TO THE ATTENTION OF:
Clara C. Streit
Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex
c/o Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main

1. September 2026

STELLUNGNAHME ZUM DCGK 2026

Sehr geehrte Frau Streit,

Ihre Bemühungen um einen schlanken und klaren DCGK sind zu begrüßen. Viele der vorgeschlagenen Streichungen entfernen Redundanzen. Wichtiger als der Umfang ist jedoch die *Effektivität* des DCGK. Für die Beurteilung der Effektivität darf stets der übergeordnete *Zweck* nicht aus den Augen verloren werden: Das Schaffen von *Vertrauen* als Grundlage für *Kapitalzufluss* und *Wettbewerbsfähigkeit* der deutschen Unternehmen.

Wie Sie in Ihrem Begleitbrief nahelegen, kann — und *sollte* — ein starker DCGK dazu beitragen, den deutschen Kapitalmarkt effizienter und für ausländisches Kapital attraktiver zu machen. Ausländische Investoren blicken bisweilen skeptisch auf deutsche Firmen: Unser Stakeholder Governance-Modell bietet dem Management hohen Diskretionsspielraum; unsere soziale Marktwirtschaft mit der Konsenspflicht kann zu langatmigen Diskussionen führen; die noch immer engen Verflechtungen der Unternehmenslenkerelite untereinander vermag Skepsis hervorzurufen. Um *trotz* dieser strukturellen Standortnachteile das Investment in deutsche Unternehmen attraktiv zu machen, brauchen Investoren ein hohes Maß an Vertrauen in die verantwortungsvolle Führung durch den Vorstand und ein noch höheres Maß an Vertrauen in Überwachungskompetenz und -motivation des Aufsichtsrates.

Aus meiner eigenen Perspektive und Erfahrung als aktiver Eigentümer möchte ich Ihnen einige Anregungen für den DCGK mitgeben, die dazu beitragen könnten, die Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes zu erhöhen. Ich orientiere mich dabei chronologisch an der Reihenfolge des Kodex.

***

A. Leitung und Überwachung

II.A.6 Gespräche mit Aktionären:

1. (A5) Nicht nur der Aufsichtsrats*vorsitzende*, sondern grundsätzlich *alle Aktionärs*vertreter sollten bereit sein, mit den Eigentümern über Corporate Governance zu sprechen – gerne auch im Beisein von Investor Relations / Legal.

2. (A5) Zusätzlich sollte der Aufsichtsratsbericht beschreiben, wie häufig davon Gebrauch gemacht wurde. Es genügt ein kurzer Satz wie: «Im Geschäftsjahr 2026 haben unsere Aktionärsvertreter 12 Gespräche mit Investoren geführt.»

Aktionäre haben – im Gegensatz zu anderen Stakeholdergruppen – keine weiteren Möglichkeiten, auf die Unternehmensführung Einfluss zu nehmen, als mittelbar durch die wenigen Aktionärsvertreter. Solche Angaben wären extrem nützlich, damit Eigentümer sich ein Bild machen können, wie viel *Zeit und Muße* sich ihre Vertreter für sie nehmen. Schließlich liegt genau darin der Job des Anteilseignervertreters. Diese Meetings werden in der Rechtsabteilung ohnehin dokumentiert, der Aufwand, dazu einen Satz zu schreiben, dürfte zumutbar sein.

III. Hauptversammlung:

3. (A6) Die Hauptversammlung soll in Präsenz oder in hybridem Format durchgeführt werden.

Viele – aber nicht alle – Unternehmen sind nach Covid zum Präsenzformat zurückgekehrt. Es ist auszugehen, dass es vor allem die Unternehmen sind, die sich der Kontrolle und kritischen Fragen der Aktionäre entziehen wollen, die weiterhin das virtuelle Format nutzen. Dies zeigt sich auch an den geringen Anwesenheitsquoten bei virtuellen Hauptversammlungen.

4. (A6) Falls dennoch eine virtuelle HV durchgeführt wird, *muss* eine Möglichkeit zum Austausch zwischen den Aktionären gewährleistet sein, mindestens ein Chat, in dem Aktionäre – frei von Moderation – miteinander kommunizieren können.

