

## RECHT UND KAPITALMARKT

# Defizite der Corporate Governance in der Kommanditgesellschaft auf Aktien

Deutsche Bank setzt für IPO der Vermögensverwaltung auf Rechtsform KGaA

Von Stefan Bielmeier \*)

Börsen-Zeitung, 6.1.2018

Aus dem Angelsächsischen kommt ein positiver Trend auf den Kontinent herüber: Immer mehr institutionelle Investoren beginnen ihre Rolle ernster zu nehmen und sich aktiver in die Führung der Unternehmen, in die sie investieren, einzubringen. Schon 2010 hatte der britische Financial Reporting Council (FRC) damit begonnen, Prinzipien für die Überwachung von und die Zusammenarbeit mit den Unternehmen in Themen der Strategie, des Risikocontrollings, der Kapitalstruktur unter anderem im sogenannten UK Stewardship Code zu regeln. In diesem Jahr steht seine zweite Überarbeitung an. Der Dialog auf Hauptversammlungen, z. B. über Vergütungsstrukturen und Corporate Governance ist seitdem viel intensiver geworden. Dies gilt zunehmend auch für deutsche Hauptversammlungen, in denen mittlerweile viele große Fondsgesellschaften mit namhaften Anteilen unmissverständlich Stellung beziehen.

### Ohne Stimmrechte

Einige Unternehmen scheinen bereits auf diese neue Art von Aktionären und das stärkere Ausüben der Kontrollfunktion zu reagieren, indem sie andere Rechtsformen wählen. Schließlich wirkt sich die Rechtsform eines Unternehmens maßgeblich auf die Kontrollfunktion der Aktionäre aus. Rechtsformen, welche die Stimmrechte von Aktionären beschränken, scheinen etwas an Popularität zu gewinnen. So hat das amerikanische Technologieunternehmen Snap bei seinem Börsengang im Frühling vergangenen Jahres lediglich stimmrechtslose Vorzugsaktien ausgegeben. Jetzt, wo

das Geschäftsmodell des einst gehypten Social-Media-Dienstes Snapchat unter Druck gerät, können die Investoren keinen konstruktiven Einfluss auf die Geschäftsführung ausüben und sind darauf angewiesen, ihre Meinung über den Orderzettel zum Ausdruck zu bringen.

### Mitwirkung beschränkt

Neben stimmrechtslosen Vorzugsaktien sind auch die Anteile von Kommanditgesellschaften auf Aktien (KGaA) in ihren Mitwirkungsrechten beschränkt. In einer KGaA können zwar alle Aktionäre gemäß ihrer Anzahl der Aktien das Stimmrecht auf der Hauptversammlung ausüben, wichtige strategische Entscheidungen bleiben jedoch der persönlich haftenden Gesellschafterin (Komplementär), die die Geschäfte einer Kommanditgesellschaft führt, vorbehalten.

Die Komplementäre besitzen damit eine stärkere Stellung als der Vorstand in einer AG; gegen ihren Willen können keine Maßnahmen durchgeführt werden. Der Aufsichtsrat kann die Komplementäre weder bestellen noch abberufen; eine Mitwirkung an der Geschäftsführung steht dem Kontrollgremium in der KGaA nicht zu. Die Kontrollbefugnisse des Aufsichtsrats entsprechen somit nicht denen einer AG, Aktionären fehlt die mittelbare Personalkompetenz für die Geschäftsleitung.

Die DVFA erwartet, dass institutionelle Investoren diese Form der Beteiligung und Rechtsformen eher kritisch sehen. Zudem sollte sich mittelfristig bei diesen Rechtsformen ein Bewertungsabschlag im Vergleich zum Markt durchsetzen. Das geringere Kontrollrecht sollte man sich als rationaler Investor vergüten lassen. Nur wenn ein Unternehmen nachweislich gut geführt wird, kann

man hierauf mittelfristig verzichten. Doch in der Realität scheint der Zusammenhang genau umgekehrt zu sein: Je weniger Kontrollmöglichkeiten die Eigentümer haben, umso ungenügender ist die Corporate Governance eines Unternehmens. Prominentestes Beispiel für diese Vermutung sind die Vorgänge im VW-Konzern.

### Zweiklassengesellschaft

Auch die Deutsche Bank hat entschieden, ihre Vermögensverwaltungssparte in eine Kommanditgesellschaft auf Aktien umzuwandeln und rund ein Viertel der Anteile an die Börse zu bringen. Komplementärin soll eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Deutschen Bank bleiben. Weil die Bank diese Pläne von vornherein offenlegt, können Investoren schon vor dem Kauf entscheiden, ob sie die Besonderheiten dieser Rechtsform in Kauf nehmen wollen. Das ist gut so. Doch auch bei transparenter und marktgerechter Kompensation sehen die in der DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management organisierten Investment-Professionals das mögliche Entstehen einer Zweiklassengesellschaft unter den Aktionären kritisch. Treuhänderisch agierende Assetmanager könnten ihren Anlegern bei Investitionen in KGaAs nicht die vollständige Vertretung ihrer Interessen zusichern. Weil immer mehr Assetmanager sich dieser Verpflichtung stellen wollen, kann sich diese speziell deutsche Rechtsform der Aktiengesellschaft als Nachteil für die Transparenz des Kapitalmarkts in erweisen.

\*) Stefan Bielmeier äußert sich als Vorstandsvorsitzender der DVFA. Er ist Chefvolkswirt der DZ Bank.