

An den
Vorsitzenden des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages
Herrn Eduard Oswald
Platz der Republik 1
D-11011 Berlin

London ,18. Januar 2008

Vorab per E-Mail: finanzausschuss@bundestag.de
eduard.oswald@bundestag.de

Stellungnahme zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz)“

Sehr geehrter Herr Oswald,
sehr geehrte Mitglieder des Finanzausschusses,

vielen Dank für Ihre Einladung zur öffentlichen Anhörung zum Gesetzentwurf der Bundesregierung für ein Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz) am 23. Januar 2008 in Berlin. Hiermit übermitteln wir Ihnen die erbetene schriftliche Stellungnahme von Hermes* zu diesem Gesetzentwurf. Dabei möchten wir uns kurz halten und auf die Definition des abgestimmten Verhaltens von Investoren - *acting in concert* - beschränken, da diese für die Zukunft unserer Aktienanlagen in Deutschland besonders wichtig ist. Für eine detailliertere Diskussion der wichtigen Fragen hinsichtlich der *acting in concert* Definition, verweisen wir Sie auf unseren offenen Brief an den Bundesminister der Finanzen, Herrn Peer Steinbrück (Anlage I).

Hermes verwaltet ein erhebliches Pensionskassenvermögen von circa Euro 100 Milliarden und ist ein engagierter und, wenn notwendig, aktiver institutioneller Investor. Als Pensionsfondsverwalter sind wir an langfristigen Wertsteigerungen der Unternehmen, in die wir namens und im Auftrag unserer Kunden investieren, interessiert. Wir teilen deshalb grundsätzlich die Besorgnis der Bundesregierung über Risiken, die mit den Aktivitäten von kurzfristig-orientierten Finanzinvestoren mit Partikularinteressen verbunden sein können. Wir befürchten allerdings, dass die vorgeschlagene Neuregelung des *acting in concert* insbesondere effizienzfördernde Aktivitäten langfristig-orientierter Anleger, wie Pensionsfonds und Lebensversicherer, erschweren oder sogar verhindern könnte. Dadurch dürfte im Ergebnis der Einfluss der unerwünschten, kurzfristig-ausgerichteten Finanzinvestoren steigen.

Es erscheint sinnvoll, die Probleme mit der *acting in concert* Definition kurz in einem weiteren Kontext zu erläutern. Die finanzwissenschaftliche Literatur unterstützt die

Ansicht, dass Unternehmen mit aktiven Investoren langfristig erfolgreicher sind als solche, bei denen sich die Eigentümer passiv verhalten (siehe Hermes Literaturübersicht: *Corporate Governance and Performance – The Missing Links* (www.hermes.co.uk)). In anderen Ländern werden Investoren deshalb dazu aufgefordert, durch aktive Eigentümerschaft, einen Beitrag zur Überwachung der Verwaltungen und so die langfristige Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen und der Gesamtwirtschaft zu leisten. Dieses spiegelt sich auch in internationalen Richtlinien, wie zum Beispiel den *United Nations Principles for Responsible Investment* (www.unpri.org), die inzwischen von Investoren mit verwaltetem Kapital von mehr als Euro 10 Billionen unterstützt werden, wider.

Aktive Aktionäre sind ein wichtiger Bestandteil einer funktionierenden Corporate Governance, deshalb sollte auch die Förderung positiver Aktivitäten Teil der gesetzgeberischen Diskussion sein. Dies scheint ganz besonders wichtig vor dem Hintergrund der Veränderungen in der Eigentumsstruktur deutscher Unternehmen in den letzten Jahren. Insbesondere durch die Auflösung der Deutschland AG, also der Überkreuzverflechtungen deutscher Unternehmen, und den stetig steigenden Besitz ausländischer, institutioneller Investoren an grossen deutschen Unternehmen haben sich wichtige Fragestellungen verändert.

Viele der institutionellen Investoren, insbesondere Pensionsfonds, die langfristig orientiert und an nachhaltiger Wertschaffung interessiert sind, halten, um Risiko zu minimieren, kleine Anteile an vielen Unternehmen in allen wichtigen Märkten. Dadurch verschärft sich insbesondere bei Unternehmen mit hohem Streubesitz der klassische *Principal-Agent* Konflikt. So kann es zu Situationen kommen, in denen die Verwaltung von Unternehmen nicht in angemessener Weise von den Eigentümern zur Rechenschaft gezogen wird, selbst bei langjähriger wirtschaftlicher Erfolglosigkeit ohne eine klar erkennbare Strategie für die Zukunft oder erheblichen Verstössen gegen Grundsätze guter Unternehmensführung. Dies schadet nicht nur den Unternehmen selbst sondern im Ergebnis auch der Gesamtwirtschaft.

