

Kluß, Norbert; König, Markus; Cremers, Heinz

Working Paper

Incentive Fees: erfolgsabhängige Vergütungsmodelle deutscher Publikumsfonds

Arbeitsberichte der Hochschule für Bankwirtschaft, No. 45

Provided in Cooperation with:

Frankfurt School of Finance and Management

Suggested Citation: Kluß, Norbert; König, Markus; Cremers, Heinz (2003) : Incentive Fees: erfolgsabhängige Vergütungsmodelle deutscher Publikumsfonds, Arbeitsberichte der Hochschule für Bankwirtschaft, No. 45, Hochschule für Bankwirtschaft (HfB), Frankfurt a. M., <https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-2008072110>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/27808>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



Nr. 45

Incentive Fees

Erfolgsabhängige Vergütungsmodelle deutscher Publikumsfonds

**Norbert Kluß, Markus König
Heinz Cremers**

Juli 2003

ISSN 1436-9761

Autoren: Norbert Kluß
Commerzbank AG
Frankfurt am Main
e-mail: norbert.kluss@commerzbank.com Dr. Markus König
Afina Pentor AV, S.A.
Madrid (Spanien)
e-mail: m.koenig@afinapentor.com

Prof. Dr. Heinz Cremers
Hochschule für Bankwirtschaft
Frankfurt am Main
e-mail: cremers@hfb.de

Herausgeber: Hochschule für Bankwirtschaft
Private Fachhochschule der BANKAKADEMIE
Sonnemannstrasse 9 - 11 ■ 60314 Frankfurt am Main
Tel.: 069 / 154008-0 ■ Fax: 069 / 154008 - 728

Abstract:

This paper analyzes the current use of incentive-fee-concepts for mutual funds in Germany. Following an empirical analysis about the relevance of these methods, the different methods of calculation and the influence of different parameters are described. Further on it explains the impacts of possible basis of assessment, the clearing period and the opportunities of carrying back the obtained performance from the investor's point of view.

Key words: Incentive Fee, Performance Fee

JEL Classification: G11, G19, G21, G29

1. Einleitung.....	3
2. Bestandsaufnahme.....	3
3. Ausgestaltungsformen.....	6
3.1. Bemessungsgrundlagen.....	9
3.1.1. Absolute Bemessungsgrundlage.....	9
3.1.2. Relative Bemessungsgrundlage.....	10
3.2. Bezugsperiode.....	11
3.3. Periodenübergreifende Verrechnung erzielter Renditen...	12
3.4. Entlohnungsfunktionen und deren Restriktionen.....	13
3.4.1. Uneingeschränkte Gewinn- und Verlustbeteiligung...	14
3.4.2. Mit Verlustbeschränkung.....	16
3.4.3. Mit Gewinnbeschränkung.....	18
3.4.4. Eingeschränkte Gewinn- und Verlustbeteiligung.....	19
3.4.5. High water mark.....	21
3.4.6. Hurdle rate.....	22
4. Resümee.....	24
5. Anhang.....	26
6. Literaturverzeichnis.....	28

1. Einleitung

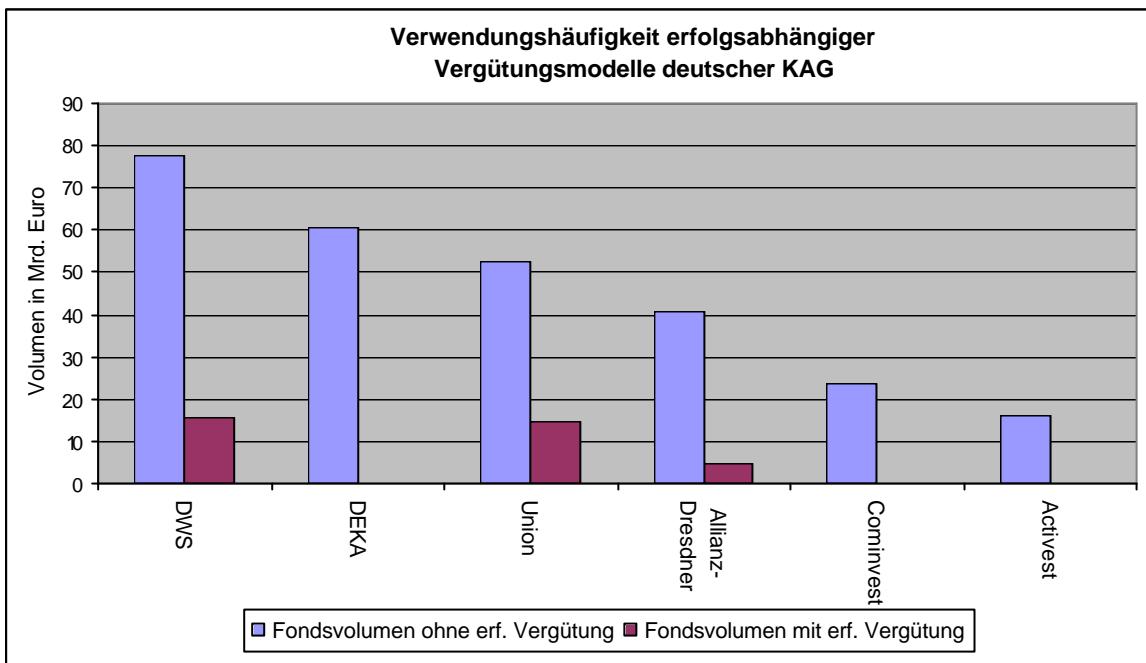
Seit einigen Jahren halten erfolgsabhängige Vergütungsmodelle bei in Deutschland aufgelegten Investmentfonds immer mehr Einzug. In Zeiten boomender Wertpapiermärkte und exzellenter Wertentwicklungen der Investmentfonds fielen diese zusätzlich einbehaltenen erfolgsabhängigen Vergütungen nicht so sehr ins Gewicht. Doch durch die anhaltend negativen Wertentwicklungen der Weltbörsen sind viele Anleger kostensensitiver geworden und vergleichen vermehrt die angebotenen Produkte.

Das Ziel der nachfolgenden Ausführungen ist es, einen Überblick über die verschiedenen Berechnungsverfahren erfolgsabhängiger Vergütungsmodelle zu geben und deren tatsächliche Bedeutung transparenter zu machen.

2. Bestandsaufnahme

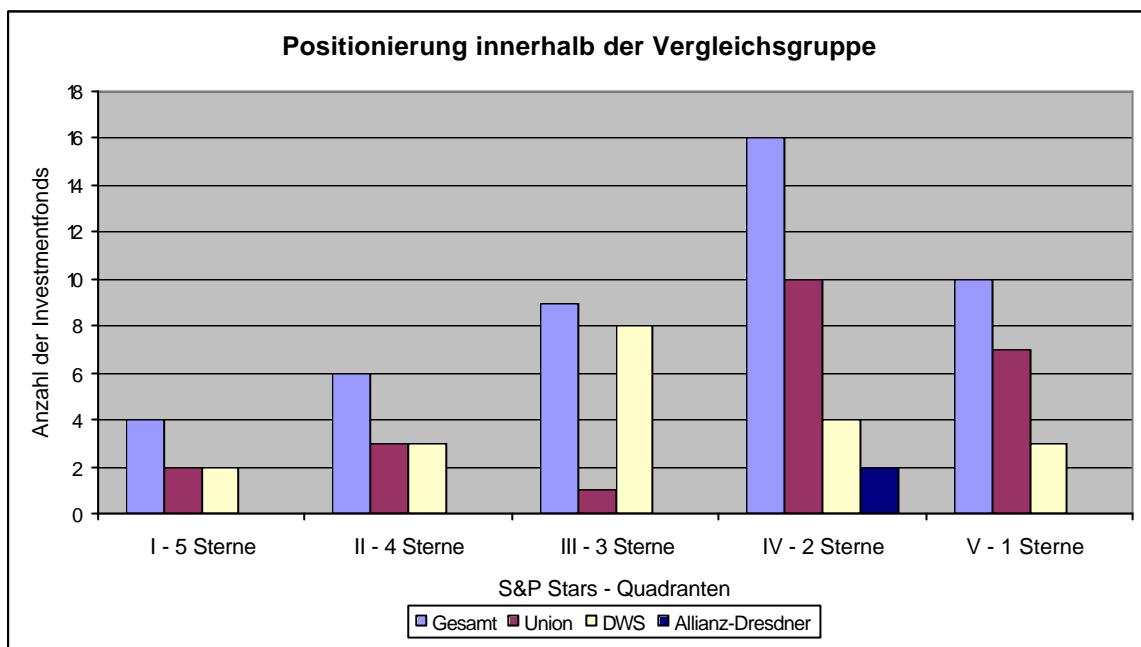
Die nachfolgenden Grafiken beschreiben die Anzahl und die Volumina der mit einer erfolgsbezogenen Vergütungsstruktur ausgestatteten Investmentfonds der sechs größten deutschen Kapitalanlagegesellschaften. Aufgrund der eingeschränkten Bereitschaft zur Information über dieses als sensibel erachtete Thema musste die Untersuchung auf die Fonds dieser Gesellschaften beschränkt werden. Dennoch haben die ermittelten Zahlen eine gewisse Aussagekraft, denn das von diesen Gesellschaften verwaltete Gesamtvermögen beläuft sich auf 271,53 Mrd. Euro und repräsentiert in Deutschland einen Marktanteil von über 85%.¹