Bisweilen besteht eine inakzeptable Unwucht in Hinblick auf die Informationslage. So kann das Management regelmäßig die Eigentümernamen nach DPAii abfragen und mit den Eigentümern in Kontakt treten. Die Aktionäre untereinander jedoch kennen sich nicht. Die Aktionäre, die über 3% halten und deren Namen öffentlich bekannt sind, sind für Minderheitsaktionäre regelmäßig nicht erreichbar. Im Sinne eines *herrschaftsfreien Diskurses* und einer Stärkung der Aktionärskultur wäre es deshalb überaus wünschenswert, die Kommunikation der Aktionäre untereinander zu erleichtern.

C. Zusammensetzung des Aufsichtsrates

5. (C6) Anteilseignervertreter sollen grundsätzlich Anteile besitzen.

Es kommt vor, dass eine Vielzahl der Anteilseignervertrer *keine* Aktien an der Firma besitzt. Im Fokus steht oft die *Unabhängigkeit*. Unabhängigkeit darf nicht mit *Gleichgültigkeit* vertauscht werden. Der Anteilseignervertreter muss unabhängig von Vorstand und Partikularinteressen sein; er sollte aber *unbedingt* ein Interesse am Wohle des Unternehmens haben. Aktienbesitz ist das Instrument dazu. Eine höhere Eigentümerquote unter *Independent Directors* ist assoziiert mit besserer Aktienperformance, höheren Forschungs- und Entwicklungsquoten und geringerer Volatilität.[1]

[1] *Cf.* Studie von FCLTGlobal (2026): https://corpgov.law.harvard.edu/2026/04/21/board-equity-ownership-and-its-impact-on-corporate-performance/

Eine höhere Eigentümerquote stärkt zudem das *Vertrauen*, welches Aktionäre ihren Vertretern gegenüberbringen – gerade bei einem *prinzipienbasierten* Kodex ist Vertrauen essenziell.

6. (C9) Unter den Anteilseignervertretern soll ein Mitglied *designierter Vertreter von Minderheitsaktionärsinteressen* (sog. *enhanced-independence director*) sein.[2]

In den letzten Jahren hat die Konzentration des Aktienbesitzes durch die großen Vermögensverwalter zugenommen.[3] Diese haben weder Anreize noch personelle Kapazität, ihrer aktiven Rolle als Eigentümer nachzukommen.[4] Dabei wäre ihre Überwachung gerade in Deutschland wichtig, wo historisch große Kapitalblöcke von kontrollierenden Aktionären gehalten werden. Internationale und Minderheitsinvestoren müssen deshalb skeptisch sein, inwieweit ihre Stimme wirklich zählt. Deshalb sollte die Minderheitsaktionärsvertretung verbessert werden. Insbesondere hilft dies auch als *wirksames Gegengewicht* bei Interessenskonflikten, gerade in *conflicted situations*, und steuert dem Ausnutzen von Informationsvorsprüngen zum eigenen Vorteil – insbesondere bei sog. *minority controllers*[5] – entgegen.

7. (C10) Mindestens ein Mitglied im Prüfungsausschuss sollte Aktien besitzen.

---

[2] *Cf.* Lucian Bebchuk & Assaf Hamdani (2017): https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/03/independent-directors-and-controlling-shareholders/ – «Both the election and retention of independent directors normally depend on the controlling shareholders. As a result, these directors have incentives to go along with controllers' wishes, or, at least, inadequate incentives to protect public investors. [...] To induce independent directors to perform their oversight role, we argue, some independent directors should be accountable to public investors. [...] These "enhanced-independence" directors should play a key role in vetting "conflicted decisions," where the interests of the controller and public investors substantially diverge, but not have a special role with respect to other corporate issues. Enhancing the independence of some directors would substantially improve the protection of public investors without undermining the ability of the controller to set the firm's strategy.»

[3] *Cf.* Lucian Bebchuk & Scott Hirst (2022): https://corpgov.law.harvard.edu/2022/12/13/big-three-power-and-why-it-matters/

[4] Ibid.

[5] *Cf.* Lucian Bebchuk & Kobi Kastiel (2018): https://corpgov.law.harvard.edu/2018/02/26/the-perils-of-small-minority-controllers/

Aktionäre haben ein besonderes Interesse an der Vollständigkeit und Richtigkeit der Informationen. Aktionäre sind es, die auf der Hauptversammlung den Abschlussprüfer wählen. Der Abschlussprüfer arbeitet in der Praxis in enger Zusammenarbeit mit dem Management; dabei liegt seine historische Verantwortlichkeit eigentlich gegenüber den *Eigentümern*. Eigentümer haben deutlich stärkere Anreize, die Arbeit des Wirtschaftsprüfers kritisch zu hinterfragen und dürften somit die Verantwortlichkeit der Unternehmen und Qualität der Rechnungslegung verbessern.[6]

8. (C13) Im Aufsichtsratsbericht sollte der *Prozess* der Aufsichtsratswahl erläutert werden.

