

**Universalbanken und Investmentfonds:
Aktuelle Reformfragen**

Theodor Baums und Markus König

Arbeitspapier 13/96

**Universalbanken und Investmentfonds:
Aktuelle Reformfragen**

Prof. Dr. Theodor Baums und wiss. Mitarbeiter Markus König,
Universität Osnabrück*

- I. Einleitung
- II. Anteilseignerstruktur der Kapitalanlagegesellschaften
 - III. Aktienbesitz an der Anteilseignerbank
 - 1. Allgemeine Erwägungen
 - 2. Rechtstatsachen
 - 3. Bewertung
 - 4. Zusammenfassung
 - 5. Exkurs: Spezialfonds und Erwerb von Aktien an Anlegern des Fonds
 - IV. Stimmrechtsausübung aus Aktien an der Anteilseignerbank
 - 1. Rechtstatsachen
 - 2. Bewertung
 - V. Beteiligungspolitik der Anteilseignerbank und Publizität
 - 1. Allgemeines
 - 2. Rechtstatsachen
 - 3. Bewertung
 - VI. Anteilseignerbank, Emissionstätigkeit und Fondsbesitz
 - 1. Die These
 - 2. Rechtstatsachen
 - 3. Diskussion der möglichen Erklärungsansätze
 - 4. Rechtspolitische Schlußfolgerung
 - VII. Schlußbemerkung und Zusammenfassung der Empfehlungen
- Anhang

Schaubilder und Tabellen:Schaubild 1:

Verteilung des Anteilsbesitzes an inländischen Kapitalanlagegesellschaften

Schaubilder 2 - 20:

Anteilseignerbanken als Konsortialführerin und Aktienerwerb durch deren Kapitalanlagegesellschaften

Schaubild 21:

Zusammenfassung aus Tabellen 8 a - 8 d

Tabelle 1:

Fondsvermögen der Kapitalanlagegesellschaften der 8 größten Kreditinstitute (Stand: 31.12.1995)

Tabelle 2:

Aktienbesitz abhängiger Kapitalanlagegesellschaften an ihren Anteilseignerbanken (1992 - 1994)

Tabelle 3 :

Spezialfonds und Erwerb von Aktien an Anlegern des Fonds - Ausgewählte Beispiele

Tabelle 4:

Einfluß der Kapitalanlagegesellschaften auf Hauptversammlungen ihrer Anteilseignerbanken (1992)

Tabellen 5 a - 5 c:

Aktienbesitz an Gesellschaften, an denen die Anteilseignerbank beteiligt ist (1992 - 1994)

Tabelle 6:

Überschreitungen relevanter Grenzwerte durch Anteilseignerbank und abhängige Kapitalanlagegesellschaften

Tabelle 7:

Fondsbesitzentwicklung bei Beteiligungsabbau durch Anteilseignerbank

Tabellen 8 a - 8 d:

Erwerb emittierter Aktien durch Fonds der konsortialführenden Kreditinstitute (IPO's 1992 - 1994)

UNIVERSALBANKEN UND INVESTMENTFONDS: AKTUELLE REFORMFRAGEN

I. Einleitung

Die SPD-Bundestagsfraktion hat im Januar 1995 den Entwurf eines "Transparenz- und Wettbewerbsgesetzes" vorgelegt¹. In ihm wird vorgeschlagen, Kreditinstituten und Versicherungen die Beteiligung an Kapitalanlagegesellschaften zu untersagen². Ein entsprechender Vorschlag ist auf dem 61. Deutschen Juristentag in Karlsruhe gestellt, dort aber mit großer Mehrheit abgelehnt worden³. Im folgenden sollen die Argumente für und wider eine solche Regulierung auf der Grundlage empirischer Daten erörtert werden.

II. Anteilseignerstruktur der Kapitalanlagegesellschaften

Deutsche Investmentfonds sind ausschließlich nach dem Vertragsprinzip, nicht nach dem Gesellschaftsprinzip organisiert. Die Anleger sind mit der Kapitalanlagegesellschaft durch einen Geschäftsbesorgungsvertrag verbunden. Sie sind aber nicht - wie etwa die Anleger im US-amerikanischen closed end-fund - Gesellschafter der Kapitalanlagegesellschaft. Diese Struktur eröffnet in Verbindung mit dem Universalbankprinzip deutschen Kreditinstituten die Möglichkeit, Kapitalanlagegesellschaften zu gründen und als Gesellschafter zu betreiben. In den Anfangsjahren des Investmentsparens in Deutschland in den 50ern waren es ausschließlich Kre-

* Die Verf. danken der VW-Stiftung für großzügige Unterstützung.

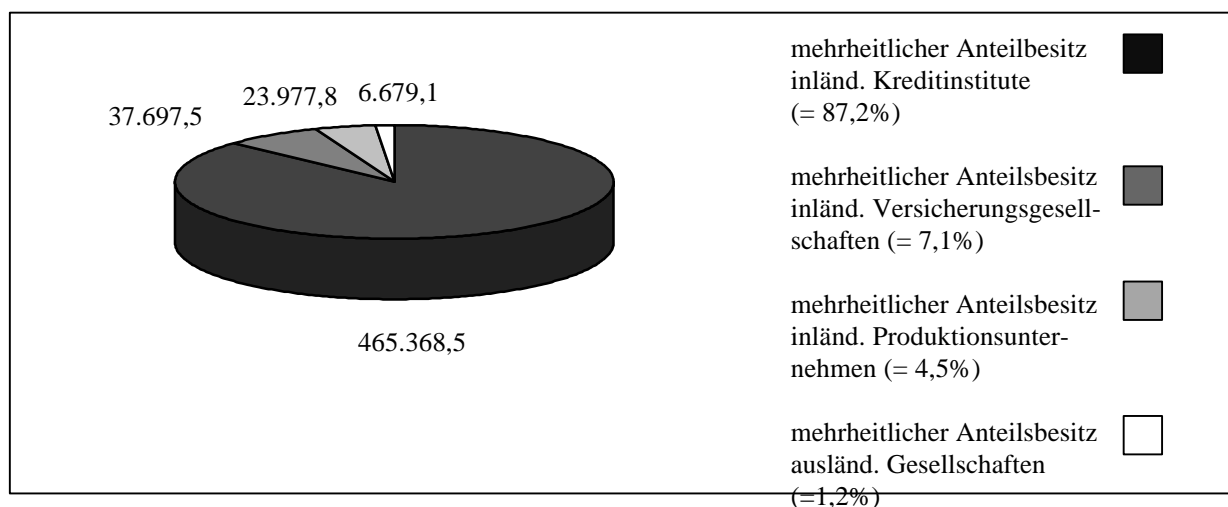
¹ BT-Drucks. 13/367 vom 30.01.1995.

² A.a.O. Art. 6 § 3 a Abs. 3 KWG n.F.; Art. 7 § 54 Abs. 4 VAG n.F.

³ Vgl. ZIP - Zeitschrift für Wirtschaftsrecht - 1996, Heft 39, S. XVI; dazu aus der Lit. befürwortend *Adams*, ZIP 1996, 1590, 1599 f.; ablehnend *Baums*, Bundestags-Anhörung am 8.12.1993, ZBB 1993, S. 86, 95 sub III.2.3; *Mülbart*, Empfehlen sich gesetzliche Regelungen zur Einschränkung des Einflusses der Kreditinstitute auf Aktiengesellschaften? Gutachten E zum 61. Deutschen Juristentag (1996), S. 113 f.

ditinstitute, die Kapitalanlagegesellschaften gründeten. Seit dem Ende der 70er Jahre ist ein verstärktes Engagement auch von Versicherungen zu beobachten. Hinzu traten vereinzelt Privatpersonen und Industrieunternehmen sowie ausländische Kreditinstitute. Die Verteilung des Anteilsbesitzes an Kapitalanlagegesellschaften - bezogen auf das verwaltete Fondsvolumen - stellt sich derzeit wie folgt dar:

Schaubild 1: Verteilung des Anteilsbesitzes an inländischen Kapitalanlagegesellschaften bezogen auf das verwaltete Fondsvolumen (in Mio DM).



Quelle: Vademecum der Investmentfonds 1996; eigene Recherchen und Berechnungen.

Dem Schaubild ist zu entnehmen, daß nach wie vor inländische Kreditinstitute die Gruppe der Anteilseigner von Kapitalanlagegesellschaften anführen. Mit großem Abstand folgen Versicherungen, während sonstige Anteilseigner, inländische Industrieunternehmen und ausländische Gesellschaften, von untergeordneter Bedeutung sind.

Betrachtet man die Gruppe der inländischen Kreditinstitute näher und beschränkt man die Untersuchung auf die acht größten Institute⁴, dann ist festzustellen, daß annähernd 54 % des gesamten Fondsvermögens von Kapitalanlagegesellschaften dieser Kreditinstitute verwaltet werden.

⁴ Vgl. die Aufstellung der FAZ Nr. 157 v. 9. Juli 1996, S. B 5.

Tabelle 1: Fondsvermögen der Kapitalanlagegesellschaften der 8 größten Kreditinstitute
(Stand 31.12.95)

Name des Kreditinstituts	Fondsvolumen (in Mio DM)	davon Publikumsfonds (in Mio DM)
Deutsche Bank AG	90.310,5	51.853,3 ¹
Dresdner Bank AG	70.375,3	28.313,5
DG-Bank - genossenschaftl. Zentralbank - Commerzbank AG ²	34.913,9	20.149,3
Bayerische Vereinsbank AG ²	30.773,4	11.479,9
Bayerische Hypotheken- und Wechselbank AG	26.764,7	15.999,5
West-LB ³	18.283,1	4.127,7
Bayerische Landesbank	10.671,0	1,5
	9.328	---

Quelle: Vademecum der Investmentfonds 1996, eigene Recherchen und Berechnungen.

¹ Es fehlen Angaben zu dem Volumen der 11 Publikumsfonds der Deutschen Gesellschaft für Fondsverwaltung mbH (DEGEF).

² Das Fondsvermögen der ADIG - Allgemeine Deutsche Investment-Gesellschaft mbH wurde jeweils zur Hälfte der Commerzbank AG und der Bayerischen Vereinsbank AG zugerechnet.

³ Stand 31.12.1994.

III. Aktienbesitz an der Anteilseignerbank

Ein erster Punkt, der in unserem Zusammenhang der Erörterung bedarf, ist der von Investmentfonds gehaltene Besitz von Aktien an ihrer Mutterbank.

1. Allgemeine Erwägungen

Das geltende Aktienrecht steht dem Erwerb und dem Halten eigener Aktien durch Aktiengesellschaften kritisch gegenüber.

Eine Aktiengesellschaft darf Aktien an sich selbst nur unter engen Voraussetzungen und dann nur bis zu 10 % des Nennbetrages aller ausgegebenen Aktien erwerben⁵. Dieses grundsätzliche Verbot darf auch nicht dadurch umgangen werden, daß ein von der Aktiengesellschaft abhängiges Tochterunternehmen Aktien an der Muttergesellschaft erwirbt und hält⁶. Der Grund für

⁵ § 71 Abs. 1, 2 AktG.

⁶ § 71 d S. 2 AktG.

dieses Verbot ist ein doppelter⁷: Der Erwerb eigener Aktien gegen Zahlung eines Kaufpreises an die bisherigen Aktionäre stellt eine Auszahlung von Gesellschaftsvermögen an die Aktionäre dar und kann zu einer Gefährdung der Gläubiger der Gesellschaft führen. Zweitens würde der unbeschränkte Rückerwerb eigener Aktien dem Management ermöglichen, die Stimmrechte hieraus auszuüben und sich damit selbst zu "kontrollieren", den Aktienkurs in seinem Interesse zu beeinflussen und die Zusammensetzung des Aktionärskreises nach seinem Belieben zu steuern. Dieselben Bedenken ergeben sich, wenn nicht die Aktiengesellschaft selbst, sondern ein abhängiges Unternehmen Aktien seiner Mutter erwirbt.

Kann dieses Erwerbsverbot nun durch Einschaltung von Kapitalanlagegesellschaften umgangen werden, und gibt es empirische Belege für solche Umgehungen?

§ 71 d AktG verbietet den Erwerb von Aktien an einer Aktiengesellschaft durch abhängige Unternehmen. Diese Vorschrift paßt aber nicht auf das Verhältnis von Anteilseignerbank und abhängigen Investmentfonds. § 71 d AktG ist zwar zweifellos anwendbar, soweit es sich um Aktien im Eigenbestand der Kapitalanlagegesellschaften handelt. Im Vergleich zu den Fondsvolumina ist das Eigenkapital der Kapitalanlagegesellschaften jedoch verschwindend gering⁸; eigener Beteiligungsbesitz also, falls überhaupt vorhanden, zu vernachlässigen. Von praktischem Interesse sind hier allein Aktien an der Mutterbank, die im Sondervermögen gehalten werden. Zunächst zu den Rechtstatsachen.

2. *Rechtstatsachen*

Tabelle 2 listet den Aktienbesitz der den sechs genannten Kreditinstituten gehörenden Investmentfonds an ihren jeweiligen Mutterbanken für die Jahre 1992 bis 1994 auf.

⁷ S. etwa *Lutter*, Kölner Kommentar zum AktG, Bd. 1, 2. Aufl. 1988, § 71 Rdnrn. 10 - 12; eingehend *U. Huber*, in: Festschrift für Duden (1977), S. 137 ff.

⁸ In der Regel verfügen Kapitalanlagegesellschaften über ein Eigenkapital, dessen Höhe weniger als 1 % , teilweise sogar weniger als 1 % des Fondsvolumens entspricht.

Tabelle 2: Aktienbesitz an den Anteilseignerbanken in % des Grundkapitals der jeweiligen Anteilseignerbank (1992 - 1994)

Name des Kreditinstituts	Beteiligung	Name der KAG	Mai 1992		Mai 1993		Mai 1994	
			Portfolio-Min.	Portfolio-Max.	Portfolio-Min.	Portfolio-Max.	Portfolio-Min.	Portfolio-Max.
Bayerische Hypotheken- und Wechselbank AG	100%	HYPO Capital Management Investmentgesellschaft mbH	0,01	0,08	0,04	0,08	0,05	0,10
	100%	Allfonds Gesellschaft für Investmentanlagen mbH	0,16	1,18	0,15	1,58	0,37	0,82
	Summe:		0,17	1,26	0,19	1,66	0,42	0,92
Bayerische Vereinsbank AG	39,6%	ADIG Allgemeine Deutsche Investmentgesellschaft mbH	0,81	1,53	0,94	1,11	0,66	1,53
	100%	BKG Bayerische Kapitalanlagegesellschaft mbH	0,24	0,64	0,25	0,97	0,49	0,90
	100% ind.	NORDINVEST Norddeutsche Investment-Gesellschaft mbH	0,10	0,49	0,02	0,69	0,08	0,76
Summe:		1,15	2,66	1,21	2,71	1,22	3,26	
BHF-Bank KGaA/AG	100%	FRANKFURT-TRUST Investmentgesellschaft mbH	0,10	1,55	0,16	2,31	0,45	2,06
Commerzbank AG	39,5%	ADIG Allgemeine Deutsche Investmentgesellschaft mbH	0,66	1,18	0,58	1,47	0,59	1,74
	100%	Commerzbank Investment Management GmbH - Commerzinvest	0,12	0,54	0,18	1,12	0,39	1,18
	Summe:		0,78	1,72	0,75	2,59	0,98	2,92
Deutsche Bank AG	92,5%	DWS Deutsche Gesellschaft für Wertpapiersparen mbH	0,28	0,78	0,37	0,74	0,24	1,12
	100% ind.	Deutsche Vermögensbildungsgesellschaft mbH	0,00	0,03	0,01	0,03	0,03	0,04
	100% ind.	Deutsche Gesellschaft für Fondsverwaltung mbH, DEGEF	0,78	1,48	0,71	1,65	0,63	1,31
Summe:		1,06	2,29	1,09	2,41	0,90	2,47	
Dresdner Bank AG	100%	DIT Deutscher Investment Trust	0,54	1,36	0,54	1,12	0,48	1,59
	100%	dresdnerbank investment management Kapitalanlagegesellschaft	1,71	2,36	0,99	2,37	1,17	2,38
	35%	Hamburg-Mannheimer Investment Trust GmbH	0,26	0,33	0,02	0,37	0,05	0,45
Summe:		2,51	4,05	1,55	3,86	1,97	4,41	

Quelle: Verkaufsprospekte der Kapitalanlagegesellschaften; Rechenschaftsberichte gemäß § 24a Abs. 1 KAGG; Saling Aktienführer 1993-1995; eigene Berechnungen.

tab 2

Hier bedarf zunächst die Ermittlung und Präsentation der Daten einer Erläuterung.

Grundlage der empirischen Untersuchung der Zusammensetzung der einzelnen Sondervermögen einer Kapitalanlagegesellschaft sind die Pflichtveröffentlichungen im Bundesanzeiger gem. § 24 a Abs. 1 KAGG. Diese Rechenschaftsberichte haben insbesondere eine stichtagsbezogene Aufstellung der im Sondervermögen befindlichen Wertpapiere zu enthalten. Würde man die Untersuchung auf eine Addition dieser Einzelposten beschränken, wäre der Aussagegehalt relativ gering⁹. Ursache hierfür sind die uneinheitlichen Geschäftsjahre¹⁰, deren Endtermine über das gesamte Jahr verstreut liegen. Zudem wäre selbst bei identischen Berichtszeiträumen der Aussagegehalt insoweit begrenzt, als lediglich der Bestand eines Tages ermittelt werden könnte. Denn kurz vor dem Berichtsende getätigte Verkäufe blieben dann unberücksichtigt. Einzu beziehen waren daher weitere, den Rechenschaftsberichten zu entnehmende Informationen. So hat die Kapitalanlagegesellschaft zusätzlich zu dem Endbestand die während des Berichtszeitraums getätigten Käufe und Verkäufe von Wertpapieren zu dokumentieren. Mit Hilfe dieser Daten ist es möglich, (theoretische) Werte für einen Maximal-Bestand und für einen Minimal-Bestand während des gesamten Berichtszeitraums zu ermitteln¹¹. Da sich die Berichtszeiträume der Rechenschaftsberichte überschneiden, wurde maßgeblich jeweils auf den Termin der Hauptversammlung (die in aller Regel im Mai stattfindet¹²) abgestellt. Die in dieser Weise ermittelten Zahlen wurden anschließend addiert, um so für jede Kapitalanlagegesellschaft ein (theoretisches) Anteilsbesitz-Maximum bzw. -Minimum für den Termin der Hauptversammlung zu erhalten. Abschließend wurden die absoluten Werte in Anteile am Grundkapital der jeweiligen Aktiengesellschaften umgerechnet.

⁹ Dieses Verfahren wird beispielsweise angewandt von der ILS-Datenbank (vgl. *Mühlbradt*, Die Bank 1992, S. 72 [74]) sowie von *Beier/Paulsen*, Das Wertpapier 1996, S. 52 ff.

¹⁰ Vgl. zu dieser Problematik *Baums/Fraune*, Die AG 1995, S.97 (99).

¹¹ Die Berechnung des Maximal-Wertes erfolgt durch Addition der Verkäufe zu dem Endbestand, während der Minimal-Wert im Wege der Subtraktion der Käufe vom Endwert ermittelt wird, wobei negative Werte mit 0 angesetzt werden.

¹² Die Hauptversammlung der Bayerischen Vereinsbank AG fand 1993 am 30. April statt.

Tabelle 2 zeigt folgendes: In allen untersuchten Fällen blieb der Bestand an Aktien an der Mutterbank selbst dann unter 5 % des Grundkapitals der jeweiligen Bank, wenn man den Aktienbesitz aller von ihr abhängigen Investmentfonds zusammenrechnet¹³. Überwiegend bewegt sich der Anteilsbesitz im Bereich von 1 - 2 %; nur in einem Fall wurde ein (theoretischer!) Maximalbetrag von 4,41 % am Grundkapital der Anteilseignerbank erreicht¹⁴.

3. *Bewertung*

Schon die angeführten Zahlen lassen bezweifeln, daß Kapitalanlagegesellschaften in bedeutendem Umfang von ihren Anteilseignerbanken dazu eingesetzt werden, um das Verbot des Erwerbs eigener Aktien zu umgehen und die damit verfolgten Schutzzwecke in Frage zu stellen. Es kommt folgende, bisher noch ausgeblendete Erwägung hinzu. Die von Investmentfonds gehaltenen Aktien an der Anteilseignerbank dürfen nicht ohne weiteres Aktien gleichgestellt werden, die ein abhängiges Unternehmen an der herrschenden Aktiengesellschaft im Eigenbesitz hält. Wie bereits hervorgehoben, wurzelt das Verbot des Erwerbs eigener Aktien zunächst in der Sorge um den Gläubigerschutz. Den Aktionären sollen nicht ihre Aktien abgekauft, und damit im Gläubigerinteresse gebundenes Vermögen an sie ausgezahlt werden¹⁵. Dieses Bedenken entfällt bei Erwerb von Aktien an der Mutterbank durch abhängige Fonds völlig, weil das von den Kapitalanlegern finanzierte Sondervermögen ohnedies nicht dem Zugriff der Gläubiger der Anteilseignerbank oder der Kapitalanlagegesellschaft unterliegt und deshalb diesem Zugriff auch nicht, den gesellschaftsrechtlichen Vermögensbindungsregeln zuwider, entzogen wird.