Aufgrund der grossen Zahl von Unternehmen in die Pensionsfonds investieren - oftmals mehrere tausend weltweit - ist es für sie schwierig, wirtschaftliche Fehlentwicklungen frühzeitig zu erkennen oder die Gründe für die Erfolglosigkeit ausreichend zu verstehen. Noch schwieriger ist es für solche Investoren, Probleme in konstruktiver und zielführender Weise mit betroffenen Verwaltungen in angemessener Weise zu problematisieren. In unserer Erfahrung kann ein effektiver, auf nachhaltige Wertschöpfung angelegter Dialog mit Unternehmen nur durch einen Austausch von Informationen und Einschätzungen zwischen Investoren, das Vorbringen gemeinsamer Anliegen gegenüber Verwaltungen und - in seltenen Fällen - ein gleichlautendes Auftreten zur Durchsetzung berechtigter Anliegen sichergestellt werden. Nur wenn diese Möglichkeiten, die es langfristig-orientierten Investoren erlauben, das *Principal-Agent* Problem zumindest ansatzweise zu überwinden, für Investoren ohne rechtliche Risiken bestehen, kann die notwendige Quantität, Qualität und Effektivität des Dialogs zwischen Investoren und Verwaltungen sichergestellt werden.

Die von der Bundesregierung im Risikobegrenzungs-gesetz vorgeschlagene *acting in concert* Definition würde den Austausch zwischen Investoren, der den effektiven Dialog zwischen langfristig-orientierten Investoren und Unternehmen ermöglicht, erheblich beeinträchtigen. Die Benutzung unbestimmter Rechtsbegriffe in der stark erweiterten Formulierung würde zu Rechtsunsicherheit für Investoren und Unternehmen führen. Um mögliche negative Rechtsfolgen auszuschliessen scheint es sehr wahrscheinlich, dass Investoren ganz bewusst über die Medien kommunizieren oder ihre Bemühungen, als aktive Eigentümer einen Beitrag zum Erfolg der Unternehmen in die sie investieren zu leisten, beschränken oder ganz einstellen werden. Dies dürfte den zielführenden, vertraulichen Dialog zwischen Investoren und Unternehmen, der auch von Verwaltungen geschätzt wird, erheblich reduzieren. Insgesamt würde die Effizienz bestehender Kontrollmechanismen, die im international Vergleich schwach sind, erheblich

geschwächt und der sogenannte *Comply or Explain* - Selbstregulierungsansatz, der auch in Deutschland akzeptiert und praktiziert wird, unterminiert. Im Ergebnis würde es für Investoren wieder schwieriger, Verwaltungen in angemessener Weise zur Rechenschaft zu ziehen, selbst bei langjähriger Erfolglosigkeit ohne strategischen Plan für die Zukunft oder erheblichen Verstößen gegen Grundsätze guter Unternehmensführung. Eine solche Schwächung der Rechenschaftsmechanismen im deutschen Corporate Governance System ist weder im Interesse der Millionen von Bürgern, deren Pensions- und Versicherungsgelder von institutionellen Investoren verwaltet werden, noch im Interesse deutscher Unternehmen, die von einem auf Nachhaltigkeit zielenden Dialog mit ihren Investoren profitieren.

Zusammenfassend ist festzustellen: Die *acting in concert* Definition würde insbesondere gesamtwirtschaftlich positive Aktivitäten von langfristig-orientierten Investoren, wie den konstruktive Dialog mit Unternehmen, erheblich beeinträchtigen. In der beigefügten Präsentation „*Acting in Concert*“ – *Überlegungen aus der Praxis* (Anlage II) beschreiben wir, wie die *acting in concert* Definition in der Stellungnahme des Bundesrats vom 30 November 2007 weiterentwickelt werden könnte, um Rechtssicherheit zu schaffen und nicht zielführende öffentliche Diskussionen zu vermeiden. In Anbetracht des erheblichen Problempotenzials der vorgeschlagenen *acting in concert* Definition würden wir eine Berücksichtigung unserer Bedenken und Vorschläge bei deren Weiterentwicklung in den kommenden Wochen sehr begrüßen.

Mit freundlichen Grüßen,



Dr. Hans-Christoph Hirt

Anlagen

- I. Offener Brief zum Risikobegrenzungsgesetz an den Bundesminister der Finanzen, Herrn Peer Steinbrück, 5. Oktober 2007
- II. Präsentation: „*Acting in Concert*“ – *Überlegungen aus der Praxis*, 17. Januar 2008

* Hermes Pensions Management Limited (Hermes) ist das Fondsmanagementunternehmen des BT (British Telecom) Pension Scheme - des größten Pensionsfonds in Großbritannien. Darüber hinaus verwaltet Hermes Fonds für den Royal Mail Pension Plan und über 200 weitere Kunden, zu denen eine Reihe weiterer, großer europäischer Pensionsfonds gehören. Insgesamt verwaltet Hermes ein Vermögen von etwa 100 Milliarden Euro (30 Juni 2007).

Durch das 2004 gegründete Tochterunternehmen Hermes Equity Ownership Services Limited (HEOS) bietet Hermes seine Dienstleistungen im Bereich Corporate Governance und Engagement auch Pensionsfonds an, deren Vermögen nicht von Hermes verwaltet wird. So vertritt HEOS hinsichtlich Corporate-Governance-Fragen nicht nur das Vermögen, das Hermes verwaltet, sondern auch Fremdvermögen (circa weitere Euro 50 Milliarden (30 September 2007)). Zu den Beratungskunden von HEOS gehören unter anderem der Pensionsfonds der BBC und der NPRF, der nationale Pensionsfonds von Irland. Die angebotenen Corporate Governance Leistungen reichen von der Stimmrechtsausübung über die Bewertung der Management- und Vergütungsstrukturen bis zum aktiven Engagement mit ausgewählten Unternehmen hinsichtlich *Environmental, Social and Governance* (ESG) Thematiken. Im Kern geht es also um die aktive Wahrnehmung der Rechte als Anteilseigner im Interesse nachhaltiger Wertschöpfung.

