

## ***Ausländische Unternehmensakquisitionen in Japan – ein Ausweg aus der Konjunkturschwäche?***

Nadine Burgschweiger

Die japanische Notenbank hat in ihrem am 15. Januar 2008 veröffentlichten „Regional Economic Report“ erstmals seit April 2005 ihre Gesamteinschätzung zur Wirtschaftsentwicklung nach unten korrigiert.

### **Analyse:**

Angesichts der Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in Japan hat die Diskussion um die konstruktive Nutzung grenzüberschreitender Unternehmenszusammenschlüsse und -übernahmen (*mergers and acquisitions* – M&As) zu neuer Dynamik gefunden. Die japanische Regierung will bis zum Jahr 2010 den Anteil ausländischer Direktinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) auf fünf Prozent erhöhen. Eine entscheidende Rolle soll dabei die Förderung der Unternehmensakquisitionen spielen.

- Mit dem Konjunkturabschwung in den USA im Zuge der Minderkredit- (*subprime*-) Krise ist für Japan einer der wichtigsten Absatzmärkte in Gefahr geraten. Die Binnenwirtschaft kämpft seit Jahren mit zurückhaltenden Konsumenten und einer weitreichenden Ineffizienz in einigen Sektoren. M&As könnten hier als geeignete Instrumente dienen, mehr internationale Wettbewerbsfähigkeit zu schaffen, und somit längerfristig zu einem nachhaltigen Wachstum der japanischen Wirtschaft beitragen.
- Die Unternehmensakquisitionen stiegen 2007 zwar auf ein Rekordniveau, doch nach wie vor weist Japan im Vergleich zu anderen Industrienationen insgesamt eine relativ geringe M&A-Quote auf. Die Ursachen für die Zurückhaltung der ausländischen Investoren liegen in systemischen und institutionellen Hindernissen, die insbesondere feindliche Übernahmen in Japan noch immer erschweren.
- Japanische Unternehmen reagieren auf die als Bedrohung empfundene Tätigkeit ausländischer Investoren auf dem heimischen Markt in immer größerer Zahl mit problematischen Abwehrmechanismen.
- Die Regierung hat bereits zahlreiche Gesetzesänderungen zur Erleichterung grenzüberschreitender Akquisitionen auf den Weg gebracht, doch seit dem Rückzug Koizumis vom Amt des Ministerpräsidenten im September 2006 fehlen jegliche Impulse für eine weitere investitionsfördernde Reformtätigkeit.

*Schlagwörter: Japan, Unternehmensakquisitionen, feindliche Übernahmen*

## 1. Einleitung

Die längste Wachstumsphase der japanischen Volkswirtschaft seit dem Ende des Zweiten Weltkrieges verliert zusehends an Dynamik. Ging die Mehrheit der Analysten noch Mitte des letzten Jahres davon aus, dass die Notenbank (Bank of Japan – BOJ) bis zum Beginn des Jahres 2008 mindestens ein- oder zweimal die Leitzinsen angehoben haben würde, so schließt ein Teil von ihnen mittlerweile nicht mehr aus, dass sogar ein Zinsschritt nach unten erfolgen könnte. Die Währungshüter allerdings beließen den Zinssatz seit seiner letzten Anhebung im Februar 2007 bislang konstant auf 0,5 Prozent p. a. und blieben beharrlich bei ihrer grundsätzlich positiven Konjunkturschätzung. Im Laufe der letzten Wochen wurde jedoch mehrfach eingeräumt, dass die japanische Wirtschaft doch nicht so stark wie erwartet wachse. Die BOJ befindet sich nun in einer heiklen Lage, denn eine Lockerung der Geldpolitik ist angesichts des ohnehin schon niedrigen Leitzinses kaum durchsetzbar (Nikkei Net Interactive, 22.1.2008).