Also kommt eine analoge Anwendung des Erwerbsverbots in § 71 d S. 2 AktG - kein Erwerb von Aktien an einer herrschenden Aktiengesellschaft durch ein abhängiges Unternehmen - hier

¹³ Nur am Rande sei darauf aufmerksam gemacht, daß der Maximalwert von 10 % der stimmberechtigten Aktien derselben Gesellschaft, den die Fonds einer Kapitalanlagegesellschaft nicht überschreiten dürfen (§ 8 a Abs. 3 KAGG), selbst dann nicht erreicht wird, wenn man den Anteilsbesitz sämtlicher Kapitalanlagegesellschaften eines Bankkonzerns zusammenrechnet.

¹⁴ Aktienbesitz der Fonds der Dresdner Bank AG an der Anteilseignerbank im Jahr 1994.

¹⁵ Vgl. oben unter 1.

allenfalls im Hinblick auf die weiteren mit dem Erwerb eigener Aktien verbundenen Gefahren in Betracht. Diese Gefahr läßt sich schlagwortartig mit "Verselbständigung des Managements" kennzeichnen. Schon die aus Tabelle 2 ersichtlichen absoluten Zahlen sprechen für sich genommen freilich nicht dafür, daß Kapitalanlagegesellschaften in breitem Umfang hierfür eingesetzt werden. An diesem Befund ändert sich auch dann nichts Wesentliches, wenn man den Anteilsbesitz der Investmentfonds an ihren Anteilseignerbanken nicht in % des Gesamtgrundkapitals bemißt, sondern in % des in der Hauptversammlung jeweils vertretenen Grundkapitals¹⁶.

Es kommt folgendes hinzu: Bei Aktien an einer herrschenden Aktiengesellschaft, die vom Management eines abhängigen Unternehmens erworben werden, kann der Vorstand der herrschenden Gesellschaft Weisungen in bezug auf ihren Einsatz, insbesondere in bezug auf die Stimmrechtsausübung, erteilen und diese Weisungen auch durchsetzen. Das ist bei Aktien im Besitz von Investmentfonds zumindest rechtlich ausgeschlossen; sie sind vom Management der Kapitalanlagegesellschaft "mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns für gemeinschaftliche Rechnung der Anteilsinhaber" zu verwalten¹⁷. Nun mag man den praktischen Nutzen dieser und weiterer institutioneller Vorkehrungen für Publikumsfonds bezweifeln. Für Spezialfonds mit großen institutionellen Anlegern dagegen, die Information und Kontrollmöglichkeiten besitzen und Kontrolle auch ausüben, dürfte sich sicher ausschließen lassen, daß ihr Vermögensbestand in nennenswertem Umfang für die Zwecke des Managements der Anteilseignerbank gegen den Willen der Anleger eingesetzt werden kann. Ein Spezialproblem stellen in diesem Zusammenhang allerdings auf den ersten Blick solche Spezialfonds dar, an denen die Anteilseignerbank selbst als Anleger beteiligt ist. Empirisches Material steht uns hierüber nicht zur Verfügung, da die Anteilseignerstruktur der Spezialfonds nicht publizitätspflichtig ist. Aber für solche Spezialfonds mit eigener Beteiligung der Anteilseignerbank als Anlegerin gelten die §§ 71, 71 d AktG - das Verbot des Erwerbs eigener Aktien (als Miteigentümerin eines Sondervermögens oder durch die Fondsgesellschaft als Treuhänder) - ohnedies unmittelbar: Solchen Spezialfonds ist der Erwerb von Aktien an der Anteilseignerbank untersagt.

¹⁶ Vgl. dazu noch eingehend unten IV.

¹⁷ § 10 Abs. 1 S. 1 KAGG.

4. *Zusammenfassung*

Zusammenfassend läßt sich bisher folgendes festhalten:

- Erstens. Der Umstand, daß Investmentfonds in beschränktem Umfang Aktien an der Anteilseignerbank erwerben können und in der Praxis auch erwerben, rechtfertigt nicht die Forderung nach einer Trennung zwischen Universalbanken und ihren Kapitalanlagegesellschaften, sondern allenfalls ein Verbot des Erwerbs von Aktien an der Anteilseignerbank.
- Zweitens. Auch ein solches eingeschränktes Verbot ist jedenfalls für Spezialfonds nicht veranlaßt. Denn die Anleger in Spezialfonds können die Anlagepolitik über die Vertragsbedingungen und den Anlageausschuß mitbestimmen und die Investition in Aktien der Anteilseignerbank ausschließen.
- Drittens. Spezialfonds mit eigener Beteiligung der Anteilseignerbank als Anlegerin stellen einen Sonderfall dar. Für sie gilt das Verbot des Erwerbs eigener Aktien (§§ 71 a Abs. 2, 71 d S. 1 AktG) bereits nach gegenwärtigem Recht unmittelbar; eine Änderung ist insoweit nicht veranlaßt.
- Viertens. Auch für Publikumsfonds, die Aktien an der Anteilseignerbank erwerben, ist ein über die Schwelle des § 8 Abs. 3 KAGG hinausgehendes Verbot, eine analoge Anwendung des § 71 d S. 2 AktG, nicht veranlaßt. In einem solchen Fall besteht die sonst mit dem Erwerb eigener Aktien verbundene Gläubigergefährdung nicht. Zu bedenken wäre in einem solchen Fall - als milderes Mittel - allenfalls ein Verbot der Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung der Anteilseignerbank. Auf die damit verbundenen Fragen ist im folgenden unter V. einzugehen.

5. *Exkurs: Spezialfonds und Erwerb von Aktien an Anlegern des Fonds*

Ebensowenig wie ein Spezialfonds Aktien an der Anteilseignerbank erwerben darf, wenn die Anteilseignerbank selbst als Investor an diesem Spezialfonds beteiligt ist, darf ein Spezialfonds Aktien an einem anderen seiner Investoren erwerben. Nach § 71 a Abs. 2 AktG ist ein Rechts-

geschäft zwischen einer Aktiengesellschaft und einem anderen - hier der Kapitalanlagegesellschaft, die einen Spezialfonds für die AG auflegt - nichtig, wenn nach diesem Vertrag die Kapitalanlagegesellschaft berechtigt oder verpflichtet sein soll, Aktien der investierenden Gesellschaft für deren Rechnung zu erwerben. Eine Ausnahme gilt hier nur, wenn die Aktiengesellschaft selbst ausnahmsweise eigene Aktien an sich erwerben dürfte. Folge eines Verstoßes gegen dieses Erwerbsverbot ist unter anderem, daß die Kapitalanlagegesellschaft das Stimmrecht aus diesen Aktien nicht ausüben darf¹⁸. Es ist vielleicht nicht überflüssig, auf diese offenbar nicht selten übersehenen Vorschriften hinzuweisen. Und es ist zu empfehlen, in die Vertragsbedingungen der Wertpapier-Spezialfonds ausdrücklich die Vorkehrung aufzunehmen, daß die Fondsmittel nicht in Aktien der Anteilsinhaber investiert werden dürfen. Darüber, ob es rechtspolitisch als wünschenswert erscheint, wenn z. B. Pensionsgelder einer DAX-Gesellschaft nicht auch - im Rahmen der Risikostreuungsbestimmungen des KAGG- in Aktien der Anlegergesellschaft selbst angelegt werden können sollten, ließe sich sicher diskutieren.

Tabelle 3: Spezialfonds und Erwerb von Aktien an Anlegern des Spezialfonds (ausgewählte Beispiele)

a) DEGEF-Münchener Rück: Mitarbeiter-Fonds 100

Ende des Berichtszeitraumes	Zahl der Münchener Rückversicherungs-Aktien im Sondervermögen (Minimum)	Zahl der Münchener Rückversicherungs-Aktien im Sondervermögen (Maximum)
31.12.1992	773	1.773
31.12.1993	646	873
31.12.1994	646	750

Quelle: Rechenschaftsberichte gemäß § 24a Abs. 1 KAGG, eigene Berechnungen.

b) DEGEF-BAYER Mitarbeiter Fonds

Ende des Berichtszeitraumes	Zahl der BAYER-Aktien im Sondervermögen (Minimum)	Zahl der BAYER-Aktien im Sondervermögen (Maximum)
31.12.1992	15.000	15.000
31.12.1993	12.500	15.000
31.12.1994	10.000	12.500

Quelle: Rechenschaftsberichte gemäß § 24a Abs. 1 KAGG, eigene Berechnungen.

¹⁸ S. etwa *Lutter*, Kölner Komm. zum AktG, a.a.O. (Fußn. 7), § 71 d Rdnr. 73 m.Nachw.

c) DEGEF-VIAG-Mitarbeiter Fonds II

Ende des Berichts- zeitraumes	Zahl der VIAG-Aktien im Son- dervermögen (Minimum)	Zahl der VIAG-Aktien im Sondervermögen (Maximum)
31.12.1992	200	200
31.12.1993	100	200
31.12.1994	100	250

Quelle: Rechenschaftsberichte gemäß § 24a Abs. 1 KAGG, eigene Berechnungen.

IV. Stimmrechtsausübung aus Aktien an der Anteilseignerbank

Der kritische Punkt am Erwerb von Aktien an der Mutterbank durch abhängige Kapitalanlagegesellschaften liegt vor allem, wie wir gesehen haben, in der Stimmrechtsausübung aus diesen Aktien in der Hauptversammlung der Mutterbank.

1. *Rechtstatsachen*

a) Tabelle 2 hatte den Aktienbesitz der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften an ihren Anteilseignerbanken, gemessen in % des gesamten Grundkapitals, dargestellt. Tabelle 4 stellt zunächst - für das Jahr 1992 - fest, wieweit tatsächlich Stimmrechte aus Aktienbesitz an der Anteilseignerbank in deren Hauptversammlung ausgeübt wurden.

Tabelle 4: Einfluß der Kapitalanlagegesellschaften auf Hauptversammlungen ihrer Anteilseignerbanken 1992

Name des Kreditinstitutes	Name der KAG	Portfolio-Min. in % des Grundkapitals	Portfolio-Max. in % des Grundkapitals	Anteil des Grundkapitals, das auf der HV vertreten wurde	Hauptver- sammlungs- Präsenz	Stimm- rechtsanteil auf der HV	Stimmrechtsausübung durch KAG bzw. Vertretung durch Dritte
Bayerische Hypotheken- und Wechselbank AG	HYPO Capital Management Investmentgesellschaft mbH	0,01%	0,08%	0,00%	68,87%	0,00%	entfällt
	Allfonds Gesellschaft für Investmentanlagen mbH	0,16%	1,18%	0,00%		0,00%	entfällt
	Summe:	0,17%	1,26%	0,00%		0,00%	
Bayerische Vereinsbank AG	ADIG Allgemeine Deutsche Investmentgesellschaft mbH	0,81%	1,53%	1,32%	55,95%	2,37%	2 Vertreter der ADIG
	BKG Bayerische Kapitalanlagegesellschaft mbH	0,24%	0,64%	0,37%		0,66%	1 Vertreter der BKG
	NORDINVEST Norddeutsche Investment-Gesellschaft mbH	0,10%	0,49%	0,30%		0,54%	1 Vertreter der Bayer. Vereinsbank AG
	Summe:	1,15%	2,66%	1,99%		3,56%	
Commerzbank AG	ADIG Allgemeine Deutsche Investmentgesellschaft mbH	0,66%	1,18%	0,92%	48,23%	1,91%	1 Vertreter der ADIG
	Commerzbank Investment Management GmbH - Commerzinvest	0,12%	0,54%	0,22%		0,46%	1 Vertreter der Commerzinvest
	Summe:	0,78%	1,72%	1,14%		2,36%	
Deutsche Bank AG	DWS Deutsche Gesellschaft für Wertpapiersparen mbH	0,28%	0,78%	0,56%	46,79%	1,20%	1 Vertreter von DWS und DVG
	Deutsche Vermögensbildungs-gesellschaft mbH	0,00%	0,03%	0,02%		0,04%	dto.
	Deutsche Gesellschaft für Fondsverwaltung mbH, DEGEF	0,78%	1,48%	1,08%		2,31%	1 Vertreter der DEGEF
	Summe:	1,06%	2,29%	1,66%		3,55%	
Dresdner Bank AG	DIT Deutscher Investment Trust	0,54%	1,36%	0,62%	74,59%	0,83%	1 Vertreter des DIT
	dresdnerbank investment manage-ment Kapitalanlagegesellschaft	1,71%	2,36%	1,98%		2,65%	1 Vertreter der dbi
	Hamburg-Mannheimer Investment Trust GmbH	0,26%	0,33%	0,00%		0,00%	entfällt
	Summe:	2,51%	4,05%	2,60%		3,49%	

Quelle: Verkaufsprospekte der Kapitalanlagegesellschaften; Rechenschaftsberichte gemäß § 24a Abs. 1 KAGG; Hauptversammlungsprotokolle (vergl. Baums/Fraune, Die AG 1995, S. 95 ff.); eigene Berechnungen.

Der Vergleich der Spalten 3 und 4 (= minimaler bzw. maximaler theoretischer Anteilsbesitz¹⁹) mit Spalte 5 (tatsächlich in der Hauptversammlung vertretener Anteilsbesitz) deutet an, daß von einem systematisch auf Stimmrechtsmaximierung ausgerichteten Anlageverhalten nicht gesprochen werden kann: Denn jedenfalls die für die Untersuchung ausgewerteten Hauptversammlungsprotokolle²⁰ ergeben nicht, daß Investmentfonds gerade zum Termin der Hauptversammlung der Anteilseignerbank gezielt Aktien an der Bank erwerben und dort vertreten (lassen) würden. In einem Einzelfall war der vorhandene Aktienbestand sogar überhaupt nicht in der Hauptversammlung der Mutter vertreten.

Spalte 7 weist dann die auf die tatsächlichen Hauptversammlungspräsenzen umgerechneten Stimmrechtsanteile der Investmenttöchter auf den Hauptversammlungen ihrer Mutterbanken aus. Auch wenn man sämtliche Anteile aller abhängigen Kapitalanlagegesellschaften eines Bankkonzerns zusammenfaßt, liegt ihr Stimmrechtsanteil in allen Fällen deutlich unter 5 %.

Für die rechtspolitische Bewertung ist noch ein weiterer Gesichtspunkt von Bedeutung. Nach § 10 Abs. 1 S. 3 KAGG "soll" die Kapitalanlagegesellschaft das Stimmrecht aus Aktien inländischer Gesellschaften im Regelfall selbst ausüben. Diese Vorschrift wird in der Praxis - oder wurde zumindest in der Vergangenheit - häufig nicht beachtet. Die Fonds stellten den Vertretern ihrer Anteilseignerbank Stimmrechtsvollmachten aus²¹. Spalte 8 zeigt aber, daß offenbar - mit einer Ausnahme - auf den Hauptversammlungen der Anteilseignerbanken selbst durchweg anders verfahren wurde: Hier nehmen die Fonds die Stimmrechte aus ihrem Aktienbesitz durch eigene Vertreter wahr.

2. *Bewertung*

Die rechtstatsächlichen Beobachtungen lassen zunächst einmal folgendes erkennen: Die Managements der Anteilseignerbanken können nicht über nennenswerte Stimmrechtsanteile mit Hilfe der bankabhängigen Kapitalanlagegesellschaften verfügen, selbst wenn man einmal die Stim-

¹⁹ Vgl. dazu oben Text zu Fn. 11.

²⁰ Die Zahlen sind der Studie *Baums/Fraune*, Die AG 1995, S. 95 ff. entnommen.

²¹ *Fraune*, Der Einfluß institutioneller Anleger in der Hauptversammlung (1996), S. 83.

men aus den Aktien an der Anteilseignerbank in den Sondervermögen kurzerhand der Anteilseignerbank und ihrem Management zurechnet. In allen hier betrachteten Fällen lag der Stimmrechtsanteil der bankabhängigen Kapitalanlagegesellschaften unter 4%. Außerdem erscheint eine solche pauschale Zurechnung "nach oben" als problematisch. Gemäß § 10 Abs. 1 KAGG sind die Stimmen aus Aktien im Sondervermögen unabhängig, ausschließlich im Interesse der Anteilseigner, auszuüben. Hier wird man jedenfalls bei Spezialfonds, in denen nicht gerade die Anteilseignerbank selbst als Anlegerin engagiert ist, durchaus auch mit einer gewissen Kontrolle durch große Anleger und Markt rechnen können.

Auf der anderen Seite darf vom Management einer abhängigen Fondsgesellschaft auch nicht zuviel Heroismus gefordert werden. Es darf hier nicht von Rechts wegen erwartet werden (wie dies § 10 Abs. 1 KAGG tut), daß sich die Geschäftsführung einer abhängigen Fondsgesellschaft in kritischen Fragen gegen das Interesse der Anteilseignerbank und deren Management stellt, also z. B. dessen Entlastung verweigert oder gar für eine Schadensersatzklage stimmt. Um diesen inhärenten Interessenkonflikt aufzulösen, bedarf es freilich auch hier wieder keines umfassenden Verbots für Kreditinstitute, sich an Kapitalanlagegesellschaften zu beteiligen. Es würde vielmehr genügen, die Stimmrechtsausübung durch Kapitalanlagegesellschaften in der Hauptversammlung der Anteilseignerbank auszuschließen²². Ein entsprechender Antrag auf dem Juristentag ist mit Mehrheit angenommen worden²³.

V. Beteiligungspolitik der Anteilseignerbank und Publizität

1. Allgemeines

Der Vorschlag der Trennung von Geschäftsbanken und Kapitalanlagegesellschaften beruht, neben den bereits erörterten Argumenten, des weiteren auf der Befürchtung, der Beteiligungsbesitz der Fondsgesellschaften könne den Anteilseignerbanken als "beteiligungspolitische Gestaltungsreserve" dienen²⁴. Darunter läßt sich sicher verschiedenes vorstellen. So könnte z. B.

²² *Baums*, a.a.O. (Fußn. 3), S. 95 sub III.2.3; ebenso *Mülbert*, a.a.O. (Fußn. 3), S. 113 f.

²³ Vgl. Beschlüsse des 61. DJT (1996), Abteilung Wirtschaftsrecht, sub V.

²⁴ *Adams*, a.a.O. (Fußn. 3), S. 1599.

vermutet werden, daß das Stimmrechtsverhalten auf Hauptversammlungen von Portfoliogesellschaften - also die Stimmrechtsausübung aus eigenem Beteiligungsbesitz der Anteilseignerbank, aus Anteilsbesitz der abhängigen Fonds sowie die Ausübung der Stimmen aus Stimmrechtsvollmachten - koordiniert wird, um eine einheitliche Linie in den betreffenden Hauptversammlungen vertreten und dort bestimmte Ziele durchsetzen zu können. Dabei hätte der Zugriff auf die Stimmen aus dem Fondsbesitz für die Anteilseignerbank den Vorteil, daß für den damit verbundenen Einfluß kein eigenes Kapital aufgebracht und eingesetzt werden müßte. Ein empirischer Beleg für oder gegen diese These würde freilich eine detaillierte Untersuchung über zahlreiche Gesellschaften und mehrere Jahre hinweg darüber erfordern, ob das Abstimmungsverhalten der Anteilseignerbanken und ihrer Kapitalanlagegesellschaften tatsächlich in dieser Weise korreliert ist²⁵. Das kann an dieser Stelle nicht geleistet werden. Die folgenden Bemerkungen beschränken sich auf einen anderen Aspekt, nämlich auf die Frage, ob Kreditinstitute durch Beteiligungserwerb und Beteiligungsabbau mit Hilfe abhängiger Investmentfonds Publizitätspflichten umgehen können.

Seit Mitte 1994 müssen Veränderungen des Beteiligungsbesitzes an börsennotierten Gesellschaften dieser gemeldet werden, wenn der Erwerb oder die Veräußerung bestimmte Schwellenwerte (5 %, 10 %, 25 %, 50 % oder 75 % der Stimmrechte) überschreitet bzw. unterschreitet (§ 21 WphG). Diese Meldepflicht greift auch ein, wenn ein abhängiges Unternehmen die Anteile erwirbt, oder ein Dritter für Rechnung des Meldepflichtigen handelt (§ 22 WphG). Werden die Aktien aber durch eine von dem Meldepflichtigen kontrollierte Kapitalanlagegesellschaft für das Fondsvermögen erworben oder abgegeben, dann greift eine - reduzierte - Meldepflicht nur für die Kapitalanlagegesellschaft selbst ein. Der im Sondervermögen befindliche Aktienbesitz wird aber nicht der Anteilseignerbank zugerechnet (§ 10 Abs. 1 a KAGG). Es ist danach z. B. ohne weiteres möglich, daß ein Kreditinstitut mit Hilfe drei verschiedener Kapitalanlagegesellschaften knapp 30 % der Aktien einer börsennotierten Gesellschaft erwirbt, ohne daß dies eine Meldepflicht auslöst - weder des Kreditinstituts selbst, dem diese Aktien nicht zugerechnet werden, noch der einzelnen Kapitalanlagegesellschaften, da deren Meldepflichten erst ab einem Anteilsbesitz von 10 % der stimmberechtigten Aktien einer Portfoliogesellschaft einsetzen (§ 10 Abs. 1 a S. 3 KAGG). Dies mag man immerhin mit der Erwägung

²⁵ Vgl. dazu immerhin die - nicht repräsentativen - Ergebnisse für das Jahr 1992 bei *Baums/Fraune*, a.a.O. (Fußn. 20), Tab. 17 und 18 (S. 110 f.).

rechtfertigen, daß die im Sondervermögen einer Kapitalanlagegesellschaft gehaltenen Aktien nicht das Einflußpotential der Anteilseignerbank steigern könnten, weil diese Aktien unabhängig von Weisungen der Anteilseignerbank ausschließlich im Interesse der Fondsanleger zu verwalten seien²⁶. Diese Aktien werden aber auch nicht etwa dem Fondsanleger zugerechnet, und zwar eigenartigerweise selbst dann nicht, wenn es sich bei dem Fondsanleger in einem Spezialfonds um die Anteilseignerbank selbst handelt.