An den Bundesminister der Finanzen
Herrn Peer Steinbrück
Bundesministerium der Finanzen
Wilhelmstraße 97
D-10117 Berlin

London, den 5. Oktober 2007

Offener Brief zum Risikobegrenzungsgesetz

Sehr geehrter Herr Bundesminister,

aufgrund der großen Bedeutung des vorgeschlagenen Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken („Risikobegrenzungsgesetz“) für die Zukunft unserer Aktienanlagen in Deutschland wenden wir uns heute direkt an Sie mit den Gedanken von Hermes* zum Referentenentwurf, insbesondere hinsichtlich der Thematik des abgestimmten Verhaltens von Investoren („*Acting in Concert*“). Die vorgeschlagene Neuregelung zum *Acting in Concert* scheint gegen die *United Nations Principles for Responsible Investment* zu verstossen, Rechtsunsicherheit zu verursachen und einen konstruktiven Dialog zwischen Investoren und Unternehmen zu erschweren. Wir schlagen deshalb als Alternative vor, aktiv eine funktionierende Aktionärsdemokratie zu fördern.

Hermes verwaltet ein erhebliches Pensionskassenvermögen von ca. Euro 100 Milliarden und ist ein engagierter und, wenn notwendig, aktiver institutioneller Investor. Als Verwalter großer Pensionsfonds sind wir an langfristigen Wertsteigerungen der Unternehmen, in die wir namens und im Auftrag unserer Kunden investieren, interessiert. Wir teilen deshalb grundsätzlich die Besorgnis über Risiken, die mit dem Engagement kurzfristig orientierter Anleger verbunden sein können. Unserer Auffassung nach sind allerdings die im Entwurf des Risikobegrenzungsgesetzes vorgeschlagenen Lösungsansätze kontraproduktiv, da sie es für langfristig-orientierte Investoren, wie Hermes, wesentlich erschweren würden, mit Unternehmen einen konstruktiven und auf nachhaltige Wertsteigerung zielenden Dialog zu führen.

Wir stellen fest, dass in anderen Ländern, wie zum Beispiel Großbritannien, die Regierungen Investoren dazu auffordern, durch aktive Eigentümerschaft einen Beitrag zur Überwachung der Verwaltung zu leisten und so die langfristige Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen und damit die Erhaltung von Arbeitsplätzen und ultimativ den nachhaltigen Erfolg der Volkswirtschaft sicherzustellen. Genau dieses Ziel verfolgen auch die *United Nations Principles for Responsible Investment* (www.unpri.org), die inzwischen von Investoren mit verwaltetem Kapital von mehr als Euro 7 Billionen unterstützt werden. Da für einen konstruktiven Dialog mit Unternehmen ein Austausch mit Mitaktionären und in bestimmten Fällen Kommunikation beziehungsweise Abstimmung hinsichtlich der Stimmrechtsausübung

von großer Bedeutung sind, sehen wir insbesondere den Vorschlag zum *Acting in Concert* sehr kritisch und bitten Sie, diesen - in Konsultation mit allen betroffenen Parteien - zu überdenken. Im Schlußteil dieses Briefes skizzieren wir einen alternativen Lösungsansatz.

Acting in Concert

Die geplante neue Regelung zur Stimmrechtszurechnung beim *Acting in Concert* ist für die Arbeit von Hermes von großer Bedeutung, weil ein gemeinsames Handeln oder eine Abstimmung mit anderen Investoren dazu führen kann, dass die Stimmrechtsanteile der Beteiligten für die Mitteilungspflichten und hinsichtlich der Abgabe eines Pflichtangebots zusammenzurechnen sind. Die Unterlassung einer Pflichtmitteilung oder ein unterbliebenes Pflichtangebot kann bekanntlich zum Verlust von Rechten aus den betreffenden Aktien und zu Bußgeldern führen.

Bis heute haben die wenig präzise formulierten Zurechnungsvorschriften eine sichere Feststellung des *Acting in Concert* erschwert und somit Rechtsunsicherheit geschaffen. Das hat in konkreten Fällen nicht nur dazu geführt, dass Investoren teure Rechtsberatung beanspruchen mußten sondern auch, dass sinnvolle Zusammenarbeit mit anderen Aktionären aufgrund der Risiken nicht stattfand. Obwohl der Bundesgerichtshof den Anwendungsbereich des Konzepts vor kurzem konkretisiert und eingeschränkt hat sind viele ausländische Investoren hinsichtlich der Rechtslage in Deutschland weiterhin stark verunsichert. Das erklärte Ziel der Neufassung der Zurechnungsnormen ist eine Erweiterung des Anwendungsbereiches und eine Konkretisierung der Definition des *Acting in Concert* Konzepts. Nach dem Referentenentwurf soll künftig ein *Acting in Concert* insbesondere auch dann vorliegen können, wenn die Abstimmung nur in einem Einzelfall erfolgt.