Der japanischen Regierung bleibt ebenfalls nur wenig Spielraum, an den fiskalpolitischen Wachstumsschrauben zu drehen. Die Sparneigung der Bevölkerung lässt immer mehr nach und die Staatsverschuldung liegt trotz Konsolidierungsbemühungen auf OECD-Rekordniveau. Der durch die Immobilienkrise in den USA ausgelöste Rückgang der Auslandsnachfrage und die Aufwertung des Yen trifft die exportorientierte japanische Wirtschaft schwer. Die Ursachen für diese Situation liegen vor allem in der Wirtschaftsstruktur Japans begründet. Noch immer kämpfen die auf den Binnenmarkt gerichteten Industriesektoren mit Ineffizienzen und Überkapazitäten. M&As stellen nach Ansicht vieler Wirtschaftsexperten wirksame Instrumente dar, um eine Konsolidierung in diesen Bereichen voranzutreiben und die notwendigen Veränderungen in der Industriestruktur herbeizuführen (Nikkei Net Interactive, 9.1.2008). Auch die japanische Regierung hat diese Ansicht aufgegriffen und versucht vermehrt, Anreize für ausländische Investoren zu setzen.

Der japanische Akquisitionsmarkt ist jedoch noch immer vergleichsweise unterentwickelt. Der nachfolgende Beitrag sucht nach Einflussfaktoren, die zu diesem widersprüchlichen Bild geführt haben. Dazu wird zunächst die gegenwärtige Konjunkturlage beleuchtet, anschließend wird aufgezeigt, welche Folgen bislang die Bemühungen der japanischen Regierung hatten, grenzüberschreiten-

de M&As zu fördern. Daraufhin wird die öffentliche Debatte um Unternehmensübernahmen in Japan nachgezeichnet und schließlich wird herausgestellt, welche Hindernisse für ausländische Investoren noch bestehen.

## 2. Ausweg aus der Konjunkturschwäche?

In ihrem am 15. Januar 2008 veröffentlichten „Regional Economic Report“ hat die japanische Notenbank erstmals seit April 2005 ihre Gesamtschätzung der Wirtschaftsentwicklung nach unten korrigiert. Die Währungshüter betonten zwar ein Anhalten der moderaten Expansionsphase der japanischen Wirtschaft, räumten jedoch ein, dass es regionale Unterschiede und Anzeichen einer gewissen Verlangsamung gebe. Dafür machten sie vor allem eine vorsichtiger Stimmung unter den Unternehmen aufgrund steigender Materialkosten und den Rückgang der Bauinvestitionen infolge strengerer Bauvorschriften verantwortlich (BOJ 2008). Der hohe Erdölpreis zog auf breiter Ebene Preissteigerungen nach sich, die es in diesem Umfang während der schon über zehn Jahre anhaltenden Deflation nicht mehr gegeben hat. Allein im November 2007 stieg die Inflationsrate von 0,3 auf 0,6 Prozent. Der Bausektor drückt seit der Änderung des Baustandardgesetzes zusätzlich auf das Wirtschaftswachstum. Die neuen Qualitätsmaßstäbe, die im Juli 2007 in Kraft traten, verursachten deutliche Verzögerungen bei Neubauten und ließen die Nachfrage stark einbrechen. Analysten vermuten, dass allein durch diese Problematik im dritten Quartal 2007 etwa ein Prozentpunkt Wachstum verloren ging (Abe 2008; Handelsblatt, 14.1.2008).

Für das gesamte Fiskaljahr 2007 hat die japanische Regierung ihre Wachstumsprognose für das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) von bisher 1,8 auf 1,3 Prozent gesenkt (Nikkei Weekly, 14.1.2008). Auch die Notenbank räumte am 22. Januar 2008, zum Ende des zweitägigen Treffens ihres Geldpolitischen Ausschusses (Policy Board), ein, dass die von ihr prognostizierte Wachstumsrate von 1,8 Prozent nur noch schwer zu erreichen sei. Dennoch hielt BOJ-Vorsitzender Toshihiko Fukui an seiner optimistischen Grundlinie fest, die Verlangsamung des Wachstums sei lediglich ein vorübergehendes Phänomen. Zahlreiche Analysten weisen jedoch darauf hin, dass die japanische Wirtschaft fast ausschließlich von den Exporten getragen ist. Ein Anstieg der Ausfuhren nach Asien bot bislang einen Ausgleich

