

Asset Management: Großer Nachholbedarf in der EU

Die deutsche Regierung plant die Einführung eines kapitalmarktbasierten Altersvorsorgekonzepts, das für hiesige Verhältnisse schon fast revolutionär anmutet, im internationalen Vergleich aber wohl eher als „08/15“ zu bezeichnen ist. Wie schon zuvor bei der Nahles-Rente geht es auch beim „Altersvorsorgedepot“ darum, die Bürger zu motivieren, an den Kapitalmärkten zu investieren, und das ohne Sicherheitsnetz und Garantien, aber mit der Aussicht auf attraktive Renditen. Die Bürger sollen die Möglichkeit erhalten, ihre Einkünfte aus der staatlichen Rente mit Erträgen aus Kapitalanlagen aufzustocken.

Die Nahles-Rente scheiterte an der fehlenden Akzeptanz von Seiten sowohl der Arbeitnehmer als auch der Arbeitgeber. Vater Staat versucht es nun erneut und setzt mit dem „Altersvorsorgedepot“ zweierlei Anreize: Er gewährt Steuerfreiheit auf die Kapitalerträge während der Ansparphase und bezuschusst den Sparbetrag mit maximal 600 Euro pro Jahr, toppt also die 175-Euro-Grundzulage bei der Riester-Rente um ein Mehrfaches. Das ist nicht nichts.

Die EU-Kommission plant derzeit, aus der unvollendeten Kapitalmarktunion eine Savings-and-Investments-Union zu machen. Löblich an der Initiative ist zweifellos, den Privatkunden nicht mehr nur als Steuerzahler und Konsument zu sehen, sondern ihn als Investor an der wirtschaftlichen Zukunft der Europäischen Union teilhaben zu lassen.

Indem sie die Finanzierungsrisiken auf breite Retailschultern verteilt, kommt die neue Brüsseler Initiative dem Ziel der Kapitalmarktunion ein gutes Stück näher. Im Kern geht es darum, sich von der übergroßen Abhängigkeit von Banken bei der Unternehmensfinanzierung zu lösen, um damit Realwirtschaft und Staaten vor Finanzkrisen besser zu schützen.

In den USA ist man freilich weiter. Dort gehen die Uhren zwar keineswegs schneller, nur hat man dort schon vor 50 Jahren erkannt, was die Uhr geschlagen hat. Unternehmen in den USA nehmen mehr Kapital an den Kapitalmärkten auf als bei Banken (nach Schätzung der Hertie School etwa im Verhältnis 75:25 %), in Europa ist es umgekehrt (25:75 %). Die Kapitalmärkte auf beiden Seiten des Atlantiks trennen mithin Welten.

Größe und Wachstum

Die Kapitalmärkte der USA und der EU unterscheiden sich offensichtlich in ihrer Größe. Obwohl die EU hinsichtlich ihrer Bevölkerungsgröße die USA um 30 % überragt, ist der US-amerikanische Kapitalmarkt um ein Mehrfaches größer als sein Pendant in der EU. Die Kapitalmarktgröße bestimmt die Größe der Asset-Management-Branche, da diese zentraler Dienstleister auf der Buyside der Kapitalmärkte ist.

Es gibt aktuell vier börsennotierte Asset Manager in der Europäischen Union, deren Börsengang fünf Jahre und mehr zurückliegt, die also etabliert und mit einer Marktkapitalisierung von mehr als 1 Mrd. Euro (Q2 2024) von nennenswerter Größe sind. Es handelt sich um die beiden italienischen Unternehmen Anima und Azimut, die französische Amundi und die deutsche DWS. In den USA gibt



es 18 Asset Manager gleichen Profils. Hierzu zählen u. a. Blackrock und Blackstone, Invesco, Templeton und Cohen & Steers.

Es gibt somit „nur“ etwa 4,5mal so viele Asset Manager in den USA wie in der EU, die in diese Kategorie von Marktteilnehmern fallen, obwohl der US-Kapitalmarkt deutlich größer ist: So beträgt etwa die Kapitalisierung aller im MSCI USA erfassten Unternehmen insgesamt das Siebenfache der Kapitalisierung der Unternehmen im MSCI European Union. In anderen Worten: In den USA verwaltet der durchschnittliche Asset Manager mehr Finanzkapital.

Das hat Gründe. Die EU besteht immer noch aus 27 lokalen Kapitalmärkten und ist damit meilenweit entfernt von den Effizienzvorteilen einer Kapitalmarktunion. Vor allem aber sind es wohl die weitaus größeren Steueranreize für die nicht-staatliche Altersvorsorge in den USA, die sich positiv auf das Wachstum des US-Kapital- und Asset-Management-Marktes in den letzten Jahrzehnten auswirkten.