Wir haben wiederholt dafür plädiert, das Konzept *Acting in Concert* europaweit zu konkretisieren, um die bestehende Rechtsunsicherheit und deren negative Konsequenzen anzugehen. Der vorliegende Referentenentwurf bringt hier leider keine Verbesserung, da die Abgrenzung zwischen einem vom Konzept des *Acting in Concert* erfassten und einem nicht erfassten Abstimmungsverhalten wieder schwieriger wird. Insbesondere der Wegfall einfach feststellbarer Kriterien aus der *Acting in Concert* Definition des Bundesgerichtshofs, wie etwa die Beschränkung auf die Ausübung von Stimmrechten oder die Einzelfallausnahme, werden zu großer Rechtsunsicherheit führen.

Darüber hinaus sehen wir die erhebliche Erweiterung des Anwendungsbereichs des *Acting in Concert* Konzepts sehr kritisch. Nach der vorgesehenen Neufassung könnten auch das gemeinsame Vorbringen von Anliegen gegenüber der Verwaltung oder eine einmalige Zusammenarbeit im Rahmen einer Hauptversammlung, wie zum Beispiel eine Abstimmung über die Wahl von Aufsichtsräten, ein *Acting in Concert* darstellen. Das Ziel der Konkretisierung wird durch die vorgeschlagene Neufassung des *Acting in Concert* Konzepts ebenfalls nicht erreicht. Bis zu einer praktikablen Definition des Konzepts durch die Rechtsprechung wird wieder neue Rechtsunsicherheit bestehen. Darüber hinaus ist zu befürchten, dass durch die erhebliche Ausweitung des Konzepts zukünftig jede geplante Kommunikation und Abstimmung zwischen Investoren vorab rechtlich analysiert werden müßte, selbst wenn es nur um einen einzigen Tagesordnungspunkt einer Hauptversammlung oder ein gemeinsames Anliegen gegenüber der Verwaltung geht.

Das im Risikobegrenzungs-gesetz vorgesehene *Acting in Concert* Konzept macht es für langfristig orientierte und an nachhaltiger Wertschaffung interessierte Investoren wie Hermes erheblich schwieriger, einen angemessene Dialog mit Unternehmen zu führen. Die jährliche Hauptversammlung bietet solchen Investoren oftmals das einzige Forum, sachgerechte und konstruktive Kritik an der Verwaltung zu üben, gegebenenfalls angemessene Erklärungen einzufordern und in angezeigten Fällen durch die Ausübung von Stimmrechten, zum Beispiel hinsichtlich der Entlastung oder Wahl von Mitgliedern der Verwaltung, ihren Argumenten Nachdruck zu verleihen. Aufgrund der oftmals geringen Anteile einzelner Investoren, die an einem konstruktiven Dialog mit Unternehmen mit dem Ziel nachhaltiger Wertschöpfung interessiert sind, ist hierzu ein Austausch und in bestimmten Situationen ein Abstimmen mit anderen Aktionären unerlässlich. Genau dies verlangen auch die *United Nations Principles for Responsible Investment* (Prinzip 5). Somit scheint der Vorschlag zum *Acting in Concert* im Risikobegrenzungs-gesetz gegen die *United Nations Principles for Responsible Investment* zu verstoßen.

Wir sehen die Gefahr, dass die vorgeschlagene Erweiterung des Anwendungsbereichs des *Acting in Concert* Konzepts und die damit verbundenen möglichen Rechtsfolgen für Investoren, die sich zum Beispiel zu Hauptversammlungsthemen austauschen, dazu führen, dass zur Vermeidung von Rechtsfolgen bewußt öffentliche Auseinandersetzungen über die Medien gesucht werden müssen. Das wäre aus unserer Sicht bedauerlich, denn wir haben die Erfahrung gemacht, dass ein konstruktiver, vertraulich geführter Dialog zwischen Investoren und Unternehmen in den meisten Fällen der für beide Seiten beste Weg ist, um nachhaltig Wert zu schaffen oder zu erhalten.

Aus Aktionärssicht sind angemessene Rechenschafts-, oder besser ausgedrückt, *Accountability* Mechanismen, die Voraussetzung für ein dauerhaft erfolgreiches Funktionieren des sogenannten „*Comply or Explain*“ Selbstregulierungsansatzes, der auch in Deutschland akzeptiert ist und praktiziert wird. Die Ausweitung des Konzepts des *Acting in Concert* würde im Ergebnis zu einer stärkeren Isolierung der Verwaltungen deutscher Unternehmen und damit zu einer weiteren Schwächung der bestehenden Mechanismen zur Sicherstellung einer angemessene *Accountability* führen. Aufgrund der rechtlichen Rahmenbedingungen und des praktischen Aufwands, der mit sinnvollen Hauptversammlungsinterventionen verbunden ist sind diese in der Praxis selten. Schon jetzt ist es für Aktionäre selbst in angemessenen Situationen, wie zum Beispiel langjähriger Erfolgslosigkeit ohne eine klar erkennbare Strategie für die Zukunft, schwer genug, Einwände gegen einen Verwaltungsvorschlag vorzubringen und diesen, falls keine konstruktivere Lösung gefunden werden kann, mit den vertretenen Stimmen abzulehnen. Die jetzt vorgeschlagene Neufassung des *Acting in Concert* Konzepts, die einen Eingriff in die aktienrechtliche Machtbalance und Gewaltenteilung zwischen den Organen der Gesellschaft, zu Lasten der Hauptversammlung, darstellen würde, ist unseres Erachtens volkswirtschaftlich problematisch.