zum Rückgang der Nachfrage auf dem Hauptabsatzmarkt USA im Zuge der Minderkreditkrise, doch auch in China zeichnet sich zunehmend ein Rückgang der Importe von Stahl und Halbleitern ab. Daneben hat die augenblickliche Aufwertung des Yen<sup>1</sup> tendenziell eine exportbremsende Wirkung. Hinzu kommt, dass sich die multinationalen japanischen Unternehmen nur langsam vom strahlenden US-Markt wegorientieren können. Toyota und Sony erwirtschaften beispielsweise noch immer etwa ein Fünftel ihres operativen Gewinns in den Vereinigten Staaten. Es kann davon ausgegangen werden, dass ein Rückgang der dortigen Konsumnachfrage auch Auswirkungen auf die japanische Konjunktur haben wird (Handelsblatt, 18.1.2008; Financial Times, 22.1.2008).

Ein Blick auf die Aktienmärkte bestätigt das schwindende Vertrauen in die Kontinuität des japanischen Konjunkturaufschwungs. Seit August 2007 folgt die Tokyoter Börse einem stetigen Abwärtstrend. Der Nikkei-225-Index fiel Ende Januar 2008 erstmals seit Oktober 2005 unter die 13.000-Punkte-Marke. Sollten die Konjunkturerwartungen für die USA so bestehen bleiben, rechnen Analysten mit einer weiteren Talfahrt der Aktienwerte (Nikkei Net Interactive, 22.1.2008).

Weltweit kämpfen die Aktienmärkte der großen Industrienationen mit den Folgen der Kreditkrise, die durch den Zusammenbruch des Minderkredit-Hypothekenmarktes in den USA ausgelöst wurde. Die japanischen Finanzinstitutionen wurden im Gegensatz zu denen in Europa oder den USA weniger von dieser Krise getroffen. Dies liegt vor allem daran, dass die japanischen Großbanken kaum dem Minderkreditmarkt ausgesetzt waren, da sie in den letzten zehn Jahren vorwiegend konservativ investierten. Die Aktienmärkte sind in Japan dennoch stärker zusammengebrochen als anderswo. Zunächst verbreitete sich die Hoffnung, dass diese Situation eine gute Kaufgelegenheit für Investoren eröffnen werde. Die Analysten erwarteten nicht, dass die nunmehr sechs Jahre andauernde Konjunkturerholung ein jähes Ende fände (Nikkei Weekly, 14.1.2008; Dow Jones Newswires, 6.9.2007). Doch die japanischen Werte haben trotz der gesunkenen Preise stark an Attraktivität verloren. Dabei spielt die verbreitete Unzufriedenheit mit dem derzeitigen wirtschaftspolitischen Kurs der Regierung eine wesentliche Rolle. Seit dem Rücktritt Koizumis feh-

len jegliche Impulse für eine weitere Deregulierung. Das amtierende Kabinett Fukuda setzt statt auf investitionsfördernde Reformen auf Ausgabenerhöhungen, um die Gunst der Wähler zu gewinnen. Neben den allgemeinen Konjunkturdaten veranlasst diese Reformmüdigkeit gerade langfristig planende institutionelle Investoren zu einem Abbau japanischer Werte in ihren Portfolios (Nikkei Weekly, 14.1.2008; Handelsblatt, 18.1.2008).