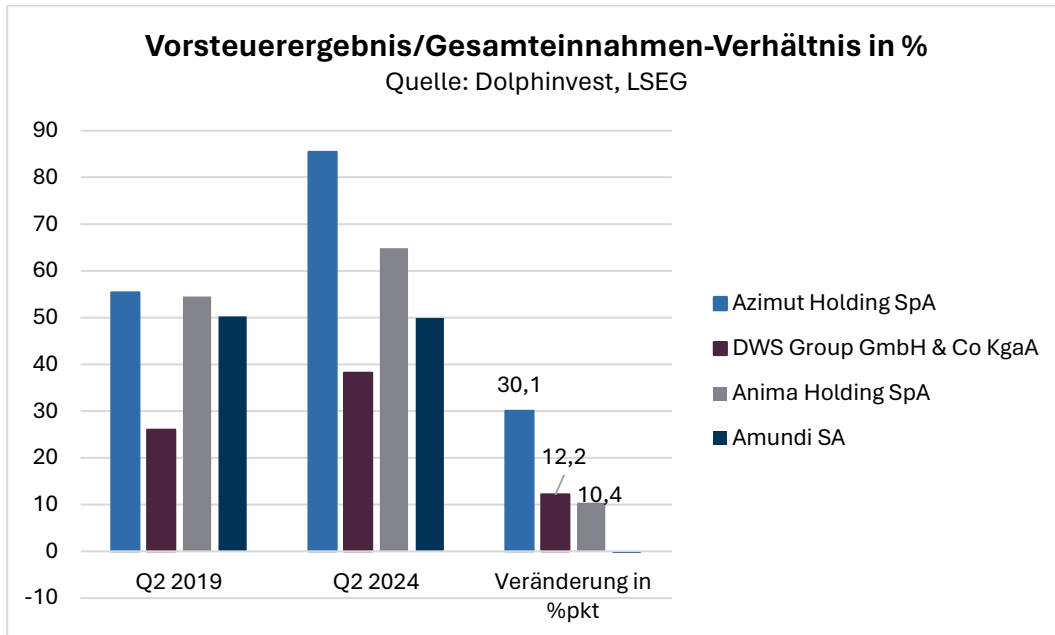
Beiträge zu einem 401(k)-Altersvorsorgeplan können nach US-amerikanischem Steuerrecht vollständig als Sonderausgaben, ähnlich wie in Deutschland, abgesetzt werden, wodurch das zu versteuernde Einkommen reduziert wird. Zusätzlich profitieren in den USA Steuerpflichtige von einer Steuerbefreiung für den Teil des Arbeitslohns, der in den 401(k)-Plan eingezahlt wird, aktuell bis zu etwa 20.000 US-Dollar pro Jahr.

Die ersten 401(k)-Pläne kamen 1978 an den US-Markt. Die staatlich geförderte Riester-Rente in Deutschland existiert dagegen erst seit 2002, die Rürup-Rente seit 2005, die Nahles-Rente und mit ihr die rein kapitalgedeckte Altersvorsorge ohne Garantieansprüche schließlich erst seit 2018. Deutschland hinkt den USA, was die Entwicklung eines nicht-staatlichen Rentensystems betrifft, erstens zeitlich, nämlich um mehrere Jahrzehnte, hinterher und zweitens in der Umsetzung und Akzeptanz: Die Nahles-Rente, die in der Konzeption dem 401(k)-Plan nahekommt, wird mehrheitlich von Arbeitnehmern wie Arbeitgebern abgelehnt. Dagegen haben rund 80 % der US-Arbeitnehmer Zugang zu einem „401(k)“-Plan, und hiervon nutzen wiederum fast 80 % diesen auch.

