An die
Regierungskommission
Deutscher Corporate Governance Kodex
Geschäftsstelle beim Deutschen Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main

Frankfurt, 1. September 2026

Änderungen zum Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK)

Sehr geehrte Frau Streit,
sehr geehrte Mitglieder der Regierungskommission,

wir als DWS, einem der größten europäischen Asset Manager mit über 1,19 Billionen Euro an verwaltetem Vermögen, nutzen die Gelegenheit, zu den Änderungsvorschlägen der Regierungskommission nachstehend Stellung zu nehmen.

Für die DWS als langfristig-orientiertem Investor und Treuhänder ist gute Corporate Governance seit langem ein wesentliches Element in der Investmentanalyse. Als Nutzer des Kodex gilt für uns das Prinzip „Verlässlichkeit durch Transparenz".

Wir begrüßen daher, dass die Regierungskommission mit diesem Konsultationsverfahren erstmals nach über vierjähriger Pause eine breitere Diskussion um die Weiterentwicklung der Corporate Governance in Deutschland ermöglicht. Daher nehmen wir nachstehend zu sämtlichen Änderungsvorschlägen Stellung und geben weitere Impulse für die Diskussion.

I. Vorbemerkungen:

1. Zur Struktur des Kodex:

Unsere bereits in den Stellungnahmen 2019 und 2022 geäußerte Kritik an der Erweiterung des Kodex um Grundsätze, die nur gesetzliche Indikative wiedergeben, erhalten wir aufrecht. Die Befolgung von Recht und Gesetz setzen wir grundsätzlich voraus. Die Struktur des Kodex trägt aus unserer Sicht auch nicht zum Ziel einer Entschlackung und Verschlankung des Kodex bei. Stattdessen erachten wir eine auszugswise Darstellung der relevanten gesetzlichen Vorgaben (insbesondere AktG, HGB, WpHG und WpÜG) in einem übersichtlichen Anhang, kombiniert mit entsprechenden Randzifferverweisen für überlegen und mehrwertstiftend für Anwender und Nutzer des Kodex.

DWS Investment GmbH
Hendrik Schmidt
Mainzer Landstraße 11 - 17
60329 Frankfurt am Main
Deutschland
www.dws.com

Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Frankfurt am Main
Handelsregister: Amtsgericht Frankfurt am Main, HRB Nr. 9135
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Manfred Bauer
Geschäftsführung: Dr. Matthias Liermann (Sprecher), Nicole Behrens, Henning Potstada
USt-IdNr. DE 811 248 289

2. Zur Streichung (vermeintlicher) Redundanzen:

Die Begründung einiger Streichungen mit Verweis auf bereits gesetzliche Regelungen überzeugt vor dem Hintergrund des in ihrer Geschäftsordnung verankerten Auftrags der Regierungskommission nicht. Darin heißt es: *„Der Kodex verdeutlicht die gesetzlichen Regeln der Unternehmensführung in Deutschland und spricht darüber hinaus Empfehlungen und Anregungen aus."*

Der Kodex erfüllt damit eine wichtige Orientierungsfunktion und soll die Frage nach der Ausgestaltung gewisser gesetzlicher Regelungen beantworten, die als Best Practices gelten können. Der Kodex ordnet Corporate Governance als den rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens ein.

Aus dem Vorstehenden ergibt sich, dass dies auch rechtliche Einordnungen umfasst und das Rahmenwerk bewusst so angelegt ist.

3. Zum Transparenzerfordernis und der Rolle institutioneller Anleger:

So wie in der Präambel beschrieben, kommt institutionellen Anlegern als Eigentümern eine besondere Bedeutung und Verantwortung zu, die sich u.a. auch aus europarechtlichen Vorgaben, wie der Aktionärsrechterichtlinie (SRD I und II) und deren nationaler Umsetzung (ARUG I und II) ergeben.

Die Entscheidung des Bundesgerichtshofs (BGH) vom 9. Oktober 2018 (II ZR 78/17) stellt außerdem klar, dass die Sanktionierungskompetenz bei unrichtigen Entsprechenserklärungen beim Kapitalmarkt und nicht vor Gericht liegt. Daraus folgt, dass die Kontrolle durch Transparenz via Offenlegung der Abweichungen von Empfehlungen bei den Aktionären verbleibt. Werden Empfehlungen zu Anregungen herabgestuft oder ersatzlos gestrichen, entfällt damit nicht nur eine formale Offenlegungspflicht. Zugleich wird die Informationsgrundlage geschwächt, auf der Aktionäre ihre Kontrollfunktion wahrnehmen und ihre Eigentumsrechte ausüben können.

Investoren sind daher auf ein hohes Maß an Transparenz angewiesen, um ihrerseits angemessen und verantwortungsvoll handeln zu können.

II. Zu den vorgeschlagenen Änderungen im Einzelnen:

1. Grundsatz 5 (Hinweisgeberschutz)

Die Integration von Empfehlung A.4 in Grundsatz 5 wird im Grundsatz **geteilt**.