2. *Rechtstatsachen*

Da die Anteilseignerstruktur der Spezialfonds nicht veröffentlicht wird, ist unbekannt, in welchem Ausmaß Kreditinstitute selbst dieses Instrument benutzen, und welchen Umfang der in solchen Fonds gehaltene Beteiligungsbesitz der Kreditinstitute hat. Die folgende Untersuchung faßt vielmehr den Beteiligungsbesitz²⁷ aller einem Bankkonzern angehörenden Kapitalanlagegesellschaften zusammen und prüft, inwieweit dieser Fondsbesitz zusammen mit dem eigenen Beteiligungsbesitz der Anteilseignerbank relevante Schwellen im Sinne von § 21 WphG überschreitet.

Tabellen 5 a - 5 c (im Anhang) stellen für die Jahre 1992 - 1994 den eigenen Beteiligungsbesitz der 8 Großbanken an börsennotierten Gesellschaften dem Beteiligungsbesitz ihrer Kapitalanlagegesellschaften an diesen Unternehmen gegenüber. Die nachstehenden Tabellen 6 und 7 enthalten Auszüge aus diesen Tabellen 5 a - 5 c.

Tabelle 6 greift die Fälle eines "Beteiligungsaufbaus" heraus. In diesen Fällen überschreitet der Beteiligungsbesitz der Anteilseignerbank und ihrer Kapitalanlagegesellschaften zusammen relevante Meldeschwellen im Sinne der §§ 21, 22 WphG; dies löst aber - der Sondervorschrift des § 10 Abs. 1 a KAGG wegen - keine Meldepflicht aus.

²⁶ Vgl. die Begründung zum Regierungsentwurf zu § 10 Abs. 1 a KAGG bei *Assmann/U. H. Schneider*, Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar, Anh. § 22 Rdz. 3; kritisch dazu *U. H. Schneider* a.a.O.

²⁷ Zur Methode der Feststellung des Fondsbesitzes ist auf die Ausführungen oben III.2. zu verweisen.

Tabelle 6: Überschreitungen relevanter Grenzwerte durch Anteilseignerbank und abhängige Kapitalanlagegesellschaften

Name des Kreditinstituts	Jahr	Name der Aktiengesellschaft	Beteiligungsquote ¹	Minimaler Fondsanteil ¹	Maximaler Fondsanteil ¹
Commerzbank AG	1992	DBV-Holding	48,30%	1,27%	2,55%
	1993	Möbel Walther AG	8,70%	0,12% (0,05%)	2,08% (0,26%)
	1993	Phoenix AG	9,80%	0,07%	2,64%
Deutsche Bank AG	1992	NINO AG	23,93%	0,00%	2,14%
	1993	Vossloh AG	6,82%	0,23%	3,71%
	1994	Daimler Benz AG	24,40%	0,31%	2,83%
	1994	Vossloh AG	6,97%	2,36%	3,38%
	1994	WMF AG	9,02% (10,36%)	0,00% (0,00%)	1,00% (1,50%)
DG-Bank - genossenschaftl. Zentralbank -	1992	AGAB AG	20,33%	2,62%	6,79%
Dresdner Bank AG	1993	Dyckerhoff AG	10,00%	5,53% (0,00%)	10,10% (0,33%)
	1994	Continental AG	6,50%	2,36%	8,56%
	1994	Dyckerhoff AG	10,00% (15,00%)	3,40% (0,00%)	13,22% (0,58%)
	1994	Fresenius AG	6,20%	0,72% (0,10%)	4,81% (2,38%)
	1994	Heidelberger Zement AG	24,00%	0,06% (0,06%)	1,78% (1,76%)

Quelle: Auszug aus den Tabellen 4a-c (s. Anhang).

¹ Die Werte in Klammern geben jeweils den Anteil am stimmberechtigten Kapital an.

Allerdings ist hier einschränkend daran zu erinnern, daß nicht in allen in der Tabelle mitgeteilten Fällen davon ausgegangen werden kann, daß die relevanten Meldeschwellen tatsächlich erreicht wurden. Denn der "maximale Fondsanteil" stellt nur einen theoretischen Wert dar. In Einzelfällen mag also die in Spalte 3 ausgewiesene Beteiligungsquote und der in Spalte 5 ausgewiesene maximale Fondsanteil zu unterschiedlichen Zeitpunkten zwischen zwei Rechenschaftsberichten vorgelegen haben²⁸.

Tabelle 7 greift die Fälle des "Beteiligungsabbaus" heraus. Infolge Beteiligungsabbaus sinkt die Beteiligungsquote des Kreditinstituts unter eine relevante Meldeschwelle im Sinne des § 21 WphG, während der Fondsbesitz in den abhängigen Kapitalanlagegesellschaften in diesen Papieren ansteigt.

Tabelle 7: Fondsbesitzentwicklung bei Beteiligungsabbau durch Anteilseignerbank

Name der Aktiengesellschaft	Jahr	Name des Kreditinstitutes/ Beteiligungsquote	Minimaler Fondsanteil ¹	Maximaler Fondsanteil ¹
AGAB AG für Anlagen und Beteiligungen	1992	DG-Bank - genossenschaftl. 20,33% Zentralbank -	2,62%	6,79%
	1993	DG-Bank - genossenschaftl. <5,00% Zentralbank -	1,64%	8,07%
	1994	DG-Bank - genossenschaftl. <5,00% Zentralbank -	2,18%	3,30%
Horten AG	1992	Deutsche Bank AG 25,08%	0,14%	0,23%
	1993	Deutsche Bank AG 18,75%	0,15%	0,75%
	1994	Deutsche Bank AG <5,00%	0,33%	2,96%
Fr. Grohe AG	1992	keine Angaben		
	1993	Commerzbank AG 10,00%	0,13% (0,00%)	2,37% (0,00%)
	1994	Commerzbank AG <5,00%	0,22% (0,00%)	3,30% (0,00%)

Quelle: Auszug aus den Tabellen 5a-c (s. Anhang)

3. *Bewertung*

Für die Bewertung der Ergebnisse in Tabelle 7 ist zunächst festzuhalten, daß die Feststellung einer Korrelation noch nicht die Feststellung von Kausalität bedeutet. D. h. es kann aus der Tabelle nicht geschlossen werden, daß der Anstieg des Fondsanteilsbesitzes in den dort genannten Fällen kausal mit dem Abbau des Beteiligungsbesitzes bei der Mutterbank zusammenhängt, auch wenn dieser Schluß naheliegt. Auch gibt die Tabelle nichts her für die - erst im nächsten Abschnitt zu erörternde - Frage, ob in diesen Fällen die Fonds als "Entsorgungsanlage" für abzubauenen Beteiligungsbesitz gebraucht worden sind. Selbst wenn Beteiligungsabbau im Kreditinstitut und -aufbau in den institutsabhängigen Fonds in ein und demselben Wert koordiniert erfolgen würden, könnte dies schlicht auf durchaus billigen nachvollziehbaren Erwägungen beruhen (Reduzierung optisch hohen Beteiligungsbesitzes; Risiko-diversifizierung).

Festzuhalten ist ferner auch hier, daß es zur Durchsetzung der mit den §§ 21 ff. WpHG verfolgten Ziele nicht der Trennung von Kreditinstituten und Kapitalanlagegesellschaften bedarf. Statt dessen sollte über eine Änderung des § 10 Abs. 1 a KAGG nachgedacht werden: Auch wenn die Aktien im Sondervermögen unabhängig im Interesse der Anleger zu verwalten und dementsprechend die Stimmrechte auszuüben sind, wird sich eine Orientierung des Abstimmungsverhaltens an demjenigen der Anteilseignerbank und wohl auch eine entsprechende faktische Einflußmöglichkeit der Anteilseignerbank hierauf nicht in Abrede stellen lassen. Deshalb ist zu erwägen, die von den abhängigen Kapitalanlagegesellschaften verwalteten Aktien an bör-

sengängigen Wertpapieren für die Zwecke der Meldepflicht gem. §§ 21 ff. WphG de lege ferenda der Mutterbank zuzurechnen.

VI. Anteilseignerbank, Emissionstätigkeit und Fondsbesitz

1. Die These

Der Vorschlag, Kreditinstitute und Kapitalanlagegesellschaften gesellschaftsrechtlich voneinander zu trennen, stützt sich wesentlich auch auf den Zusammenhang von Emissionstätigkeit der Anteilseignerbank und Anlageverhalten der bankeigenen Fonds. *Adams* greift in seinem Vorschlag die Beobachtung²⁹ auf, daß von der Mutterbank begebene Emissionen in größerem Umfang vor allem von den bankeigenen Fonds angekauft werden. Ein solches Verhalten läßt sich nur, so *Adams*, entweder als Insiderhandel begreifen - nämlich dann, wenn der Markt im übrigen die Emission unterbewerte. Oder die Fonds dienen als "Emissionsmüllentsorgungsanlage", nämlich wenn der Emissionspreis vom Markt als überhöht angesehen werde, die Emission zu diesem Preis im übrigen also nicht abgesetzt werden könne³⁰.

2. Rechtsstatsachen

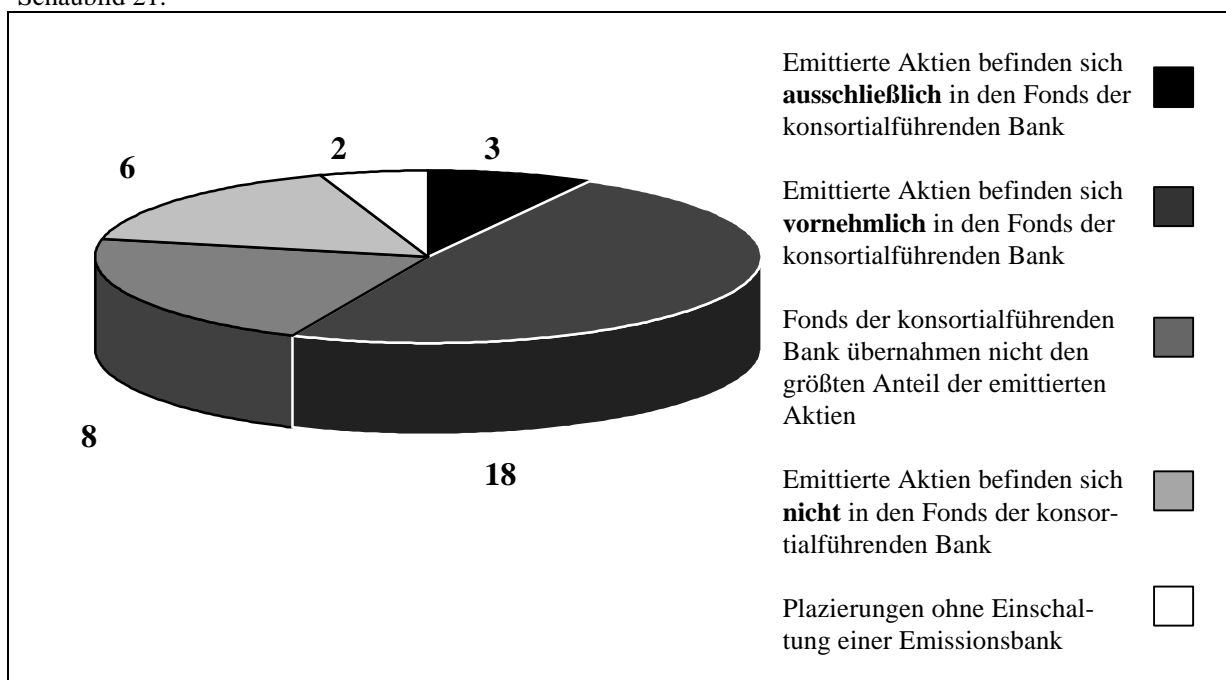
Unsere Untersuchung (vgl. die Schaubilder 2 - 20 im Anhang) bezieht sich auf alle Neuemissionen (IPO's) im Zeitraum vom 1. Juli 1991 bis zum 30. Juni 1994. In die Untersuchung einbezogen waren die 10 emissionsführenden Kreditinstitute und die von ihnen abhängigen Kapitalanlagegesellschaften.

²⁹ Vgl. *Baums*, Universal Banks and Investment Companies in Germany, in: Saunders/Walter, Universal Banking. Financial System Design Reconsidered (1996), S. 124, 134 ff.

³⁰ *Adams*, a.a.O. (Fußn. 3).

Schaubild 21 faßt die Ergebnisse der Studie zusammen.

Schaubild 21:



Insgesamt wurden 37 IPO's untersucht. In der Mehrheit der Fälle befanden sich spätestens nach 6 Monaten³¹ die emittierten Aktien vornehmlich - im Vergleich zum Anteilsbesitz der Fonds der übrigen, nicht von der Emissionsbank abhängigen Kapitalanlagegesellschaften - in den Fonds der konsortialführenden Bank. In 3 Fällen befanden sich die emittierten Aktien sogar ausschließlich in den Fonds der konsortialführenden Bank. In ca. 20 % der Fälle übernahmen die Fonds der konsortialführenden Bank weniger an Material als einzelne ihrer Konkurrenten, und in 6 Fällen fanden sich, anders als in den Fonds ihrer Wettbewerber, in den Fonds der Konsortialführer keine emittierten Aktien. 2 Fälle konnten keiner konsortialführenden Bank zugeordnet werden³².

³¹ Die Wahl des Zeitfensters von 6 Monaten hängt mit der Veröffentlichung der Rechenschaftsberichte gem. § 24 a KAGG zusammen.

³² DB-Soft AG und Berliner Spezialflug AG.

3. *Diskussion der möglichen Erklärungsansätze*

Wie ist das von uns beobachtete Anlageverhalten der Fonds der konsortialführenden Kreditinstitute zu erklären? Handelt es sich tatsächlich, wie *Adams* meint, entweder um die Ausnutzung von Insiderwissen oder um "dumping the trash"? Gibt es nur einen einzigen schlüssigen Erklärungsansatz, oder lassen die empirischen Beobachtungen mehrere Deutungen zu?

a) *Ausnutzen von Insiderinformationen?*

Was ist von der Hypothese zu halten, das Anlageverhalten der Investmentfonds beruhe auf den Insiderinformationen seitens der konsortialführenden Kreditinstitute?

Diese Hypothese fußt zunächst einmal auf einer unplausiblen Ausgangsannahme: Das konsortialführende Institut müßte während der Vorbereitung der Emission oder auch noch während der Zeichnungsfrist positive Informationen erhalten haben, und diese positiven Nachrichten wären nicht dem Markt, sondern - entgegen dem Verbot des § 14 WphG - von der Konsortialführerin ausschließlich den eigenen Kapitalanlagegesellschaften mitgeteilt worden. Wenig plausibel ist diese Ausgangsannahme für den Regelfall deshalb, weil das konsortialführende Institut normalerweise bestrebt sein wird, den festgesetzten Emissionspreis im Markt zu rechtfertigen, eine Vollzeichnung zu erreichen und den mit einem Verstoß gegen Insidervorschriften verbundenen Reputationsverlust auszuschließen.

Abgesehen davon wird die Hypothese zumindest institutsübergreifend durch unsere Daten nicht bestätigt. Denn bei Zeichnung auf der Grundlage (positiver) Insiderinformationen sollte sich in den Fällen, in denen die Fonds der Konsortialführerin mehr Material als ihre Wettbewerber übernehmen (Tabellen 8 a, 8 b), für sie häufiger eine positive Zeichnungsrendite ergeben als in den Fällen, in denen sie weniger oder keine Aktien aus der von der Mutterbank geleiteten Emission übernehmen (Tabellen 8 c, 8 d). Das Gegenteil ist aber der Fall: In den 21 IPO's der Tabellen 8 a und 8 b wurde nur in 15 Fällen sofort eine Zeichnungsrendite erzielt; in

13 Fällen lag der Börsenkurs nach 3 Monaten unter dem Emissionspreis³³. Bei den 14 IPO's der Tabellen 8 c und 8 d dagegen wurde in keinem Fall sofort bei Börseneinführung eine negative Zeichnungsrendite erzielt, und auch nach 3 Monaten lag der Börsenkurs nur in 3 Fällen unter dem Emissionspreis.

Aus dieser letzteren Beobachtung läßt sich übrigens ein weiteres Argument gegen die Hypothese der Verwendung von Insiderinformation ableiten: Das Investitionsverhalten der Fonds der konsortialführenden Banken läßt sich in den IPO's der Tabellen 8c und 8 d nicht schlüssig damit erklären, daß diese Fonds sich wegen nur ihnen bekannter negativer Informationen mehr zurückgehalten hätten als andere Fonds. Denn gerade in diesen Fällen wurden - im Vergleich zu den IPO's der Tabellen 8 a und 8 b - deutlich häufiger positive Renditen erzielt.

b) *"Dumping the trash"; Kurspflege?*

Von einem "dumping the trash" würde man sprechen, wenn eine Vollzeichnung der Emission zu dem festgesetzten³⁴ Emissionskurs nicht zu erreichen ist und die Fonds der Konsortialbanken in die Bresche springen müßten. Gegen ein "dumping the trash" spricht der gleichfalls hiermit für das Fondsgeschäft wie für das Emissionsgeschäft verbundene Reputationsverlust. Allerdings wirkt die Drohung des Reputationsverlustes nur, wo eine Information des Marktes hierüber zu befürchten ist. Das ist bei einer Verteilung von Teilen der Emission über zahlreiche Fonds hinweg nicht ohne weiteres zu erwarten.

Unsere Zahlen belegen ein "dumping the trash" nicht. Haben die Fonds der konsortialführenden Bank in den 21 Fällen der Tabellen 8 a und 8 b die jungen Aktien gezeichnet (und nicht erst nach Börseneinführung gekauft), dann haben sie in nur einem Fall eine negative Zeichnungsrendite und in 4 Fällen eine Zeichnungsrendite von 0 erhalten. In allen anderen Fällen war die Zeichnungsrendite positiv. Diese Feststellung schließt allerdings nicht aus, daß alternative An-

³³ An dieser Stelle sei nochmals darauf verwiesen, daß der genaue Zeitraum des Erwerbs (Zeichnung; derivativer Erwerb) und der Veräußerung nicht festgestellt werden kann; vgl. dazu oben III.2.

³⁴ Bei dem erst neuerdings in Deutschland üblich gewordenen book-building-Verfahren: Eine Vollzeichnung innerhalb des gesetzten Rahmens ist nicht möglich.

lagestrategien für die betreffenden Fonds profitabler gewesen wären. Dies läßt sich mit den uns zur Verfügung stehenden Daten aber nicht dartun oder widerlegen.

Ebensowenig läßt sich mit Hilfe unseres Datenmaterials belegen oder widerlegen, daß die Fonds der konsortialführenden Banken von diesen aktiv zur Kurspflege nach Börseneinführung eingesetzt würden, um einen Kursverfall abzufangen.

c) *Vorzugsbehandlung bei Zuteilung*

Als weitere Erklärungsalternative bietet sich die Hypothese der Vorzugsbehandlung der Fonds der Konsortialbanken bei der Zuteilung an. In der Praxis werden den Mitgliedern des Emissionskonsortiums bestimmte Quoten zugeteilt, wobei die Konsortialführerin den mit Abstand größten Anteil erhält ("Festzuteilung")³⁵. Die Konsortialbanken nehmen ihrerseits die Zuteilung bei Nachfrageüberschuß naheliegenderweise primär unter dem Gesichtspunkt der Pflege ihrer eigenen langjährigen Geschäftsverbindungen zu institutioneller und Privatkundschaft vor. Dies hat zur Folge, daß bestehende Zeichnungswünsche der Investmentgesellschaften von ihren Anteilseignerbanken, die sich im Emissionskonsortium befinden, bevorzugt bedient werden, wobei die Investmentgesellschaften des konsortialführenden Kreditinstituts in besonderer Weise berücksichtigt werden können.

Diese Hypothese ist ohne weiteres geeignet, das Anlageverhalten in allen von uns betrachteten IPO-Fällen zu erklären. In den Fällen der Tabellen 8 a - 8b fragten die Investmentfonds der Konsortialführerin die übernommenen Anteile (oder mehr) nach, weil man sich eine positive Entwicklung erhoffte, und erhielten eine entsprechende Zuteilung. In den verbleibenden Fällen (Tabellen 8c und 8d) war die Einschätzung der betreffenden Emission durch einzelne oder alle anderen Fonds günstiger, oder es kam aus sonstigen Gründen ein Erwerb der betreffenden Werte nicht in Betracht.