Profitabilität im Vergleich

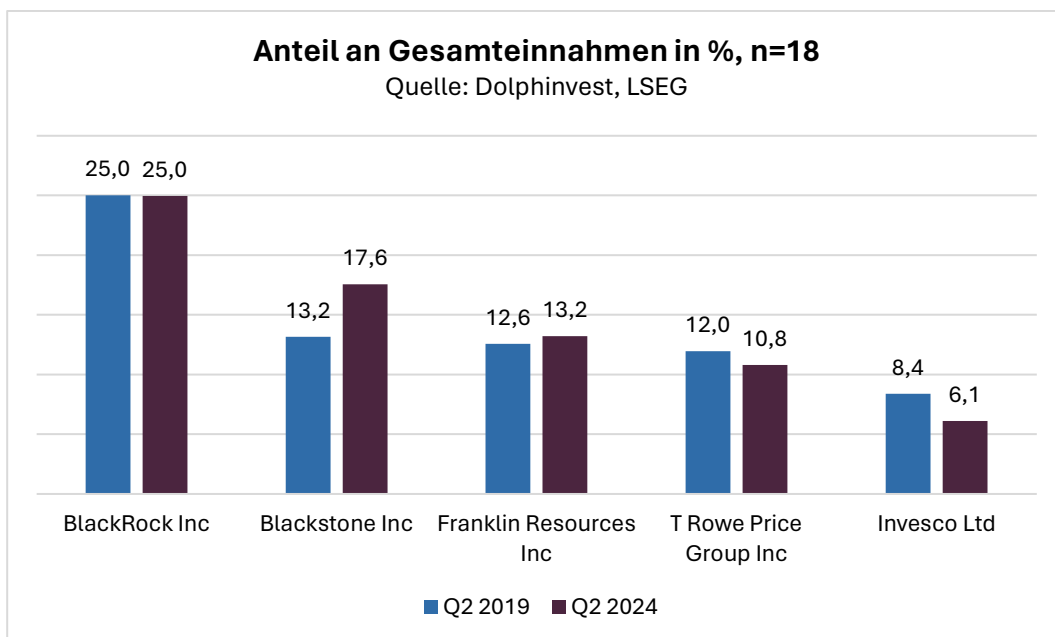
Im Fünfjahresvergleich von Q2 2019 bis Q2 2024 wuchsen die Kapital- bzw. Asset-Management-Märkte auf beiden Seiten des Atlantiks, aber – wenig überraschend – in unterschiedlichem Ausmaß. Im zweiten Quartal 2019 generierten die oben genannten vier EU-Asset-Manager Gesamteinnahmen von 1.517,8 Mio. Euro und ein Ergebnis vor Steuern von insgesamt 628,2 Mio. Euro. Im zweiten Quartal 2024 standen Gesamteinnahmen von 1.880,8 Mio. Euro einem Ergebnis vor Steuern in Höhe von insgesamt 979,5 Mio. Euro gegenüber.

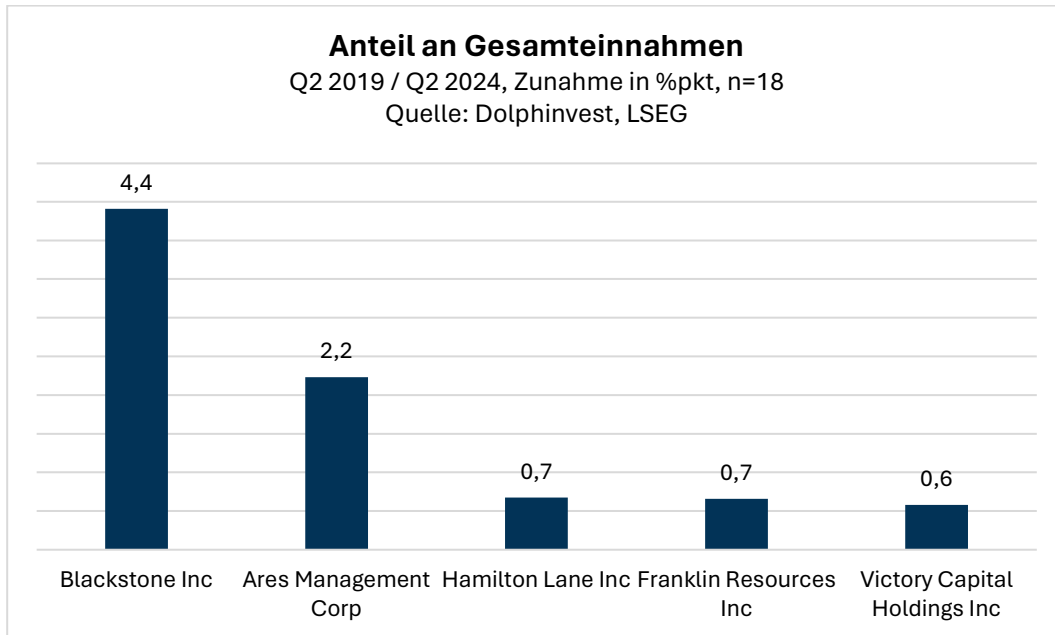
In anderen Worten, die vier EU-Asset-Manager steigerten in diesem Zeitraum die Gesamteinnahmen insgesamt um 24 %, und das Vorsteuerergebnis stieg sogar um 56 %. Amundis Profitabilität, ausgedrückt als Verhältnis von Vorsteuerergebnis zu Gesamteinnahmen, blieb mit 50 % stabil, während sich die der anderen drei Asset Manager verbesserte.