Wir halten die Integration von Empfehlung A.4 in Grundsatz 5 grundsätzlich für nachvollziehbar. Zugleich sollte der Kodex auch aufgrund der jüngeren Entwicklung in Deutschland weiterhin klar zum Ausdruck bringen, dass geschützte Hinweiswege ein wesentlicher Bestandteil wirksamer Compliance- und Governance-Strukturen sind.

Die verspätete Umsetzung der europäischen Richtlinie zum Schutz von Hinweisgebern (Whistleblower-Richtlinie) und die daraus folgende Verurteilung Deutschlands durch den Europäischen Gerichtshof (EuGH) verdeutlichen, dass der Schutz von Hinweisgebern kein rein formales Thema ist und wirksame Hinweisgebersysteme sowie deren praktische Ausgestaltung weiterhin besondere Aufmerksamkeit verdienen.

2. Empfehlung A.4 (neu, vormals A.5 – Berichterstattung zu IKS/RMS):

Diese Präzisierung wird im Grundsatz **geteilt**.

Wir halten die vorgesehene Präzisierung grundsätzlich für nachvollziehbar. Die Änderung darf hingegen nicht zu einer faktischen Einschränkung der Transparenz über wesentliche Kontroll- und Risikomanagementstrukturen führen. Angesichts zunehmender Anforderungen an Nachhaltigkeits-, Compliance- und Risikoberichterstattung bleibt eine aussagekräftige Beschreibung der relevanten Systeme für Investoren wesentlich.

Wie bereits in unserer Stellungnahme zur Kodexüberarbeitung 2022, Ziff. IV. erwähnt, sollte der Kodex an dieser Stelle weiterhin deutlich machen, dass interne Kontroll- und Risikomanagementsysteme nicht nur formal bestehen, sondern in ihrer wesentlichen Ausgestaltung für Investoren nachvollziehbar beschrieben werden müssen. Insbesondere bei nichtfinanziellen Risiken, Nachhaltigkeitsthemen und Compliance-Fragen ist die Wirksamkeit und Qualität dieser Systeme von wachsender Bedeutung.

3. Anregung A.8 (außerordentliche Hauptversammlung bei Übernahmeangeboten):

Die vorgeschlagene ersatzlose Streichung von Anregung A.8 wird **abgelehnt**.

Sie stellt auch keine bloße redaktionelle Bereinigung dar. Stattdessen sollte der Kodex an dieser Stelle sinnvoll ergänzt werden.

Übernahmeangebote können erhebliche Auswirkungen auf Strategie, Kapitalstruktur, Aktionärsbasis und langfristige Unternehmensentwicklung haben. In solchen Situationen kommt der Kommunikation mit den Aktionären auch im Rahmen einer Hauptversammlung eine besondere Bedeutung zu. Die Verankerung als Anregung verdeutlicht den Stellenwert der Hauptversammlung in außergewöhnlichen Transaktionssituationen sowie deren Informations- und Legitimationsfunktion.

Bereits in unserer Stellungnahme zur Kodexkonsultation 2019 haben wir uns explizit gegen eine Streichung dieser Anregung ausgesprochen und darauf hingewiesen, dass aktuelle Fälle die Bedeutung einer solchen Regelung eher bestätigen als relativieren.

Aus unserer Sicht darf der Kodex die Aktionärsrechte in solchen Situationen nicht schwächen, sondern muss sie stärken. Die Kommission sollte daher nicht nur von einer Streichung absehen, sondern prüfen, ob die bisherige Anregung in eine Empfehlung überführt und auf weitere gesellschaftsrechtliche Maßnahmen von wesentlicher bzw. transformatorischer

Bedeutung (z.B. Übernahmen von oder durch die Gesellschaft, Transaktionen von erheblicher strategischer Tragweite) erweitert werden sollte.

4. Empfehlungen zu Altersgrenzen von Vorstand (B.5) und Aufsichtsrat (C.2)

Die vorgeschlagenen Herabstufungen der bisherigen Empfehlungen B.5 und C.2 zu Anregungen werden **abgelehnt**.

Beide Regelungen betreffen zentrale Aspekte einer verantwortungsvollen Nachfolgeplanung für Vorstand und Aufsichtsrat.

Da die bestehende Empfehlung den Unternehmen bereits heute nicht nur vollständige Freiheit in der Festlegung einer Altergrenze bietet, sondern im Rahmen des Comply-or-Explain-Mechanismus auch die begründete Abweichung ermöglicht, überzeugt die Begründung zur Herabstufung der Empfehlung zu einer Anregung nicht. Insbesondere die steigenden Anforderungen an die Leitungs- und Überwachungsorgane börsennotierter Unternehmen erfordern weiterhin eine transparente Darstellung der strukturellen Kriterien im Rahmen von Nachfolgeprozessen.

Altersgrenzen sind dabei nicht isoliert zu betrachten, bilden aber einen wichtigen Bestandteil einer nachvollziehbaren Nachfolgeplanung und schaffen einen Rahmen, der strukturell und prozessual unabhängig von Personen ist.

