEUR und hat sich im Vergleich zum Vorjahr nur unwesentlich verändert (Vj.: 26,2 MioEUR bis 2,9 MioEUR).
- ❖ Bei der Kennzahl **Provisionsergebnis je Mitarbeiter** werden Werte ab rund TEUR 130 bis über TEUR 1.000 je Mitarbeiter ausgewiesen, mit einem Durchschnitt von rund TEUR 325, der nahezu unverändert zum Vorjahr ist.
- ❖ Die **Cost-Income-Ratio (CIR)** weist durchschnittlich einen vergleichsweise hohen Wert von rund 79% (Vj. 75%) mit einem Minimum von 18% (Vj.: 18%) und auf Grund von Sondersituationen wie im Vorjahr in Einzelfällen sogar über 100% aus.
- ❖ Der durchschnittliche **Jahresüberschuss** beläuft sich auf TEUR 455 (Vj. TEUR 1.021) und liegt damit deutlich unter den Jahren der Vergangenheit, wobei ein eindeutiger Trend hier nicht erkennbar ist. Gründe dürften in vielen Fällen gestiegenen Aufwendungen durch Ressourcenaufstockung sein.
- ❖ Die berechneten **Stressszenarien** zeigen bei einem Rückgang der Provisionsergebnisse um 20% (ceteris paribus) für insgesamt 15 Unternehmen ein negatives Jahresergebnis; bei einem stärkeren Einbruch um 33% würde nahezu die gesamte Grundgesamtheit in eine negative Jahresergebnissituation geraten. Das bilanzielle Eigenkapital würde im ersten Fall (-20%) bei 6 von 50 Instituten und im zweiten Fall (-33%) bei 12 der betrachteten Unternehmen negativ werden.

II. Ertragsbezogene Relationen

1. Provisionsergebnis

Die Analyse der Provisionsergebnisse bietet einen umfassenden Einblick in die Ertragslage der Branche. Durch den Vergleich der aktuellen Ergebnisse mit den Vorjahreswerten lassen sich sowohl kurzfristige Trends als auch strukturelle Entwicklungen erkennen. Der Fokus liegt darauf, Veränderungen im Provisionsgeschäft zu identifizieren und mögliche Einflussfaktoren, wie Marktbewegungen oder strategische Anpassungen der Unternehmen, sichtbar zu machen.

Das Spektrum der Provisionsergebnisse reicht von 24,2 MioEUR bis 3,6 MioEUR und hat sich im Vergleich zum Vorjahr nur unwesentlich verändert (Vj.: 26,2 MioEUR bis 2,9 MioEUR).