Vorgeschlagener Lösungsansatz

Unserer Ansicht nach sollten sowohl Unternehmen als auch Investoren weitere Anstrengungen unternehmen, um die Rahmenbedingungen für eine funktionierende Aktionärsdemokratie zu verbessern. Als erster Schritt sollte weiter daran gearbeitet werden, die Präsenzen auf Hauptversammlungen und insbesondere die Qualität der Stimmrechtsausübung zu verbessern. Selbst wenn trotz der erfreulicherweise wieder steigenden Hauptversammlungspräsenzen die vielfach befürchteten Zufallsmehrheiten

bei Unternehmen mit effektiver Investor Relations Arbeit wenig wahrscheinlich erscheinen, ist eine angemessene Vertretung von Investoren auf der Hauptversammlung, auch zur Förderung einer funktionierenden Kommunikation zwischen Verwaltung und langfristig engagierten Aktionären erstrebenswert.

Die Unternehmen sollten durch gezielte Maßnahmen, wie zum Beispiel der verbesserten und rechtzeitigen Bereitstellung von hauptversammlungsrelevanten Informationen, und die gezielte Kommunikation mit Investoren, die Präsenzen auf Hauptversammlungen und die Qualität der Stimmrechtsausübung weiter verbessern. Desweiteren sollten sie vermehrt die Möglichkeit zur elektronischen Stimmabgabe schaffen und die Aktionäre (noch stärker) darauf aufmerksam machen. Eine Abstimmung im Sinne der Verwaltungsvorschläge garantiert dies natürlich nicht, aber mit der Hilfe aktiver Investor Relations Arbeit und erstklassiger Unternehmensführung sollte es die Verwaltung einfacher haben, ihre Argumente für Maßnahmen, die langfristig Wert schaffen, effektiv zu kommunizieren. So kann die Verwaltung sicherstellen, dass, selbst in Situationen, wo einzelne kurzfristig ausgerichtete Aktionäre mit Partikularinteressen in erheblichem Umfang engagiert sind, stabile Mehrheiten für angemessene Vorschläge bestehen.

Größere Investoren verstehen die Ausübung ihres Stimmrechts als ihren (Pflicht)Beitrag zum langfristigen Erfolg des Unternehmens und werden es grundsätzlich in wohlbedachter Weise wahrnehmen. Um dies anzuregen, wäre es hilfreich, wenn das Bundesministerium der Finanzen, die *United Nations Principles for Responsible Investment* aktiv fördern würde. Darüber hinaus müssen natürlich auch die Investoren transparenter werden. Dazu gehört, dass, wenn auf einer Hauptversammlung gegen die Verwaltung gestimmt werden soll, dies dem betroffenen Unternehmen gegenüber zu begründen - so wie es bei führenden institutionellen Anlegern bereits heute praktiziert wird. Dies kann der Ausgangspunkt für einen zielführenden Dialog mit dem Unternehmen sein und ist deshalb wichtiger als das eigentliche Abstimmungsverhalten. Desweiteren sollten institutionelle Anleger ihr Abstimmungsverhalten in geeigneter Form öffentlich machen.

Als zweiter Schritt sollte das Konzept des *Acting in Concert* konkretisiert, aber nicht erweitert werden und zwar so, dass auch ausländische Investoren - ohne teure Rechtsberatung - wissen, wo die Grenzen von gesetzlicher kontrollierter Abstimmung verlaufen. Hier kann die Definition des Bundesgerichtshofs Ausgangspunkt sein, nach der ein *Acting in Concert* nur vorliegt, wenn sich die Abstimmung:

- (i) auf eine Ausübung von Stimmrechten in der Hauptversammlung bezieht;
- (ii) ihr ein weitreichendes und konkretes unternehmerisches Gesamtkonzept zu Grunde liegt (sie sich also nicht nur auf einen Einzelfall bezieht); und
- (iii) das Ziel hat, die Unternehmenspolitik der Gesellschaft (nachhaltig) zu beeinflussen.

Um die nötige Rechtssicherheit herzustellen, sollte darüber hinaus explizit klargestellt werden, dass das Konzept des *Acting in Concert* nicht den Austausch von Informationen, die Zusammenarbeit und auch die Abstimmung hinsichtlich bestimmter Tagesordnungspunkte einer einzelnen Hauptversammlung, oder das Vorbringen gemeinsamer Anliegen gegenüber der Verwaltung, erfasst, solange es den beteiligten Investoren nicht darum geht, die Kontrolle über das betroffene Unternehmen zu übernehmen.