Die Praxis zeigt, dass Nachfolgeregelungen und der geordnete Übergang zwischen Mandatsträgern sowie die regelmäßige Erneuerung von Vorstand und Aufsichtsrat für eine wirksame Corporate Governance von erheblicher Bedeutung sind. Gleichzeitig bestehen zwischen Unternehmen erhebliche Unterschiede hinsichtlich der Offenlegung und Ausgestaltung entsprechender Prozesse.

5. Empfehlung C.1 (Nachhaltigkeit im Kompetenzprofil):

Die vorgeschlagene Streichung der ausdrücklichen Anforderung an Nachhaltigkeitsexpertise im Kompetenzprofil sowie den Bezug der Wahlvorschläge auf Ziele und Kompetenzprofil in Empfehlung C.1 wird **abgelehnt**.

Stattdessen sprechen wir uns ausdrücklich dafür aus, die Anforderungen an Kompetenzprofil, Qualifikationsmatrix und Nachhaltigkeitsexpertise beizubehalten. Die Begründung, wonach sich Nachhaltigkeitsexpertise bereits aus anderen Regelungen und europäischen Anforderungen ergebe, überzeugt nicht.

Die Governance-Praxis zeigt, dass diese Kompetenz noch nicht verlässlich in Aufsichtsräten in hinreichender Tiefe vorhanden oder transparent nachvollziehbar ist. Daher braucht es weiterhin klare Leitlinien, anhand derer Investoren einschätzen können, ob eine echte und für das jeweilige Geschäftsmodell relevante Nachhaltigkeitskompetenz im Aufsichtsrat vorhanden ist.

Sofern eine breitere und modernisierte Formulierung bevorzugt wird, sollte diese die Bedeutung finanziell wesentlicher Nachhaltigkeitsaspekte ausdrücklich erfassen und Unternehmen weiterhin dazu anhalten, die relevanten Kompetenzen des Aufsichtsrats nachvollziehbar offenzulegen.

Dies gilt auch vor dem Hintergrund der regulatorischen Entwicklung. Bereits im Zusammenhang mit der Einführung der Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) und der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) haben wir darauf hingewiesen, dass der Double-Materiality-Ansatz sowohl für Investoren als auch für Unternehmen an Bedeutung gewinnt. Die Identifikation relevanter Stakeholder, die Beurteilung wesentlicher Nachhaltigkeitsauswirkungen sowie die Überwachung entsprechender Berichts- und Kontrollsysteme setzen voraus, dass der Aufsichtsrat über angemessene und nachvollziehbar offengelegte Kompetenzen verfügt.

Wir verweisen an dieser Stelle außerdem auf unsere Stellungnahme zur Kodex-Überarbeitung 2022, Ziff. VII.

6. Empfehlung D.1 (Veröffentlichung der Geschäftsordnung des Aufsichtsrats):

Die geplante Streichung der Empfehlung D.1, die Geschäftsordnung des Aufsichtsrats auf der Internetseite der Gesellschaft zugänglich zu machen, wird **abgelehnt**.

Wir sprechen uns ausdrücklich für die Beibehaltung sowie für eine Ausweitung der Veröffentlichungsempfehlung auf die Geschäftsordnung des Vorstands aus.

Die Geschäftsordnung enthält wesentliche Informationen über die Organisation der Aufsichtsratsarbeit, Zuständigkeiten, Verfahrensregeln und gegebenenfalls Ausschussstrukturen. Diese Informationen sind für Investoren wesentlich, um die tatsächliche Ausgestaltung der Überwachungsfunktion nachvollziehen zu können.

Die Begründung, es handele sich um eine rein formale Veröffentlichungspflicht ohne eigenständigen Beitrag zur Qualität der Unternehmensführung, überzeugt nicht. Die Veröffentlichung verursacht nur begrenzten Aufwand, bietet aber einen klaren Transparenznutzen. Gerade im deutschen dualistischen System trägt die Geschäftsordnung zum Verständnis der internen Arbeitsweise des Aufsichtsrats bei. Gleiches gilt für die Geschäftsordnung des Vorstands, die regelmäßig vom Aufsichtsrat festgelegt wird.

7. Empfehlung D.2 (Ausschussbildung):

Die geplante Streichung wird **abgelehnt**.

Wir sprechen uns für die Beibehaltung einer ausdrücklichen Empfehlung zur Bildung fachlich qualifizierter Ausschüsse aus. Die bestehende Formulierung lässt bereits ausreichend Raum für kleinere Aufsichtsräte und besondere Unternehmenssituationen. Eine ersatzlose

Streichung könnte zudem als missverständliches Signal von den Unternehmen verstanden werden, eine solch etablierte Praxis einzustellen.

Die Einschätzung der Kommission, dass die Bedeutung der Ausschussarbeit bereits erschöpfend in Grundsatz 14 zum Ausdruck kommt, teilen wir nicht. Grundsatz 14 beschreibt zwar die Bedeutung von Ausschüssen, ersetzt aber nicht die Steuerungs- und Transparenzwirkung einer Empfehlung.