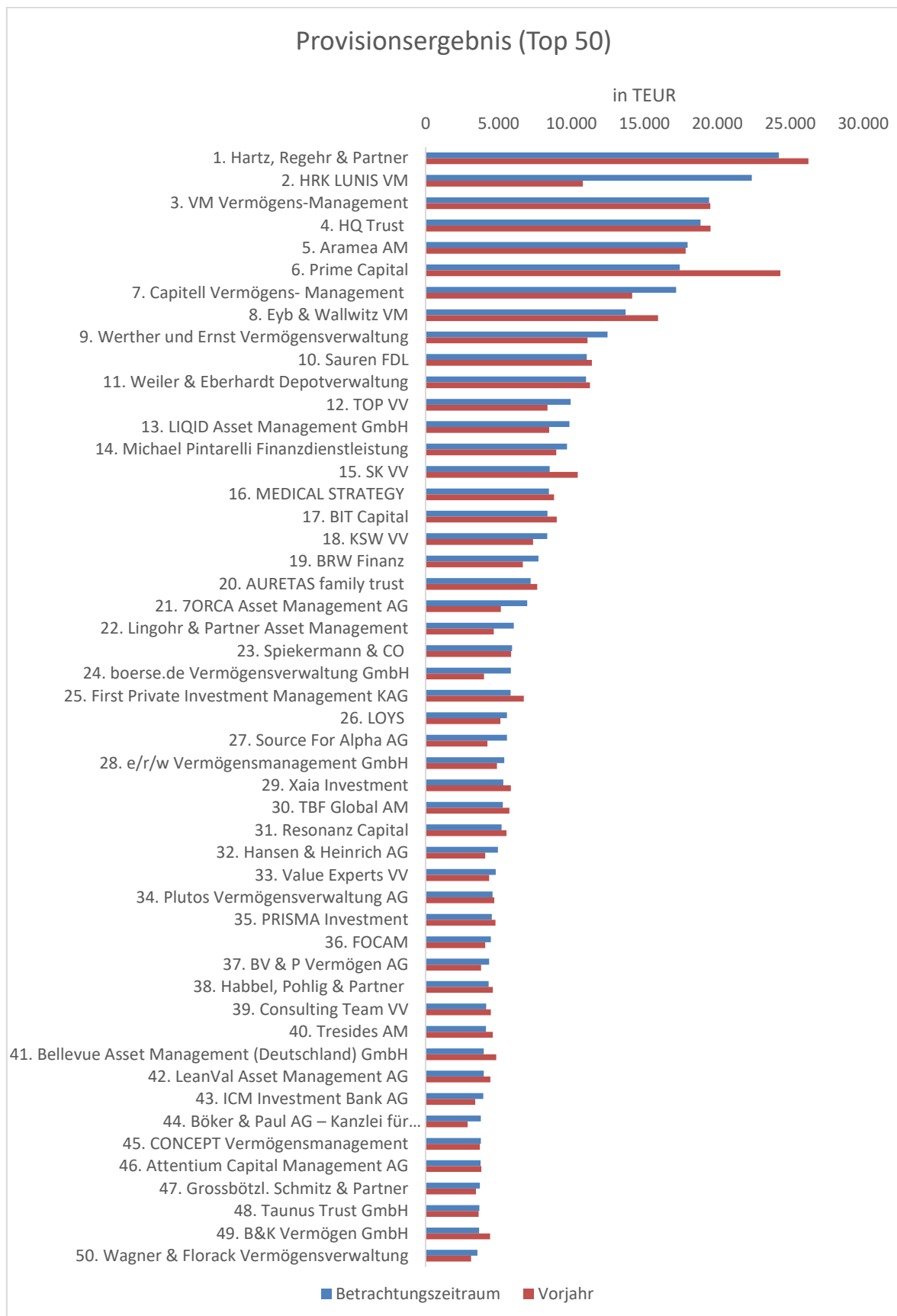


Abbildung 2: Provisionsergebnis Betrachtungsjahr vs. Vorjahr

Die Entwicklung der Provisionsergebnisse der Top 50 unabhängigen Vermögensverwalter zeigte sich im Vergleich zum Vorjahr uneinheitlich. Größere Ausschläge nach oben oder unten waren die Ausnahme, was häufig auf Sondersituationen (z.B. bei HRK Lunis durch anorganisches Wachstum) beruhte.

2. Provisionsergebnis je Mitarbeiter

Die Analyse des Provisionsergebnisses je Mitarbeiter ist ein wichtiger Indikator für die Ertragskraft pro Kopf und ermöglicht eine differenzierte Betrachtung der Leistungsfähigkeit einzelner Marktteilnehmer. Grundlage der Auswertung sind die im Jahresabschluss veröffentlichten Mitarbeiterzahlen, ergänzt um die Mitglieder der Geschäftsleitung. Sofern in den verpflichtenden Veröffentlichungen keine Mitarbeiterzahl angegeben war, wurde die Zahl der Geschäftsleiter als Referenzgröße herangezogen. Das Provisionsergebnis je Mitarbeiter kann neben den im Fondsgeschäft möglichen sehr hohen Skaleneffekte vor allem auch dadurch beeinflusst sein, dass wesentliche Aktivitäten eines Unternehmens auf andere Unternehmen ausgelagert sind; deren Mitarbeiter sind in der hier verwendeten Mitarbeiterzahl dann nicht ersichtlich.