Wir stellen fest, dass auch einige andere Vorschläge im Entwurf des Risikobegrenzungsgesetzes, wie zum Beispiel die weitergehenden Informationsver-

pflichtungen von Inhabern mit wesentlichen Beteiligungen, möglicherweise dem verfolgten Ziel des Gesetzgebers in letzter Konsequenz entgegenwirken. Insbesondere im Zusammenspiel mit der vorgeschlagenen Erweiterung des *Acting in Concert* Konzepts erscheinen kontinuierliche Auskünfte hinsichtlich der Investmentziele und Herkünfte der Finanzierungsmittel kaum praktikabel. Darüber hinaus steht zu befürchten, dass durch die vorgeschlagenen weitergehenden Regeln zur Veröffentlichung der Absichten der Investoren der konstruktive und vertrauliche Dialog zwischen Investoren und Unternehmen automatisch in einem öffentlichen Schlagabtausch mündet, der meist nicht im Interesse der betroffenen Unternehmen ist und der bislang weitgehend vermeidbar war. Zudem ist eine Offenlegung des Fremdfinanzierungsgrads einer Beteiligung im börsennotierten Umfeld nicht unproblematisch, da - anders als im Private Equity - das Vorliegen solcher Informationen gezielte Kursmanipulierungen durch andere Marktteilnehmer und somit Verzerrungen des Börsenpreises zur Folge haben können.

Die vorgeschlagene Gesetzesänderung hinsichtlich des *Acting in Concert* würde zu einer erheblichen Schwächung der *Accountability* Mechanismen im deutschen Corporate Governance System führen und ist daher langfristig weder im Interesse von Unternehmen noch Investoren. In Anbetracht der erheblichen Probleme des Risikobegrenzungsgesetzes, insbesondere hinsichtlich des *Acting in Concert* Konzepts, würden wir eine angemessene, weitergehende Konsultation mit allen betroffenen Parteien - inklusive ausländischer institutioneller Investoren - sehr begrüßen. Selbstverständlich stehen wir Ihnen und Ihren Mitarbeitern in der Zwischenzeit jederzeit gerne für ein weiterführendes Gespräch zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen,



Dr. Stephan Howaldt



Dr. Hans-Christoph Hirt

CC: Herrn Jörg Asmussen, Abteilungsdirektor Nationale und Internationale Finanzmarkt- und Währungspolitik, Bundesministerium der Finanzen

* Hermes Pensions Management Limited (Hermes) ist das Fondsmanagementunternehmen des BT (British Telecom) Pension Scheme - des größten Pensionsfonds in Großbritannien. Darüber hinaus verwaltet Hermes Fonds für den Royal Mail Pension Plan und über 200 weitere Kunden, zu denen eine Reihe weiterer, großer europäischer Pensionsfonds gehören. Insgesamt verwaltet Hermes ein Vermögen von etwa 100 Milliarden Euro (30 Juni 2007).

Durch das 2004 gegründete Tochterunternehmen Hermes Equity Ownership Services Limited (HEOS) bietet Hermes seine Dienstleistungen im Bereich Corporate Governance auch Pensionsfonds an, deren Vermögen nicht von Hermes verwaltet wird. So vertritt HEOS hinsichtlich Corporate-Governance-Fragen nicht nur das Vermögen, das Hermes verwaltet, sondern auch Fremdvermögen (circa weitere 16 Milliarden Euro (30 Juni 2007)). Zu den Beratungskunden von HEOS gehören unter anderem der Pensionsfonds der BBC und der NPRF, der nationale Pensionsfonds von Irland. Die angebotenen Corporate Governance Leistungen reichen von der Stimmrechtsausübung über die Bewertung der Management- und Vergütungsstrukturen bis zum aktiven Engagement mit ausgewählten Unternehmen. Im Kern geht es also um die aktive Wahrnehmung der Rechte als Anteilseigner.

Deutsches Aktieninstitut

Das Risikobegrenzungs-gesetz – Frankfurt, 17. Januar 2008

“Acting in Concert” - Überlegungen aus der Praxis

Dr. Hans-Christoph Hirt

Email: h.hirt@hermes.co.uk

Tel: +44 (0) 20 7680 2826



www.hermes.co.uk

Übersicht

- Hintergrund Hermes
- Begründung für das RBG
- Positive Rolle aktiver Investoren in der Corporate Governance
- Veränderungen in der Eigentumsstruktur deutscher Unternehmen
- Voraussetzungen für einen konstruktiven Dialog zwischen Investoren und Unternehmen
- Probleme mit und Folgen der AIC Definition im RBG
- Denkanstöße
- Zusammenfassung



2

Hintergrund Hermes

- **Fondsmanager der BT Pension Scheme (BTPS)**, größter Pensionsfonds im VK, mehr als **200 andere Kunden**
- **Etwa €100 Milliarden verwaltetes Vermögen** (30/06/2007)
- **Größter Teil in Aktien investiert** - hauptsächlich passiv
- **Hermes Equity Ownership Service (EOS):**
 - Beratung von Pensionsfonds hinsichtlich der verantwortungsvollen Ausübung ihrer Rechte als Aktionäre
 - Portfolio: Mehr als 5,000 Unternehmen weltweit
 - Konstruktiver, vertraulicher Dialog mit Unternehmen, wenn nötig, pro-aktive Einflussnahme