Anders die Situation in den USA: Hier wuchsen die Gesamteinnahmen der 18 Asset Manager um 40 %, also deutlich stärker als in der EU, während das Gesamtergebnis vor Steuern sich um nur 29 % erhöhte, also deutlich weniger als in der EU.

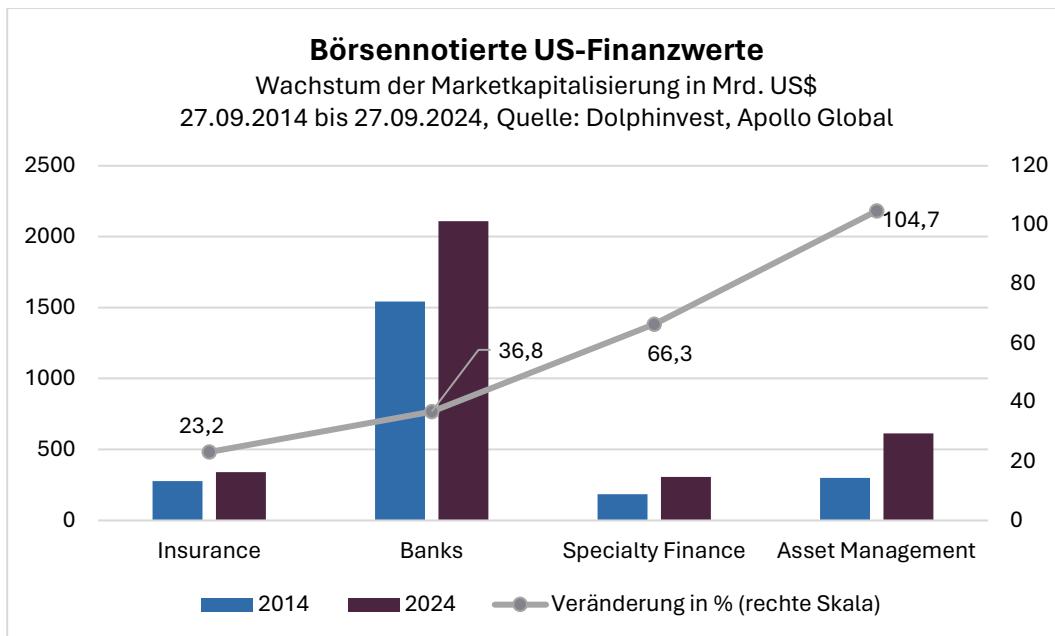
Die Top 5 US-Asset-Manager mit dem größten Anteil an den Gesamteinnahmen boten ein uneinheitliches Bild: Blackrocks Marktanteil blieb stabil, Franklin Resources legte leicht zu, T. Rowe Price und Invesco verloren Anteile. Den in Prozentpunkten ausgedrückt größten Sprung nach oben machte der Alternatives-Anbieter Blackstone, gefolgt von Ares Management und Hamilton Lane, ebenfalls Alternatives-Anbieter.





Während der Fokus bei der Unternehmensführung von EU-domizilierten Asset-Management-Unternehmen innerhalb der letzten fünf Jahre offensichtlich auf der Steigerung von Effizienz und Profitabilität lag, lag er in den USA auf Wachstum. Den US-Asset-Management-Markt zeichnet insbesondere der Aufbau neuer Geschäftsfelder in den Private Markets aus, in denen sich vergleichsweise hohe Einnahmen aus Managementgebühren erzielen lassen.

Entwicklung der Marktkapitalisierung spricht Bände



Auch im Vergleich mit anderen Finanzdienstleistern in den USA lagen Asset Manager vorne. Im Zehnjahreszeitraum von 2014 bis 2024 erfuhren börsennotierte Asset Manager in den USA den



höchsten Zuwachs an Marktkapitalisierung gegenüber Banken, Versicherungen und Spezialfinanzierern.

Diese positive Entwicklung für die Asset-Management-Branche in den USA ist aber ausschließlich dem kompetentem Aufstieg der alternativen Asset Manager zu verdanken. Denn während in dem genannten Zeitraum die Gesamtmarktkapitalisierung aller US-Finanzwerte um etwa 50 % zunahm, konnte die Marktkapitalisierung von börsennotierten Alternatives um gut 350 % zulegen. Gelistete traditionelle Asset Manager bildeten dagegen mit 0 Prozent Steigerung das Schlusslicht im Universum der US-Financials.