¹ Vgl. BVI-Statistik 2002



Die Grafik zeigt deutlich die Unterschiede, in welchem Umfang die untersuchten Kapitalanlagegesellschaften die Möglichkeit nutzen, erfolgsabhängig zu vergüten. Hierbei schwankt der Anteil zwischen 0% bei der Activest-, Cominvest- und Deka-Gruppe, über 10,17% bei der Allianz Dresdner Asset Management Gruppe und 16,76% bei der DWS Gruppe bis hin zu 22,03% bei der Union Investment Gruppe. Viel interessanter als der Anteil erfolgsabhängiger Vergütungen ist allerdings die Gegenüberstellung der erzielten Wertentwicklungen der einzelnen Fonds innerhalb ihrer Vergleichsgruppe. Hierfür wurde auf die S&P Fund Stars zurückgegriffen, die sich aus der Division der durchschnittlichen relativen Wertentwicklungen eines Fonds durch die Volatilität der relativen Werte ergeben. In der nachfolgenden Grafik wird das Abschneiden von Investmentfonds, die mit einer erfolgsbezogenen Vergütungsstruktur arbeiten, zusammenfassend dargestellt.²

² Anhang: Liste der Investmentfonds mit erfolgsbezogener Vergütungsstruktur

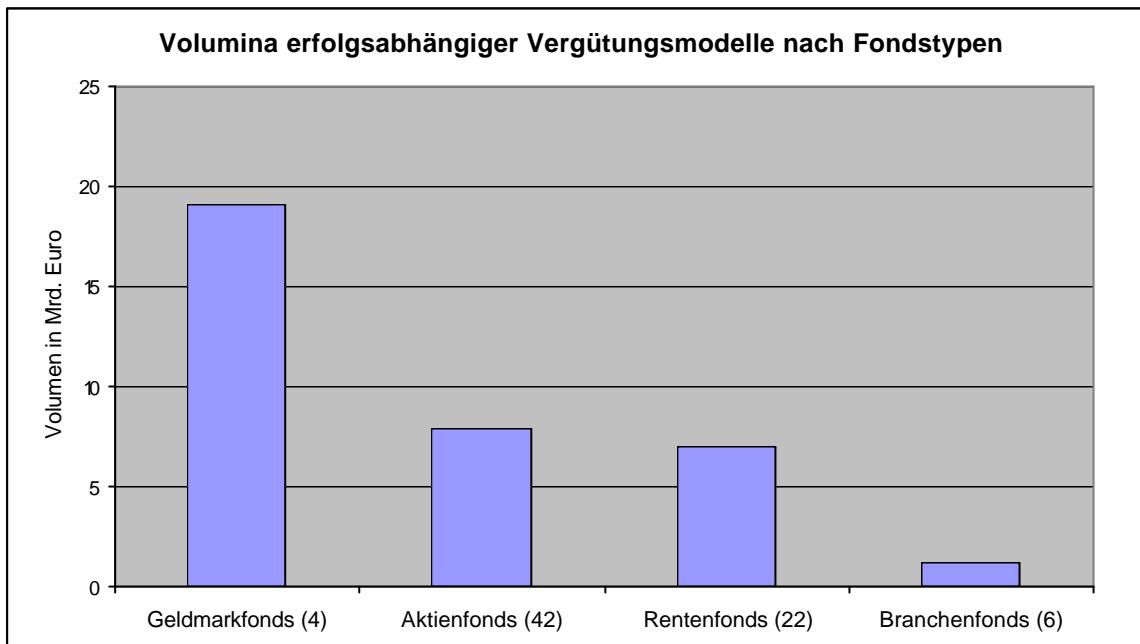


Aus der Grafik geht hervor, dass die Gesamtheit³ der Investmentfonds mit einer erfolgsbezogenen Vergütungsstruktur nur zu 42%⁴ zu den besten 50% ihrer Vergleichsgruppe gehört.⁵ Die Aufteilung in die Erfolgsquoten der einzelnen Kapitalanlagegesellschaften ergibt allerdings ein weitaus differenzierteres Bild. Einerseits ist es der DWS mit 65% der betrachteten Investmentfonds gelungen zu den besten 50% der Vergleichsgruppe zu gehören. Auf der anderen Seite gehören die mit einer erfolgsbezogenen Vergütungsstruktur ausgestatteten Investmentfonds der Union Investment Gruppe, nur mit 26% zu den besten 50% ihrer Vergleichsgruppe. Auf mögliche Effekte bestimmter Anreizstrukturen wird später eingegangen. Bemerkenswert ist der - bezogen auf das Volumen - mit annähernd 60% sehr hohe Anteil von Geldmarktfonds an der Gesamtheit aller Fonds mit erfolgsabhängigen Vergütungselementen.

³ 45 der betrachteten 74 Investmentfonds wurden durch S&P Fund Stars klassifiziert

⁴ 19 der 45 durch S&P klassifizierten Investmentfonds konnten nur 3 oder mehr Sterne erzielen

⁵ Aufteilung der S&P Fund Stars: 5 Sterne = Besten 10%, 4 Sterne = nächsten 11 – 30%, 3 Sterne = 31-50%, 2 Sterne = 51-75% und 1 Stern 76-100%



3. Ausgestaltungsformen

Die Ausgestaltungsmöglichkeiten eines Entlohnungssystems zwischen Kapitalanlagegesellschaften und Investoren sind vielfältig. In einem ersten Schritt kann auf die bestehenden gesetzlichen Regelungen zurückgegriffen werden. So darf die Depotbank der Kapitalanlagegesellschaft aus den zu einem Sondervermögen gehörenden Konten nur die ihr nach den Vertragsbedingungen für die Verwaltung des Sondervermögens zustehende Vergütung und den ihr zustehenden Ersatz von Aufwendungen auszahlen.⁶ In den Vertragsbedingungen ist insbesondere festzuhalten, nach welcher Methode, in welcher Höhe und aufgrund welcher Berechnung die Vergütung und die Aufwendungserstattung aus dem Sondervermögen an die Kapitalanlagegesellschaft, die Depotbank und Dritte zu leisten ist. Darüber hinaus bedürfen die Vertragsbedingungen der Zustimmung durch die Bankenaufsicht.⁷

Bei in Deutschland aufgelegten Aktienfonds beträgt die Verwaltungsvergütung durchschnittlich 0,95 % p.a. und bei Rentenfonds durchschnittlich 0,56 % p.a.⁸,

⁶ Vgl. § 12 c I KAGG

⁷ Vgl. § 15 II u. III (f) KAGG

⁸ Vgl. Ferber/Narat, Fondsgebühren werden Transparent, Handelsblatt v. 28.6.2002, S. 54

die dem Anleger nicht direkt berechnet, sondern unmittelbar, verteilt auf monatlich anteilige Entnahmen, dem Fondsvermögen entnommen wird. Die Höhe des Fondsvolumens und damit die Berechnungsgrundlage für die Verwaltungsvergütung werden nicht ausschließlich vom Leistungsvermögen des Managements, sondern auch von der Höhe der Mittelzu- bzw. Mittelabflüsse, sowie von der allgemeinen Kursentwicklung der Wertpapiermärkte beeinflusst. Bei der Verwaltungsvergütung handelt es sich folglich um eine vermögenswertabhängige Entlohnung des Fondsmanagements, d.h. die jeweilige Kapitalanlagegesellschaft partizipiert unmittelbar an Volumensveränderungen.⁹

$$VG_N = a_N * BVG_N \quad (1)$$

VG_N = Verwaltungsvergütung in Geldeinheiten (GE) für die Berechnungsperiode N

a_N = Verwaltungsvergütungssatz in % für die Berechnungsperiode N

BVG_N = Bemessungsgrundlage in GE für die Berechnungsperiode N

In der Praxis wird in der Regel das Nettofondsvermögen (net asset value) zur Bestimmung der Bemessungsgrundlage herangezogen.

$$BVG_N = K_{N-1}^F * X_{N-1}^F \quad (2)$$

K_{N-1}^F = Anteilswert zu Beginn der Berechnungsperiode

X_{N-1} = Anzahl der ausgegebenen Fondsanteile zu Beginn der Betrachtungsperiode

Es ist nicht auszuschließen, dass Fondsgesellschaften zur Erhöhung der Verwaltungsvergütung – und entgegen der Interessenlage der alten Anteilsinhaber – am Verkauf von zusätzlichen Anteilsscheinen interessiert sind.¹⁰

⁹ Vgl. Maurer, Kontrolle und Entlohnung von Spezialfonds als Instrument der Vermögensanlage von Versicherungsunternehmen, Karlsruhe 1996, S. 255

¹⁰ Vgl. Obermann, Investmentfonds auf dem Prüfstand, 1975, S. 153/154

Problematisch ist hierbei nur, dass ein Hineinwachsen des Fonds in bestimmte Größenordnungen zu Dispositionsproblemen führen kann und dies nicht im Interesse der alten Anteilsinhaber liegt. Einerseits profitieren Anleger in Investmentfonds mit hohen Volumina direkt vom Kostendegressionseffekt, da die Fixkosten im Verhältnis zum Fondsvolumen kaum ins Gewicht fallen. Andererseits nehmen sie dafür in Kauf, dass diese Investmentfonds durch ihre Transaktionen ganze Marktsegmente massiv beeinflussen können. Darüber hinaus besteht für Anleger in Investmentfonds mit allzu kleinen Volumina die Gefahr, dass diese aufgrund an sich zu begrüßender Kostensensitivität nicht den Analyseaufwand betreiben bzw. nachgehen können, der bei Investmentfonds mit größeren Volumina erfolgt.