Fachlich qualifizierte Ausschüsse sind ein Kernelement wirksamer Binnenorganisation und effektiver Aufsichtsratsarbeit. Dies gilt insbesondere für Prüfungs-, Nominierungs- und Vergütungsausschüsse. Die steigende Komplexität der für die Aufsichtsratsarbeit relevanten Themen, (u.a. Rechnungslegung, Nachhaltigkeitsberichterstattung, Risikomanagement, Vergütungssystemen, Digitalisierung und Regulierung) spricht eher für eine klare Kodexerwartung an sachgerechte Ausschussstrukturen als für deren Streichung.

8. Empfehlung D.2 (neu, vormals D.3 – Anforderungen an Finanzexperten):

Diese Streichung wird **abgelehnt**.

Die vorgeschlagene Kürzung der bisherigen Empfehlung D.3 gehört zu den kritischsten Änderungsvorschlägen und wir sprechen uns für die Beibehaltung der bisherigen Transparenzanforderungen aus.

Der Kodex sollte die bestehende Regelungslücke durch beispielhafte Qualifikationsmerkmale, die die Einstufung als Finanzexperte auch extern nachvollziehbar macht, schließen. Hiermit könnte die Kommission einen wichtigen Beitrag leisten, indem sie ein harmonisiertes und klarer definiertes Verständnis der erforderlichen Finanzexpertise beschreibt. Wir verweisen an dieser Stelle auch auf unsere Stellungnahme zur Konsultation 2022, Ziffer IX.

9. Empfehlung D.6 (neu, vormals D.7 - Sitzungsteilnahme):

Die geplante Streichung wird **abgelehnt**.

Wir lehnen die vorgeschlagene Reduzierung der Transparenz ab. Die Einschätzung der Regierungskommission, dass das jeweilige Sitzungsformat für die Beurteilung der Aufsichtsratsarbeit keinen eigenständigen Mehrwert biete, teilen wir nicht.

Die zunehmende Nutzung virtueller Formate hat die Flexibilität der Gremienarbeit erhöht. Entsprechend stellen Angaben zu Sitzungsformaten zwar keinen isolierten Qualitätsindikator dar, liefern jedoch in Verbindung mit weiteren Informationen zur Effektivität der Aufsichtsratsarbeit einen zusätzlichen Erkenntnisgewinn für Investoren und sollten daher weiterhin offengelegt werden.

Im Zusammenspiel mit weiteren Angaben, etwa zur individuellen Sitzungsteilnahme, zur Ausschussarbeit oder zur Zusammensetzung des Aufsichtsrats, können Informationen zum

Sitzungsformat zusätzliche Hinweise auf die individuelle Wahrnehmung des Mandats liefern. Dies gilt insbesondere bei Aufsichtsräten mit internationaler Besetzung oder einer hohen Anzahl externer Mandate.

Auch da einige Gesellschaften bereits dazu übergegangen sind, für virtuelle Teilnahmen nur anteilige Sitzungsgelder zu vergüten, wird deutlich, dass es sich nicht nur um eine Frages des Formats handelt.

10. Empfehlung D.7 (neu, vormals D.8, konsolidiert D.8 und D.9 – Zusammenarbeit mit Abschlussprüfer):

Diese Konsolidierung wird im Grundsatz **geteilt**.

Wir haben gegen die Zusammenführung keine grundsätzlichen Einwände, sofern die Transparenz über wesentliche Feststellungen des Abschlussprüfers nicht eingeschränkt wird und für Aktionäre nachvollziehbar bleibt, wie relevante Erkenntnisse in die Überwachungsarbeit einfließen. Wir verweisen an dieser Stelle auch auf unsere Stellungnahme zur Konsultation 2022, Ziffer VIII.

Aus Investorensicht stellt sich ergänzend die Frage, wie Aktionäre über relevante Erkenntnisse des Abschlussprüfers informiert werden. Der Abschlussprüfer wird zwar durch die Hauptversammlung gewählt und ist damit aus Aktionärsperspektive von besonderer Bedeutung. In der laufenden Governance-Praxis ist er für Investoren jedoch nur begrenzt greifbar. Gerade deshalb kommt der Weiterleitung und transparenten Einordnung wesentlicher Feststellungen durch Aufsichtsrat und Prüfungsausschuss eine zentrale Rolle zu.

Der Kodex sollte daher nicht nur die interne Kommunikation zwischen Abschlussprüfer und Aufsichtsrat adressieren, sondern auch sicherstellen, dass für Aktionäre nachvollziehbar bleibt, wie wesentliche Erkenntnisse aus der Abschlussprüfung in die Überwachungsarbeit einfließen.

11. Empfehlung F.2 (Veröffentlichungsfristen):

Die geplante Streichung wird **abgelehnt**.

Wir sprechen uns ausdrücklich für die Beibehaltung der Empfehlung F.2 aus. Zeitnahe Finanzberichterstattung ist ein wesentlicher Bestandteil guter Corporate Governance und sollte weiterhin als klarer Transparenzstandard für alle börsennotierten Unternehmen im Kodex verankert bleiben.