In den bislang öffentlich vorliegenden Details des neuen „Altersvorsorgedepots“ kommt trotz des Investmentnotstands in der Infrastruktur Deutschlands das Thema „private Kapitalmärkte“ nicht vor. Und trotz der negativen Erfahrungen mit fehlenden oder unzureichenden Steuer- und anderen finanziellen Anreizen bei den EU-Fondsvehikeln EuVeCa und ELTIF unternimmt die EU-Kommission keinerlei erkennbare Anstrengung, an der fehlenden Incentivierung etwas zu ändern. Diskutiert wird in Brüssel vielmehr die Frage, ob ein zentraler Regulator besser ist als 27 nationale oder doch andersherum, wobei sich Mario Draghi unlängst, durchaus nachvollziehbar, für den zentralistischen Ansatz ausgesprochen hat. Das lässt zumindest hoffen.

Beteiligungen und Beteiligte

Auch in der Aktionärsstruktur börsennotierter Asset Manager unterscheiden sich die USA von der EU. Die größten Aktionäre der vier EU-Asset-Manager sind mehrheitlich Banken, Versicherungen sowie staatliche und staatsnahe Institutionen.

Am deutlichsten fällt dies bei der DWS auf. Rund 85 % an der Gesellschaft halten Deutsche Bank, Nippon Life und Norwegens Staatsfonds, wobei mit rund 79,5 % der Großteil auf die Deutsche Bank entfällt.

Ein ähnliches Bild findet sich bei Amundi: Gut 70 % der Aktien werden von 39 Regionalbanken der Crédit Agricole (68,9 %) sowie Amundi-Mitarbeitern (1,4 %) gehalten.

An Anima hält der italienische Staat 12 % und die Banco BPM 22,4 %, und an Azimut ist neben Norwegens Staatsfonds (1,7 %) die Treuhandgesellschaft Timone Fiduciaria mit 20,5 % beteiligt, die ihrerseits zu 95 % zur Treuhandgesellschaft Cofircont gehört.

Die Aktionärsstruktur der Asset Manager in den USA stellt sich anders dar. Hier sind es vornehmlich die Fonds und ETFs von Vanguard und Blackrock, die signifikant in Asset Manager investiert sind. Häufig genug sind diese Wettbewerber, anders als Vanguard und Blackrock, Asset Manager mit aktivem Investmentansatz.

Vanguard ist über seine Fonds größter oder zweitgrößter Aktionär bei zwölf der untersuchten 18 US-Asset-Manager. Den größten Anteil hält das Unternehmen mit 12,7 % an Virtus Investment Partners (Quelle: LSEG, Stand 28. August 2024). Blackrock ist mit seinen Fondsanlagen bei sieben der 18 Asset Managern größter oder zweitgrößter Aktionär. Blackrocks größter Anteil: Artisan Partners mit 14,1 % (Quelle: LSEG, Stand 28. August 2024).

Im Doppelpack sind Vanguard und Blackrock größter bzw. zweitgrößter Aktionär in fünf US-Asset-Managern und bringen es dabei auf Beteiligungen von zusammen 15 % (Hamilton Lane) bis 26 % (Virtus).

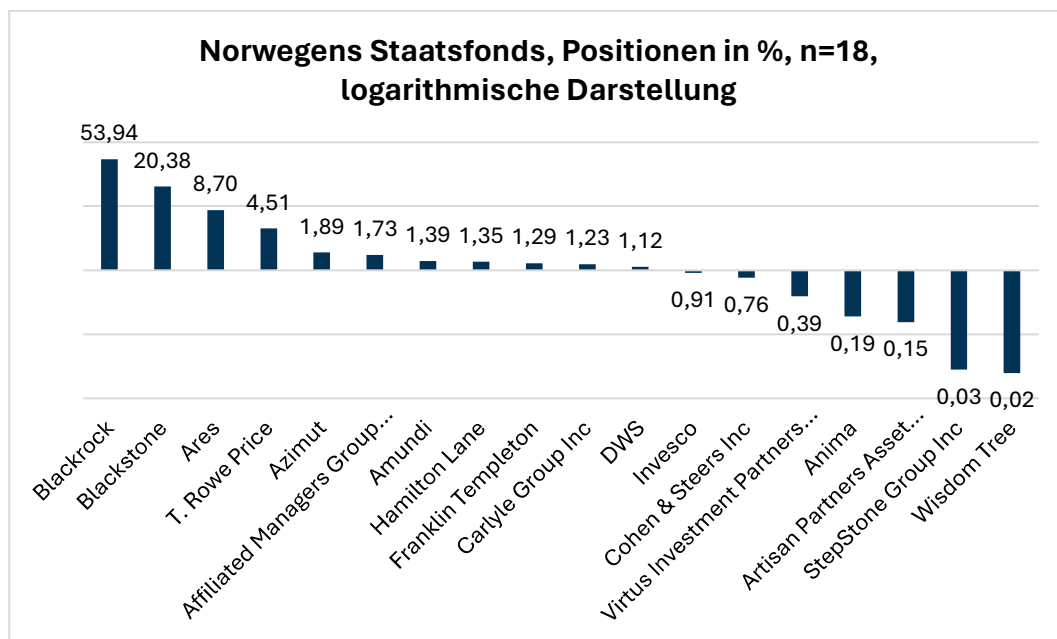
Forderung nach Stewardship

Es fällt schwer zu glauben, dass durch Beteiligungen dieser Art keine Interessenskonflikte entstehen. Außerdem stellt sich die Frage nach Einflussnahme auf Wettbewerber, letztlich nach einer im Ansatz monopolistischen Marktstruktur.