Die Vereinbarung einer erfolgsabhängigen Vergütungskomponente könnte hier Abhilfe schaffen. Diese wird nur dann in Rechnung gestellt, wenn die Wertentwicklung der Anteile während der Betrachtungsperiode die eines ex-ante definierten Referenzindex oder einer Vergleichsrendite übersteigt.¹¹ Im Mittelpunkt erfolgsabhängiger Vergütungsmodelle sollte demnach die Möglichkeit einer finanziellen Beteiligung der Kapitalanlagegesellschaften bzw. des Fondsmanagements an der Wertentwicklung des Fondsvermögens stehen. Die Berechnungsmodalitäten der verschiedenen möglichen Vergütungsmodelle wird von folgenden Einflussfaktoren determiniert:

- Bemessungsgrundlage (absoluter Vermögenszuwachs oder relativer Vergleich mit einer Benchmark)
- Bezugsperiode (Intervall der Berechnung/Belastung)
- Periodenübergreifende Verrechnung erzielter Renditen
(keine/beschränkte/unbeschränkte Berücksichtigung)
- Entlohnungsfunktionen und deren Restriktionen (high water mark und hurdle rate)

¹¹ Vgl. Obermann, a. a. O., S. 154

3.1 Bemessungsgrundlagen

Grundsätzlich besteht die Möglichkeit, ein erfolgsabhängiges Vergütungsmodell auf Basis einer absoluten oder relativen Bemessungsgrundlage zu konstruieren.

3.1.1. Absolute Bemessungsgrundlage

Die variable Vergütungskomponente wird nur dann in Rechnung gestellt, wenn es dem Fondsmanagement gelingt einen absoluten Vermögenszuwachs zu erzielen. Hierbei dient die Differenz zwischen dem Rücknahmepreis (net asset value) am Ende und zu Beginn der Bezugsperiode, multipliziert mit der Anzahl ausgegebener Fondsanteilen als Bemessungsgrundlage für die Ermittlung des erfolgsabhängigen Bestandteils der Vergütung. Die Wertentwicklung während der Bezugsperiode kann wie folgt bestimmt werden:

$$B_N^{abs} = (K_N^F - K_{N-1}^F) * X_{N-1} \quad (3)$$

K_{N-1}^F = Anteilswert zu Beginn der Berechnungsperiode N

K_N^F = Anteilswert am Ende der Berechnungsperiode N

X_{N-1} = Anzahl der ausgegebenen Fondsanteile zu Beginn der Betrachtungsperiode

B_N^{abs} = „absolute“ Bemessungsgrundlage zur Ermittlung der variablen Vergütungskomponente in GE in der N-ten Betrachtungsperiode

Die wertentwicklungsabhängigen Leistungshonorare der meisten Hedge Funds basieren auf der Betrachtung der absoluten Vermögenswertsveränderungen im Vergleich zum Periodenbeginn.¹² Der Vorteil für den Anleger, bei Verwendung einer absoluten Bemessungsgrundlage, liegt klar auf der Hand. Er bezahlt nur dann eine zusätzliche erfolgsabhängige Vergütung, wenn er einen tatsächlichen Vermögenszuwachs erzielt hat. Die Fondsgesellschaft auf der anderen Seite trägt

¹² Vgl. Pichl, Hedge Funds, Eine praxisorientierte Einführung, Stuttgart 2001, S. 11

durch eine derartige Vereinbarung das volle Marktrisiko, da sie, unabhängig vom Marktumfeld, einen absoluten Wertzuwachs erzielen muss. Dies kann sich in Zeiten fallender Börsen als nahezu unmöglich erweisen und der Anreiz zur erhöhten Anstrengung hierdurch verloren gehen.

3.1.2. Relative Bemessungsgrundlage

Die Verwendung einer relativen Bemessungsgrundlage basiert auf einem Vergleich der Wertentwicklung eines Investmentfonds mit seiner entsprechenden Benchmark. Dabei dient die Differenz der Renditen des Sondervermögens relativ zur Benchmarkrendite als Berechnungsgrundlage und ist als aktive Rendite (Überschussrendite) definiert.¹³ Das Konzept der aktiven Rendite induziert das Bestreben der Kapitalanlagegesellschaft respektive des Fondsmanagements eine möglichst hohe aktive Rendite zu erzielen. Eine positive aktive Rendite mündet tendenziell in einer hohen und eine negative entsprechend in einer geringen Leistungsprämie.

Dieser Zusammenhang kann formal wie folgt dargestellt werden:

$$R_N^{aktiv} = R_N^F - R_N^{BM} \quad (4)$$

R_N^{BM} = Wertentwicklung der Benchmark in % in der N-ten Betrachtungsperiode

R_N^F = Wertentwicklung des Investmentfonds in % in der N-ten Periode

R_N^{aktiv} = aktive Rendite des Investmentfonds in % in der N-ten Berechnungsperiode

Als Berechnungsgrundlage für die Ermittlung der variablen Entlohnungskomponente dient der Rücknahmepreis (net asset value) zu Beginn der Betrachtungsperiode multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Fondsanteile.

¹³ Vgl. Maurer, a. a. O., S. 246

Die Wertentwicklung des Fondsvermögens während der Betrachtungsperiode kann wie folgt ermittelt werden:

$$B_N^{rel} = R_N^{aktiv} * K_{N-1}^F * X_{N-1} \quad (5)$$

X_{N-1} = Anzahl der ausgegebenen Fondsanteile zu Beginn der Betrachtungsperiode

K_{N-1}^F = Anteilswert zu Beginn der Berechnungsperiode

B_N^{rel} = Bemessungsgrundlage zur Ermittlung der „relativen“ variablen Vergütungskomponente in GE in der N-ten Betrachtungsperiode

Der Anleger bezahlt nur dann eine erfolgsabhängige Vergütung, wenn es dem Fondsmanagement gelingt einen ex-ante definierten Referenzindex zu schlagen, also einen relativen Vermögenszuwachs zu erzielen. Der Anreiz für das Fondsmanagement bleibt auch in Zeiten rückläufiger Märkte bestehen, weil der Anleger bei Vereinbarung einer relativen Bemessungsgrundlage auch ein Teil des Marktrisikos trägt.

3.2. Bezugsperiode

Ein essentieller Punkt für die Vereinbarung eines erfolgsabhängigen Entlohnungssystems ist die Definition des zugrunde liegenden Betrachtungszeitraums. Die am Ende der Periode ermittelte relative bzw. absolute Wertentwicklung wird nicht nur von den Fähigkeiten des Fondmanagements, sondern auch von der Entwicklung der definierten Benchmark beeinflusst. Um die Gefahr einer ungerechten Behandlung des Fondsmanagements zu vermeiden, sollte die Bezugsperiode nicht zu kurz, aber auch nicht zu lang festgelegt werden.¹⁴ Durch die Festlegung eines zu kurzen Intervalls könnte das Fondsmanagement versucht sein, die Wertentwicklung der Benchmark durch das Eingehen von übermäßig hohen Risiken zu übertreffen.¹⁵ Andererseits könnte das

¹⁴ Vgl. Maurer, a. a. O., S. 247

¹⁵ Vgl. Carpenter, The Optimal Dynamic Investment Policy for a Fund Manager with Incentive Fee, New York 1998, Department of Finance, Working Paper Series 1998, S. 25

Fondsmanagement durch die Wahl einer zu langen Periode die Anreizkomponente aus den Augen verlieren. In der Praxis wird die Periodenlänge meist auf ein Jahr festgelegt, wobei zumeist zwei bis drei Perioden akkumuliert betrachtet werden.¹⁶ Dadurch wird dem Fondsmanagement die Möglichkeit gegeben, durch die Umsetzung der von ihnen entwickelten Anlagestrategien langfristig eine positive Wertentwicklung für den Anleger zu generieren.

Die Ermittlung der erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten erfolgt in der Regel täglich. Hierdurch wird der Rechenaufwand erheblich reduziert, da die festgestellten variablen Vergütungsbestandteile, unter Berücksichtigung nur eines Saldos (Summe Ein- und Auszahlungen) ermittelt und taggleich zurückgestellt werden. An Tagen, an denen die Bemessungsgrundlage sinkt, der Fond also relativ zur Benchmark oder absolut verliert, wird diese entsprechend dem täglichen Vergleich wieder aufgelöst. Durch die taggleiche Verrechnung wird den exogen verursachten Zahlungsströmen Rechnung getragen und die erfolgsabhängige Vergütung kann dem Fondsvolumen verursachungsgerecht belastet werden. Der am Ende der Bezugsperiode verbliebene Saldo kann dann von der Kapitalanlagegesellschaft entnommen bzw. ausgeglichen werden.

3.3. Periodenübergreifende Verrechnung erzielter Renditen

Bereits bei Vertragsabschluss/Fondsauflegung müssen der Einfluss einer periodenübergreifenden Verrechnungsmöglichkeit positiver bzw. negativer Wertentwicklungen und die daraus resultierenden Zahlungsströme für beide Vertragsparteien klar geregelt sein. Grundsätzlich kann zwischen drei Möglichkeiten unterschieden werden:

- *Keine Verrechnungsmöglichkeit:*

Diese Ausprägungsform berücksichtigt ausschließlich die aktuelle Wertentwicklung für die Berechnung der erfolgsabhängigen Vergütungskomponente.