Im Betrachtungsjahr wiesen die Provisionsergebnisse je Mitarbeiter im Vergleich zum Vorjahr Veränderungen in beide Richtungen auf. Insgesamt deutet die Auswertung darauf hin, dass die Branche trotz der aktuellen Marktbedingungen eine weitgehend konstante Effizienz auf Mitarbeiterebene beibehalten konnte. Auffällig ist jedoch die extreme Bandbreite im Vergleich verschiedener Anbieter, die auf unterschiedliche Geschäftsmodelle, Skalierungsmöglichkeiten und Effizienzaspekte zurückzuführen sind.

Ausgewiesen werden für den Betrachtungszeitraum Werte ab rund TEUR 130 bis über TEUR 1.000 je Mitarbeiter, mit einem Durchschnitt von rund TEUR 325, der nahezu unverändert zum Vorjahr (TEUR 326) ist. Der Median beträgt TEUR 256 (Vj.: TEUR 286).

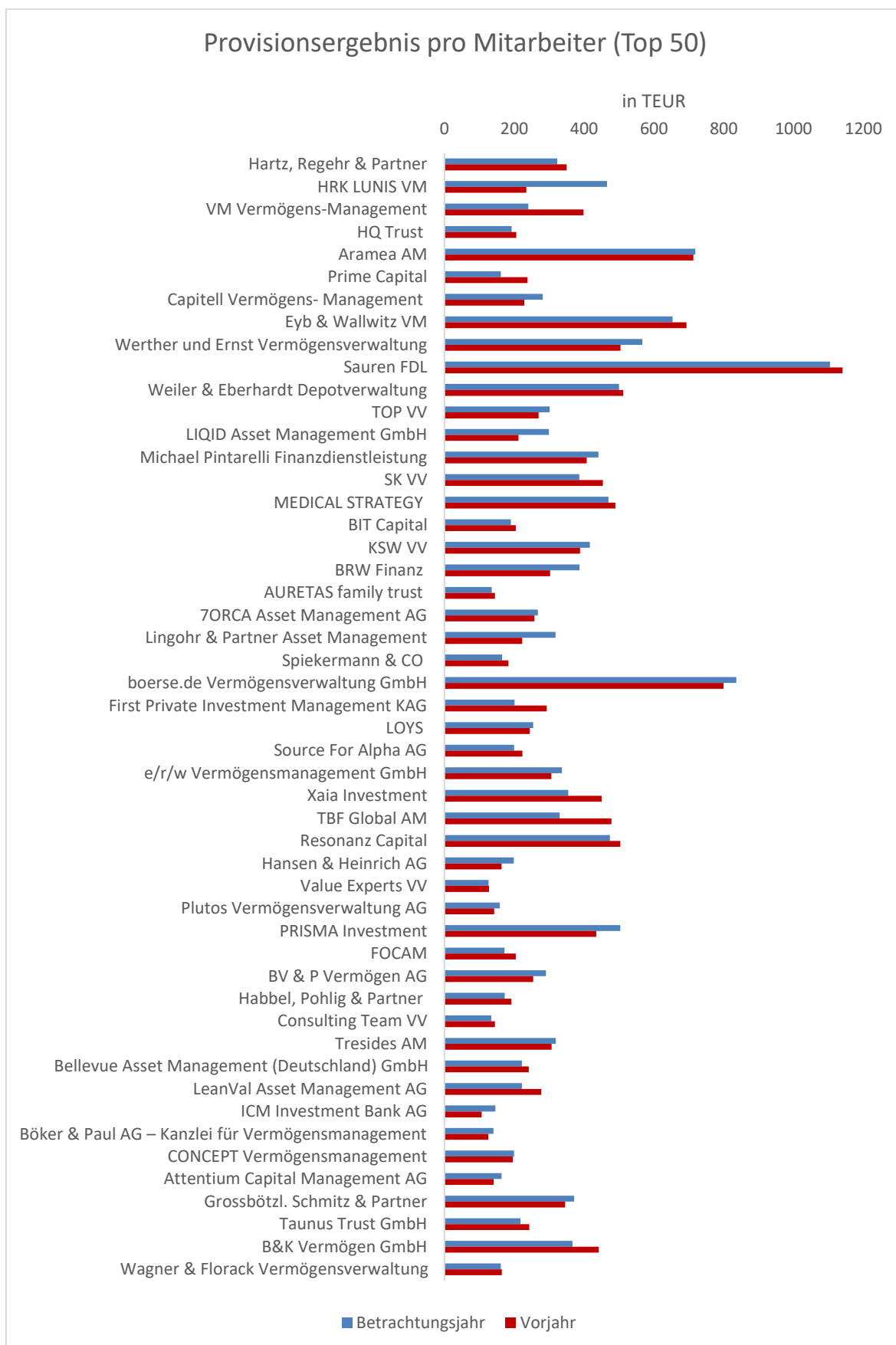


Abbildung 3: Provisionsergebnis je Mitarbeiter

3. Cost-Income-Ratio