Die öffentliche Forderung nach „Stewardship“ wäre ein solches Beispiel von Einflussnahme: Fondsmanager sollen beispielsweise aktiv auf Zielunternehmen zum Zwecke eines nachhaltigen Nutzens für Wirtschaft, Umwelt und Gesellschaft einwirken.

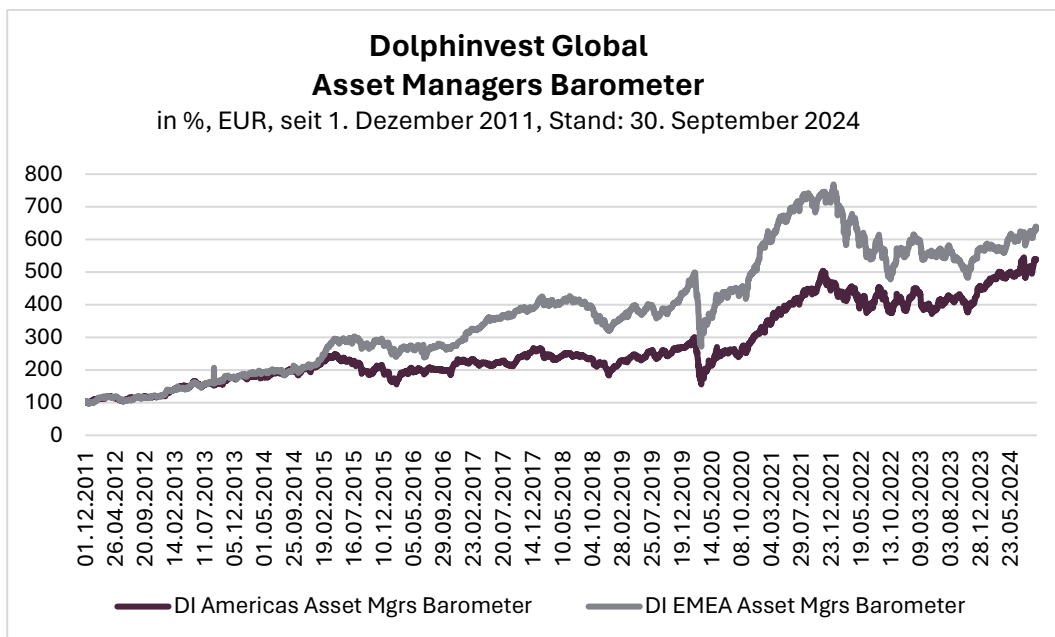
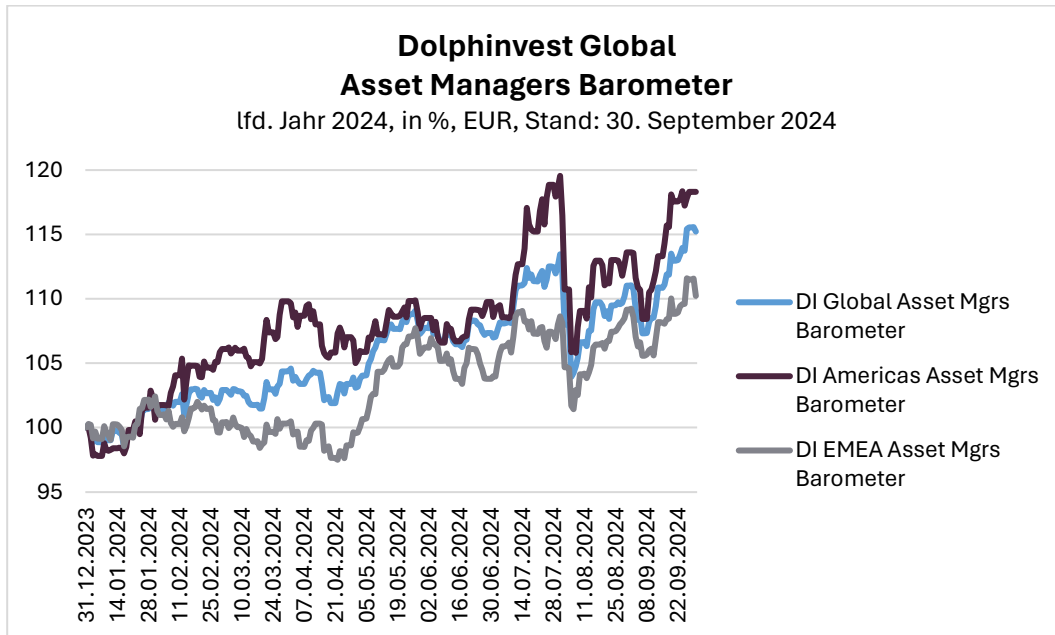
Schließlich stellt sich auch die Frage nach Risiken für die Branche. Was sind die Folgen für die Aktienkurse börsennotierter Asset Manager, wenn es zu massiven Abflüssen aus den großen Vanguard- und Blackrock-Fonds und -ETFs kommt? Letztlich geht es dann auch um die Frage nach der Systemrelevanz: Ob und inwieweit gehen von einem Kursverfall in der Asset-Management-Branche Risiken für die gesamte Finanzwirtschaft und damit mittelbar auch für weitere Teile der Wirtschaft aus?