Die konjunkturelle Entwicklung der letzten Monate unterstreicht die starke Abhängigkeit der japanischen Wirtschaft von Nachfrage und Kapital aus dem Ausland. Die hohe Staatsverschuldung, die zurzeit bei etwa 150 Prozent des Bruttoinlandsproduktes liegt, lässt nicht mehr viel Raum für eine staatlich finanzierte Wachstumspolitik. Die Ausdehnung der Wirtschaft muss also vornehmlich vom Unternehmenssektor getragen werden (Nikkei Weekly, 14.1.2008). Dieser jedoch ist in vielen Industriezweigen von einer mangelnden internationalen Wettbewerbsfähigkeit geprägt. Vor allem Nahrungsmittel- und Getränkeproduzenten sowie der Einzelhandel stehen aufgrund von Überkapazitäten und mangelnder Preissetzungsmacht gegenwärtig unter besonderem Reorganisationsdruck. Um nachhaltiges Wachstum in einer alternden Industrienation wie Japan sicherzustellen, ist es wichtig, dass ineffiziente Unternehmenszweige abgestoßen und die vorhandenen wirtschaftlichen Ressourcen in Bereiche mit hoher Wertschöpfung umgeleitet werden (Arai 2007; Wall Street Journal, 30.4.2007).

### **3. Regierungsinitiativen zur Förderung grenzüberschreitender M&As**

Die japanische Regierung bewertet ausländische Übernahmen grundsätzlich positiv als Wegbereiter für eine Konsolidierung und Umstrukturierung. Nachdem es der Regierung gelungen war, den Anteil ausländischer Direktinvestitionen (Foreign Direct Investment – FDI) am BIP zwischen 2001 und 2006 wie geplant zu verdoppeln, strebt der Japan Investment Council (JIC) nun seit April 2006 eine erneute Erhöhung auf insgesamt fünf Prozent bis zum Jahr 2010 an. Dabei betont der Regierungsausschuss zu diesem Zweck explizit, wie wichtig es sei, das Umfeld für grenzüberschreitende M&A-Aktivitäten zu verbessern (JIC 2006). Zahlreiche Änderungen des Gesellschaftsrechts wurden daraufhin mit diesem Ziel auf den Weg gebracht. Nach einer umfangreichen Revision des Securities and Ex-

<sup>1</sup> Am 22. Januar 2008 stieg der Yen auf ein 32-Monatshoch von 105,61 JPY je US\$ (Nikkei Net Interactive, 22.1.2008).

change Act trat dieser im Dezember 2006 als Financial Instruments and Exchange Act (FIEA) in Kraft. Mit der Umgestaltung veränderten sich auch die Vorschriften zu feindlichen Übernahmen. Beispielsweise müssen Investoren nun ein verbindliches Ausschreibungsverfahren bemühen, wenn sie mehr als ein Drittel der Anteile eines Unternehmens erwerben wollen. Dies gibt Minderheitsaktionären die Möglichkeit, ihre Anteile rechtzeitig zu veräußern (The Economist, 1.12.2007; Osugi 2007: 154-155).

Die letzte Gesetzesänderung erfolgte im Mai 2007. Seither können ausländische Investoren mit Hilfe sogenannter Dreiecksübernahmen (*triangular mergers*) über eine in Japan ansässige Tochtergesellschaft eigene Aktien zum Erwerb japanischer Unternehmen einsetzen. Bis dahin war dies nur mit Bargeld möglich. Gegen das Gesetz regte sich in der japanischen Unternehmerwelt erheblicher Widerstand. Man befürchtete, dass ausländische Großunternehmen das neue M&A-Modell nutzen würden, um feindliche Übernahmen durchzusetzen, und dass sie mit ihrem hohen Marktwert in großem Umfang japanische Börsenunternehmen aufkaufen würden. Der einflussreiche Unternehmerverband Nippon Keidanren erreichte sogar einen einjährigen Aufschub der Gesetzesänderung. Beobachter hielten die verstärkte Sorge vor feindlichen Übernahmen jedoch schon deshalb für unbegründet, weil das neue Gesetz zur Durchführung von Dreiecksübernahmen die Zustimmung des Vorstands und einer Zweidrittelmehrheit der Aktionäre des Zielunternehmens erfordere. Zudem bliebe Bargeld bei den meisten Akquisitionen noch immer das Zahlungsmittel der Wahl (Wall Street Journal, 30.4.2007).