¹⁶ Vgl. Pichl, a. a. O., S. 12

- *beschränkte Verrechnungsmöglichkeit*

Zur Ermittlung des variablen Vergütungsbestandteils wird nur eine beschränkte Anzahl von Wertentwicklungen als Berechnungsgrundlage herangezogen.

- *unbeschränkte Verrechnungsmöglichkeit*

Hierbei werden alle seit Auflegung des Investmentfonds erzielten Wertentwicklungen zur Berechnung des leistungsabhängigen Vergütungsbestandteils herangezogen (s.a. high water mark).

Die Vereinbarung einer periodenübergreifenden Verrechnungsmöglichkeit der erzielten Wertentwicklungen soll einer übermäßigen Kostenbelastung der Investoren entgegen wirken. Je nach Ausprägungsform erhält die Kapitalanlagegesellschaft erst dann eine erfolgsabhängige Vergütungskomponente, wenn sie Verluste der Vergangenheit wieder aufgeholt hat. Durch den Verzicht auf eine zeitliche Verrechnungsmöglichkeit wird der Erfolg nur anhand einer Periode bewertet. Die Kapitalanlagegesellschaft kann in diesem Fall eine erfolgsabhängige Vergütung auch dann erhalten, wenn sie langfristig keinen Vermögenszuwachs für den Investor erzielt.

3.4. Entlohnungsfunktionen und deren Restriktionen

Nach erfolgter Festlegung der Bemessungsgrundlage, der Bezugsperiode und der periodenübergreifende Verrechnung erzielter Renditen gilt es nun, die Entlohnungsfunktion zu beschreiben. Nachfolgend werden vier mögliche Ausprägungsformen erörtert. Hierbei ist vorweg anzumerken, dass die Abgabe einer Garantieerklärung seitens der Kapitalanlagegesellschaft nach Ansicht des BaFin aufgrund der damit verbundenen Gefahr der Illiquidität, nicht zulässig ist.¹⁷ Daraus resultiert eine begrenzte Anwendbarkeit der Entlohnungsfunktionen mit uneingeschränkter Gewinn- und Verlustbeteiligung, mit Gewinnbeschränkung sowie mit eingeschränkter Gewinn- und Verlustbeteiligung.

¹⁷ Vgl. König, Vom Options-Fonds zur Fonds-Option, Universität Osnabrück 1997, Arbeitspapier Nr. 62, S. 10

3.4.1. Uneingeschränkte Gewinn- und Verlustbeteiligung

Eine nahe liegende Gestaltungsform einer erfolgsabhängigen Vergütungsstruktur ist eine strikt symmetrische Entlohnungsstruktur, bei der die Kapitalanlagegesellschaft sowohl an den finanziellen Chancen als auch an den Risiken in gleichem Maße beteiligt ist. Formal lässt sich die erfolgsabhängige Vergütungskomponente für eine einperiodige Bezugsperiode wie folgt darstellen:

$$Z_N = B_N * t_N \quad (6)$$

Z_N = erfolgsabhängiger Vergütungsbestandteil in GE

B_N = Bemessungsgrundlage in der N-ten Periode

t_N = Partizipationssatz der Kapitalanlagegesellschaft an dem erzielten Anlageerfolg in der N-ten Periode

Die während einer Periode von der Kapitalanlagegesellschaft insgesamt vereinnahmten Vergütungen lassen sich durch folgende Funktion ermitteln:

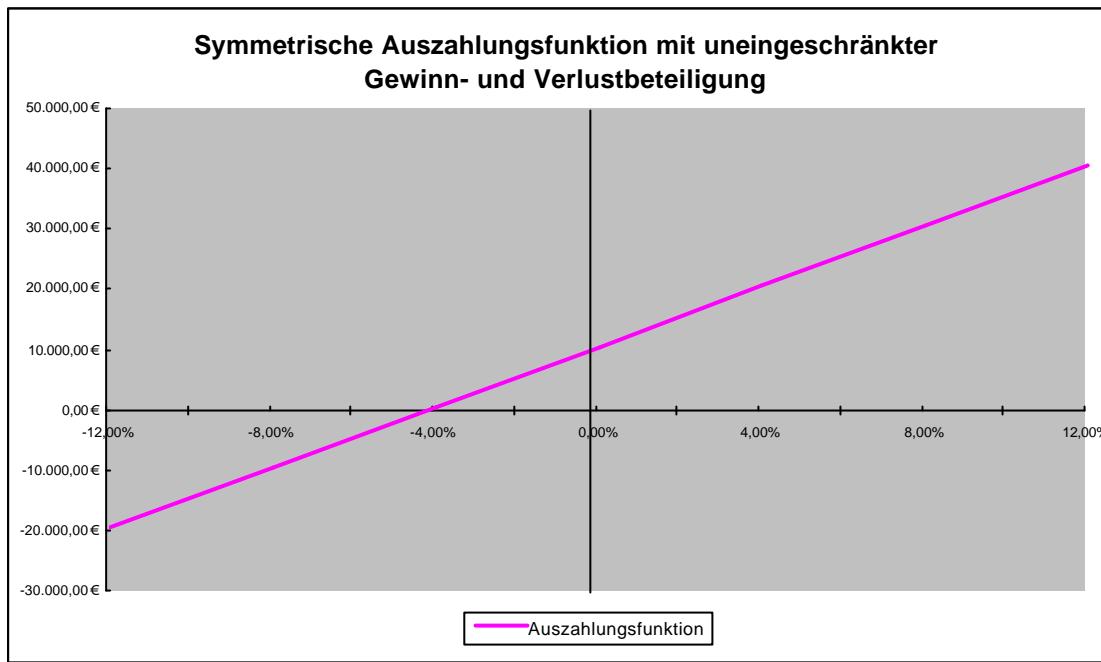
$$GV_N = a_N * BVG_N + B_N * t_N \quad (7)$$

GV_N = vereinnahmte Gesamtvergütung in GE für die Berechnungsperiode N

a_N = Verwaltungsvergütungssatz in % für die Berechnungsperiode N

BVG_N = Bemessungsgrundlage in GE für die Berechnungsperiode N

Die folgende Grafik veranschaulicht, dass die Kapitalgesellschaften bei einem symmetrischen Vergütungsmodell sowohl an negativen als auch an positiven Wertentwicklungen des Fondsvermögens partizipieren.



Kritik:

Ab einer bestimmten Rendite von $\frac{-(a_N * BVG_N)}{t_N} > B_N$ ist die vereinnahmte vermögenswertabhängige Vergütung nicht mehr ausreichend, um die entstandenen Verluste zu decken. Folglich würde sich ein umgekehrter Zahlungsstrom, von der Kapitalanlagegesellschaft an das Sondervermögen, ergeben. Auf die sich hieraus ergebenden bankenaufsichtsrechtlichen Bestimmungen soll an dieser Stelle nur insoweit eingegangen werden, dass sich die Kapitalanlagegesellschaft durch die Vereinbarung einer uneingeschränkten Verlustbeteiligung einem Preisrisiko aussetzt.¹⁸ Wie eingangs bereits erwähnt, ist die Abgabe einer Garantie durch eine Kapitalanlagegesellschaft jedoch nach Ansicht des BaFin aufgrund der damit verbundenen Gefahr der Illiquidität untersagt,¹⁹ so dass auch für die Vereinbarung einer uneingeschränkten Gewinn- und Verlustbeteiligung nichts anderes gelten kann. Aus Anlegergesichtspunkten würde dieses Vergütungsmodell allerdings eine interessante Alternative darstellen, da hierbei die Kapitalanlagegesellschaft einen Teil des Marktrisikos trägt.

¹⁸ Vgl. Maurer, a. a. O., S. 278

¹⁹ Vgl. König, a. a. O., S. 10

3.4.2. Mit Verlustbeschränkung

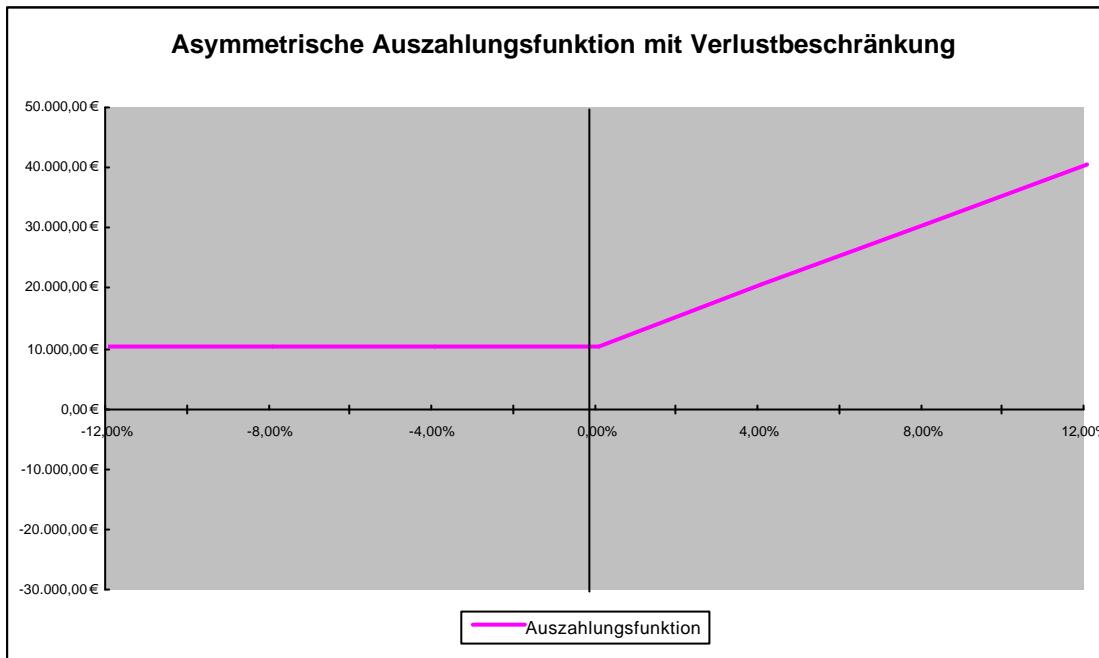
Aufgrund der aufsichtsrechtlichen Beschränkungen werden in der Praxis Vergütungssysteme vereinbart, die eine Verlustbeteiligung explizit ausschließen. Die Kapitalanlagegesellschaft erhält hierbei neben einer Grundvergütung eine erfolgsabhängige Vergütungskomponente. Durch die Aufnahme einer Verlustbeschränkung in Höhe von $f = 0$, kann die obige Formel zur Bestimmung der zu vereinnahmenden Gesamtvergütung wie folgt diesen veränderten Voraussetzungen angepasst werden:

$$GV_N = a_N * BVG_N + \max(f, B_N) * t_N \quad (8)$$

f = vertraglich festgelegte (negative) Verlustbeschränkung
in % oder GE

Vom finanztheoretischen Standpunkt aus betrachtet, ergibt sich für die Kapitalanlagegesellschaft die Pay-Off Struktur einer europäischen Calloption. Diese räumt ihr das Recht, aber nicht die Verpflichtung ein, am Ende des Betrachtungszeitraums eine erfolgsabhängige Vergütungskomponente zu erheben.²⁰ Durch die nur auf positive Wertentwicklungen beschränkte Erfolgsbeteiligung ergibt sich eine asymmetrische Vergütungsfunktion, die sich aus Sicht der Kapitalanlagegesellschaft wie folgt darstellen lässt:

²⁰ Vgl. Maurer, a. a. O., S. 280



Kritik:

Der Stillhalter dieser Pay-Off Austauschoption sind die Anteilseigner des Sondervermögens. Diese tragen nicht nur das gesamten Benchmarkrisiko, sondern darüber hinaus ebenfalls noch das volle Risiko einer negativen Rendite. Sie sind aber an positiven Wertentwicklungen des Fondsvermögens nur mit einer reduzierten Partizipationsrate von $(1 - t_N)$ beteiligt. Das Fondsmanagement könnte versucht sein, durch übermäßige bzw. in ihrer Höhe vom Anleger nicht gewollte Risiken einzugehen, um infolgedessen die vorgegebene Benchmark zu schlagen und dadurch in den Genuss einer erfolgsbezogenen Leistungsvergütung zu gelangen. In der Praxis steuern die Kapitalanlagegesellschaften dieser Gefahr durch die Installierung von leistungsfähigen Risikocontrollingsystemen entgegen. Das Fondsmanagement kann dadurch ein ex-ante definiertes maximales Risiko nicht unbemerkt überschreiten. Darüber hinaus gewährleistet die Kapitalanlagegesellschaft hierdurch, dass die Kunden auch das Produkt erhalten, das sie anhand der Verkaufsprospekte ausgesucht haben und beugt hierdurch etwaigen Haftungsansprüchen vor.

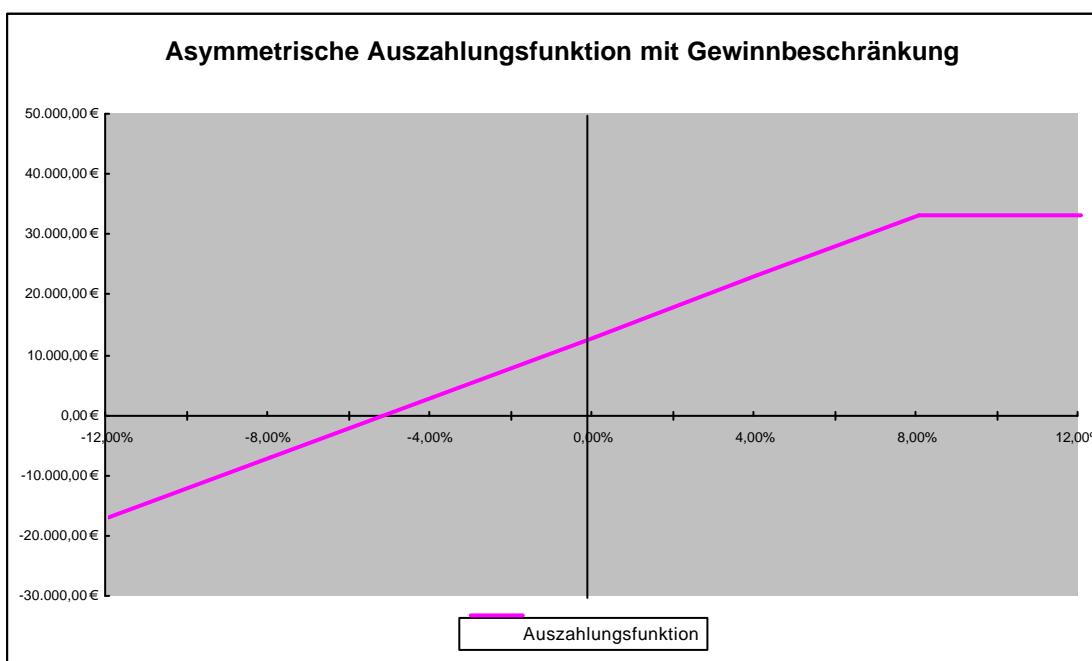
3.4.3. Mit Gewinnbeschränkung

Eine eher theoretische Vergütungsstruktur stellt eine beschränkte Gewinn- mit einer uneingeschränkten Verlustbeteiligung dar. Diese Vertragsform wird in der Praxis nicht verwendet und ist hier nur zur Vervollständigung aufgeführt. Aus Sicht der Kapitalanlagegesellschaft kann die Auszahlungsfunktion formal wie folgt dargestellt werden:

$$GV_N = a_N * BVG_N + \min(B_N, c) * t_N \quad (9)$$

c = vertraglich festgelegte (positive) Gewinnbeschränkung
in % oder GE

Durch die Vereinbarung einer Gewinnobergrenze ist diese Auszahlungsfunktion mit einer europäischen Putoption vergleichbar, bei welcher die Kapitalanlagegesellschaft als Stillhalter auftritt und hiermit die Verpflichtung eingeht, am Ende des Betrachtungszeitraums Teile einer negativen Wertentwicklung zu übernehmen. Diese lässt sich aus der Sicht der Kapitalanlagegesellschaft wie folgt darstellen:



Kritik:

Die Kapitalanlagegesellschaft trägt in diesem Fall gemeinsam mit den Anteilsinhabern nicht nur ein Benchmarkrisiko, sondern darüber hinaus auch noch das Risiko negativer Wertentwicklungen, ist hingegen dagegen an einer positiven Wertentwicklung nur bis zur vorher festgelegten Gewinnobergrenze c beteiligt. Das Fondsmanagement könnte versucht sein, die Anstrengungen bei Überschreiten der Partizipationsgrenze c zu reduzieren und dadurch Chancen zur Gewinnerhöhung für die Anteilseigner nicht wahrzunehmen. Eine Garantieerklärung durch eine Kapitalanlagegesellschaft ist dennoch, wie zuvor bereits erläutert, durch das BaFin untersagt. Somit ist die Verwendung von Auszahlungsfunktionen mit einer Gewinnbeschränkung und uneingeschränkter Verlustbeteiligung ebenfalls unzulässig. Eine mögliche Modifikation stellt jedoch die nachfolgend dargestellte Auszahlungsfunktion mit einer eingeschränkten Gewinn- und Verlustbeteiligung dar.

3.4.4. Eingeschränkte Gewinn- und Verlustbeteiligung

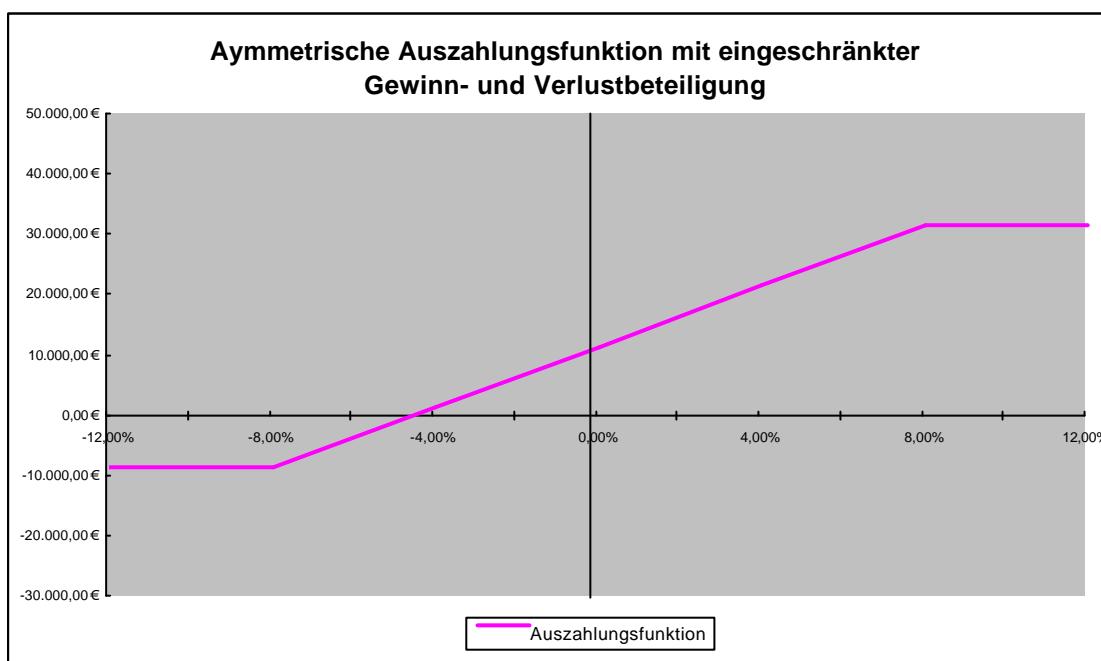
Bei dieser asymmetrischen Vergütungsstruktur partizipiert die Kapitalanlagegesellschaft sowohl an den finanziellen Chancen als auch an den Risiken nur bis zu der vorher vereinbarten Gewinn- c bzw. Verlustbeschränkung f an der Wertentwicklung. Formal lässt sich diese Vergütungsstruktur wie folgt darstellen:

$$GV_N = a_N * BVG_N + t_N * \begin{cases} \min(c, B_N) & \text{für } B_N \geq 0 \\ \max(f, B_N) & \text{für } B_N < 0 \end{cases} \quad (10)$$

c	=	vertraglich in % oder GE	festgelegte (positive)	Gewinnbeschränkung
f	=	vertraglich in % oder GE	festgelegte (negative)	Verlustbeschränkung

Durch die vertraglich festgelegte Gewinn- und Verlustobergrenze ergibt sich eine asymmetrische Vergütungsfunktion, die mit der Auszahlungsfunktion eines Collar

vergleichbar ist. Bei einem Collar handelt es sich um die Kombination einer europäischen Put- und Calloption, bei denen nur der Ausübungspreis divergiert, die restlichen Kontraktvereinbarungen aber übereinstimmen.²¹ Die Kapitalgesellschaft partizipiert durch diese Vereinbarung innerhalb eines bestimmten Korridors an der Wertentwicklung des Fonds und kann aus Sicht der Kapitalanlagegesellschaft wie folgt darstellt werden:



Kritik:

Bei Verwendung einer asymmetrischen Vergütungsfunktion mit Gewinn- und Verlustbeschränkung partizipiert die Kapitalgesellschaft nur in der durch die Grenze c und f festgelegten Spanne an der Wertentwicklung des Investmentfonds. Mittels einer solchen Vereinbarung kann der Investor einerseits das Eingehen überhöhter Risiken durch das Fondsmanagement verhindern, aber andererseits genügend Anreiz für positive Wertentwicklungen bieten. Die Vereinbarung eingeschränkter Verlustbeteiligungen ist der Abgabe einer Garantieerklärung durch die Kapitalanlagegesellschaft gleichzusetzen und nach Auffassung des BaFin aufgrund der Gefahr der Illiquidität unzulässig.²²

²¹ Vgl. Palomo Zurdo, Mateu Gordon, Productos, Instrumentos y Operaciones de Inversión, Madrid 2000, S. 384

²² Vgl. König, a. a. O., S. 10

3.4.5. High water mark

Eine high water mark impliziert, dass die Fondsmanager erst dann an einer Wertentwicklung partizipieren, wenn der Fonds alte Höchststände überschreitet.²³ Die Verträge zwischen den Kapitalanlagegesellschaften und den Investoren enthalten also Klauseln, die der Kapitalanlagegesellschaft nur dann einen Bonus zugestehet, wenn auch der Anleger einen zusätzlichen Gewinn erzielt und darüber hinaus Wertverluste aus früheren Perioden kompensiert wurden.²⁴ Die Anzahl der Perioden, auf den sich dieser „Verlustvortrag“ bezieht, wird durch die Vertragsparteien jeweils individuell verhandelt. Einige Kapitalanlagegesellschaften setzen die high water marks der von ihnen betreuten Investmentfonds in einem vorher vereinbarten Turnus wieder auf Null.²⁵ Dadurch soll verhindert werden, dass die Fondsmanager durch das Eingehen eines übermäßigen bzw. unerwünscht hohen Risikos versuchen, die Wertentwicklung des Investmentfonds über die high water mark zu heben, um damit eine erfolgsabhängige Vergütungskomponente zu vereinnahmen.²⁶ Formal kann die Verwendung einer erfolgsabhängigen Vergütungsstruktur mit einer high water mark wie folgt dargestellt werden:

$$GV_N = a_N * BVG_N + t_N * \begin{cases} B_N - \min(c, B_{N-1}) & \text{für } B_N \geq 0 \\ B_N - \max(f, B_{N-1}) & \text{für } B_N < 0 \end{cases} \quad (11)$$

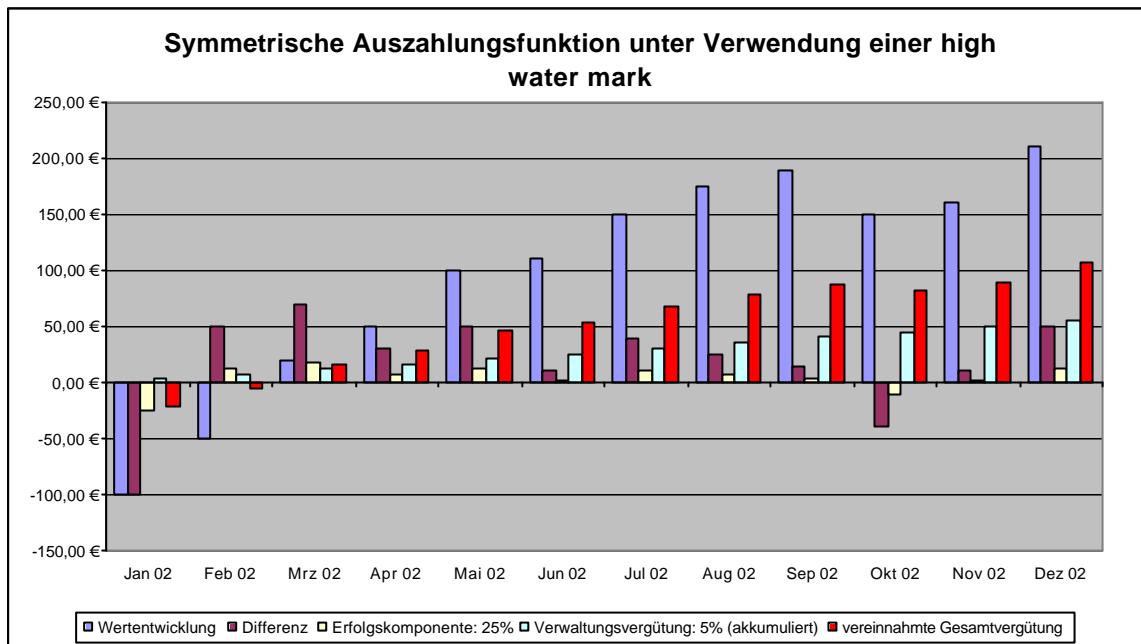
Die Zahlungsströme können aus Sicht der Kapitalanlagegesellschaft wie folgt veranschaulicht werden.

²³ Vgl. Nicholas, Investing in Hedge Funds, Strategies for the New Marketplaces, Princeton USA 1999, S. 52

²⁴ Vgl. Goetzmann/Ingersoll Jr./Ross, High Water Marks, Cambridge 1999, National Bureau of Economic Research, Working Paper, S. 1 und 17

²⁵ Vgl. Carpenter, a. a. O., S. 25

²⁶ Vgl. Goetzmann/Ingersoll Jr./Ross, a. a. O., S. 17



Kritik:

Die Grafik verdeutlicht sehr anschaulich die Zahlungsströme bei der Verwendung einer high water mark mit einer symmetrischen Auszahlungsfunktion. Die Kapitalanlagegesellschaft wird dadurch auch für in der Vergangenheit erzielte Anlageergebnisse mit in die Verantwortung gezogen und partizipiert erst bei erneutem Überschreiten alter Höchststände an der Wertentwicklung des Investmentfonds.