Die Cost-Income-Ratio (CIR) ist ein zentraler Indikator für die Effizienz und Kostenstruktur von Vermögensverwaltern. Sie zeigt das Verhältnis von Aufwendungen zu Erträgen und liefert damit wichtige Hinweise auf die operative Leistungsfähigkeit der Unternehmen. Verwaltungsaufwendungen, bestehend aus Personalaufwendungen und Sachaufwendungen, sind dabei die größten Kostentreiber in der Vermögensverwaltung.

Die CIR, hier definiert als Verwaltungsaufwendungen im Verhältnis zum Provisionsergebnis, weist durchschnittlich einen vergleichsweise hohen Wert von rund 79% (Vj. 75%) mit einem Minimum von 18% (Vj.: 18%) und auf Grund von Sondersituationen wie im Vorjahr in Einzelfällen über 100% aus. Insgesamt zeigt sich im Durchschnitt eine Erhöhung der CIR im Vergleich zum Vorjahr, die teilweise auf gestiegene Aufwendungen und teilweise auf geringere Erträge zurückzuführen sind. Eine systematische größenabhängige Tendenz ist hierbei allerdings nicht zu erkennen. Das hohe Durchschnittsniveau ergibt sich insbesondere durch oft gestiegene Personalaufwendungen der inhabergeführten Unternehmen.

In der Übersicht zeigt sich folgendes Bild:

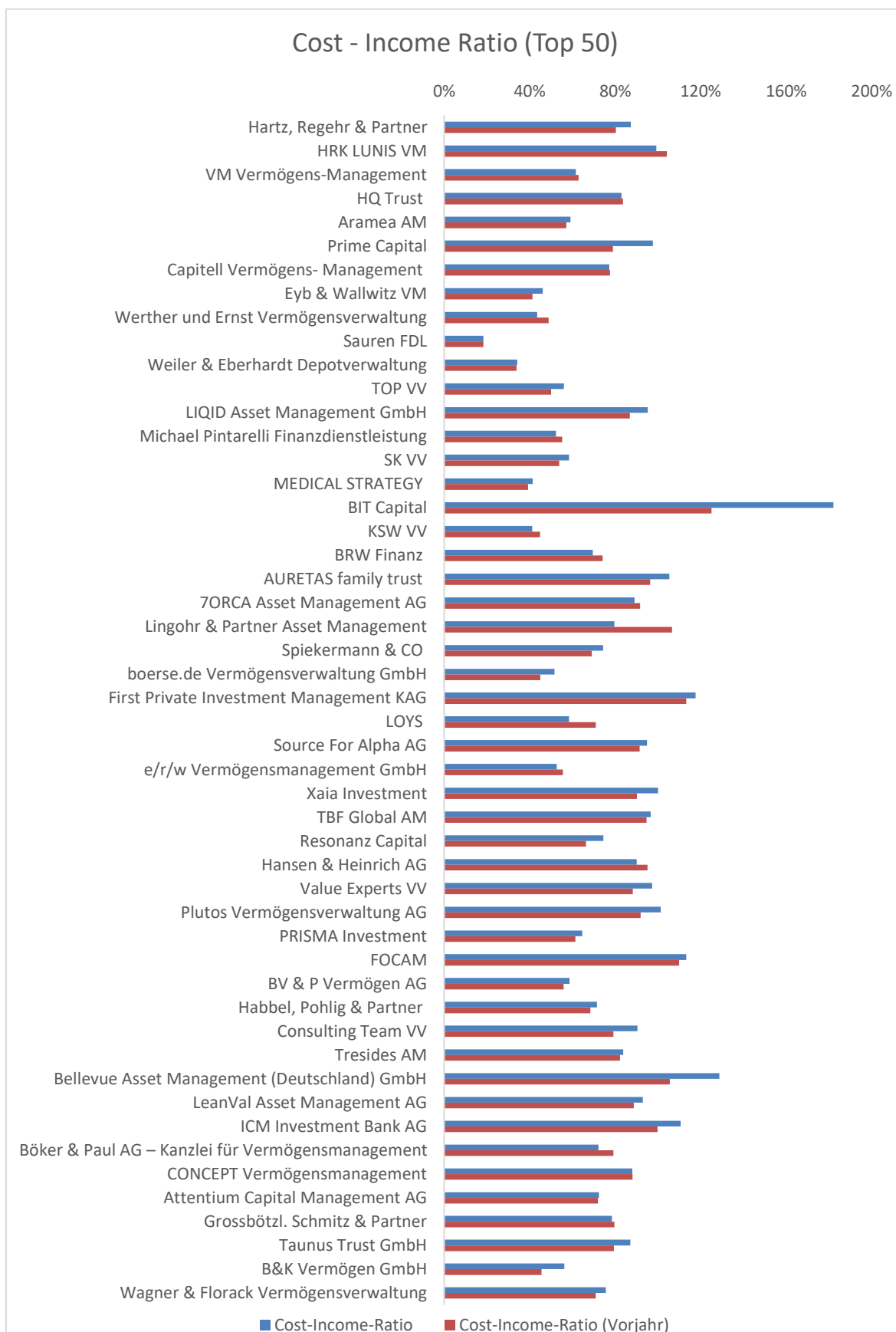


Abbildung 4: Cost-Income-Ratio

III. Entwicklung der Jahresergebnisse im Mehrjahresvergleich

1. Veränderung zum Vorjahr

Im Rahmen der Studie wurde auch die Entwicklung der Jahresergebnisse der betrachteten Unternehmen im Mehrjahresvergleich analysiert.

Der durchschnittliche Jahresüberschuss beläuft sich auf TEUR 455 (Vj.: TEUR 1.021) und liegt damit zumindest in Summe deutlich unter den Jahren der Vergangenheit. Allerdings ist zu beachten, dass der Jahresüberschuss nur bei 26 Unternehmen niedriger als im Vorjahr liegt und bei nahezu genau so vielen Unternehmen ein höherer Jahresüberschuss als im Vorjahr erzielt wurde. Ein eindeutiger Trend ist somit hier nicht erkennbar. Gründe für geringere Ergebnisse dürften in vielen Fällen gestiegenen Aufwendungen durch Ressourcenaufstockung sein. Die Analyse zeigt ferner, dass einzelne Unternehmen auch einen Jahresverlust zu verzeichnen hatten.

2. Fünf-Jahres-Vergleich

Bei der Betrachtung größerer Zeitabstände ist ersichtlich, dass einige Unternehmen sich erheblich verändert haben. Im Vergleich mit der Situation vor 5 Jahren (der verfügbaren Daten 2019 versus 2023) haben sich die Jahresergebnisse der Institute teilweise erheblich, sowohl positiv als auch negativ, verändert. Bei der Beurteilung dieser Darstellung ist jedoch zu berücksichtigen, dass Basis- und Sondereffekte bzw. auch Gestaltungsmaßnahmen enthalten sein können:

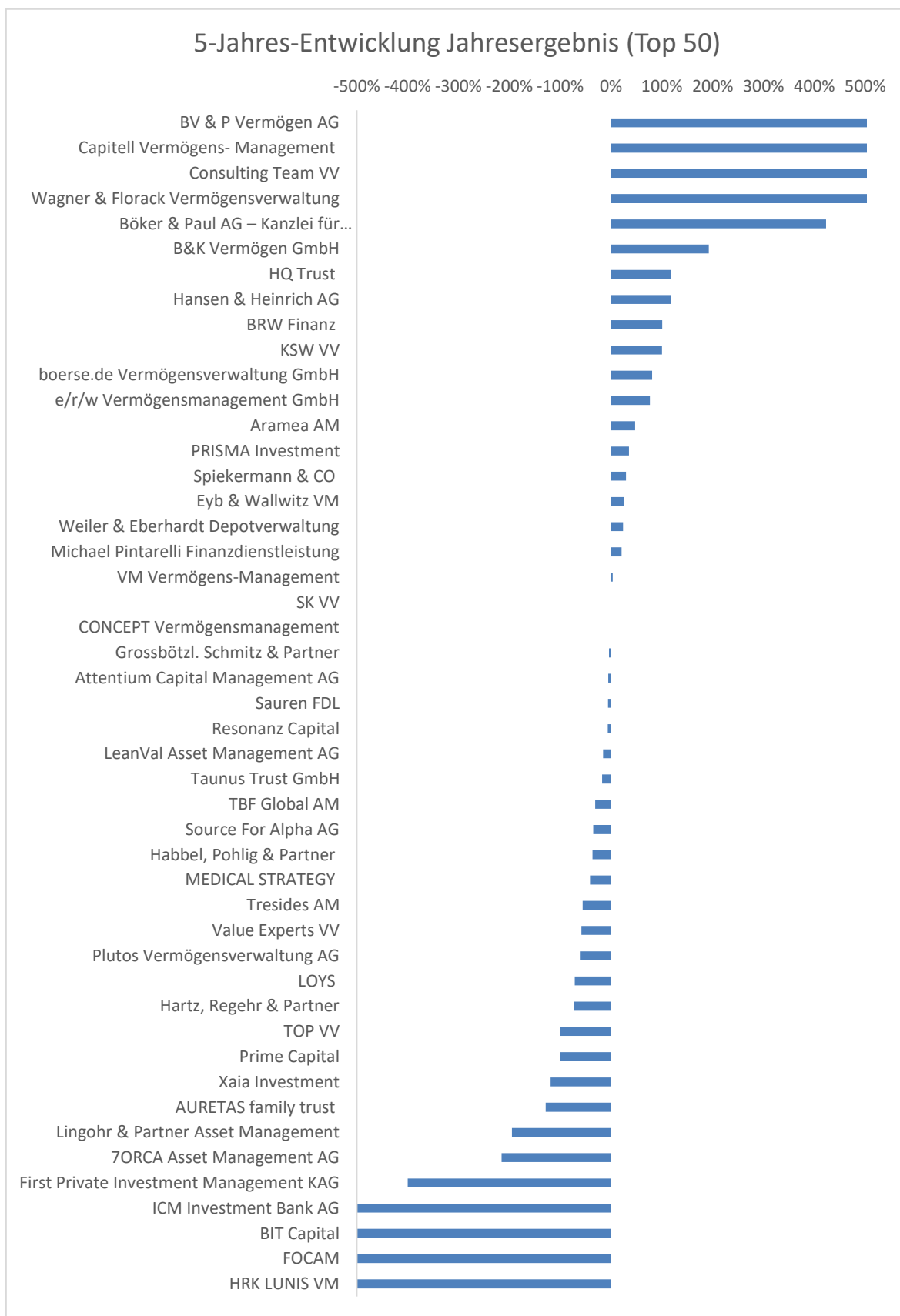


Abbildung 5: Entwicklung Jahresergebnisse im 5-Jahres-Vergleich

IV. Potentielle Krisenszenarien: Stresstests

Die bisherigen Abschnitte haben sich mit Kennzahlen der Vergangenheit befasst. Im Folgenden wird auf die Frage eingegangen, welche Auswirkungen auf die betrachteten Unternehmen sich bei einer künftigen Krisensituation ergeben könnten. Ein Stresstest soll im Allgemeinen helfen, verschiedene Szenarien zu beschreiben und Schlüsse daraus zu ziehen.