Tatsächlich scheint sich das Bedrohungsszenario nicht verwirklicht zu haben. Die befürchteten feindlichen Übernahmen blieben bislang aus. Erst fünf Monate nach der Gesetzesänderung erfolgte die erste und bisher einzige Dreiecksübernahme durch ein ausländisches Unternehmen, als die US-Bankengruppe Citigroup Inc. im Oktober 2007 eine Einigung mit Nikko Cordial Corp. erreichte, den angeschlagenen japanischen Wertpapiermakler durch einen Aktientausch zu einer vollständigen Tochtergesellschaft umzuwandeln. Die US-Bank zog eine bargeldlose Umsetzung der insgesamt 7,9 Mrd. US\$ teuren Übernahme vor, weil sie aufgrund der Minderkreditkrise einen deutlichen Gewinneinbruch erwartete (Nikkei Weekly, 8.10.2007).

Trotz der angestoßenen Reformen ist der Akquisitionsmarkt in Japan im weltweiten Vergleich noch immer relativ schwach entwickelt. Am Gesamtvolumen

der globalen Übernahmetransaktionen machten die Geschäfte mit Beteiligung japanischer Unternehmen 2007 lediglich einen Anteil von unter drei Prozent aus (Nikkei Net Interactive, 15.1.2008). Unter den OECD-Ländern weist Japan mit etwa zwei Prozent des BIP nach wie vor das niedrigste Niveau ausländischer Direktinvestitionen auf. Die Quoten anderer Industrienationen lagen im Jahr 2006 um ein Vielfaches höher. In den USA betrug der FDI-Anteil 13 Prozent, in Deutschland 18 Prozent und in Großbritannien sogar 37 Prozent. Dennoch wächst der Investitionsstrom nach Japan stetig. Allein von Januar bis Juli 2007 erreichte der Nettozufluss ausländischer Direktinvestitionen in Japan ein Rekordhoch von 2,32 Bio. JPY. Dieser Anstieg ging vor allem auf die großen Akquisitionen ausländischer Unternehmen zurück (z. B. Citibank Inc. – Nikko Cordial Corp., General Electric Co. – Sanyo Electric Credit Co.). Bei vielen dieser Geschäfte handelte es sich um rettende Übernahmen finanziell angeschlagener japanischer Unternehmen (The Economist, 1.12.2007; The Nikkei Weekly Magazine Special, December 2007: 44).

Das Volumen der M&As in Japan hat sich innerhalb der letzten zehn Jahre insgesamt etwa vervierfacht (The Economist, 19.12.2007). Nach Angaben des US-Finanzdienstleistungsunternehmens Thomson Financial stieg der Wert angekündigter und abgewickelter Transaktionen im Kalenderjahr 2007 auf ein Rekordhoch von 153,8 Mrd. US\$, blieb mit einem Plus von 3,2 Prozent jedoch weit unterhalb des weltweiten Wachstums von etwa 24 Prozent. Der US-amerikanische Finanzdienstleister registrierte 2007 in Japan insgesamt 3.081 Fälle und damit 4,7 Prozent mehr als im vorangegangenen Jahr. Die größten Transaktionen fanden im Finanz- oder Pharmasektor statt. Die Zahl der ausländischen Unternehmensakquisitionen mit japanischen Übernahmezwecken stieg 2007 im Jahresvergleich um 56 Prozent auf insgesamt 252, deren Wert wuchs sogar um 606 Prozent auf 35,3 Mrd. US\$. Demgegenüber sank das Volumen der M&As japanischer Investoren im Ausland um 45 Prozent auf 24,4 Mrd. US\$ (Thomson Financial 2007). Trotz des Rückgangs hat die Attraktivität ausländischer Werte nicht abgenommen. Die Zahl der Transaktionen ist auf etwa gleichem Niveau geblieben, während lediglich das Volumen der Gebote durchweg kleiner war als 2006 (Nikkei Financial Daily, 28.12.2007). Aufgrund geringer Wachstumserwartungen für den heimischen Markt sind japanische Unternehmen weiterhin stark am Erwerb ausländischer Anteile interessiert. Die anhaltende

Konjunkturerholung der letzten Jahre hat sie hierfür zudem mit dem nötigen Cashflow ausgestattet (Financial Times, 19.10.2007).