3.4.6. Hurdle Rate

Bei einer hurdle rate handelt es sich um eine Vergleichsrendite, nach deren Überschreitung das Fondsmanagement an der Wertentwicklung des Investmentfonds partizipiert. In der amerikanischen Literatur werden meist „treasury bills“ (Schatzwechsel mit dreimonatiger Laufzeit) als hurdle rate herangezogen.²⁷ Die Verwendung eines beliebigen festen Satzes ist ebenfalls möglich. Das Fondsmanagement partizipiert erst ab einer Zielerfüllung von beispielsweise 8% an der Wertentwicklung mit einer zusätzlichen Leistungsvergütung. Für deutsche Publikumsfonds könnte als Vergleichsrendite

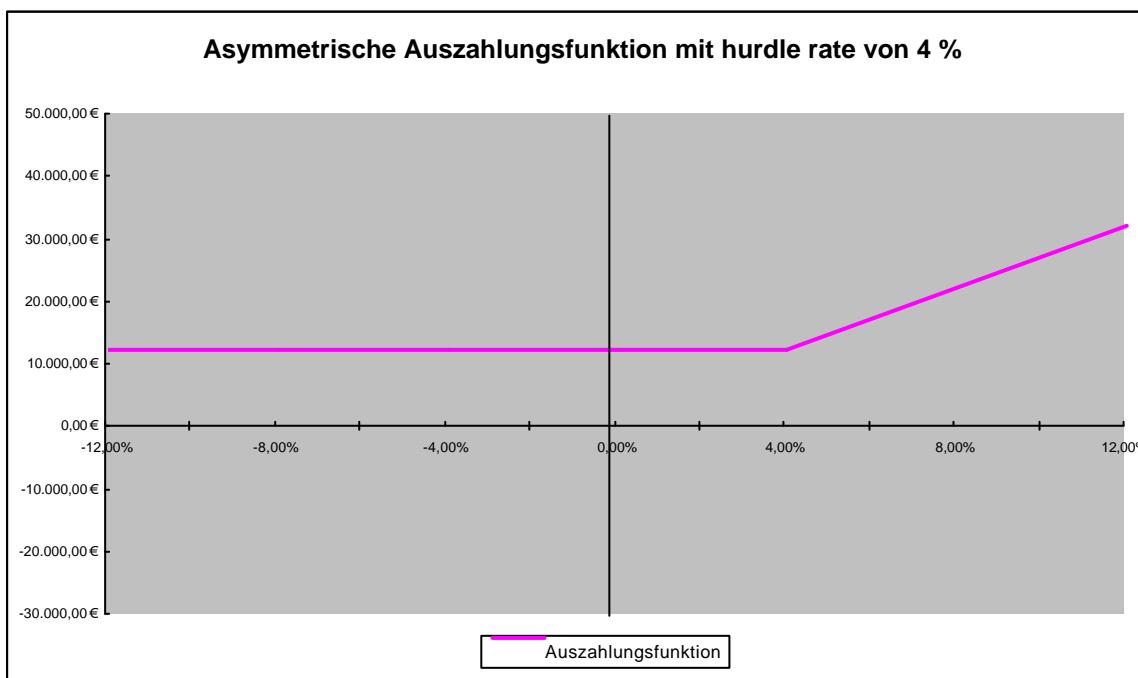
²⁷ Vgl. Nicholas, a. a. O., S. 51

der 3-Monat Euribor oder ein vergleichbarer Zinssatz die geeignete Referenzgröße darstellen. Die Verwendung einer hurdle rate lässt sich formal wie folgt darstellen:

$$GV_N = a_N * BVG_N + \max(h, B_N) * t_N \quad (12)$$

h = vertraglich festgelegte Mindestwertentwicklung in % oder GE

Bei einer Vergütungsstruktur mit einer hurdle rate handelt es sich um eine Modifikation einer verlustbeschränkten Vergütungsfunktion (s.a. 4.4.2.). Die Kapitalanlagegesellschaft partizipiert, wie bei Auszahlungsfunktionen mit einer Verlustbeschränkung, erst ab einer bestimmten Mindestwertentwicklung an der Wertentwicklung des Investmentfonds. Dieser Zusammenhang stellt sich wie folgt dar:



Kritik:

Ebenso wie bei einer verlustbeschränkten Vergütungsfunktion könnte das Fondsmanagement noch mehr bestrebt sein, durch übermäßige bzw. in ihrer Höhe vom Anleger nicht gewollte Risiken einzugehen, um infolgedessen die vorgegebene Benchmark zu schlagen und dadurch in den Genuss einer erfolgsbezogenen Leistungsvergütung zu gelangen.

4. Resümee

Von einem Durchbruch der Idee der erfolgsabhängigen Vergütung bei Investmentfonds kann in Deutschland noch nicht gesprochen werden. Erst ca.13% des gesamten Fondsvolumens entfällt auf Fonds mit einem variablen Vergütungsmodell.

Das immer wieder vorgebrachte Argument, dass nämlich eine erfolgsabhängige Vergütung letztlich auch zu besseren Ergebnissen führt, konnte empirisch nicht bestätigt werden. So gehörten nur 42% der betrachteten Investmentfonds zu den besten 50% ihrer Vergleichsgruppe. Mehr als die Hälfte der betrachteten Investmentfonds konnte also das eigentliche Ziel einer erfolgsbezogenen Vergütungsstruktur, nämlich dem Anteilsinhaber langfristige eine vergleichbare oder bessere Wertentwicklung zu erwirtschaften, nicht erfüllen.

In einem zweiten Teil wurden die unterschiedlichen Gestaltungsformen erfolgsabhängiger Vergütung beschrieben. In der Praxis finden sowohl erfolgsabhängige Vergütungsmodelle mit einer relativen oder absoluten Bemessungsgrundlage und mit und ohne periodenübergreifende Verrechnung der erzielten Rendite Verwendung. Da es Kapitalanlagegesellschaften derzeit untersagt ist, Garantieerklärungen abzugeben, beinhalten diese Vereinbarungen immer eine Verlustbeschränkung für die Kapitalanlagegesellschaften.

Das aus Anlegersicht optimale Vergütungsmodell würde hingegen die Vereinbarung einer uneingeschränkten Gewinn- und Verlustbeteiligung der Kapitalanlagegesellschaft mit einer hurdle rate und einer high water mark unter Verwendung einer absoluten Bemessungsgrundlage darstellen. Hierdurch könnte man dem Eingehen zu hoher Anlagerisiken durch das Fondsmanagement entgegen wirken, da hierbei die Kapitalanlagegesellschaft einen Teil des Marktrisikos trägt.

Eine ebenfalls positiv zu beurteilende Alternative stellt die Vereinbarung erfolgsabhängiger Vergütungsmodelle mit Verlustbeschränkung für die Kapitalanlagegesellschaft dar, idealerweise kombiniert mit einer high water mark

und einer hurdle rate. Durch die Anwendung einer high water mark könnte einerseits die periodenübergreifende Verrechnung gewährleistet werden. D.h. die Kapitalanlagegesellschaft partizipiert erst dann an Wertsteigerungen, wenn alte Höchststände überschritten werden. Andererseits könnte durch eine zuvor definierte hurdle rate eine realistische Mindestrendite festgelegt werden, welche der Kapitalanlagegesellschaft noch genügend Leistungsanreiz bietet.

Abschliessend sei die Anmerkung gestattet, gerade im Hinblick auf die zu fördernde Wettbewerbsfähigkeit des Standorts Deutschland proaktiv die aus Anlegersicht sinnvollen Gebührenmodelle zu ermöglichen, wenn nicht sogar aktiv zu fördern. Um eventuellen negativen Konsequenzen aus der Abgabe von Garantierklärungen vorzubeugen, ist deren Umfang allerdings zu begrenzen.

5. Anhang

Union – Gruppe

Name	Volumen*	Vergütungsmodell	S&P Sterne
UnionMoneyMarket: Euro	5,363 €	max. 1/3 der Outperf., mtl. Rückstellung, Mtl. Auflösung	4
UnionMoney Market: USD	0,079 €	max. 1/3 der Outperf., mtl. Rückstellung, Mtl. Auflösung	2
UniEuroKapital	0,747 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	2
UniEuroKapital -net	0,704 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	2
UniEuroRentaCorporates A	0,237 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	
UniEuroRentaCorporates T	0,457 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	3
UniEuropaRenta	1,141 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	5
UniEuropaRenta -net	0,169 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	5
UnilInterKapital -net	0,183 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	1
UniRentaCorporates A	0,026 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	
UniRentaCorporates T	0,387 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	2
UniFonds -net	0,211 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	4
UniEuroAktien	1,085 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	2
UniDynamicFonds: Europa A	0,604 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	1
UniDynamicFonds: Europa -net- A	0,162 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	1
UniEuropa	1,114 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	2
UniEuropa -net	0,759 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	2
UniValueFonds: Europa A	0,006 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	
UniValueFonds: Europa -net-	0,004 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	
UniDynamicFonds: Nordamerika A	0,017 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	
UniDynamicFonds: Nordamerika -net- A	0,021 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	
UniAsia	0,116 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	
UniDynamicFonds: Asia A	0,084 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	2
UniDynamicFonds: Asia -net- A	0,088 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	1
UniDynamicFonds: Japan A	0,059 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	2
UniDynamicFonds: Japan -net- A	0,044 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	2
UniDynamicFonds: Global A	0,228 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	1
UniDynamicFonds: Global -net- A	0,100 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	1
UniGlobal -net-	0,562 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	4
UniValueFonds: Global A	0,008 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	
UniValueFonds: Global -net- A	0,006 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	
UniRenta -net	0,097 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	1
UniStartUp	0,002 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung jhrl.	