Im Mittelpunkt der folgenden Ausführungen stehen zwei Szenarien: Im ersten Szenario wird dargestellt, wie sich verschiedene Kennzahlen entwickeln könnten, sollten die Provisionsergebnisse um 20% zurückgehen. Im zweiten Szenario wird angenommen, dass sich die Provisionsergebnisse um 33% verringern.

Ergebnis eines solchen Ertragsschocks kann im Extremfall sein, dass die regulatorisch erforderliche Eigenkapitalquote unterschritten wird. Gemäß den aufsichtsrechtlichen Anforderungen sind Wertpapierinstitute generell dazu verpflichtet Eigenmittel vorzuhalten, die mindestens 25% der Gemeinkosten decken (Eigenmittelrelation).

Zu beachten ist dabei, dass auf Grund der Nichtverfügbarkeit verschiedener Detail-Daten im Rahmen der nachfolgend dargestellten Szenarien, verschiedene kompensatorische Effekte und Maßnahmen wie der Wegfall variabler Vergütungen und sonstiger gegenläufiger Maßnahmen nicht berücksichtigt werden konnten. Daher dürften die nachfolgenden Ergebnisse die negativen Folgen der Szenarien teilweise überzeichnen.

1. Jahresergebnis unter Stress

Die Abbildung zeigt, wie sich das Jahresergebnis der Top 50 unabhängigen Vermögensverwalter unter verschiedenen Stressszenarien (Ertragsrückgang – 20% und -33%) entwickelt.

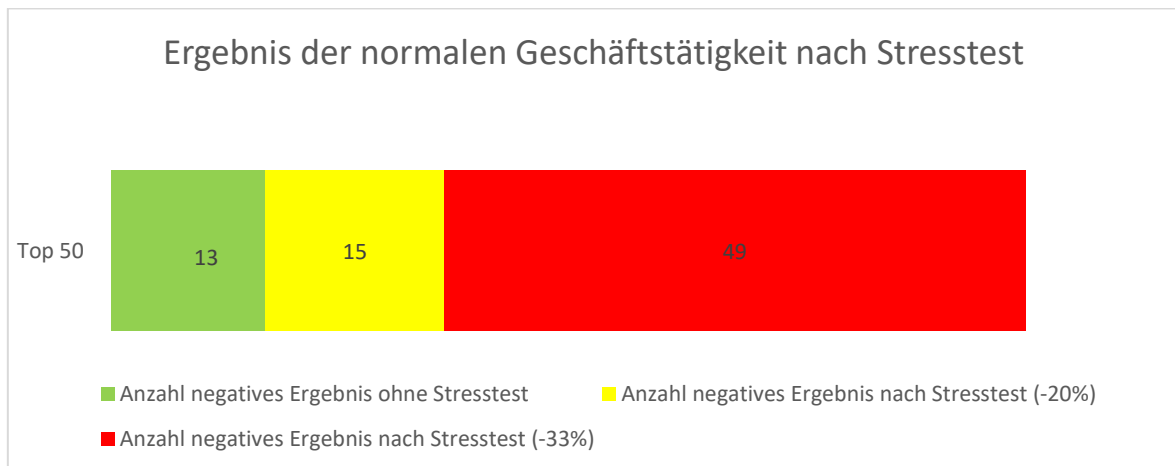


Abbildung 6: Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit nach Stresstests

Das Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit ist bei 13 Unternehmen bereits ohne simulierten Umsatzrückgang negativ.

Bei einem Rückgang der Provisionsergebnisse von 20% würden lediglich zwei weitere Unternehmen einen negativen Jahresüberschuss aufweisen. Daher ist auch bei einem Umsatzrückgang von 20% bei dem Großteil der Grundgesamtheit ein positives Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit erwarten.