³⁵ S. etwa *Wolff*, Going Public in der Schweiz, in Deutschland und in den USA (1994), S. 317 ff.

4. *Rechtspolitische Schlußfolgerungen*

Der von uns beobachtete Zusammenhang zwischen der Stellung der Anteilseignerbank als Konsortialführerin und dem Anlageverhalten der ihr zuzurechnenden Kapitalanlagegesellschaften rechtfertigen bisher keine weitreichenden rechtspolitischen Forderungen, insbesondere nicht die Forderung nach einer gesellschaftsrechtlichen Trennung von Universalbanken und Kapitalanlagegesellschaften:

a) Die Hypothese des Gebrauchs von Insiderinformationen ist unplausibel und vermag das tatsächlich zu beobachtende Verhalten nicht zu erklären. Gegen Weitergabe von Insiderinformationen bestehen bereits rechtliche Vorkehrungen (§§ 12 ff. WphG).

b) Die plausibelste Hypothese, die das von uns beobachtete Anlageverhalten ohne weiteres zu erklären vermag, ist die der Bevorzugung bei der Zuteilung. Dies gibt den betreffenden Fonds einen Vorsprung im Wettbewerb. Dieser Wettbewerbsvorsprung dürfte künftig in dem Maße abgebaut werden, in dem sich der Wettbewerb im Emissionsgeschäft verschärft, und es den Emittenten gelingt, eine gleichmäßige Berücksichtigung aller Zeichner bei der Zuteilung durchzusetzen. Insoweit bedarf es keines regulierenden Eingriffs.

c) Die Hypothese des "dumping the trash" läßt sich derzeit, aufgrund der uns zur Verfügung stehenden Daten, nicht bestätigen, aber auch nicht widerlegen. Eine Vorzugsbehandlung bei der Zuteilung (vgl. dazu soeben unter b) schließt nicht aus, daß es in Einzelfällen zu "dumping the trash" kommt.

Durch ein "dumping the trash" und den Einsatz von Fondsmitteln zur Kurspflege nach Emission würde das an sich von der Anteilseignerbank zu tragende Risiko aus ihrem Emissionsgeschäft auf die Anleger verschoben. Diese haben aber nach ihrem Geschäftsbesorgungsvertrag mit der Kapitalanlagegesellschaft Anspruch auf eine von derartigen Interessenkonflikten und nachteiligen Maßnahmen unbedrohte Vermögensverwaltung. Daß aber zumindest Anreize bestehen, nicht in vollem Umfang unterzubringende Emissionen über die bankabhängigen Fonds zu verteilen oder Fondsmittel zur Kurspflege einzusetzen, läßt sich kaum bestreiten. Daher erscheint eine Regulierung zur Ausschaltung eines solchen möglichen nachteiligen Verhaltens

auch ohne empirischen Nachweis hierfür als erforderlich, falls nicht bereits marktliche oder vertragliche Mechanismen dies in zufriedenstellender Weise ausschalten.

Die Drohung des *Reputationsverlustes* wirkt nur, wo eine Information des Marktes hierüber zu befürchten ist. Eine Veranlassung seitens der Anteilseignerbank hierzu wird kaum je offenbar werden; und bei ausreichender Streuung von Teilen der Emission über zahlreiche Fonds hinweg drängt sich dies auch nicht ohne weiteres auf. - Der *Wettbewerb* auf dem Markt für Investmentanteilscheine könnte ein entsprechendes Verhalten nur wirksam ausschalten, wenn die Anleger in vollem Umfang, auf der Basis zuverlässiger Performancemessungen, informiert würden und ohne von ihnen zu tragende Transaktionskosten in die besseren Fonds wechseln könnten. Davon ist jedenfalls bei den Publikumsfonds nicht auszugehen. - An vertraglichen Vorkehrungen gegen "dumping the trash" und den Einsatz von Fondsmitteln zur Kurspflege stehen zunächst die entsprechende Gestaltung der Vertragsbedingungen und die Einflußnahme auf die Anlagepolitik über den Anlageausschuß zur Verfügung. Beides kommt aber praktisch nur für Spezialfonds, nicht für Publikumsfonds, in Betracht. Hinzu tritt gegebenenfalls als nachträglicher Rechtsbehelf ein Anspruch auf Schadensersatz wegen Verletzung der Pflichten eines ordentlichen Vermögensverwalters. Hier können die Darlegung und der Beweis der Anspruchsvoraussetzungen Schwierigkeiten bereiten; in Publikumsfonds kommt das "collective action"-Problem hinzu³⁶.

Eine Regulierung erscheint nach allem als geboten³⁷. Ein Verbot, Aktien aus dem Beteiligungsbesitz der Mutterbank oder aus von der Mutterbank begleiteten Emissionen (binnen eines bestimmten Zeitraums nach Emission) zu erwerben, erscheint allerdings nicht als erforderlich. In den Vertragsbedingungen zwischen Anlegern und Kapitalanlagegesellschaften sollte aber zwingend angegeben werden müssen, ob der KAG ein solches Recht zur Zeichnung bzw. zum

³⁶ Zu diesem u. a. aus dem Recht der Publikumsgesellschaft bekannten Phänomen näher *Baums*, ZIP 1995, 11 m.w.Nachw.

³⁷ Die allgemeinen Verhaltensregeln des § 31 WphG greifen bei den im eigenen Namen für gemeinschaftliche Rechnung der Anteilsinhaber vorgenommenen Anlagegeschäften der Investmentgesellschaften nicht ein; vgl. *Assmann* in Assmann/U.H. Schneider a.a.O (Fußn. 26), § 2 Rdnr. 16.

Erwerb von der Mutterbank zustehen soll. Bejahendenfalls sollte die KAG verpflichtet werden, ihre Anleger deutlich auf die daraus sich ergebenden Interessenkonflikte hinzuweisen³⁸.

VIII. Schlußbemerkung und Zusammenfassung der Empfehlungen

1. Unsere bisherigen Feststellungen erschöpfen den Themenkreis nicht. Nicht berührt wurde z. B. die Doppelstellung der Mutterbank als Eigentümerin der Kapitalanlagegesellschaft und als Depotbank³⁹. Ausgeklammert wurde auch die Rolle, die bankunabhängige Investment- und Pensionsfonds in den Hauptversammlungen der großen Publikumsgesellschaften spielen könnten⁴⁰. Unsere bisherigen Überlegungen lassen jedenfalls - soviel läßt sich festhalten - die Forderung nach einer gesetzlichen Trennung der Kapitalanlagegesellschaften von ihren Anteilseignerbanken nicht als begründet erscheinen.
- 2.a) Ein Verbot des Erwerbs von Aktien an der Anteilseignerbank ist weder für Publikumsfonds noch für Spezialfonds veranlaßt.
- b) Bereits nach geltendem Recht darf ein Spezialfonds Aktien an einem seiner Anleger nicht erwerben. Diese Regel gilt insbesondere auch, wenn die Anteilseignerbank einer Kapitalanlagegesellschaft selbst als Investor an einem von der Kapitalanlagegesellschaft aufgelegten Fonds beteiligt ist. In den Vertragsbedingungen der Spezialfonds sollte auf diese Anlagebeschränkung hingewiesen werden.

³⁸ Analog der vom Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel gemäß § 35 Abs. 2 WphG vorgeschlagenen Regel ("Entwurf einer Richtlinie gemäß § 35 Abs. 2 WphG", 1996, sub 3.3).

³⁹ Dazu *Baums*, a.a.O. (Fußn. 29), S. 131 ff.; s. auch bereits *G. H. Roth*, Das Treuhandmodell des Investmentrechts (1972), S. 156 ff.

⁴⁰ Dazu *Adams*, a.a.O. (Fußn. 3), S. 1600 m.w.Nachw. sowie umfassend *Fraume* a.a.O. (Fußn. 21).

3. Kapitalanlagegesellschaften sollte die Stimmrechtsausübung aus fondszugehörigen Aktien auf der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft untersagt werden, wenn diese Gesellschaft ihrerseits an der Kapitalanlagegesellschaft beteiligt ist.
4. Die Regelung des § 10 Abs. 1 a KAGG sollte überprüft werden. Für die Zwecke der Meldepflicht gemäß §§ 21 ff. WphG sollten die von den abhängigen Kapitalanlagegesellschaften im Sondervermögen verwalteten Aktien de lege ferenda dem die Kapitalanlagegesellschaft beherrschenden Unternehmen zugerechnet werden.
- 5.a) Ein Verbot für Investmentfonds, Wertpapiere aus dem Beteiligungsbesitz der Mutterbank oder aus von der Mutterbank begleiteten Emissionen (binnen eines bestimmten Zeitraums nach Emission) zu erwerben, erscheint nicht als erforderlich.
- b) In den Bedingungen des Investmentvertrages zwischen Anlegern und Kapitalanlagegesellschaften sollte zwingend angegeben werden müssen, ob der Kapitalanlagegesellschaft das Recht zustehen soll, Wertpapiere aus dem Eigenbesitz oder Handelsbestand der Anteilseignerbank bzw. mit dieser verbundener Unternehmen zu übernehmen oder Wertpapiere aus von der Anteilseignerbank begleiteten Emissionen zu zeichnen. Bejahendenfalls sollte die KAG verpflichtet werden, ihre Anleger deutlich auf die sich daraus ergebenden Interessenkonflikte hinzuweisen.

Tabelle 5a: Aktienbesitz an Gesellschaften, an denen die Anteilseignerbank beteiligt ist (1992)

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der Bayerischen Hypotheken- und Wechselbank AG	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹
AGROB AG	53,00%	0,00%(0,00%)	0,51%(0,63%)
Brau- und Brunnen AG	25,00%	0,00%	0,17%
Gabriel Sedlmayr Spaten Franziskaner Bräu KGaA	37,00%	0,00%	0,00%
Neue Baumwoll-Spinnerei und Weberei Hof AG	26,00%	0,00%	0,00%
Voigtländische Baumwollspinnerei AG	26,00%	0,00%	0,00%
Württembergische Hypothekenbank AG	76,00%	0,00%	0,00%

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der Bayerischen Vereinsbank AG	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften
Aktienbrauerei Kaufbeuren AG	75,70%	0,00%	0,00%
Bayerische Handelsbank AG	76,40%	0,00%	0,00%
Hasen-Bräu AG	77,30%	0,00%	0,00%
Neue Baumwoll-Spinnerei und Weberei Hof AG	42,4%	0,00%	0,00%
Nürnberger Hypothekenbank AG	50,40%	0,00%	0,33%
Süddeutsche Bodencreditbank AG	54,70%	1,06%	2,83%
Vereins- u. Westbank AG	75,00%	0,01%	0,15%
Voigtländische Baumwollspinnerei AG	38,70%	0,00%	0,00%

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der Bayerischen Landesbank	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften
Süddeutsche Bodencreditbank AG	25,00%	0,00%	0,00%
Thüga AG	29,60%	0,00%	0,00%

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der Commerzbank AG	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften
DBV-Holding AG	48,30%	1,27%	2,55%
Karstadt AG	25,00%	1,43%	3,16%

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der Deutschen Bank AG	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften
Daimler Benz AG	28,19%	0,13%	0,77%
Philipp Holzmann AG	30,03%	1,34%	2,94%
Horten AG	25,08%	0,14%	0,23%
Hutschenreuther AG	25,09%	0,68%	0,97%
Karstadt AG	25,08%	1,41%	2,79%
KHD - Klöckner Humboldt Deutz AG	41,13%	0,71%	1,14%
NINO AG	23,93%	0,00%	2,14%

Quelle: Rechenschaftsberichte gemäß § 24a Abs. 1 KAGG, Geschäftsberichte des Jahres 1992; Saling Aktienführer 1993; eigene Berechnungen.

¹ Die Werte in Klammern geben jeweils den Anteil am stimmberechtigten Kapital an.

Tabelle 5a: Fortsetzung

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der DG-Bank (Genossenschaftl. Zentralbank)	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹
AGAB - AG für Anlagen und Beteiligungen	20,33%	2,62%	6,79%
Deutsche Verkehrsbank AG	---	0,00%	0,00%

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der West-LB	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften
Harpener AG	20,00%	0,00%	0,00%
Preussag AG	29,50%	0,00%	0,00%

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der Dresdner Bank AG	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹
Bilfinger und Berger Bau-AG	25,10%	1,03%	4,02%
Brau und Brunnen AG	25,60%	0,24%	0,63%
Heidelberger Zement AG	20,90%	0,89%(0,75%)	1,56%(1,36%)
Vereinigte Schmirgel- und Maschinen-Fabriken AG	25,10%	0,00%	0,00%

Quelle: Rechenschaftsberichte gemäß § 24a Abs. 1 KAGG, Geschäftsberichte des Jahres 1992; Saling Aktienführer 1993; eigene Berechnungen.

¹ Die Werte in Klammern geben jeweils den Anteil am stimmberechtigten Kapital an.

Tabelle 5b: Aktienbesitz an Gesellschaften, an denen die Anteilseignerbank beteiligt ist (1993)

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der Bayerischen Hypotheken- und Wechselbank AG	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹
AGROB AG	53,00%	0,00%(0,00%)	0,26%(0,43%)
Allianz AG Holding	5,00%	0,09%	0,56%
Brau und Brunnen AG	25,00%	0,09%	0,40%
Gabriel Sedlmayr Spaten Franziskaner Bräu KGaA	37,00%	0,00%	0,00%
Neue Baumwoll-Spinnerei und Weberei Hof AG	26,00%	0,00%	0,00%
PWA-Papierwerke Waldhof Aschaffenburg AG	10,00%	0,44%	0,92%
Rheinhold & Mahla AG	14,00%	0,00%	0,40%
Rosenthal AG	15,00%	0,00%	0,05%
Voigtländische Baumwollspinnerei AG	26,00%	0,00%	0,00%
Württembergische Hypothekenbank AG	77,00%	0,00%	0,00%

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der Commerzbank AG	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹
AG Kühnle, Kopp & Bausch	19,90%	0,00%(0,00%)	0,00%(0,00%)
DBV Holding AG	50,00%	1,43%	4,12%
Fr. Grohe AG	10,00%	0,13%(0,00%)	2,37%(0,00%)
Karstadt AG	25,00%	1,44%	2,60%
Linde AG	10,40%	0,98%	2,17%
Mineralbrunnen Überkingen-Teinach AG	10,10%	3,06%(0,84%)	3,39%(0,84%)
Salamander AG	10,90%	0,00%	0,02%
Schweizer Electronic AG	10,00%	2,01%	2,38%
Turbon International AG	13,00%	0,55%	0,63%

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der Bayerischen Landesbank	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹
Gabriel Sedlmayr Spaten Franziskaner Bräu KGaA	17,40%	0,00%	0,00%
Süddeutsche Bodencreditbank AG	25,00%	0,00%	0,00%
Thüga AG	29,60%	0,00%	0,00%
WALTER-BAU AG	28,60%	0,00%(0,00%)	0,00%(0,00%)

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der Bayerischen Vereinsbank AG	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften
Aktienbrauerei Kaufbeuren AG	75,70%	0,00%	0,00%
Bayerische Handelsbank AG	76,40%	0,00%	0,00%
Hasen-Bräu AG	77,30%	0,00%	0,00%
Neue Baumwoll-Spinnerei und Weberei Hof AG	42,40%	0,00%	0,00%
Nürnberger Hypothekenbank AG	60,40%	0,00%	0,22%
Süddeutsche Bodencreditbank AG	54,70%	0,96%	2,57%
Vereins- u. Westbank AG	75,00%	0,01%	0,12%
Voigtländische Baumwollspinnerei AG	38,70%	0,00%	0,00%

Quelle: Rechenschaftsberichte gemäß § 24a Abs. 1 KAGG, Geschäftsberichte des Jahres 1993; Saling Aktienführer 1994; eigene Berechnungen.

¹ Die Werte in Klammern geben jeweils den Anteil am stimmberechtigten Kapital an.

Tabelle 5b: Fortsetzung

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der Deutschen Bank AG	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹
Allianz AG Holding	10,00%	0,34%	1,20%
Continental AG	10,49%	0,35%	3,77%
Daimler Benz AG	28,13%	0,16%	1,42%
Fuchs Petrolub AG Oel + Chemie	10,00%(9,30%)	0,55%(0,00%)	1,36%(0,09%)
Hapag Lloyd AG	10,00%	0,00%	0,00%
Heidelberger Zement AG	10,00%	0,35%(0,16%)	0,87%(0,32%)
Philipp Holzmann AG	25,86%	1,34%	4,44%
Horten AG	18,75%	0,15%	0,75%
Hutschenreuther AG	25,09%	0,52%	0,68%
Karstadt AG	25,00%	1,18%	3,86%
KHD - Klöckner Humboldt Deutz AG	31,82%	0,40%	1,71%
Leifheit AG	10,00%	0,00%	3,77%
Leonische Drahtwerke AG	12,50%	0,99%	2,43%
Linde AG	10,00%	1,27%	3,42%
Metallgesellschaft AG	10,65%	0,17%	1,01%
Münchener Rückversicherungsgesellschaft AG	10,00%	0,10%	0,20%
NINO AG	---	0,00%	2,14%
Nürnberger Beteiligungs-AG	25,95%	0,61%	0,89%
Phoenix AG	10,00%	0,53%	1,13%
Salamander AG	10,00%	0,00%	0,36%
Schmalbach-Lubeca AG	10,00%	0,05%	0,95%
Stüdzucker AG	12,76%(15,68%)	1,84%(0,24%)	3,37%(0,31%)
Verseidag AG	10,00%	2,50%	4,93%
Josef Vögele AG	10,00%	0,33%(0,35%)	0,50%(0,52%)
Vossloh AG	6,82%	0,23%	3,71%
WMF - Württembergische Metallwarenfabrik AG	9,02%(13,53%)	2,55%(0,64%)	3,62%(1,54%)

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der DG-Bank (Genossenschaftl. Zentralbank)	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹
AGAB - AG für Anlagen und Beteiligungen	---	1,64%	8,07%
Deutsche Verkehrsbank AG	---	0,00%	0,00%

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der Dresdner Bank AG	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹
AMB-Aachener und Münchener Beteiligungen AG	13,70%	0,02%	0,37%
Allianz AG Holding	10,00%	0,51%	1,64%
Bilfinger und Berger Bau-AG	25,10%	1,11%	3,00%
Brau und Brunnen AG	25,60%	0,19%	0,79%
Dyckerhoff AG	10,00%	5,53%(0,00%)	10,10%(0,33%)
Hapag Lloyd AG	10,00%	0,00%	0,00%
Heidelberger Zement AG	24,00%	0,88%(0,85%)	1,99%(1,79%)
Metallgesellschaft AG	12,60%	0,27%	2,49%
Münchener Rückversicherungsgesellschaft AG	10,10%	0,40%	0,99%
Oppermann Versand AG	17,10%	0,00%	2,68%
Vereinigte Schmirgel- und Maschinen-Fabriken AG	25,10%	0,00%	0,00%

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der West-LB	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹
Harpener AG	20,00%	0,00%	0,00%
Preussag AG	30,00%	0,00%	0,00%

Quelle: Rechenschaftsberichte gemäß § 24a Abs. 1 KAGG, Geschäftsberichte des Jahres 1993; Saling Aktienführer 1994; eigene Berechnungen.

¹ Die Werte in Klammern geben jeweils den Anteil am stimmberechtigten Kapital an.

Tabelle 5c: Aktienbesitz an Gesellschaften, an denen die Anteilseignerbank beteiligt ist (1994)

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der Bayerischen Hypotheken- und Wechselbank AG	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹
AGROB AG	53,00%	0,00%(0,00%)	0,00%(0,00%)
Allianz AG Holding	5,00%	0,17%	0,49%
Brau und Brunnen AG	25,00%	0,13%	0,32%
Gabriel Sedlmayr Spaten Franziskaner Bräu KGaA	43,00%	0,00%	0,00%
Neue Baumwoll-Spinnerei und Weberei Hof AG	26,00%	0,00%	0,00%
PWA-Papierwerke Waldhof Aschaffenburg AG	10,00%	0,34%	1,09%
Rheinhold & Mahla AG	15,00%	0,00%	0,00%
Rosenthal AG	15,00%	0,00%	0,08%
VIAG AG	5,00%	0,28%	0,97%
Voigtländische Baumwollspinnerei AG	---	0,00%	0,00%
Württembergische Hypothekenbank AG	76,00%	0,00%	0,00%

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der Bayerischen Landesbank	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹
Gabriel Sedlmayr Spaten Franziskaner Bräu KGaA	17,40%	0,00%	0,00%
Süddeutsche Bodencreditbank AG	25,00%	0,00%	0,00%
Thüga AG	29,60%	0,00%	0,00%
WALTER-BAU AG	28,60%	0,00%(0,00%)	0,77%(0,12%)

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der Bayerischen Vereinsbank AG	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften
Aktienbrauerei Kaufbeuren AG	75,70%	0,00%	0,00%
Allianz AG Holding	10,00%	0,43%	0,91%
Bayerische Handelsbank AG	76,40%	0,00%	0,00%
Hasen-Bräu AG	77,30%	0,00%	0,00%
Münchener Rückversicherungsgesellschaft AG	10,00%	0,14%	0,19%
Neue Baumwoll-Spinnerei und Weberei Hof AG	42,40%	0,00%	0,00%
Nürnberger Hypothekenbank AG	85,40%	0,30%	0,33%
Süddeutsche Bodencreditbank AG	54,70%	1,94%	1,94%
Vereins- u. Westbank AG	75,00%	0,04%	0,12%
VIAG AG	5,30%	0,73%	1,03%
Voigtländische Baumwollspinnerei AG	---	0,00%	0,00%

Quelle: Rechenschaftsberichte gemäß § 24a Abs. 1 KAGG, Geschäftsberichte des Jahres 1994; Saling Aktienführer 1995; eigene Berechnungen.