Die Begründung der Regierungskommission, wonach entsprechende Vorgaben mittlerweile durch gesetzliche Regelungen, Börsenanforderungen oder Vorgaben von Indexanbietern weitgehend abgedeckt würden, überzeugt nicht.

Zeitnahe Finanzberichterstattung und damit verbundene Transparenz gehört zu den grundlegenden Voraussetzungen effizienter und integerer Kapitalmärkte. Verlässliche und zeitnah verfügbare Informationen ermöglichen Investoren, Risiken, Chancen und die wirtschaftliche Entwicklung eines Unternehmens angemessen zu bewerten. Auch deshalb hat sich die Empfehlung als etablierter Transparenzstandard bewährt.

Besonders kritisch sehen wir in diesem Zusammenhang den Verweis auf Vorgaben von Indexanbietern. Eine solche Argumentation würde letztlich bedeuten, dass für Unternehmen außerhalb der relevanten Indizes kein vergleichbarer Transparenzstandard mehr bestünde. Gerade vor dem Hintergrund regelmäßiger Veränderungen der Indexzusammensetzung erscheint dies nicht sachgerecht.

12. Grundsatz 24 (Maximalvergütung):

Diese Ergänzung wird **begrüßt**.

Wir begrüßen die ausdrückliche Aufnahme der Maximalvergütung in den Grundsatz. Zugleich sollte sichergestellt werden, dass dies nicht zu einer Abschwächung der Transparenzanforderungen an das Vergütungssystem insgesamt führt.

Die Maximalvergütung ist ein wesentliches Element eines klaren und verständlichen Systems zur Vergütung der Vorstandsmitglieder, ersetzt aber nicht die Notwendigkeit nachvollziehbarer Angaben zu Zielvergütung, Leistungskriterien, Zielerreichung und langfristiger Ausrichtung. Die Verschiebung in den Grundsatz stärkt die Bedeutung dieses Instruments und verdeutlicht, dass die Begrenzung der Vorstandsvergütung integraler Bestandteil verantwortungsvoller Vergütungsgovernance ist.

13. Empfehlung G.1 (Festlegung der Vergütungsstruktur):

Die geplante deutliche Kürzung der Empfehlung G.1 wird **abgelehnt**.

Stattdessen sind die wesentlichen Transparenzanforderungen beizubehalten. Insbesondere sollten Angaben zu relativen Vergütungsbestandteilen, Leistungskriterien, Zielerreichung und Verfügbarkeit variabler Vergütung weiterhin klar im Kodex verankert bleiben.

Die Konsultationsfassung reduziert diese Empfehlung auf wenige Punkte und begründet dies im Wesentlichen mit Überschneidungen zu gesetzlichen Anforderungen. Auch wenn einzelne Aspekte gesetzlich geregelt sind, erfüllt die Kodexempfehlung eine eigenständige Orientierungsfunktion. Für Investoren ist eine transparente, verständliche und vergleichbare Darstellung der Vergütungssysteme wesentlich, um die Angemessenheit der Vergütung und ihre Ausrichtung an langfristiger Wertentwicklung beurteilen zu können.

Gerade im Bereich Vorstandsvergütung zeigt die praktische Entwicklung der vergangenen Jahre, dass Investorenerwartungen nicht weniger, sondern zunehmend differenzierter und detaillierter geworden sind. Investoren erwarten eine nachvollziehbare Darstellung der

Struktur, Zielsetzung und Wirkungsweise von Vergütungssystemen. Dies betrifft insbesondere die ex-ante Transparenz der relevanten Leistungskriterien und Ziele sowie die Frage, wie kurz- und langfristige variable Vergütung mit der Strategie und nachhaltigen Wertentwicklung des Unternehmens verknüpft sind.

Vor diesem Hintergrund sollte der Kodex gesetzliche Vorgaben nicht lediglich wiederholen, wohl aber Orientierung geben, wie diese Vorgaben im Sinne guter Corporate Governance umzusetzen sind.

14. Empfehlung G.2 (neu, vormals G.2, G.3 und G.4 – Festlegung der Gesamtvergütung):

Die geplante Konsolidierung und Streichung wird **abgelehnt**.

Die Zusammenführung der bisherigen Empfehlungen G.2, G.3 und G.4 in eine neue Empfehlung G.2 mag aus redaktioneller Sicht nachvollziehbar sein. Sie führt jedoch dazu, dass mehrere wesentliche inhaltliche Leitplanken zur Vorstandsvergütung aus dem Kodex entfallen würden.

Besonders kritisch ist die Streichung der Erwartung zu sehen, wonach die Vergütung in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben und Leistungen des Vorstandsmitglieds sowie zur Lage des Unternehmens stehen und die übliche Vergütung nicht ohne besondere Gründe übersteigen soll. Ebenso kritisch ist der vorgeschlagene Wegfall der ausdrücklichen Empfehlung zu sehen, Peer-Group-Vergleiche mit Bedacht zu nutzen, um eine automatische Aufwärtsentwicklung der Vergütung zu vermeiden.