Es besteht das Risiko, dass bestimmte Vertreter als *Gatekeeper* agieren oder *Vetternwirtschaft* betreiben und Mitglieder aus ihrem persönlichen Umfeld vorschlagen. Beides untergräbt die Unabhängigkeit. Unternehmen müssen Rechenschaft ablegen, wie die Wahl in den Aufsichtsrat erfolgte, von wem das Mitglied vorgeschlagen wurde, wie viele andere Mitglieder in Betracht gezogen wurden, etc. Hier sollte mehr Transparenz geschaffen werden.

D. Arbeitsweise des Aufsichtsrates

9. (D6) Es ist *unbedingt* anzugeben, in welcher Form (Präsenz, Video, Hybrid) die Aufsichtsratssitzungen durchgeführt werden.

Aufsichtsrat ist eine verantwortungsvolle Position. Es fällt mir schwer, zu glauben, dass sich ein DAX-Unternehmen virtuell aus dem Home-Office effektiv überwachen lässt. Leider hat sich herausgestellt, dass in den letzten Jahren viele Meetings nur noch virtuell erfolgen; dass Aktionärsvertreter häufig im Ausland leben, mitunter nur einmal zur konstituierenden Sitzung vor Ort sind. Die gestiegene Remote-Tätigkeit erschwert die Informationsbeschaffung – verhindert den wichtigen persönlichen Austausch und Eindruck.[7]

[6] *Cf.* Michelle Höfmann et al. (2024): https://www.mdpi.com/1911-8074/17/11/525
[7] *Cf.* Zinat Alam et al. (2013): https://corpgov.law.harvard.edu/2013/07/30/does-the-location-of-directors-matter/

Es gleicht zudem einer *Hybris*, wenn weltweit Mitarbeiter aus dem Home-Office zurückbestellt werden, sich gleichzeitig aber die oberste Kontrollebene der Verantwortung und Sicht entziehen kann. Es ist vollkommen richtig, dass der Aufsichtsrat *eigenverantwortlich* entscheiden sollte, *wie oft* und *in welcher Form* er zusammenkommt. Es braucht aber unbedingt die Transparenz für Aktionäre und Stakeholder, damit diese sehen, dass ihr Aufsichtsrat *präsent* ist und als Vorbild in dieser Entwicklung vorangeht.

10. (D10) Bei einer Fehlerfeststellung durch die BAFIN soll der Prüfungsausschuss im Aufsichtsratsbericht darauf eingehen, warum der Fehler passiert ist und welche Konsequenzen gezogen wurden, um künftige Fehler zu verhindern.

Die jüngst hohe Aktivität der BAFIN, ihr schnelles Eingreifen bei Unregelmäßigkeiten aller Art, ist eine erfreuliche Entwicklung für die Verbesserung der Rechnungslegungsqualität. Wichtig ist, dass der Prüfungsausschuss bei Fehlerfeststellungen daraus Konsequenzen zieht. Er muss sich die kritische Frage stellen: Wie konnte es passieren, dass dieser Fehler unterlaufen ist und weder von uns, noch vom Abschlussprüfer entdeckt wurde? Was wird getan, damit zukünftig die Überprüfung verbessert wird? Diese Antworten sollten *erzwungen* werden; sie sind weitaus informativer und wirksamer als eine freiwillige Selbstbeurteilung, die eine Gewissenhaftigkeit bedingt, die in einer solch unangenehmen Situation nicht vorausgesetzt werden kann.

***

Unsere soziale Marktwirtschaft lebt von der Partizipation ihrer Teilnehmer. Sie braucht gerade deshalb nicht bloß eine verantwortliche Unternehmensführung und -aufsicht, sondern vor allem *Eigentümer*, die sich mit Ihrem Unternehmen identifizieren, sich in ihrem Unternehmen engagieren. Der neue DCGK kann dazu beitragen, die diese Entwicklung zu einer verantwortlicheren und stärkeren Eigentümerkultur mitzutragen.

Herzliche Grüße,
TIM ALEXANDER TESDORFF