¹ Die Werte in Klammern geben jeweils den Anteil am stimmberechtigten Kapital an

Tabelle 5c: Fortsetzung

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der Commerzbank AG	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹
AG Kühnle, Kopp & Bausch	20,40%	0,00%(0,00%)	0,00%(0,00%)
Buderus AG	13,70%	0,06%	0,50%
DBV Holding AG	12,50%	2,76%	5,22%
Fr. Grohe AG	---	0,22%(0,00%)	3,30%(0,00%)
Karstadt AG	10,30%	0,43%	2,36%
Kühltransit AG	5,10%	0,00%	0,00%
Linde AG	10,20%	1,01%	2,44%
Linotype Hell AG	6,70%	0,08%	0,87%
MAN AG	6,50%	0,48%(0,44%)	1,77%(1,17%)
Mineralbrunnen Überkingen-Teinach AG	10,10%	0,69%(0,00%)	2,19%(0,00%)
Möbel Walther AG	8,70%	0,12%(0,05%)	2,08%(0,26%)
Phoenix AG	9,80%	0,07%	2,64%
Salamander AG	10,70%	0,00%	0,07%
Schweizer Electronic AG	10,10%	2,32%	6,21%
Thyssen AG	5,00%	0,57%	2,01%
Turbon International AG	13,00%	0,60%	0,60%

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der DG-Bank (Genossenschaftl. Zentralbank)	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹
AGAB - AG für Anlagen und Beteiligungen	---	2,18%	3,30%
Deutsche Verkehrsbank AG	55,42%	0,00%	0,00%

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der Deutschen Bank AG	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹
AMB-Aachener und Münchener Beteiligungs-AG	5,00%	0,00%	0,06%
Allianz AG Holding	10,00%	0,51%	1,40%
Continental AG	10,25%	0,85%	4,17%
Daimler Benz AG	24,40%	0,31%	2,83%
Fuchs Petrolub AG			
Oel + Chemie	10,03%(9,30%)	0,27%(0,09%)	3,94%(1,90%)
Hapag Lloyd AG	10,00%	0,00%	0,00%
Heidelberger Zement AG	25,83%	0,04%(0,02%)	1,33%(0,66%)
Philipp Holzmann AG	25,83%	2,29%	5,04%
Horten AG	---	0,33%	2,96%
Hutschenreuther AG	25,09%	0,00%	0,52%
Karstadt AG	10,00%	1,11%	4,20%
KHD - Klöckner			
Humboldt Deutz AG	31,82%	0,18%	0,77%
Leifheit AG	11,00%	0,09%	0,13%
Leonische			
Drahtwerke AG	12,50%	0,76%	2,37%
Linde AG	10,01%	1,03%	3,99%
Metallgesellschaft AG	13,09%	0,01%	0,33%
Münchener Rückversicherungsgesellschaft AG	10,00%	0,18%	0,69%
NINO AG	---	0,00%	0,00%
Nürnberger Beteiligungs-AG	25,95%	0,81%	0,86%
Phoenix AG	10,00%	0,62%	6,41%
Salamander AG	10,69%	0,00%	0,43%
Schmalbach-Lubeca AG	10,00%	0,00%	1,46%
Südzucker AG	12,76%(15,68%)	1,01%(0,20%)	3,05%(0,38%)
Verseidag AG	10,00%	4,81%	7,45%
Josef Vögele AG	10,00%(10,36%)	0,33%(0,35%)	0,50%(0,52%)
Vossloh AG	6,97%	2,36%	3,38%
WMF-Württembergische Metallwarenfabrik AG	9,02%(13,53%)	0,00%(0,00%)	1,00%(1,50%)

Quelle: Rechenschaftsberichte gemäß § 24a Abs. 1 KAGG, Geschäftsberichte des Jahres 1994; Saling Aktienführer 1995; eigene Berechnungen.

¹ Die Werte in Klammern geben jeweils den Anteil am stimmberechtigten Kapital an.

Tabelle 5c: Fortsetzung

Name der Aktiengesellschaft	Anteilbesitz der Dresdner Bank AG	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹
AMB-Aachener und Münchener Beteiligungs-AG	13,50%	0,02%	0,31%
Allianz AG Holding	10,00%	0,74%	1,67%
Bayerische Motorenwerke AG	5,00%	0,79%(0,59%)	3,73%(3,58%)
Bilfinger und Berger Bau-AG	25,10%	1,49%	5,12%
Bremer Woll-Kämmerei AG	14,70%	0,00%	2,91%
Buderus AG	11,10%	0,04%	4,28%
Continental AG	6,50%	2,36%	8,56%
Degussa AG	10,60%	1,61%	6,65%
Dyckerhoff AG	10,00%(15,00%)	3,40%(0,00%)	13,22%(0,58%)
Frankona Rückversicherungs-AG	5,20%	0,00%	0,00%
Fresenius AG	6,20%	0,72%(0,10%)	4,81%(2,38%)
Fuchs Petrolub AG Oel + Chemie	5,40%(6,50%)	0,00%(0,00%)	0,00%(0,00%)
Hapag Lloyd AG	10,00%	0,00%	0,00%
Heidelberger Zement AG	24,00%	0,06%(0,06%)	1,78%(1,76%)
Metallgesellschaft AG	14,20%	0,00%	0,54%
Münchener Rückversicherungsgesellschaft AG	11,90%	0,19%	1,33%
Oppermann Versand AG	17,00%	2,19%	2,63%
Vereinigte Schmirgel- und Maschinen-Fabriken AG	25,10%	0,00%	0,00%

Name der Aktiengesellschaft	Anteilsbesitz der West-LB	minimaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlagegesellschaften ¹
Harpener AG	20,00%	0,00%	0,00%
Preussag AG	29,10%	0,00%	0,00%

Quelle: Rechenschaftsberichte gemäß § 24a Abs. 1 KAGG, Geschäftsberichte des Jahres 1994; Saling Aktienführer 1995; eigene Berechnungen.

¹ Die Werte in Klammern geben jeweils den Anteil am stimmberechtigten Kapital an.

Tabelle 8a: Emittierte Aktien befinden sich ausschließlich in den Fonds der konsortialführenden Bank.

Konsortialführer	Emittierte Aktie/ Jahr der Emission	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlage- gesellschaften ¹	davon Publikums- fonds ¹	erste Börsennotiz über (+) oder unter (-) dem Emissionskurs	Börsennotiz nach 3 Monaten über (+) oder unter (-) dem Emissionskurs
Berliner Handels- und Frankfurter Bank	MD-Bau-Holding AG (1992)	0,69%	k.A.	+/- 0,00%	- 6,46%
	Rheiner Moden AG (1992)	7,85%	k.A.	+ 1,28%	- 3,85%
Trinkhaus & Burkhardt	Windhoff AG (1993)	5,42%	0,00%	+ 8,00%	+ 29,33%

Quelle: Rechenschaftsberichte gemäß § 24a Abs. 1 KAGG; eigene Berechnungen.

¹ Anteil an der Gesamtemission in %.

Tabelle 8b: Emittierte Aktien befinden sich vornehmlich in den Fonds der konsortialführenden Bank.

Konsortialführer	Emittierte Aktie/ Jahr der Emission	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlage- gesellschaften ¹	davon Publikums- fonds ¹	erste Börsennotiz über (+) oder unter (-) dem Emissionskurs	Börsennotiz nach 3 Monaten über (+) oder unter (-) dem Emissionskurs
Bayerische Hypotheken- und Wechselbank AG	M.A.X. Holding AG (1994)	2,03%	0,49%	+ 4,41%	- 5,29%
Bayerische Vereinsbank AG	Heilit + Woerner AG (St.) (1993)	4,38%	4,17%	+/- 0,00%	+ 0,32%
Berliner Handels- und Frankfurter Bank	Barmag AG (1991)	1,56%	k.A.	+ 0,62%	- 8,62
	CEWE-Color AG (1993)	17,39%	k.A.	+ 1,19%	- 2,06%
Commerzbank AG	Kögel AG (1991)	0,52%	0,52%	+0,74%	- 14,81%
	Möbel Walther AG (1991)	3,20%	3,13%	+1,06%	+ 0,85%
	Elektra Beckum AG (1993)	8,79%	4,19%	+22,46%	+ 24,00%
Deutsche Bank AG	Volksfürsorge Holding AG (1991)	2,48%	0,96%	+0,25%	-15,00%
	Turbon International AG (1991)	11,99%	1,25%	+ 1,47%	- 7,65%
	BÖWE SYSTEC AG (1992)	1,29%	1,29%	+ 4,76%	- 11, 75%
	plettag AG (1993)	18,14%	13,61%	+ 3,68%	+ 32,63%
	Schaltbau AG (1994)	16,00%	4,50%	+/- 0,00%	+ 8,0%
DG-Bank (Genossenschaftl. Zentralbank)	Roeder Zeltsysteme AG (1992)	6,30%	4,03%	+/- 0,00%	- 12,64%
	Bien-Haus AG (1994)	9,34%	3,06%	+ 7,93%	+ 15,52%
Dresdner Bank AG	Robert Cordier AG (1991)	0,92%	0,92%	+ 0,93%	- 25,12%
	Aachener u. Münchener Leben AG (1991)	3,61%	0,83%	-6,25%	- 20,31%
West-LB	Tiptel AG (1992)	1,60%	0,00%	+/- 0,00%	-6,38%
Deutsche Bank AG und Dresdner Bank AG	Buderus AG (1992)	3,03%	0,39%	+ 1,62 %	- 6,98%
		2,93%	0,20%		

Quelle: Rechenschaftsberichte gemäß § 24a Abs. 1 KAGG; eigene Berechnungen.

¹ Anteil an der Gesamtemission in %.

Tabelle 8c: Fonds der konsortialführenden Bank übernahmen nicht den größten Anteil der emittierten Aktien.

Konsortialführer	Emittierte Aktie/ Jahr der Emission	maximaler Anteil der abhängigen Kapitalanlage- gesellschaften ¹	davon Publikums- fonds ¹	Erste Börsennotiz über (+) oder unter (-) dem Emissionskurs	Börsennotiz nach 3 Monaten über (+) oder unter (-) dem Emissionskurs
Bayerische Vereinsbank AG	Kaufring AG (1991)	1,72%	0,69%	+ 1,50%	- 15,00%
	Heilit + Woerner AG (Vz.) (1993)	0,34%	0,00%	+/- 0,00%	+/- 0,00%
Berliner Handels- u. Frankfurter Bank	Hornbach Baumarkt AG (1993)	1,58%	k.A.	+ 12,92%	+ 17,42%
Commerzbank AG	Fr. Grohe AG (Vz.) (1991)	0,44%	0,22%	+ 1,12%	+1,97%
	ESCOM AG (1993)	1,77%	0,00%	+ 45,90%	+ 47,54%
Deutsche Bank AG	Reichelt AG (1991)	1,77%	0,60%	+ 6,94%	+ 12,5%
	Sachsenmilch AG (1992)	1,93%	0,00%	+/- 0,00%	- 3,625%
	Sto AG (Vz.) (1992)	2,65%	0,15%	+ 1,22%	+ 1,02%

Quelle: Rechenschaftsberichte gemäß § 24a Abs. 1 KAGG; eigene Berechnungen.

¹ Anteil an der Gesamtemission in %.

Tabelle 8d: Emittierte Aktien befinden sich nicht in den Fonds der konsortialführenden Bank

Konsortialführer	Emittierte Aktie/ Jahr der Emission	Erste Börsennotiz über (+) oder unter (-) dem Emissionskurs	Börsennotiz nach 3 Monaten über (+) oder unter (-) dem Emissionskurs
Bayerische Hypotheken- und Wechselbank AG	Rheinhold & Mahla AG (1991)	+/- 0,00%	- 9,23%
Bayerische Landesbank	Walter-Bau AG (St.) (1992)	+ 1,44%	+/- 0,00%
	Walter-Bau AG (Vz.) (1992)	+ 1,77%	+/- 0,00%
Berliner Handels- und Frankfurter Bank	Wayss & Freytag AG (1993)	+ 1,21%	+ 0,09%
West-LB	Flender AG (1991)	+ 0,30%	+ 0,15%
	Balcke-Dürr AG (1993)	+ 6,97%	+ 42,42%

Quelle: Rechenschaftsberichte gemäß § 24a Abs. 1 KAGG; eigene Berechnungen.

Schaubild 2:

Anteilseignerbank als Konsortialführer und Aktienerwerb durch deren Kapitalanlagegesellschaften
Bayerische Hypotheken- und Wechselbank (1991/1992)

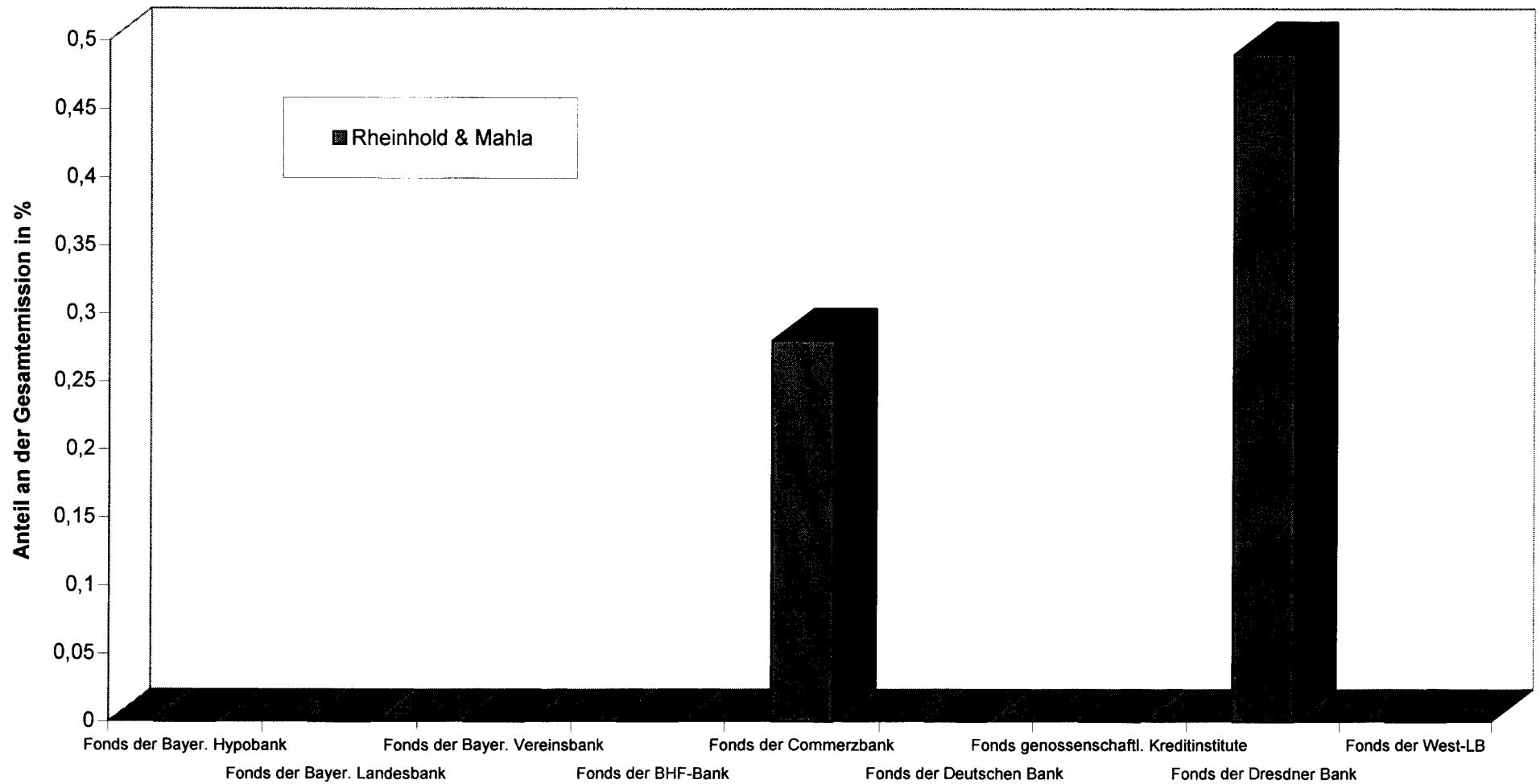


Schaubild 3:

Anteilseignerbank als Konsortialführer und Aktienerwerb durch deren Kapitalanlagegesellschaft
Bayerische Landesbank (1991/1992)

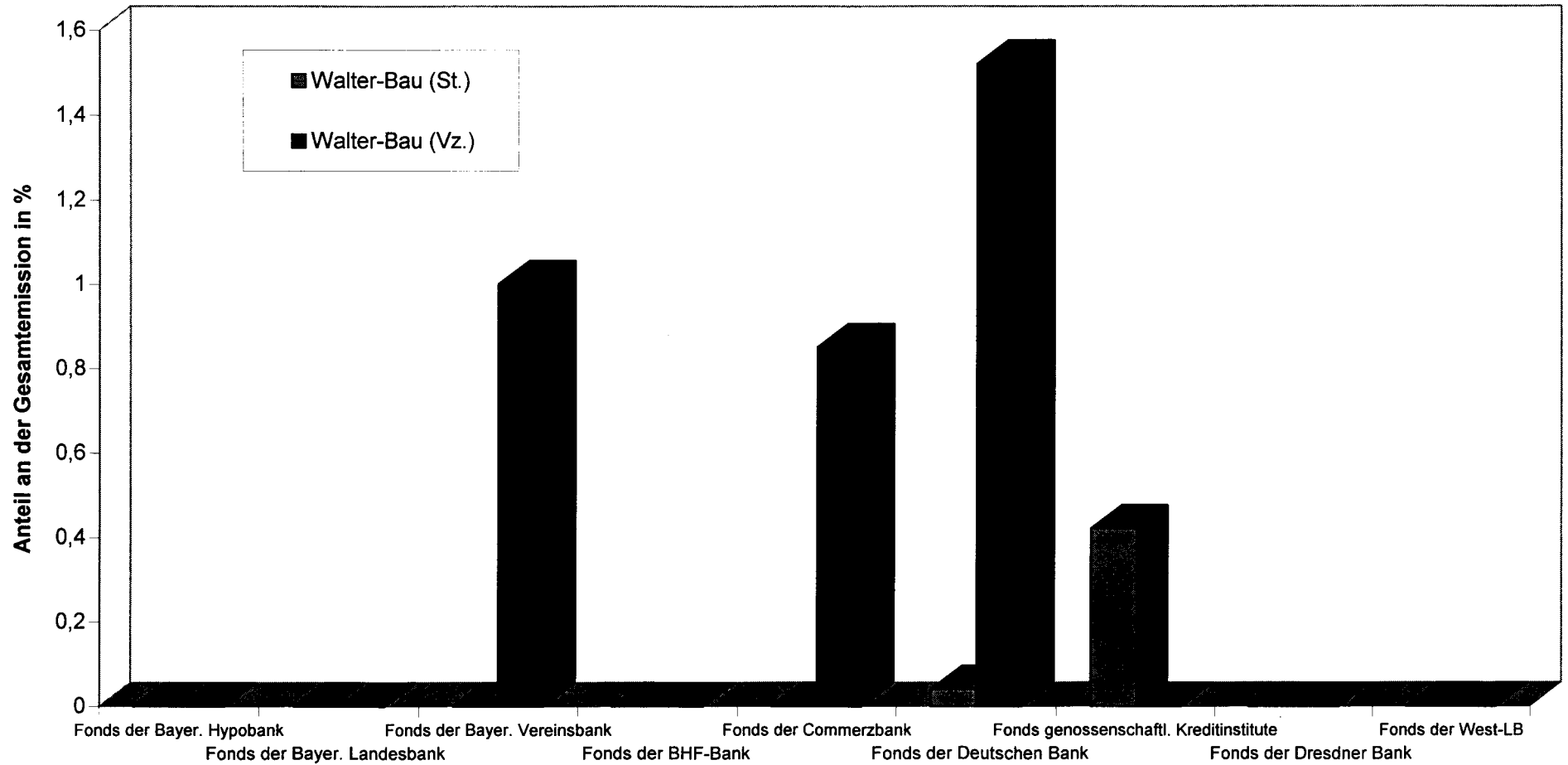


Schaubild 4:

Anteilseignerbank als Konsortialführer und Aktienerwerb durch deren Kapitalanlagegesellschaften
Bayerische Vereinsbank (1991/1992)

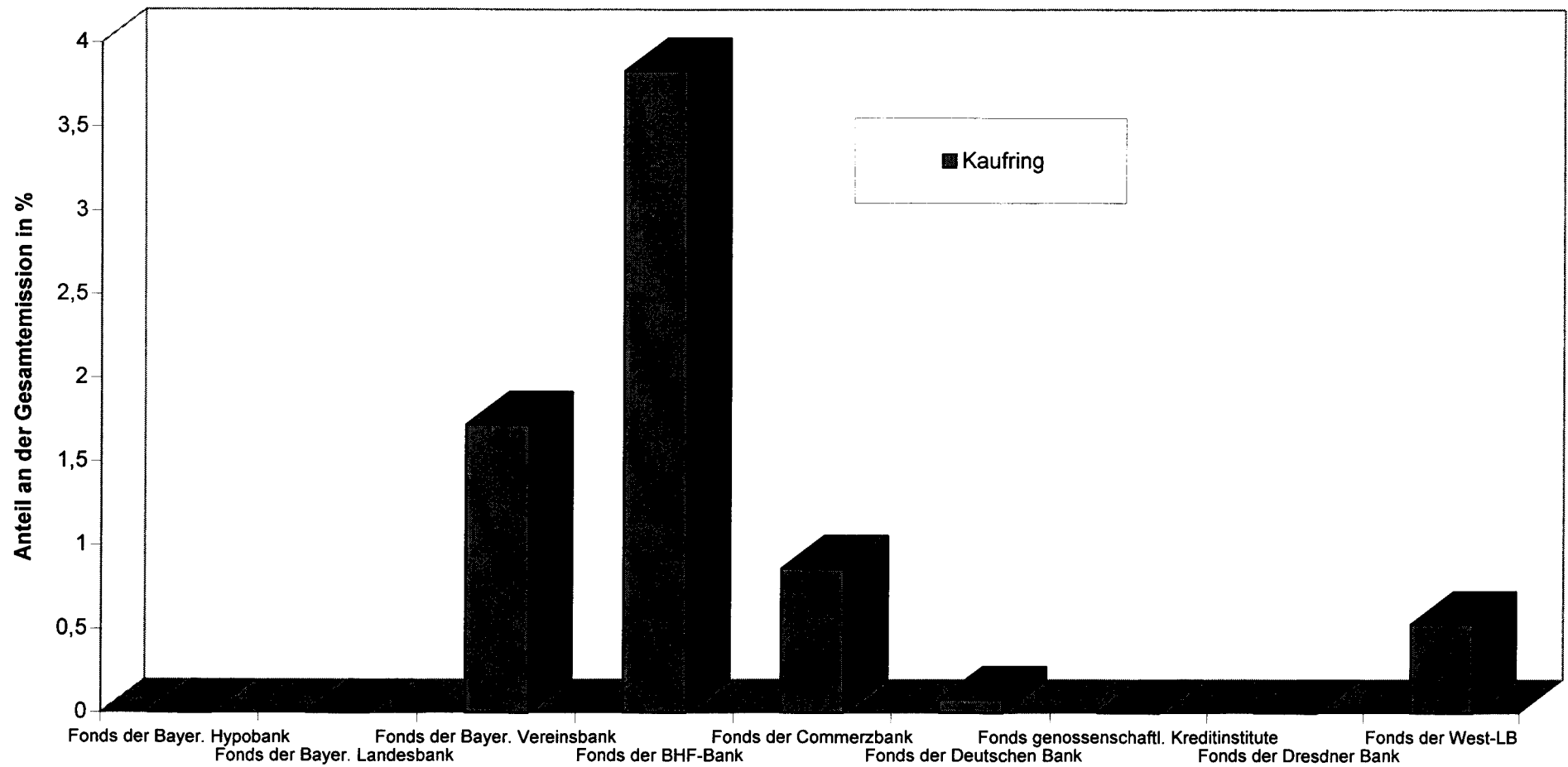


Schaubild 5:

Anteilseignerbank als Konsortialführer und Akteinerwerb durch deren Kapitalanlagegesellschaften BHF-Bank (1991/1992)

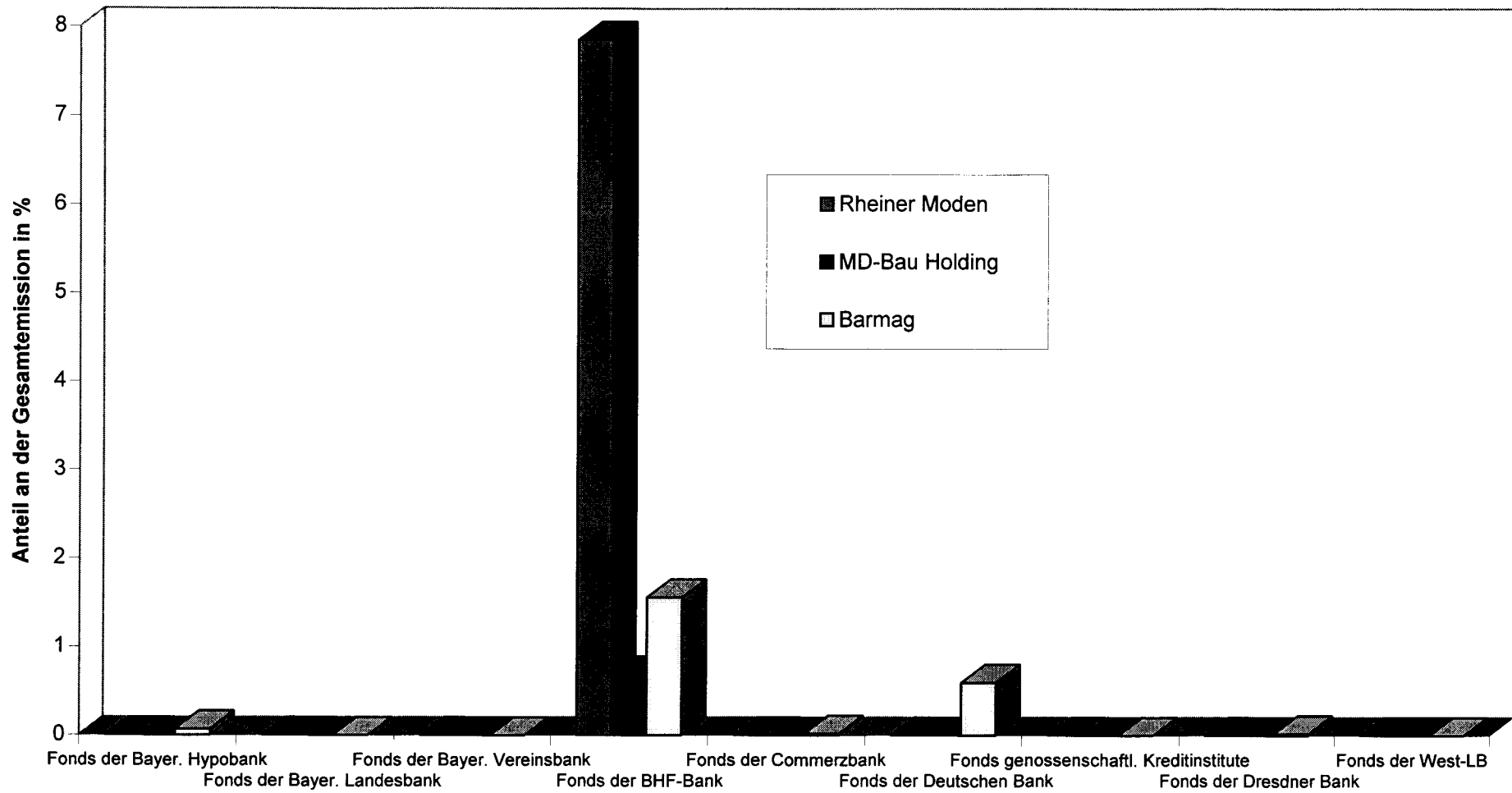


Schaubild 6:

Anteilseignerbank als Konsortialführer und Aktienwerb durch deren Kapitalanlagegesellschaften
Commerzbank (1991/1992)

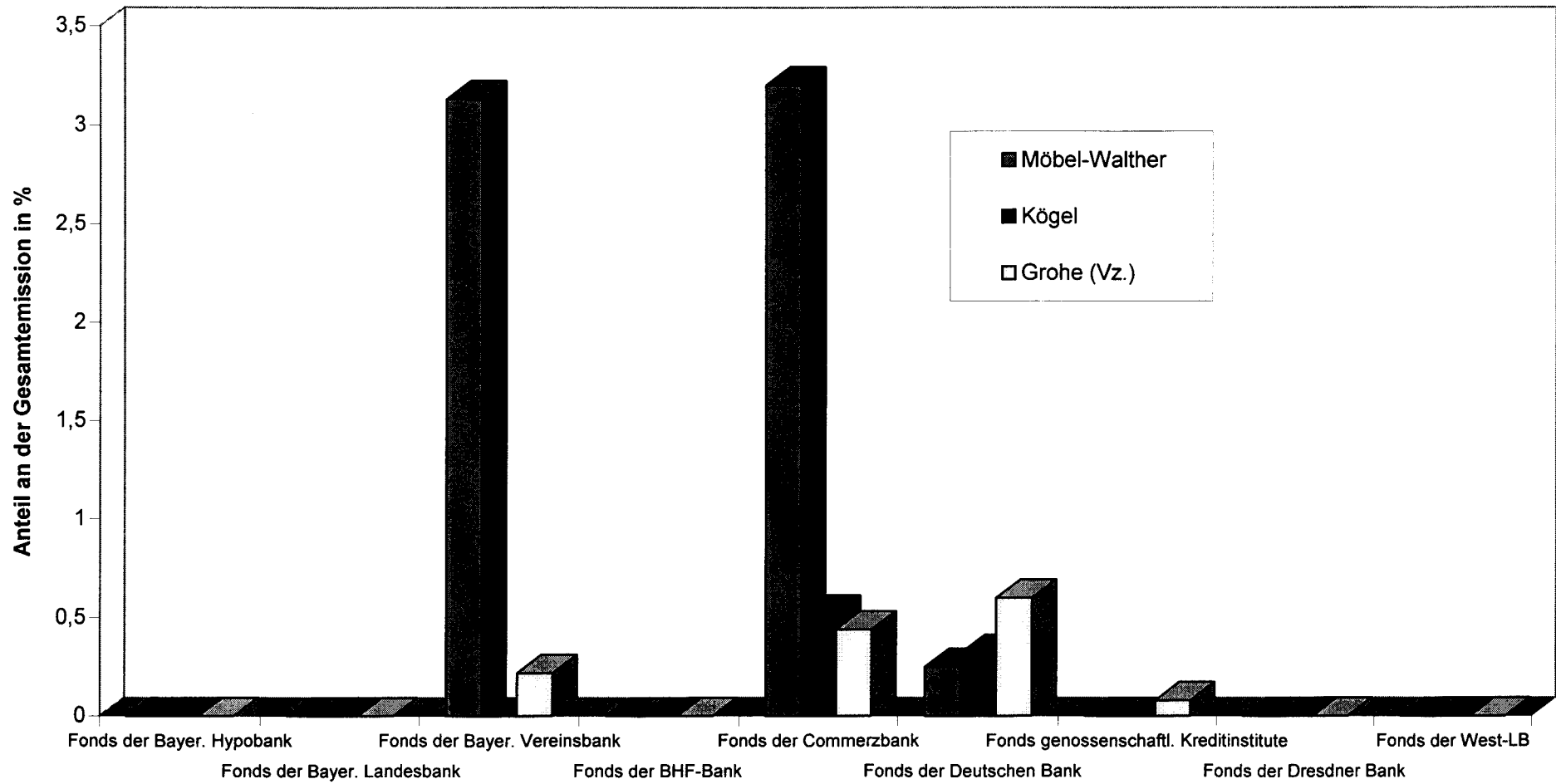


Schaubild 7:

Anteilseignerbank als Konsortialführerin und Aktienerwerb durch deren Kapitalanlagegesellschaften
Deutsche Bank (1991/1992)

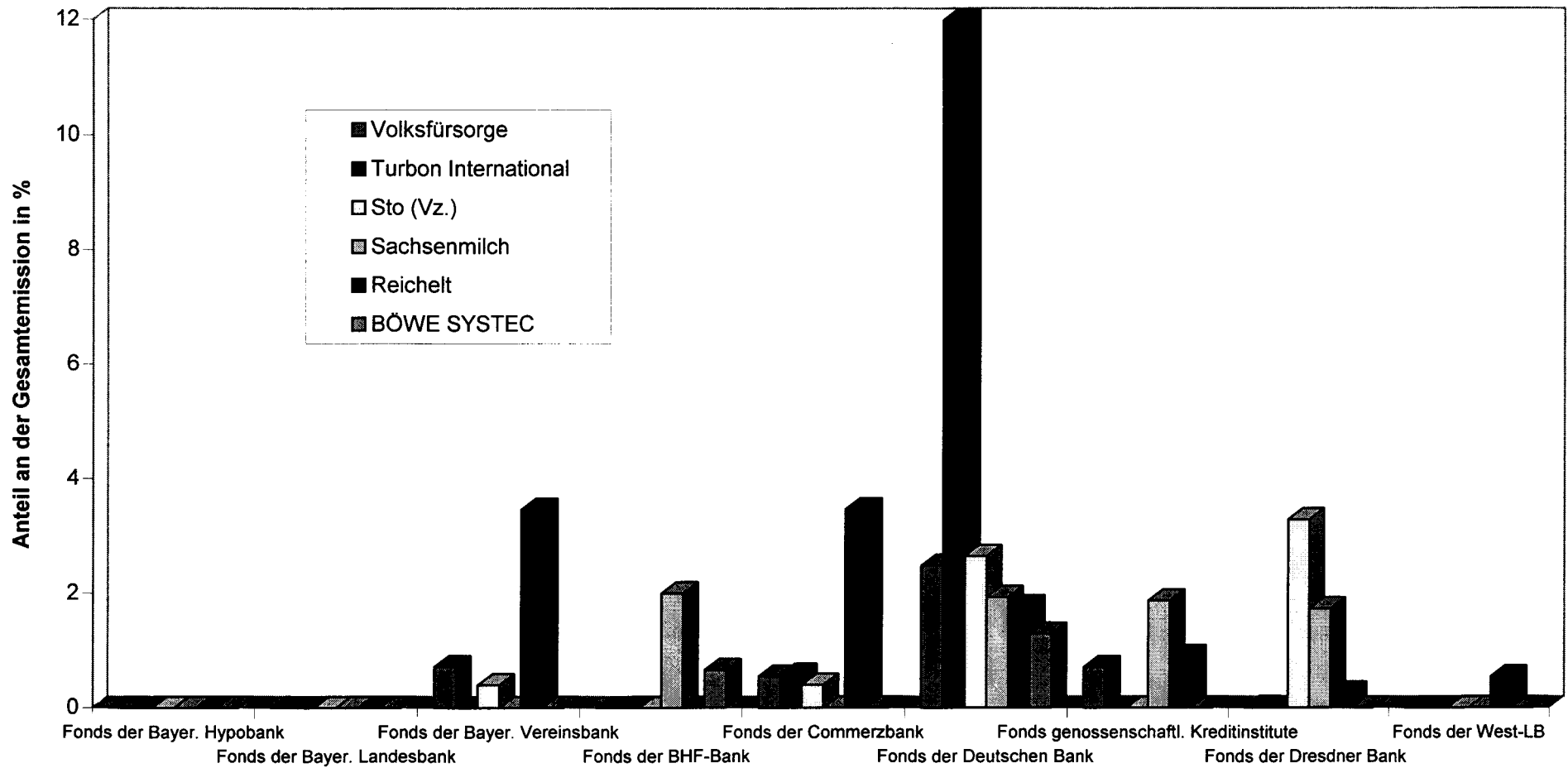


Schaubild 8:

Anteilseignerbank als Konsortialführer und Aktienerwerb durch deren Kapitalanlagegesellschaften
DG-Bank (1991/1992)

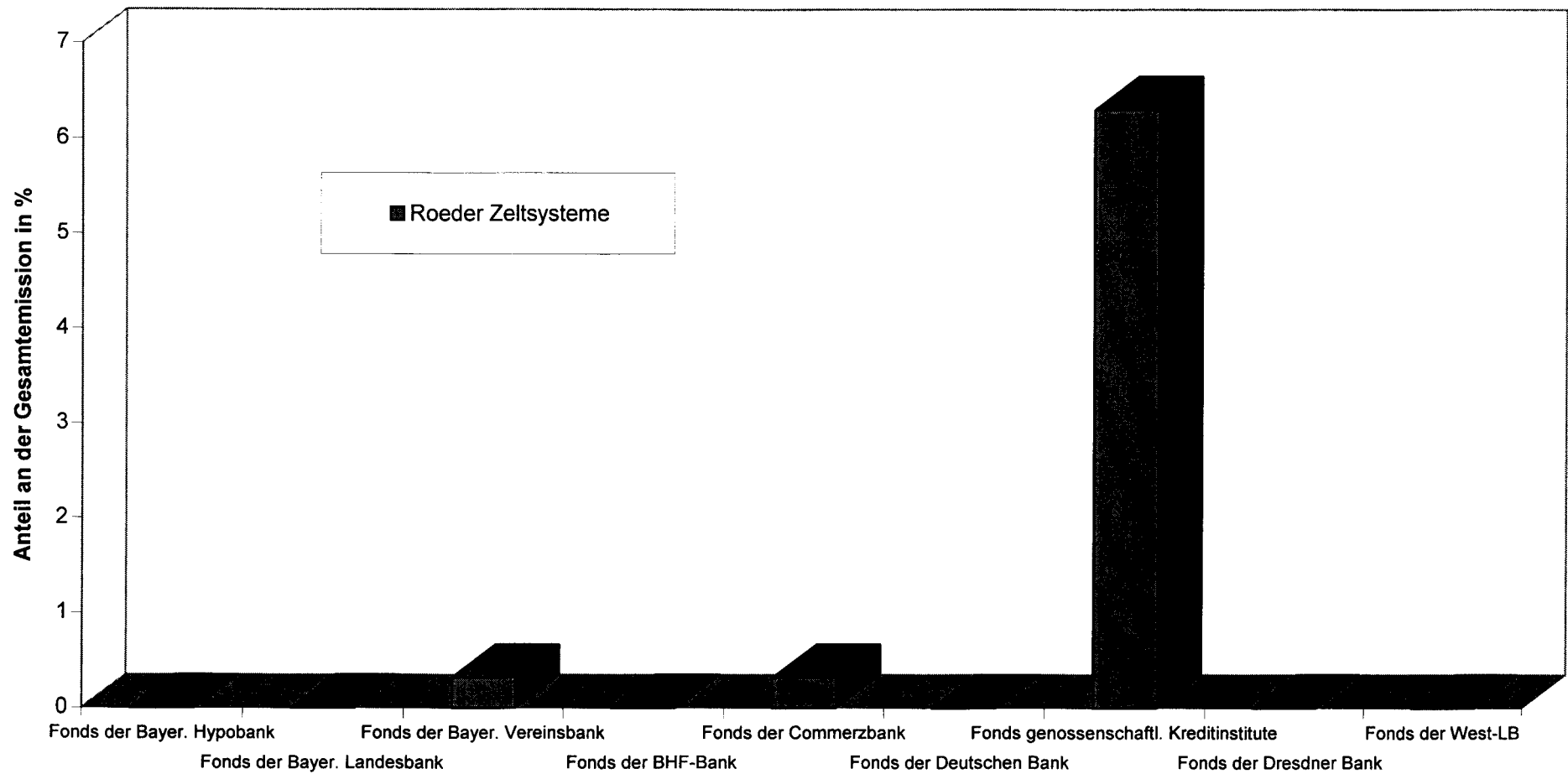


Schaubild 9:

Anteilseignerbank als Konsortialführerin und Aktienwerb durch deren Kapitalanlagegesellschaften
Dresdner Bank (1991/1992)