Die Begründung der Regierungskommission, diese Aussagen könnten entfallen, weil sie bereits gesetzlich angelegt seien, überzeugt nicht. Selbst wenn einzelne Grundsätze im Gesetz verankert sind, spricht dies nicht für ihre Streichung aus dem Kodex, sondern vielmehr dafür, dass sie auch dort weiterhin sichtbar bleiben.

Aus Investorensicht gehören die Angemessenheit der Vorstandsvergütung, die Einbettung in den Unternehmenskontext sowie die Vermeidung von Vergütungsspiralen durch ungeeignete Vergleichsgruppen zu den zentralen Grundprinzipien einer verantwortungsvollen Vergütungsgestaltung. Es ist daher schwer nachvollziehbar, weshalb gerade diese Aussagen künftig nicht mehr ausdrücklich im Kodex enthalten sein sollen.

15. Empfehlung G.5 (alt – Unabhängigkeit des externen Vergütungsberaters):

Die geplante Streichung wird **abgelehnt**.

In der Vorstandsvergütung bestehen strukturelle Interessenkonflikte und ein besonderes Bedürfnis nach unabhängiger, objektiver Beratung. Die bisherige Kodexempfehlung hat daher eine wichtige präventive und vertrauensbildende Funktion. Die Begründung, der Aufsichtsrat werde sich ohnehin keiner interessenkonfliktbehafteten Beratung bedienen, überzeugt mangels weiterer Argumente nicht.

Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass Vergütungssysteme zunehmend komplexer werden und externe Berater in der Praxis erheblichen Einfluss auf Struktur, Vergleichsgruppen, Zielwerte und Marktpositionierung der Vergütung haben können. Entsprechend ist die Unabhängigkeit externer Vergütungsexperten nicht nur eine Frage formaler Ordnungsmäßigkeit, sondern betrifft unmittelbar das Vertrauen in die Objektivität der Vergütungsentscheidungen.

16. Empfehlung G.4 (neu, vormals G.7 – Festlegung der individuellen Ziele):

Die geplante Streichung und sprachliche Anpassung wird **abgelehnt**.

Wir sprechen uns dafür aus, die bisherige Klarstellung beizubehalten und Leistungskriterien grundsätzlich vor Beginn des jeweiligen Geschäftsjahres festzulegen. Wir erkennen an, dass endgültige Planungsgrundlagen in der Praxis häufig erst zu Beginn des Geschäftsjahres vorliegen und eine gewisse Flexibilität sachgerecht sein kann.

Gleichwohl ist es für die Anreiz- und Steuerungswirkung variabler Vergütung wesentlich, dass Leistungskriterien frühzeitig festgelegt werden. Eine nachträgliche oder zu späte Festlegung kann die Lenkungswirkung der Vergütung beeinträchtigen.

Ein zweistufiges Verfahren bei dem der Aufsichtsrat die Ziele bereits vor Beginn des neuen Geschäftsjahres beschließt und diese nach Vorliegen des Jahresabschlusses bzw. der finalen Planungsgrundlagen noch einmal überprüft und bestätigt, könnte praktische Planungsnotwendigkeiten berücksichtigen, ohne die ex-ante Steuerungswirkung der Vergütung zu schwächen.

Eine faktische Erleichterung nachträglicher Zielanpassungen ist im Interesse einer verlässlichen Vergütungspolitik zu vermeiden.

Kritisch sehen wir zudem die Streichung der bisherigen Klarstellung, in welchem Umfang individuelle Ziele einzelner Vorstandsmitglieder oder Ziele für alle Vorstandsmitglieder zusammen maßgebend sind. Gerade diese Unterscheidung ist für Investoren relevant, um die Ausgestaltung und Steuerungswirkung variabler Vergütung nachvollziehen zu können.

17. Empfehlung G.6 (vormals G.9, inhaltlich G.11 – Festlegung der Vergütungsbestandteile):

Die geplante Streichung wird **abgelehnt**.

Die vorgesehene Streichung der bisherigen Empfehlung lehnen wir ab Die bisherige Anforderung, dass die Zielerreichung dem Grunde und der Höhe nach nachvollziehbar sein soll, ist weiterhin ausdrücklich im Kodex zu verankern. Die Transparenz über die Herleitung variabler Vergütungszahlungen ist ein wesentlicher Bestandteil belastbarer Vergütungssysteme.

Die Begründung der Regierungskommission, dass Festlegung und Nachvollziehbarkeit durch aktiengesetzliche Regelungen bereits abgedeckt sein, überzeugt auch hier nicht. Die bisherige Empfehlung enthält einen wichtigen Governance-Grundsatz, der über die bloße Offenlegung von Vergütungsergebnissen hinausgeht. Die Anforderung einer *„dem Grunde und der Höhe nach“* nachvollziehbaren Zielerreichung macht deutlich, dass Aktionäre und Investoren nicht nur das Ergebnis einer Vergütungsentscheidung kennen wollen.