3

Begründung für das RBG

Das Ziel der Bundesregierung ist die Gestaltung der „*Rahmenbedingungen so ..., dass **gesamtwirtschaftlich unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren** erschwert oder möglicherweise sogar verhindert werden, ohne zugleich Finanz- und Unternehmenstransaktionen, die effizienzfördernd wirken, zu beeinträchtigen. Dabei sollten die an den Finanzmärkten und in den Unternehmen tätigen Akteure grundsätzlich selbst in die Lage versetzt werden, auf die bestmöglichen Ergebnisse hinzuwirken.*“

Gesetzentwurf, Begründung: A. Allgemeiner Teil I. Ziel des Gesetzes



4

Aktive Investoren als wichtiger Bestandteil einer funktionierenden Corporate Governance

- Unternehmen mit aktiven Investoren sind langfristig erfolgreicher:

Hermes Literaturübersicht (www.hermes.co.uk):

Corporate Governance and Performance – The Missing Links



- In anderen Ländern werden Investoren dazu aufgefordert, durch aktive Eigentümerschaft, einen Beitrag zur Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen und der Gesamtwirtschaft zu leisten
- Internationale Richtlinien: **UN Principles for Responsible Investment**
 - Prinzip 2: Aktive Eigentümerschaft/Dialog mit Unternehmen
 - Prinzip 5: Zusammenarbeit, um Effizienz dieses Dialogs zu erhöhen



5

Veränderungen in der Eigentumsstruktur deutscher Unternehmen

- Auflösung der Deutschland AG
- DAX 30 Unternehmen jetzt mehrheitlich im Besitz ausländischer Investoren (Handelsblatt, 17. Dezember 2007)
- Viele der institutionellen Investoren, insbesondere Pensionsfonds, halten kleine Anteile an vielen Unternehmen, um Risiko zu minimieren
- **Dadurch:** Verschärfung des klassischen *Principal-Agent* Konflikts
- **Frage:** Wie kann der konstruktive Dialog zwischen Investoren und Unternehmen sichergestellt werden?



6

Voraussetzungen für einen konstruktiven Dialog zwischen Investoren und Unternehmen

- Austausch von Informationen und Einschätzungen zwischen Investoren;
- Vorbringen gemeinsamer Anliegen gegenüber Verwaltungen; und - in seltenen Fällen -
- Gleichlautendes Auftreten zur Durchsetzung dieser Anliegen.
- Voraussetzungen wesentlich hinsichtlich der **Quantität**, **Qualität** und **Effektivität** des Dialogs



7

Probleme mit der AIC Definition im RBG

- **Rechtsunsicherheit** für Investoren und Unternehmen durch unbestimmte Rechtsbegriffe
- **Praktikabilität, Kosten** und **unerwünschte Nebenwirkungen** gemeinsamer Mitteilungen
- **Mehr öffentliche Diskussion:** Kommunikation über die Presse?
- **Im Ergebnis:** Negative Konsequenzen für den konstruktiven Dialog zwischen Investoren und Unternehmen (Quantität, Qualität und Effektivität)



8

Folgen der AIC Definition im RBG

- Weniger Austausch zwischen und gleichlautendes Auftreten von Investoren
- Weniger konstruktiver Dialog zwischen Investoren und Unternehmen

Konsequenzen:

- Schwächung der Effizienz bestehender Kontrollmechanismen
- Unterminierung des *Comply or Explain* - Selbstregulierungsansatzes

Im Ergebnis:

- Wieder mehr Raum für sub-optimale Unternehmensführung
- Verbesserte Rahmenbedingungen für kurzfristig engagierte Investoren



Denkanstoß I

■ **Wichtige gesetzgeberische Ziele aus Investorensicht:**

- Transparenz **und** Rechtssicherheit
- Keine unangemessenen Beeinträchtigung gesamtwirtschaftlich positiver Aktivitäten von Finanzinvestoren
- Vermeidung wenig zielführender öffentlicher Diskussionen

■ **Umsetzung dieser Ziele:**

- Es sollte bei der AIC Definition um die Absicht der Investoren gehen, **Kontrolle** über das Unternehmen zu erlangen oder zumindest **kontroll-ähnlichen Einfluss** auszuüben.
- Diese Absicht sollte sich in der Form einer **Vereinbarung** zwischen den betroffenen Investoren manifestiert haben.