Kommt es jedoch zu einem stärkeren Einbruch der Provisionsergebnisse um 33%, würde nahezu die gesamte Grundgesamtheit – bis auf ein einziges Unternehmen – ein negatives Jahresergebnis ausweisen (etwa 98%). Dieses Szenario verdeutlicht die hohe Abhängigkeit der Branche von stabilen Provisionserträgen und die Verwundbarkeit bei deutlichen Marktrückgängen.

2. Eigenkapital unter Stress

Betrachtet man die Auswirkungen eines Ertrags- und demzufolge eines Ergebnisrückgangs auf die Eigenkapitalsituation der Top 50 unabhängigen Vermögensverwalter, so stellt sich die Zahl der Unternehmen mit vollständiger Kapitalaufzehrung wie folgt dar:

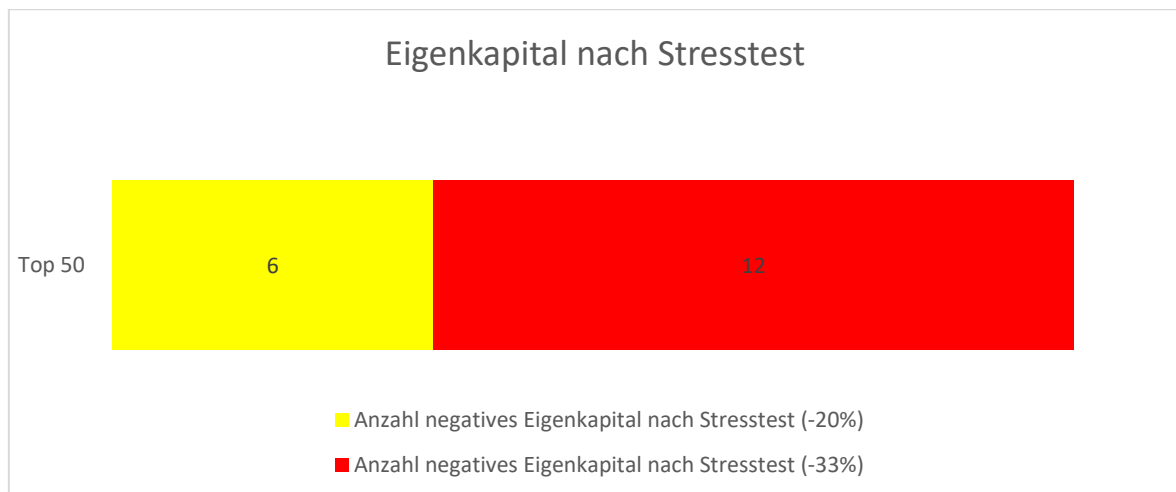


Abbildung 7: Eigenkapital nach Stresstests

Wird unterstellt, dass die Provisionsergebnisse um 20% schrumpfen, würde das Eigenkapital für 6 Institute (12%) negativ werden.

Würden sich die Provisionsergebnisse stattdessen um ein Drittel reduzieren, wäre in diesem Szenario das Eigenkapital für 12 der betrachteten Unternehmen negativ, was 24% der betrachteten Unternehmen entspricht.

Kontakt:

App Audit GmbH

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

info@app-audit.de

Tel. 06727 – 89239-01

Fax 06727 – 89239-10



App Audit bietet Prüfungs- und Beratungsleistungen für regulierte Institute an. In diesem Bereich werden bundesweit mit einem spezialisierten Team schwerpunktmäßig Kreditinstitute, Vermögensverwalter sowie Unternehmen in den Branchen Leasing und Factoring betreut. Mit der fundierten langjährigen Fachkenntnis im regulierten Bereich sowie der Erfahrung in Wirtschaftsprüfung und Beratung werden Mandanten zielgerichtet unterstützt. Dies umfasst die Erfüllung der bestehenden handels-/aufsichtsrechtlichen Anforderungen, die Optimierung der Organisation sowie strategische und Transaktionsberatung.

Bildnachweis:

Bild Titel: Sandro Almir Immanuel / pixelio.de