Sie haben auch ein berechtigtes Interesse daran, warum bestimmte Ziele als erreicht oder nicht erreicht bewertet wurden und wie sich daraus die konkrete variable Vergütung ableitet.

18. Empfehlung G.7 (neu, vormals G.10 – Gewährung von Vergütungsbestandteilen in Aktien):

Die geplante Änderung wird **abgelehnt**.

Die bisherige Formulierung „überwiegend“ ist beizubehalten. Zusätzlich sollte geprüft werden, ob der Kodex die langfristige Ausrichtung durch Anforderungen an angemessene Haltefristen weiter stärken sollte.

Die vorgeschlagene Änderung von „überwiegend“ zu „ein substanzieller Anteil“ ist mehr als nur eine sprachliche Anpassung und deutlich unbestimmter. Es bleibt offen, ab welcher Schwelle ein Anteil als „substanziell“ anzusehen ist. Dies schwächt Vergleichbarkeit, Transparenz und Steuerungswirkung der Empfehlung.

Die bisherige Formulierung betont klar, dass variable Vergütungsbeträge überwiegend, sprich zu einem mehr als hälftigen Anteil, in Aktien der Gesellschaft angelegt oder entsprechend aktienbasiert gewährt werden sollen.

19. Empfehlungen G.15 und G. 16 (Anrechnung von Aufsichtsratsvergütungen):

Die geplante ersatzlose und unbegründete Streichung der Empfehlungen zur Anrechnung von Aufsichtsratsmandaten G.15 und G.16 wird **abgelehnt**.

Diese Streichung würde die Befassung des Aufsichtsrats mit möglichen Vergütungswirkungen zusätzlicher Mandate weniger sichtbar machen.

Gerade wenn Vorstandsmitglieder konzerninterne oder konzernfremde Aufsichtsratsmandate wahrnehmen, stellt sich für Investoren die Frage, ob und wie solche Vergütungen bei der Gesamtvergütung berücksichtigt werden. Dies betrifft sowohl Angemessenheitsfragen als auch mögliche Interessenkonflikte und die Transparenz über zusätzliche Mandatsbelastungen.

Die entsprechenden Grundsätze könnten sinnvollerweise in den Geschäftsordnungen von Vorstand und Aufsichtsrat oder den jeweiligen Vergütungssystemen verankert und transparent gemacht werden.

Ohne eine solche Offenlegung besteht für Investoren nur eingeschränkt die Möglichkeit nachzuvollziehen, wie der Aufsichtsrat mit diesen Vergütungsfragen umgeht. Die ersatzlose Streichung der Empfehlungen würde daher zu einem weiteren Transparenzverlust führen.

III. Weitergehende Überlegungen:

Um die Relevanz des Kodex nachhaltig zu stärken und die Interessen beider Seiten des Kapitalmarkts – Emittenten und Investoren – überzeugender abzubilden, erscheint eine stärkere Berücksichtigung der Anforderungen und Erwartungen von Investorenseite geboten.

Daher ermutigen wir die Regierungskommission, sich künftig stärker mit für den Kapitalmarkt relevanten Regelungslücken und Entwicklungen zu befassen.

Hierzu zählen aus unserer Sicht zum jetzigen Zeitpunkt insbesondere die nachfolgenden Punkte:

1. Anregung A.6 (künftig A.5 – Dialog des Aufsichtsratsvorsitzenden mit Investoren)

Diese Anregung spiegelt mittlerweile nicht mehr den Entwicklungsstand des Dialogs zwischen Emittenten und Investoren wider. Gerade zu Themen, die den Aufsichtsrat betreffen oder von ihm verantwortet werden (z.B. Vorstandsvergütung, Nachfolgeplanung für Vorstand und Aufsichtsrat), kann nur der Aufsichtsrat selbst als Ansprechpartner zur Verfügung stehen.

Wir wiederholen daher unseren Vorschlag, aus der Anregung mindestens eine Empfehlung zu machen und die Offenlegung zu solchen Gesprächen ebenfalls als Empfehlung zu verankern.

2. Abschnitt III – Funktion der Hauptversammlung, inkl. Anregung A.7 (künftig A.6)

Zwar hat sich die Regierungskommission bereits 2024 in Form eines Praxis-Impuls zum Thema „Ablauf der Hauptversammlung“ geäußert und dabei sinnvolle Hinweise und Anregungen gegeben. Die aktuelle Konsultationsfassung lässt diese allerdings gänzlich außen vor. Insbesondere mit Blick auf die Anregung A.7 zur Dauer und Länge der Hauptversammlung ist festzustellen, dass diese regelmäßig dahingehend missverstanden wurde, Hauptversammlungen zeitlich möglichst kurz zu halten.

Aufgrund der zunehmenden Komplexität und der erweiterten Zuständigkeiten der Hauptversammlung (u.a. Vergütungsfragen), erscheint diese Anregung nicht mehr angemessen und ist daher zu streichen oder zumindest so klarzustellen, dass sich das vorgeschlagene Zeitfenster auf die Dauer der Generaldebatte bezieht.