Denkanstoß II

Möglicher Ausgangspunkt zur Weiterentwicklung:

AIC Definition in der Stellungnahme des Bundesrats (30/11/2007):

„Ein abgestimmtes Verhalten liegt vor, wenn der Meldepflichtige [der Bieter (WpÜG)] und der Dritte in einer Weise zusammenwirken, die geeignet ist, eine erhebliche Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten [der Zielgesellschaft (WpÜG)] dauerhaft herbeizuführen.“

Denkanstoß III

Die **AIC Definition des Bundesrats** könnte wie folgt weiterentwickelt werden, um Rechtssicherheit zu schaffen:

1. Es sollte auf den tatsächlichen **Zweck** des Zusammenwirkens und nicht auf das weit interpretierbare Kriterium der „Eignung“ abgestellt werden.
2. Dieser Zweck sollte sich in der Form einer **Vereinbarung** zwischen den betroffenen Investoren manifestiert haben.
3. Es sollten weitere unbestimmte Rechtsbegriffe (z.B. „erhebliche Änderung“ und „unternehmerische Ausrichtung“) definiert werden, um klarzustellen, dass es um einen **kontroll-ähnlichen Einfluss** geht.

Zusammenfassung

- Die vorgeschlagene AIC Definition verfehlt das gesetzgeberische Ziel
- Gesamtwirtschaftlich positive Aktivitäten von Investoren, insbesondere der konstruktive Dialog mit Unternehmen, würden erheblich beeinträchtigt
- Selbst die AIC Definition des Bundesrats müsste erheblich weiterentwickelt werden, um zumindest Rechtssicherheit zu schaffen
- Die Förderung erwünschter Aktivitäten von Finanzinvestoren erscheint dringlicher und zielführender als eine neue AIC Definition



Important Information – please read

This communication is directed only at Market Counterparties or Intermediate Customers, as defined in the Glossary of the Financial Services and Markets Act 2000. Any investment or investment activity to which this communication relates is only available to and will only be engaged in with such persons and any other persons who receive this communication should not rely on or act upon this communication.

This communication is issued and approved for the purposes of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 by Hermes Investment Management Limited ("HIML"). HIML has its registered office at Lloyds Chambers, 1 Portoken Street, London E1 8HZ.

Hermes Pensions Management Limited is the parent company of a number of companies falling within the Hermes Group. The main operating companies within the Hermes Group are Hermes Investment Management Limited ("HIML"), Hermes Administration Services Limited ("HASL"), Hermes Property Asset Management Limited ("HPAML"), Hermes Focus Asset Management Limited ("HFAM"), Hermes Focus Asset Management Europe Limited ("HFAME"), Hermes UOB Capital Asset Management Limited ("HUCM"), Hermes Private Equity Limited ("HPEL") and Hermes Assured Limited ("HAL"). All of the above named companies (with the exception of Hermes Property Asset Management Limited) are separately authorised and regulated by the Financial Services Authority.

Please note that the Financial Services Authority does not generally regulate any activities referred to in this document which are not regulated activities under the Regulated Activities Order 2000.

This document has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient. This document is published solely for informational purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell any securities or related financial instruments. Prospective investors must rely on their own examination of the legal, taxation, financial and other consequences of an investment in the funds, including the merits of investing and the risks involved. Prospective investors should not treat the contents of this document as advice relating to legal, taxation or investment matters. Before entering into an agreement in respect of an investment referred to in this document, you should consult your own professional and/or investment advisers as to its suitability for you and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. No action should be taken or omitted to be taken in reliance upon information in this document. Figures, unless otherwise indicated, are sourced from Hermes.

The opportunities described in this document have unique risks that may make them unsuitable for certain investors and past performance may not be indicative of future results. Also, certain returns shown in this document are compared against returns for the relevant benchmark index during similar periods. It is important to note that the underlying volatility and risk of the funds' portfolios and that of their benchmark indices vary materially.

This document should be read in conjunction with the fund listing particulars when available which will exclusively form the basis of any application. A comprehensive list of risk factors appears in the fund listing particulars and an investment should not be contemplated until the risks of investment have been considered fully.

Investors may not get back the full amount originally invested. The value of overseas investments will be influenced by the rate of exchange. The value and risks of underlying investment may be difficult to verify independently.

The provision of the information does not constitute an offer to purchase securities to any person in the United States or to any U.S. Person as such term is defined under the Securities Act of 1933.

Any person wishing to subscribe for any interest should satisfy himself as to the observance of the laws of any relevant territory, including the obtaining of any requisite governmental or other consent and the observing of any other formalities.

This document may include a list of Hermes Pensions Management Limited's clients. Please note that inclusion on this list should not be construed as an endorsement of Hermes Pensions Management Limited's services. Should you wish to contact a client for reference purposes, please let Hermes know in advance.



Anhang

- United Nations Principles for Responsible Investment



- Globale Prinzipien zur **Integration von Environmental, Social und Governance (ESG) Faktoren** in Investment Entscheidungen und hinsichtlich der aktiven Ausübung von Aktionärsrechten
- **Annahme:** Integration von ESG Faktoren führt zu geringerem Investment Risiko und langfristig zu verbesserten Renditen
- Entwickelt von führenden institutionellen Investoren unter der Schirmherrschaft der UN – eingeführt im April 2006
- Heute: Mehr als **180 Unterzeichner** mit mehr als **€10 Billionen** verwaltetem Vermögen
- Mehr Information: www.unpri.org



1. We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes.
2. **We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices.**
3. We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest.
4. We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry.
5. **We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles.**
6. We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles.