Allianz Dresden Management Gruppe

Name	Volumen	Vergütungsmodell	S&P Sterne
DIT-Aktien Deutschland AF	0,065 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung	
DIT-Aktien Europa AF	0,222 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung	2
DIT-Aktien Global AF	0,004 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, Auflösung	
DIT-Geldmarktfonds Spezial	4,345 €		2

DWS - Gruppe

Name	Volumen*	Vergütungsmodell	S&P Sterne
DWS Deutsche Aktien Typ 0	0,374 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	4
DWS US Aktien Typ 0	0,167 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	2
DWS Europäische Aktien Typ 0	0,399 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	1
DWS Asiatische Aktien Typ 0	0,103 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	3
DWS Deutsche Renten Typ 0	0,125 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	4
DWS Internationale Renten Typ 0	0,412 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	3
DWS Deutsche Renten (lang) Typ 0	0,050 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	5
DWS Europäische Renten Typ 0	0,188 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	3
DWS US Technoaktien Typ 0	0,187 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	3
DWS Goldminenaktien Typ 0	0,060 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	1
DWS Dollar-Renten Typ 0	0,036 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	5
DWS Pharma-Aktien Typ 0	0,180 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	3
DWS Biotech-Aktien Typ 0	0,675 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	3
DWS Internet-Aktien Typ 0	0,085 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	2
DWS Internationale Aktien Typ 0	0,049 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	
DWS New Markets Typ 0	0,018 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	
DWS Emerging Market Bond Typ 0	0,019 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	
DWS Geldmarktfonds Plus	9,285 €	max. 1/3 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	4
DWS Rendite Optima	0,704 €	max. 1/3 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	2
db PrivatMandat Invest - Wachstum	0,086 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	
db PrivatMandat Invest - Balance	0,073 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	
db PrivatMandat Invest - Einkommen	0,017 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	
db PrivatMandat Invest - Substanz	0,001 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	
db PrivatMandat Invest - Dynamik	0,000 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	
DWS Euro-Corp Bonds	0,858 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	
DWS Euro-Corp High Yield	0,124 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	2
DWS Convergence Bonds	0,352 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	
DWS US-Corp Bonds	0,031 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	
DWS US-Corp High Yield	0,007 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	
DWS Zloty Reserve	0,049 €	max. 1/3 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	
DWS Alpha Fonds	0,155 €	max. 1/5 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	1
DWS Beta Fonds	0,165 €	max. 1/5 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	3
DWS Delta Fonds	0,212 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	3
DWS Europa Challenge 2003	0,038 €	max. 1/3 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	
DWS New Energies Basket25+	0,004 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	
DWS Value Basket 25+	0,328 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	
DWS VentureCap Basket25+	0,006 €	max. 1/4 der Outperf., tgl. Rückstellung, jhrl. Auflösung	

*Angaben in € Mio. per 31.12.2002

6. Literaturverzeichnis

- Bundesverband deutscher Investment- und Vermögensverwaltungs-Gesellschaften e.V. (BVI); Investment 2002; Frankfurt; 2002
- Carpenter, Jennifer N.; The Optimal Dynamic Investment Policy for a Fund Manager with Incentive Fee; Working Paper Series 1998; Department of Finance; New York; 1998
- Ferber, Michael / Narat, Ingo; Fondsgebühren werden transparent; Handelsblatt; 28.06.2002
- Goetzmann, William N. / Ingersoll Jr., Jonathan / Ross, Stephan A.; High Water Marks; Working Paper 6413; National Bureau of Economic Research; Cambridge; 1999
- König, Markus; Vom Options-Fonds zur Fonds-Option; Arbeitspapier Nr. 62; Universität Osnabrück; 1997
- Maurer, Raimond; Kontrolle und Entlohnung von Spezialfonds als Instrument der Vermögensanlage von Versicherungsunternehmen; Karlsruhe; 1996
- Nicholas, Joseph G.; Investing in Hedge Funds: Strategies for the New Marketplaces; Princeton/USA; 1999
- Obermann, Peter; Investmentfonds auf dem Prüfstand; Hamburg; 1975
- O.V.: Basisinformation über Vermögensanlagen in Wertpapieren; Köln; 1999
- Palomo Zurdo, Ricardo / Mateu Gordon, José Luis; Productos, Instrumentos y Operaciones de Inversión; Madrid/Spanien; 2000
- Pichl, Andrea; Hedge Funds: Eine praxisorientierte Einführung; Stuttgart; 2001
- Verkaufsprospekte und Rechenschaftsberichte von Fonds folgender Kapitalanlagegesellschaften: Activest, ADIG, DEKA, DIT, DWS, Union Investment

Arbeitsberichte der Hochschule für Bankwirtschaft

Bisher sind erschienen:

Nr.	Autor/Titel	Jahr
1	Moermann, Jürgen Lean Reporting und Führungsinformationssysteme bei deutschen Finanzdienstleistern	1995
2	Cremers, Heinz; Schwarz, Willi Interpolation of Discount Factors	1996
3	Jahresbericht 1996	1997
4	Ecker, Thomas; Moermann, Jürgen Die Bank als Betreiberin einer elektronischen Shopping-Mall	1997
5	Jahresbericht 1997	1998
6	Heidorn, Thomas; Schmidt, Wolfgang LIBOR in Arrears	1998
7	Moermann, Jürgen Stand und Perspektiven der Informationsverarbeitung in Banken	1998
8	Heidorn, Thomas; Hund, Jürgen Die Umstellung auf die Stückaktie für deutsche Aktiengesellschaften	1998
9	Löchel, Horst Die Geldpolitik im Währungsraum des Euro	1998
10	Löchel, Horst The EMU and the Theory of Optimum Currency Areas	1998
11	Moermann, Jürgen Terminologie und Glossar der Bankinformatik	1999
12	Heidorn, Thomas Kreditrisiko (CreditMetrics)	1999
13	Heidorn, Thomas Kreditderivate	1999
14	Jochum, Eduard Hoshin Kanri / Management by Policy (MbP)	1999
15	Deister, Daniel; Ehrlicher, Sven; Heidorn, Thomas CatBonds	1999
16	Chevalier, Pierre; Heidorn, Thomas; Rütze, Merle Gründung einer deutschen Strombörs für Elektrizitätsderivate	1999
17	Cremers, Heinz Value at Risk-Konzepte für Marktisiken	1999
18	Cremers, Heinz Optionspreisbestimmung	1999
19	Thiele Dirk; Cremers, Heinz; Robé Sophie Beta als Risikomaß - Eine Untersuchung am europäischen Aktienmarkt	2000
20	Wolf, Birgit Die Eigenmittelkonzeption des § 10 KWG	2000
21	Heidorn, Thomas Entscheidungsorientierte Mindestmargenkalkulation	2000
22	Böger, Andreas; Heidorn, Thomas; Philipp Graf Waldstein Hybrides Kernkapital für Kreditinstitute	2000
23	Heidorn, Thomas / Schmidt Peter / Seiler Stefan Neue Möglichkeiten durch die Namensaktie	2000
24	Moermann, Jürgen; Frank, Axel Grenzen des Outsourcing: Eine Exploration am Beispiel von Direktbanken	2000
25	Löchel, Horst Die ökonomischen Dimensionen der ‚New Economy‘	2000
26	Cremers, Heinz Konvergenz der binomialen Optionspreismodelle gegen das Modell von BlackScholes/Merton	2000
27	Heidorn, Thomas / Klein, Hans-Dieter / Siebrecht, Frank Economic Value Added zur Prognose der Performance europäischer Aktien	2000

28	Löchel, Horst / Eberle, Günter Georg Die Auswirkungen des Übergangs zum Kapitaldeckungsverfahren in der Rentenversicherung auf die Kapitalmärkte	2001
29	Biswas, Rita / Löchel, Horst Recent Trends in U.S. and German Banking: Convergence or Divergence?	2001
30	Heidorn, Thomas / Jaster, Oliver / Willeitner, Ulrich Event Risk Covenants	2001
31	Roßbach, Peter Behavioral Finance - Eine Alternative zur vorherrschenden Kapitalmarkttheorie?	2001
32	Strohhecker, Jürgen / Sokolovsky, Zbynek Fit für den Euro, Simulationsbasierte Euro-Maßnahmenplanung für Dresdner-Bank-Geschäftsstellen	2001
33	Frank Stehling / Jürgen Moermann Strategic Positioning of E-Commerce Business Models in the Portfolio of Corporate Banking	2001
34	Norbert Seeger International Accounting Standards (IAS)	2001
35	Thomas Heidorn / Sven Weier Einführung in die fundamentale Aktienanalyse	2001
36	Thomas Heidorn Bewertung von Kreditprodukten und Credit Default Swaps	2001
37	Jürgen Moermann Terminologie und Glossar der Bankinformatik	2002
38	Henner Böttcher / Prof. Dr. Norbert Seeger Bilanzierung von Finanzderivaten nach HGB, EstG, IAS und US-GAAP	2003
39	Thomas Heidorn / Jens Kantwill Eine empirische Analyse der Spreadunterschiede von Festsatzanleihen zu Floatern im Euroraum und deren Zusammenhang zum Preis eines Credit Default Swaps	2002
40	Daniel Balthasar / Prof. Dr. Heinz Cremers / Michael Schmidt Portfoliooptimierung mit Hedge Fonds unter besonderer Berücksichtigung der Risikokomponente	2002
41	Ludger Overbeck / Prof. Dr. Wolfgang Schmidt Modeling Default Dependence with Threshold Models	2003
42	Beiträge von Studierenden des Studiengangs BBA 012 unter Begleitung von Prof. Dr. Norbert Seeger Rechnungslegung im Umbruch - HGB-Bilanzierung im Wettbewerb mit den internationalen Standards nach IAS und US-GAAP	2003
43	Holger Kahlert/ Prof. Dr. Norbert Seeger Bilanzierung von Unternehmenszusammenschlüssen nach US - GAAP	2003
44	Thomas Heidorn / Lars König Investitionen in Collateralized Debt Obligations	2003

Printmedium: €25,-- zzgl. €2,50 Versandkosten
Download im Internet unter: <http://www.hfb.de/forschung/veroeffen.html>

Bestelladresse/Kontakt:
Hochschule für Bankwirtschaft,
Sonnemannstraße 9-11, 60314 Frankfurt/M.
Tel.: 069/154008-734, Fax: 069/154008-728
eMail: johannsen@hfb.de, internet: www.hfb.de

Weitere Informationen über die Hochschule für Bankwirtschaft erhalten Sie im Internet unter www.hfb.de