Weiterhin wäre wünschenswert, dass sich die Regierungskommission für die Weiterentwicklung des Hauptversammlungsformats im Dialog mit den Investoren bereiterklärt und sich auch für die Gestaltung hybrider Formate offen zeigt.

3. Kapitel C. – Zusammensetzung des Aufsichtsrats

a. Empfehlung C.3 – Zugehörigkeit zum Aufsichtsrat):

Auch vor dem Hintergrund der vorgeschlagenen Herabstufung der bisherigen Empfehlung C.2 (Altersgrenze) und um eine angemessene und regelmäßige Nachfolgeplanung sicherzustellen, erachten wir die Wiedereinführung einer regelmäßigen Zugehörigkeitsdauer zum Aufsichtsrat für geboten. Damit geht die entsprechende Veröffentlichung, z.B. in der Geschäftsordnung oder in den Zielen zur Besetzung des Aufsichtsrats einher.

b. Empfehlungen C.4 und C.5 – Mandatsgrenzen / Overboarding

Die gewachsene Bedeutung des Aufsichtsrats und die damit einhergehenden Pflichten ihrer Mitglieder haben in den vergangenen Jahren zu einer deutlich gesteigerten Arbeitsbelastung für Aufsichtsräte geführt. Es ist unser ausdrückliches Interesse, dass Kandidaten, die Aufsichtsratsmandate in Unternehmen wahrnehmen, in die wir mit dem uns treuhänderisch anvertrauten Kapital unserer Kunden investiert sind, ausreichend Zeit und Kapazität zur Wahrnehmung ihrer Mandate zur Verfügung haben.

Folgende Grenzen erachten wir daher als insgesamt maximal vertretbar und begründet:

- Für als Executive (geschäftsführend) eingestufte Kandidaten: maximal drei
- Für als non-Executive (nicht geschäftsführend) eingestufte Kandidaten: maximal fünf
- Für beide Fälle gilt, dass die Vorsitz-Positionen im Vorstand, Aufsichtsrat und Prüfungsausschuss jeweils doppelt gezählt werden.

Wir regen daher an, die Position als Prüfungsausschussvorsitzender in die Empfehlung C.4 mitaufzunehmen.

c. Empfehlungen C.6 – C.12 – Unabhängigkeit

Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern ist für uns wesentlich, um eine angemessene Berücksichtigung der Interessen der Minderheitsaktionäre zu gewährleisten. Zwar geht der Kodex unter II. C.6 – C.12 unter anderem auf Merkmale ein, die eine Unabhängigkeit negieren können. Allerdings fehlt hier die Verbindlichkeit dieser Klassifikation, da es dem Aufsichtsrat unter C.8 überlassen bleibt, die Einschätzung hierüber vorzunehmen. Dieser Ermessensspielraum führt sehr häufig zu Konflikten zwischen Emittenten und Investoren.

Wir halten diesen Spielraum für unangemessen und fordern die Kommission auf, die Empfehlung wie folgt anzupassen:

„C.8: Sofern ein oder mehrere der in Empfehlung C.7 genannten Indikatoren erfüllt sind, soll dies in der Erklärung zur Unternehmensführung offengelegt und in der Besetzung des Aufsichtsrats berücksichtigt werden.“

Ferner erachten wir die unter C.7 letzter Spiegelstrich genannte Grenze von 12 Jahren Zugehörigkeit für zu lang und schlagen vor, diese auf zehn Jahre zu reduzieren. Dies wäre auch im Einklang mit anderen, internationalen Kodizes, wie z.B. dem UK Corporate Governance Code oder den ICGN (International Corporate Governance Network) Global Governance Principles.

Schließlich erachten wir die unspezifische Vorgabe unter C.6 für nicht ausreichend und fordern, dass mindestens die Hälfte der Anteilseignervertreter im Aufsichtsrat unabhängig sein soll.

IV. Fazit:

Wir begrüßen die Überarbeitung des Kodex und das erklärte Ziel einer sinnvollen Entschlackung. Hierzu haben wir strukturelle Hinweise gegeben und uns zu den einzelnen Vorschlägen positioniert. Zusätzliche Aspekte, die uns durch den Kodex regelungswürdig scheinen, geben wir der Kommission auf diesem Wege als Impulse mit. Für einen vertieften Dialog hierzu stehen wir selbstverständlich zur Verfügung.

Wir hoffen, dass unsere Vorschläge Eingang in die Debatte finden werden und regen an, dass die Kommission den regelmäßigen Austausch mit der Investorenseite in ihrem Arbeitsprogramm insitutionell verankern sollte.

Mit freundlichen Grüßen

Hendrik Schmidt
Head of Stewardship | Governance

Dr. Stefan Marx
Head of Public Stakeholder Management

Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Frankfurt am Main
Handelsregister: Amtsgericht Frankfurt am Main, HRB Nr. 9135
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Manfred Bauer
Geschäftsführung: Dr. Matthias Liermann (Sprecher), Nicole Behrens, Henning Potstada
USt-IdNr. DE 811 248 289