Der norwegische Staatsfonds, der als größter Sovereign Wealth Fund der Welt gilt, ist per Ende des zweiten Quartals 2024 mit rund 3,5 Mrd. US-Dollar in 18 der insgesamt 22 US- bzw. EU-Asset-Manager investiert. Die Allokation ist US-lastig, die größten EU-Positionen sind Azimut und Amundi.



Lichtblick?

Die kurzfristige Wertentwicklung im laufenden Jahr bestätigt den Vorsprung der amerikanischen Asset-Management-Branche gegenüber ihren Peers in Europa. Auf längere Sicht zurück lässt sich jedoch auch konstatieren, dass europäische Asset Manager zehn Jahre lang (2011 bis 2021) die Aktien von US-Asset Managern outperformten, seit Corona, Ukrainekrieg und Zinswende jedoch underperformen.



ARC ALPHA Global Asset Managers

Der Fonds ist der einzige UCITS-Aktienfonds, der ausschließlich in börsennotierte Asset Manager investiert. Das Portfolio enthält etwa 35 gleichgewichtete Titel. Überdies besteht eine geographische Gleichgewichtung zwischen Amerika und EMEA mit jeweils ca. 40 %, Asset Manager im asiatisch-pazifischen Raum sind mit etwa 20 % gewichtet. Ferner soll die Vielfalt der Geschäftsmodelle sich im Portfolio widerspiegeln – insbesondere die Gewichtung von traditionellen und alternativen Asset Managern. Derzeit sind gut ein Drittel der im Fonds enthaltenen Titel reine Alternatives, hinzu kommen Aktien von Asset Managern, deren Produktangebot sich über traditionelle und alternative Anlageklassen erstreckt. Der Fonds hält eine Aktienquote von stets nahezu 100 %.



Im dritten Quartal 2024 erzielte der Fonds eine Rendite von 7,66 % (bei einer Sharpe Ratio von 1,61). Über die vergangenen sechs Monate lag die Rendite bei 8,81 % (Sharpe Ratio von 0,93), und die Rendite seit Jahresbeginn beläuft sich auf 13,71 % (Sharpe Ratio von 1,05).

Bei Fragen wenden Sie sich bitte an:

Michael Klimek

E-Mail: mklimek@dolphinvest.eu

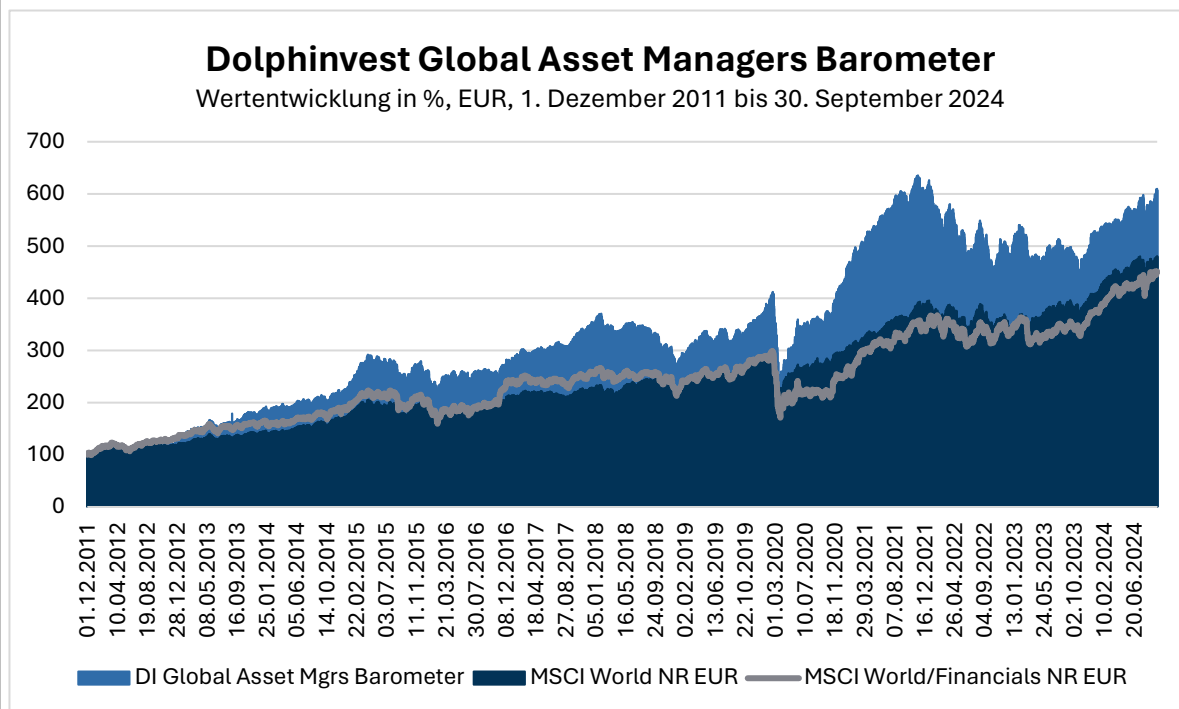
Tel.: +49 69 33 99 78 14

Was ist das Dolphininvest Global Asset Managers Barometer?

Vierteljährlich veröffentlichen wir das „Dolphinvest Global Asset Managers Barometer“. Dieses Barometer hilft uns, die aktuelle Lage der internationalen Asset-Management-Branche zu analysieren und die Sicht internationaler Aktieninvestoren auf die Branche zu veranschaulichen. Insofern stellt die Veröffentlichung des „Dolphinvest Global Asset Managers Barometers“ keine Kaufempfehlung dar.

Das Barometer bildet die Wertentwicklung von rund 100 börsennotierten Asset-Management-Unternehmen in EUR ab. Zwingende Voraussetzung für die Aufnahme in das Barometer ist ein Anteil von mindestens 75% der gesamten Einnahmen eines Unternehmens aus Vermögensverwaltungsgebühren. Banken und Versicherungsgesellschaften, die über große Asset-Management-Einheiten verfügen, werden daher in der Regel nicht aufgenommen. Das Barometer bildet alle Kontinente ab.

Die Transparenz börsennotierter Asset-Management-Unternehmen versetzt uns in den Stand, relevante Informationen über die einzelnen im Barometer enthaltenen Asset-Management-Unternehmen zu allgemeingültigen Aussagen zu verdichten und in unserer Beratungsarbeit zu berücksichtigen. Je nach Mandat teilen wir das Universum der im „Dolphinvest Global Asset Managers Barometer“ repräsentierten Asset Manager in Untergruppen ähnlicher Unternehmen ein, um mit diesen Vergleichsgruppen ein Benchmarking für unsere Beratungskunden zu ermöglichen.



Quelle: Dolphininvest Capital, Morningstar. Stand 30. September 2024. Die vergangene Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Erträge und im Zeitverlauf nicht konstant.



Disclaimer:

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und kann eine individuelle Anlageberatung nicht ersetzen. Dieses Dokument stellt keine Werbung von Wertpapierdienstleistungen oder Produkten, keine Wertpapieranalyse und keine Kaufs- und Verkaufsempfehlung dar. Die Daten, Kommentare und Analysen in diesem Dokument geben die Meinung von Dolphinvest Consulting GmbH zu Märkten und ihren Trends wieder. Dabei stützt sich Dolphinvest Consulting GmbH auf seine eigene Expertise, Wirtschaftsanalysen und Informationen, die zu diesem Zeitpunkt zur Verfügung standen. Die in diesem Dokument gemachten Angaben stellen in keiner Weise ein Versprechen oder eine Garantie von Dolphinvest Consulting GmbH dar. Jedes Investment beinhaltet spezifische Risiken. Alle potenziellen Anleger müssen vorbereitende Maßnahmen ergreifen und eine fachkundige Beratung einholen, um sich unabhängig von Dolphinvest Consulting GmbH eine eigene Meinung über die Eignung einer solchen Anlage hinsichtlich ihrer Vermögenslage zu bilden. Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen oder Kursgewinne getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt keine Haftung übernommen wird. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Dolphinvest Consulting GmbH, Schwindstraße 10, 60325 Frankfurt am Main. Stand: 10/2024.