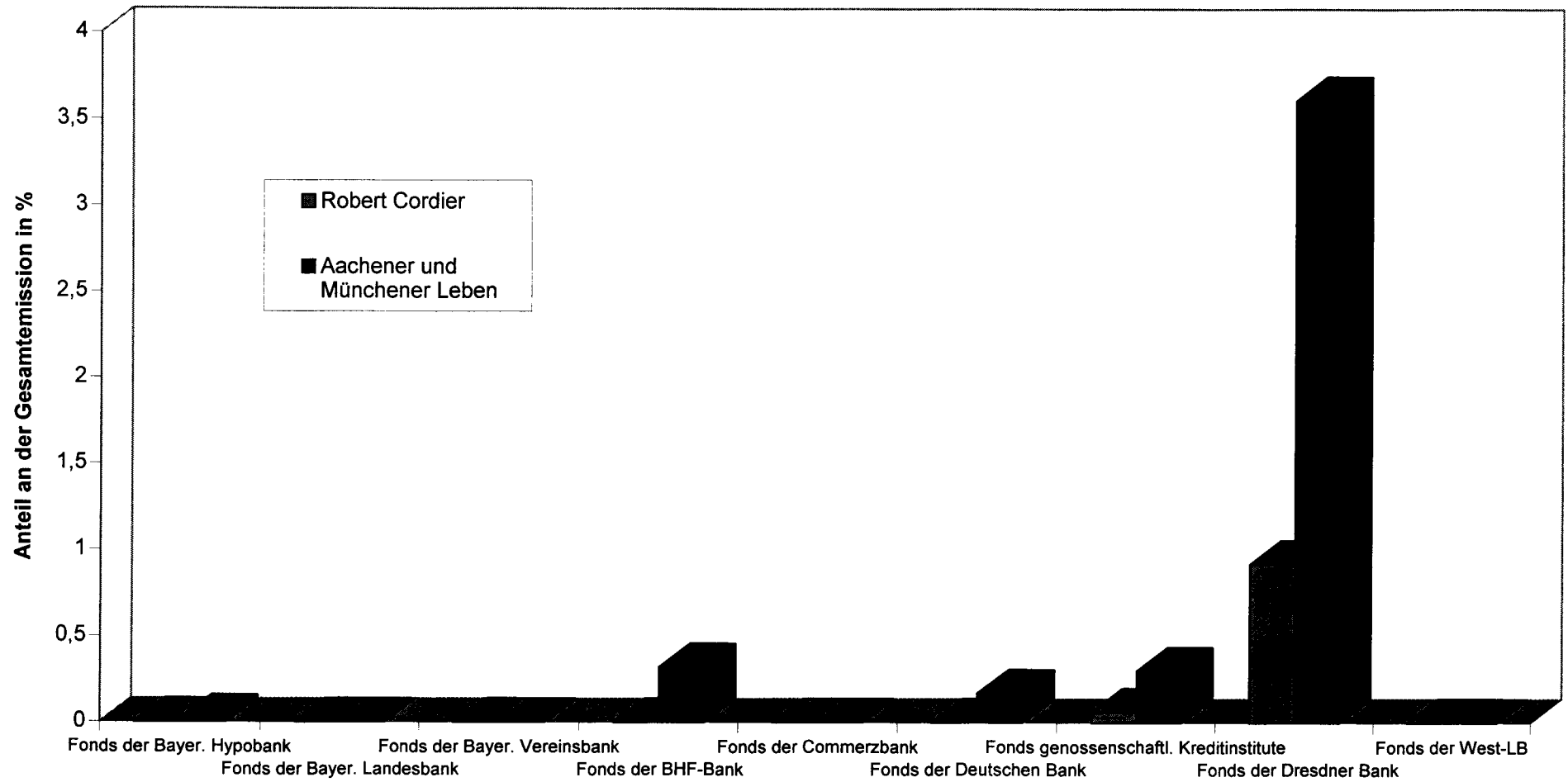


Schaubild 10:

Anteilseignerbank als Konsortialführer und Aktienerwerb durch deren Kapitalanlagegesellschaften
West-LB (1991/1992)

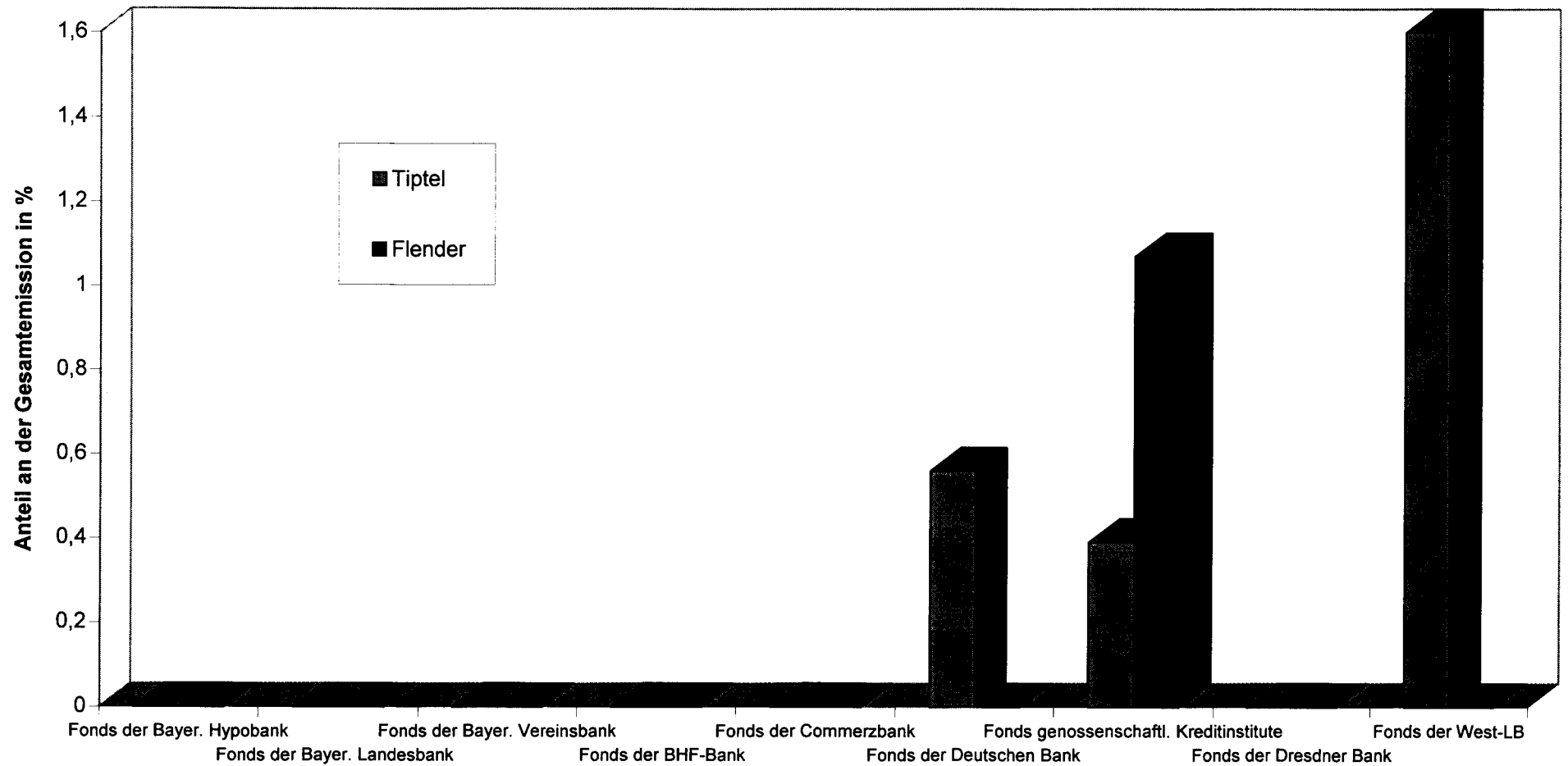


Schaubild 11:

Anteilseignerbanken als Konsortialführer und Aktienwerb durch deren Kapitalanlagegesellschaften
Deutsche Bank und Dresdner Bank (1991/1992)

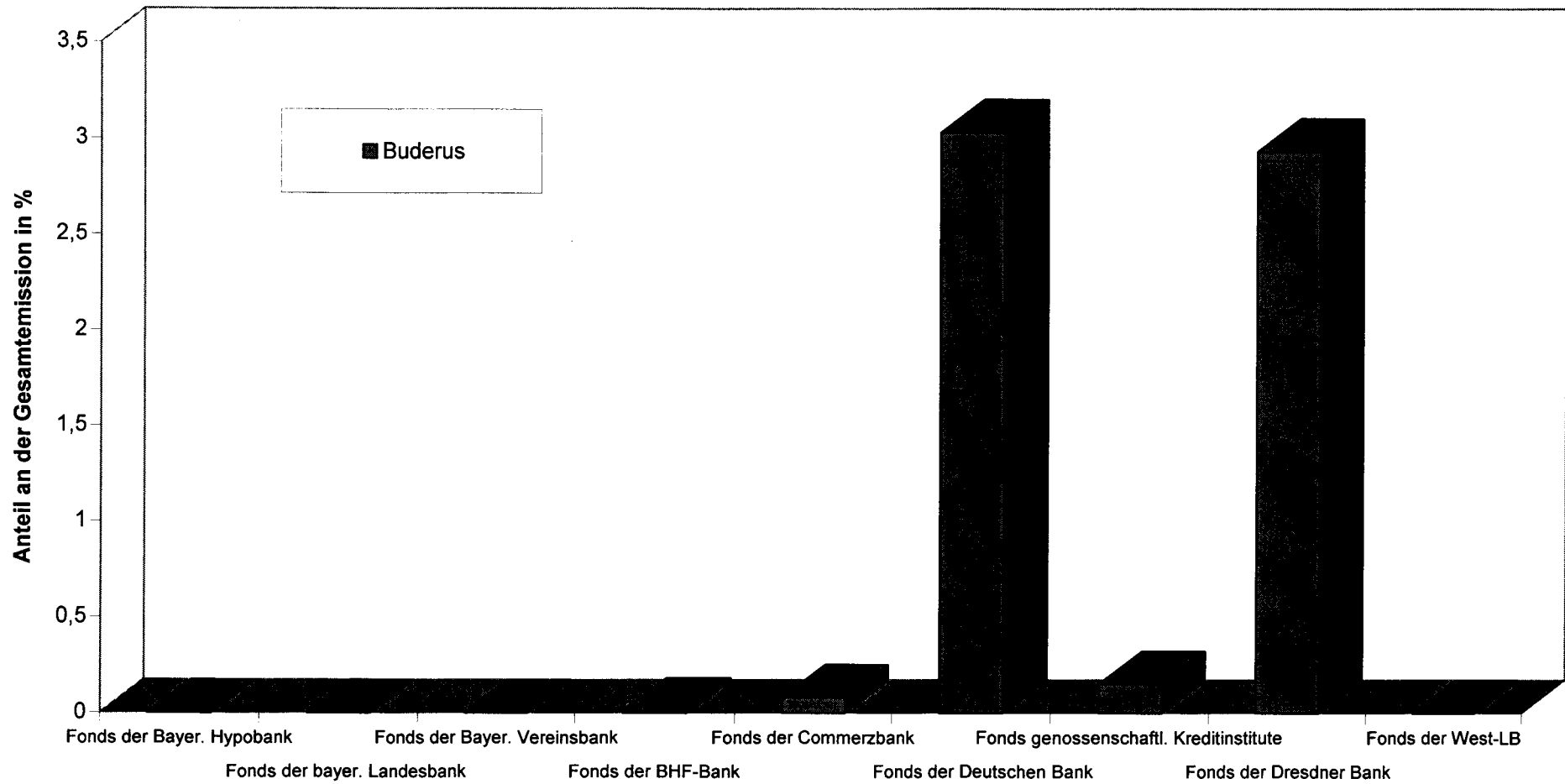


Schaubild 12:

Anteilseignerbank als Konsortialführerin und Aktienerwerb durch deren Kapitalanlagegesellschaft BHF-Bank (1993)

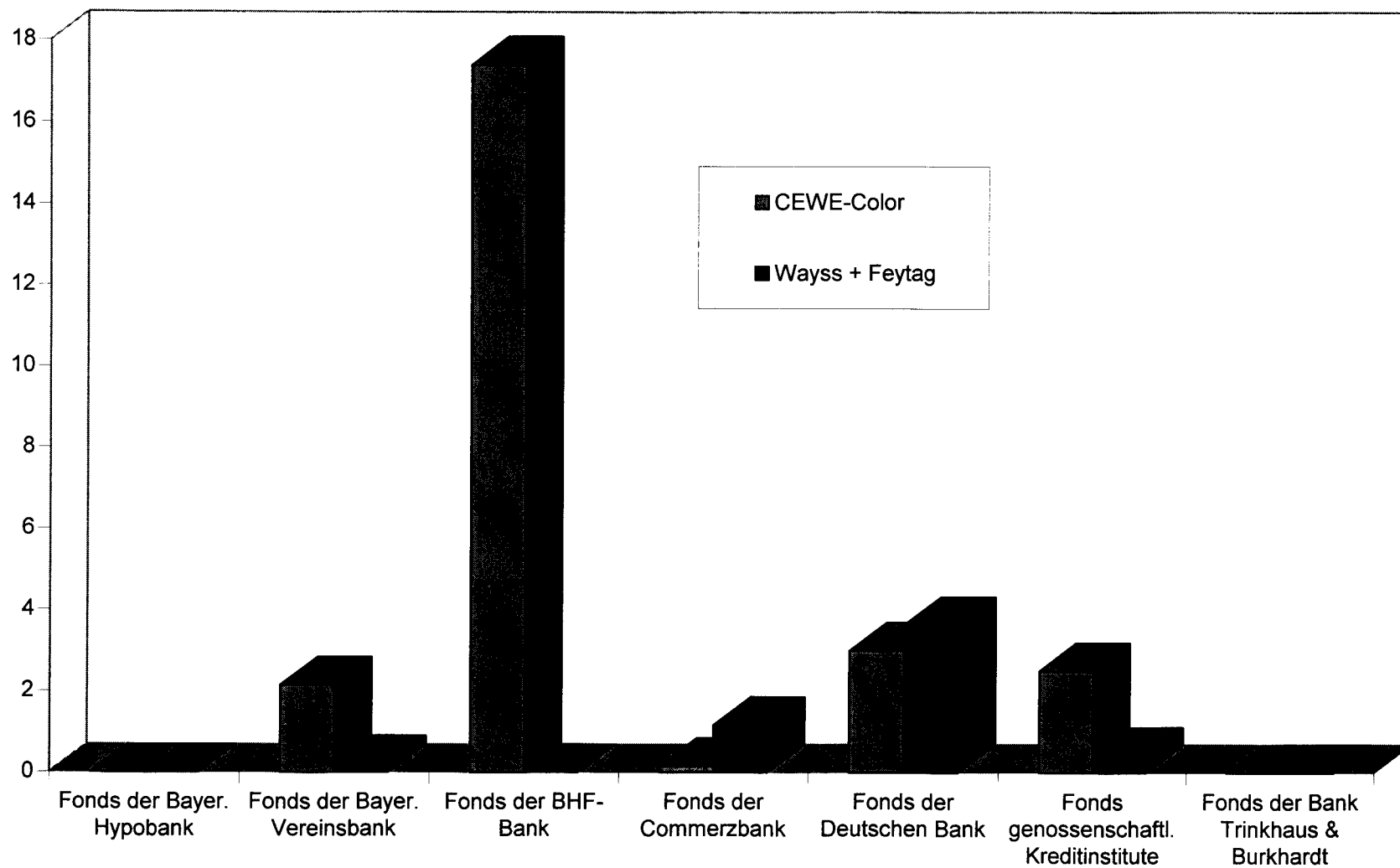
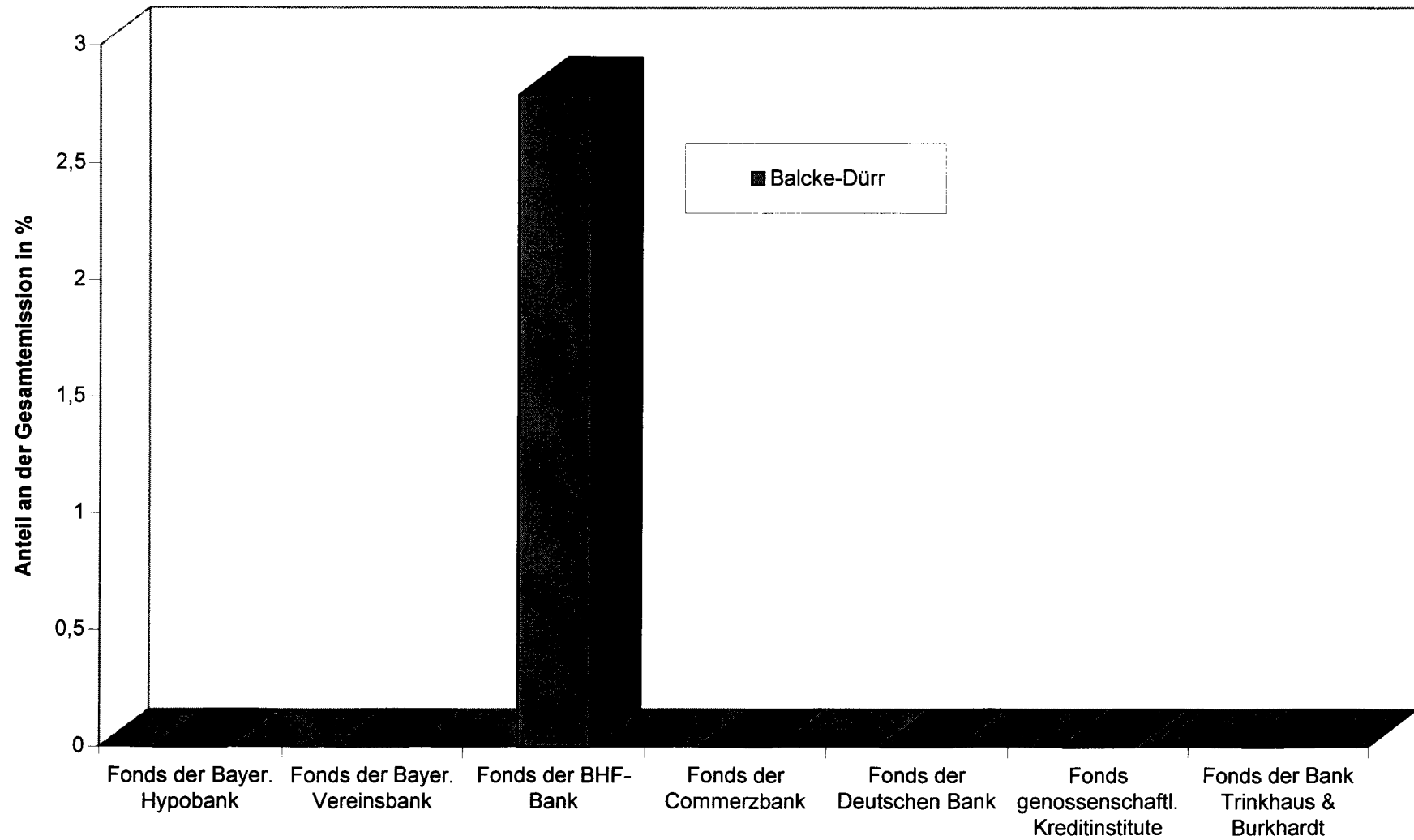


Schaubild 13:

Anteilseignerbank als Konsortialführerin und Aktienwerb durch deren Kapitalanlagegesellschaft
West-LB (1993)



Anteilseignerbank als Konsortialführerin und Aktienwerb durch deren Kapitalanlagegesellschaften
Bayerische Hypotheken- und Wechselbank (1994)

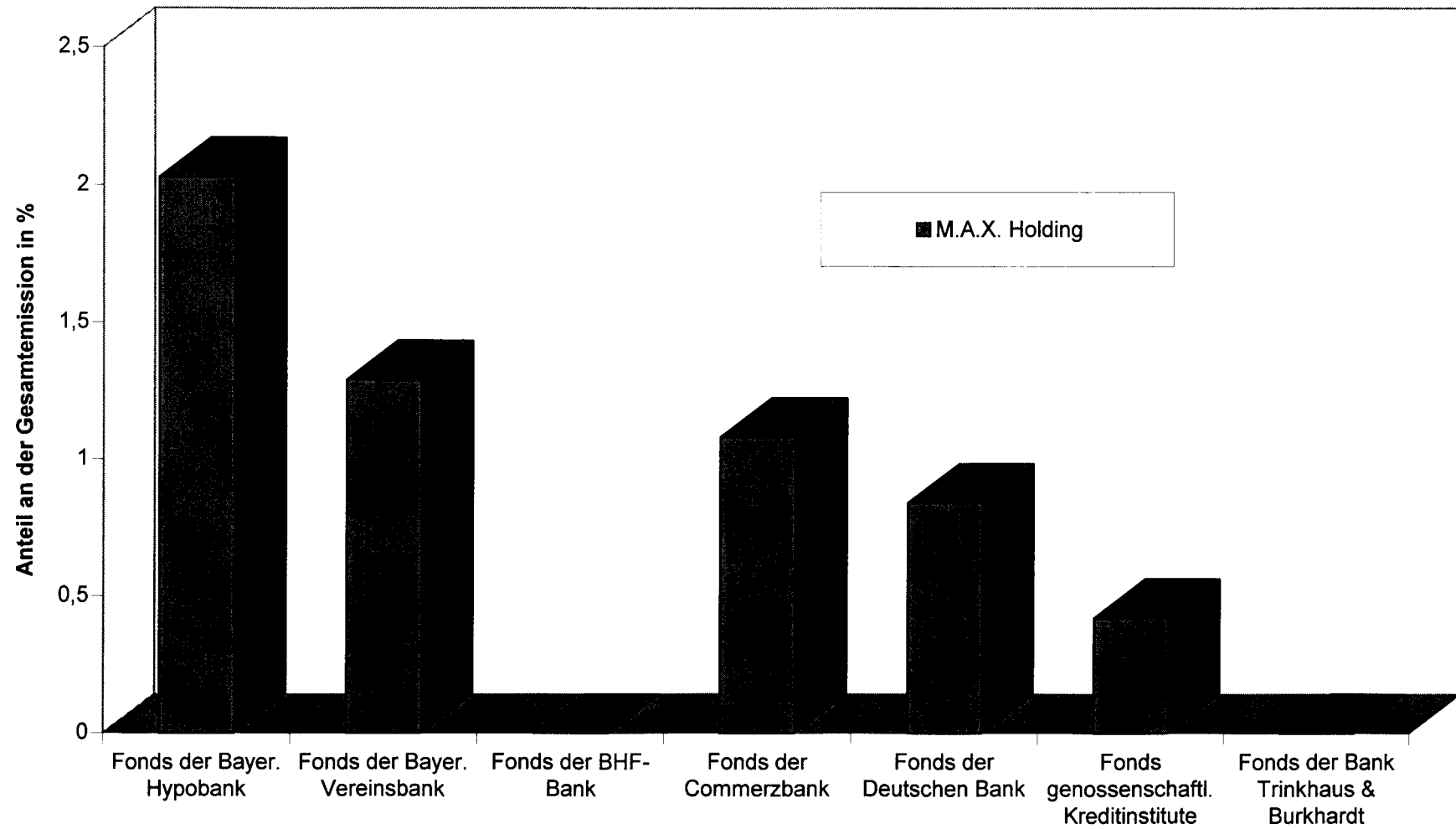


Schaubild 15:

Anteilseignerbank als Konsortialführerin und Aktienerwerb durch deren Kapitalanlagegesellschaften
Bayerische Vereinsbank AG (1994)

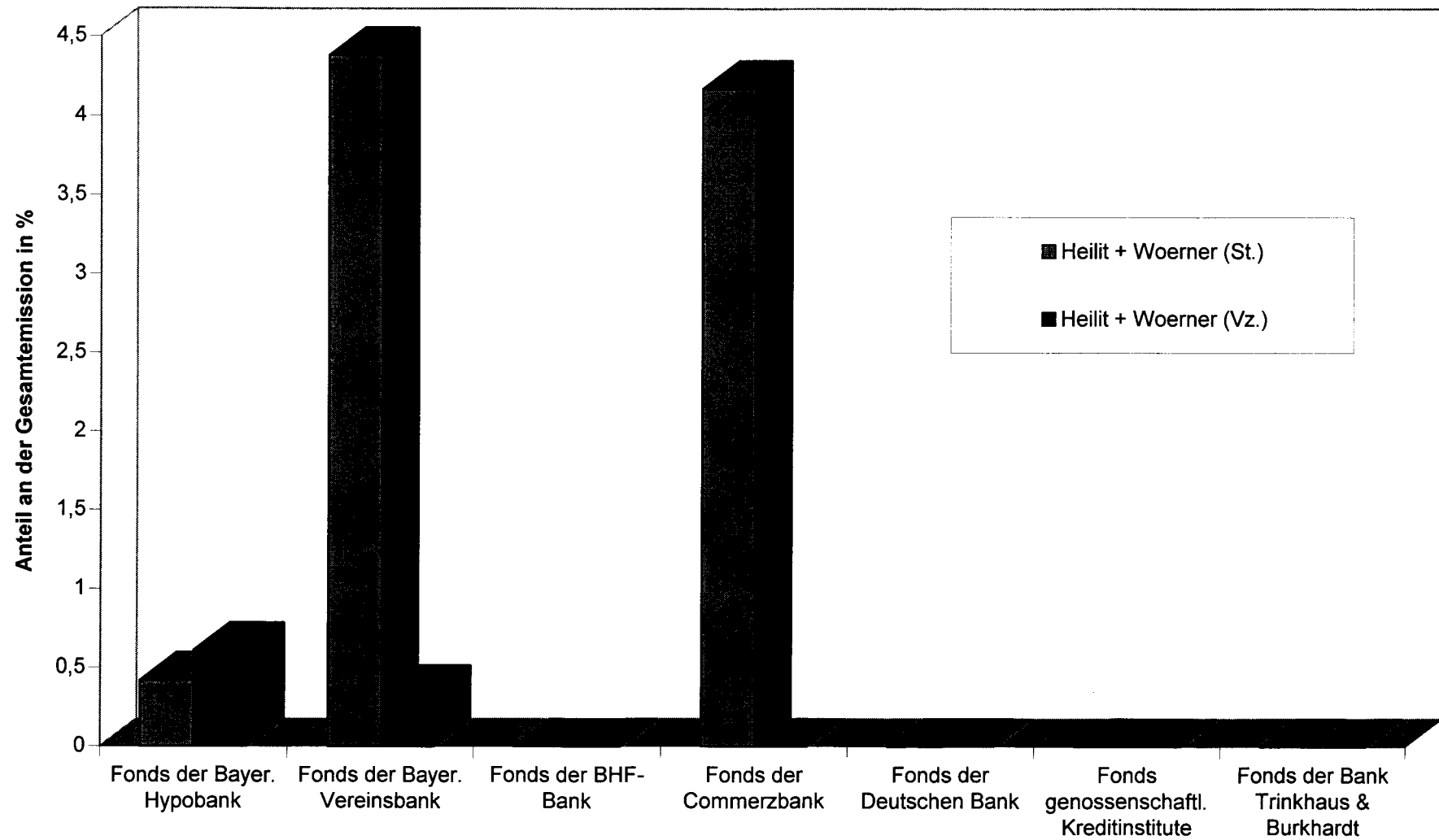


Schaubild 16:

Anteilseignerbank als Konsortialführerin und Aktienerwerb durch deren Kapitalanlagegesellschaft
BHF-Bank (1994)

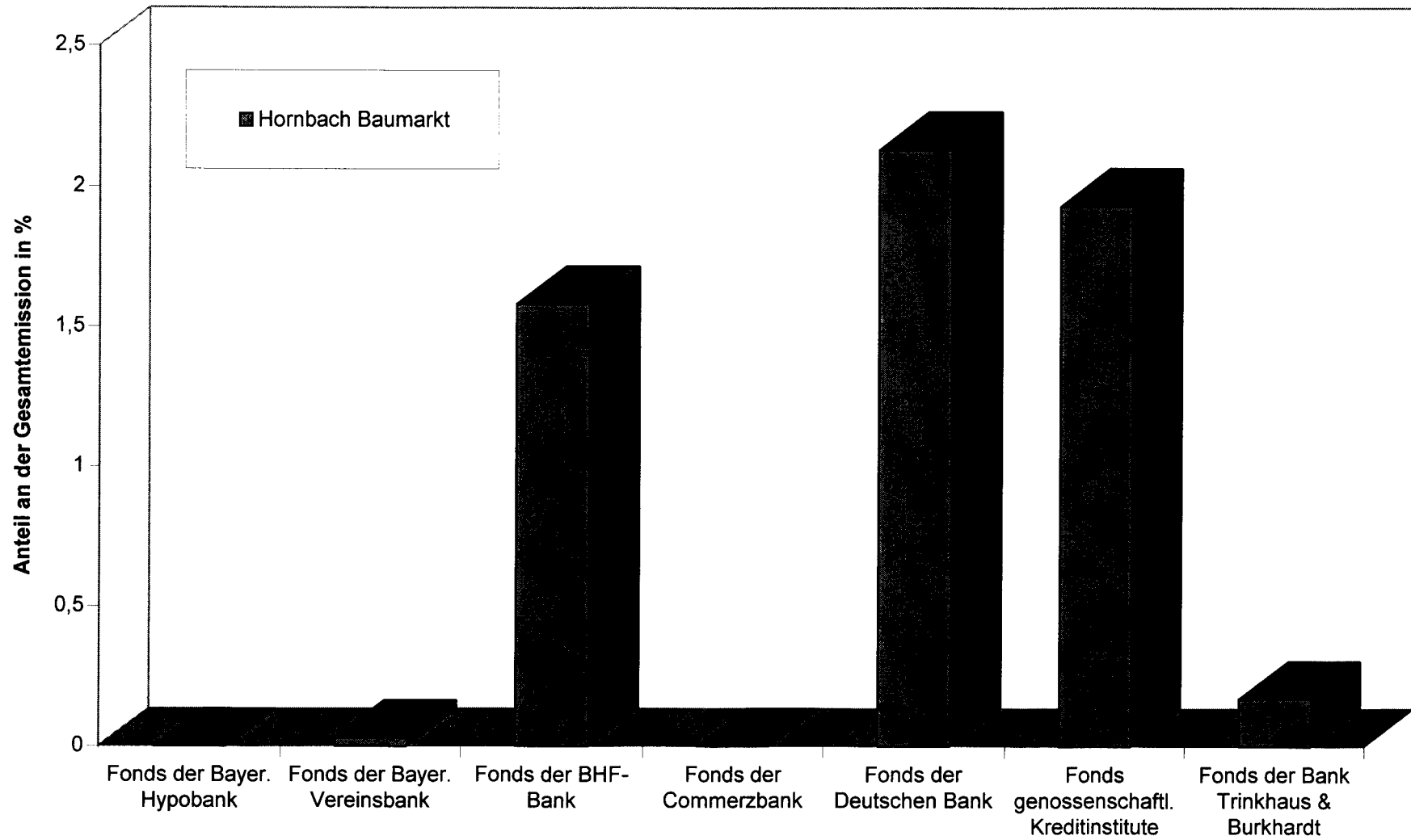


Schaubild 17:

Anteilseignerbank als Konsortialführerin und Aktienerwerb durch deren Kapitalanlagegesellschaften
Commerzbank AG (1994)

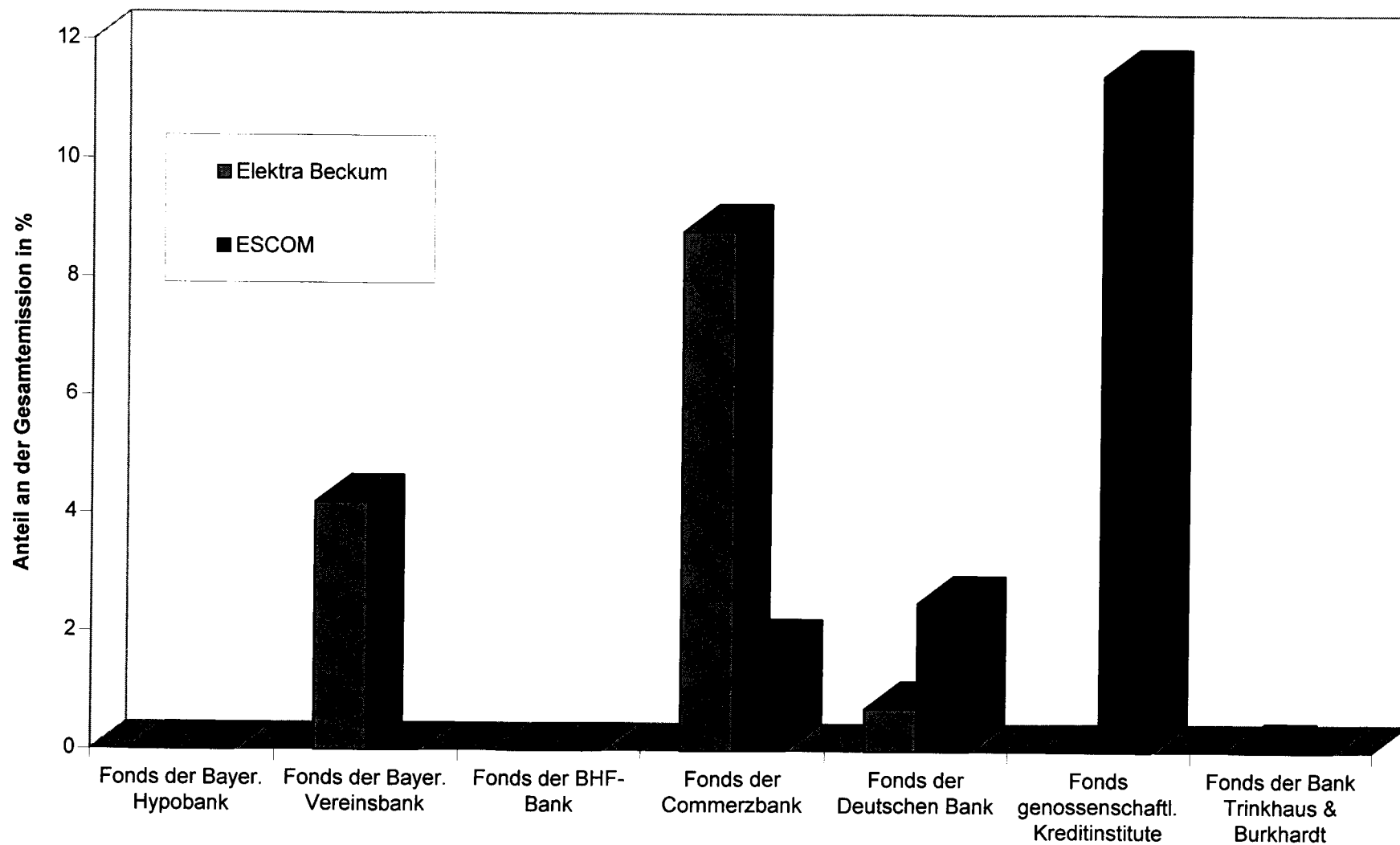


Schaubild 18:

Anteilseignerbank als Konsortialführerin und Aktienerwerb durch deren Kapitalanlagegesellschaften
Deutsche Bank AG (1994)

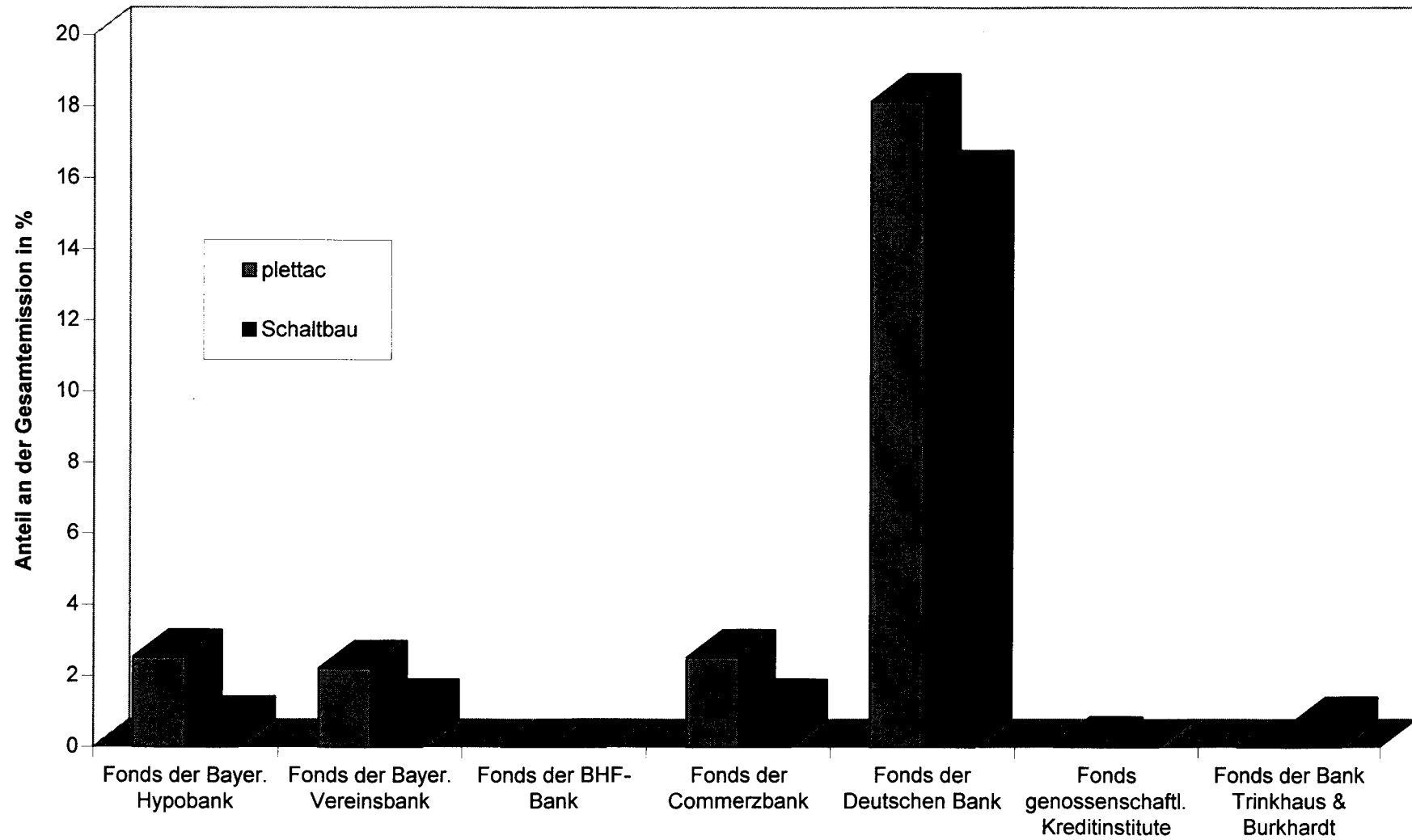


Schaubild 19:

Anteilseignerbank als Konsortialführerin und Aktienwerb durch deren Kapitalanlagegesellschaften
DG-Bank (1994)

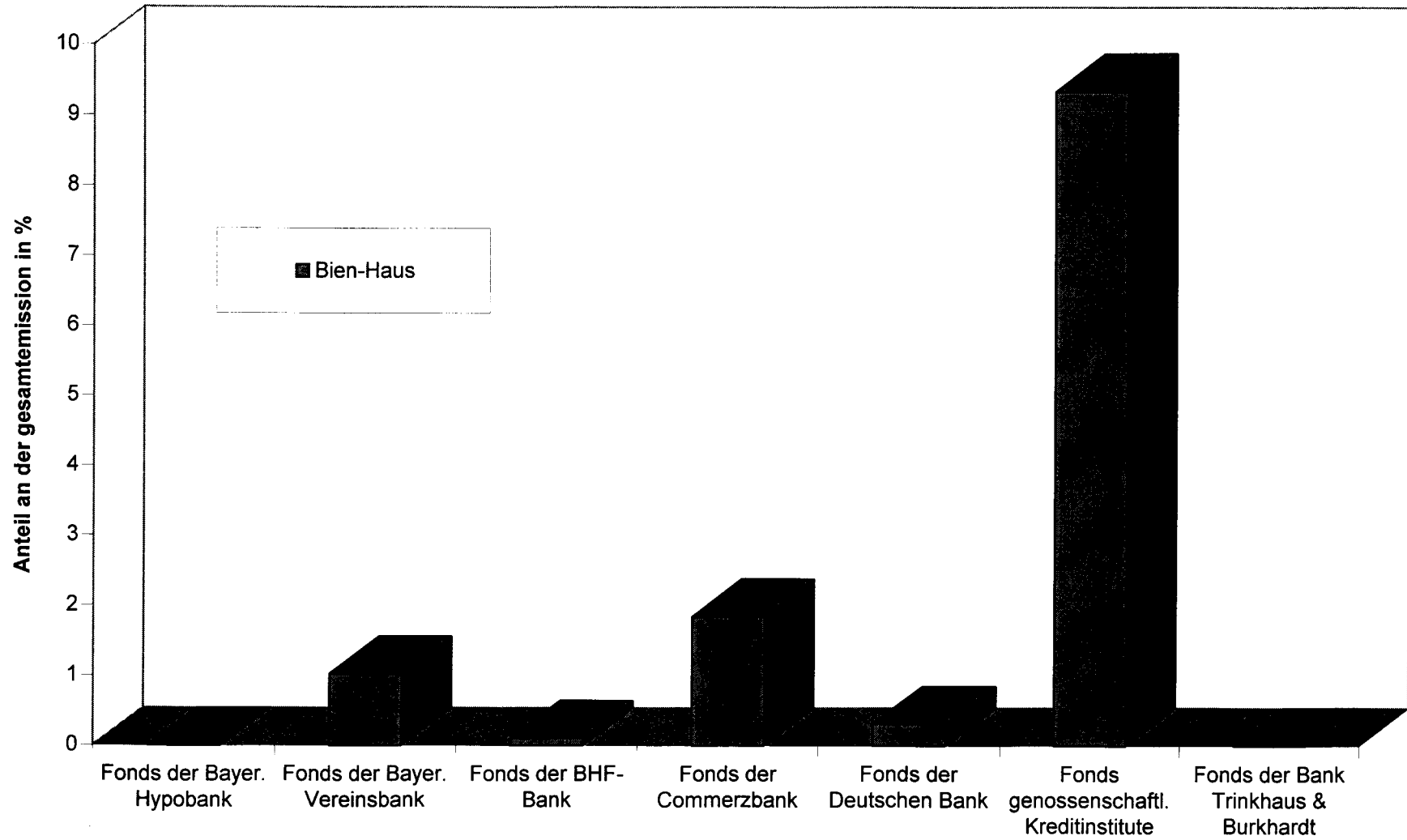


Schaubild 20:

Anteilseignerbank als Konsortialführerin und Aktienerwerb durch deren Kapitalanlagegesellschaft
Trinkhaus & Burkhardt (1994)