#### 4. Zwischen Akzeptanz und Ablehnung

Auf dem japanischen Binnenmarkt herrscht jedoch nach wie vor die ablehnende Haltung gegenüber Unternehmensakquisitionen vor. Gerade im Laufe des Jahres 2006 vollzog sich der Wandel der öffentlichen Meinung hinsichtlich feindlicher Übernahmen (Takeover Bids – TOBs) sehr drastisch. Eine große Rolle spielten dabei die Finanzskandale um Aktionärsaktivisten wie Takafumi Horie oder Yoshiaki Murakami. Beide sahen sich als Modernisierer der alteingesessenen japanischen Unternehmerkreise und zogen mit ihrem provokativen Eintreten für den Shareholder-Value-Gedanken den Unmut der breiten Öffentlichkeit auf sich, bevor sie u. a. wegen Verstößen gegen das Wertpapiergesetz zu mehrjährigen Haftstrafen verurteilt wurden (Osugi 2007: 156-157; Neue Zürcher Zeitung, 3.6.2006, 23.12.2006).

Der Fall Bull-Dog schürte die Stimmung gegen feindliche Übernahmen zusätzlich. Im Mai 2007 hatte der US-amerikanische Investmentfonds Steel Partners versucht, mit Hilfe eines Tendersverfahrens eine Mehrheitsbeteiligung am japanischen Soßenhersteller Bull-Dog Sauce Co. zu erwerben. Doch das 105-jährige japanische Traditionsunternehmen entschied sich für eine Abwehr des Übernahmeversuchs und gab an alle Aktionäre Optionen auf zusätzliche Anleihen aus. Allein gegenüber Steel Partners verweigerte das Management von Bull-Dog eine Umwandlung in neue Anteilscheine und bot stattdessen eine Ausgleichszahlung von 2,3 Mrd. JPY an. Die Anteile des Investmentfonds sollten mit diesem Vorgehen von den anfänglichen zehn Prozent auf letztlich weniger als drei Prozent verwässert werden. Dieses als „poison pill“ („Giftpille“)<sup>2</sup> bezeichnete Vorgehen war zuvor durch einen Beschluss der Aktionärshauptversammlung legitimiert worden. Steel Partners strengte daraufhin eine Klage wegen Hintertreibens eines Übernahmeversuchs und der Ungleichbehandlung von Aktionären an und forderte eine Untersagung der Verteidigungs-

strategie. Die Klage wurde sowohl durch das Distriktgericht als auch durch das Oberste Gericht in Tokyo abgewiesen (Nikkei Weekly, 16.7.2007). In ihrem Urteil befanden die Richter, dass es sich bei Steel Partners um einen „missbräuchlichen Käufer“ handele, da der Investmentfonds kein ernsthaftes Interesse daran gezeigt habe, Bull-Dog nach einer Akquisition weiterzuführen. Stattdessen habe der Erwerber offen gelassen, das Zielunternehmen weiter gewinnbringend zu veräußern. Dem Soßenhersteller wurde mithin das Recht zugesprochen, sich gegen die feindliche Übernahme zu wehren (Osugi 2007: 159).

Viele Unternehmen in Japan sind dem Beispiel Bull-Dog gefolgt und schützen sich vermehrt durch die Schaffung von Giftpillen (Financial Times, 19.10.2007). Während diese Verteidigungsmechanismen etwa in den USA vornehmlich als Mittel dienen, Verhandlungen zwischen Erwerber und bestehender Unternehmensleitung zu ermöglichen, verhandelt man in Japan dagegen nicht gern mit unerwünschten Bietern. Stattdessen wird zumeist eine endgültige Abwehr des Übernahmeversuchs angestrebt. Unter den 4.000 Unternehmen, die insgesamt an den japanischen Börsen gelistet sind, haben bereits 381 bis Ende Juli 2007 Giftpillen eingeführt (Osugi 2007: 157-158). Daneben versuchen die Unternehmen zusehends, durch eine möglichst große Zahl „freundlicher“ Anteilseigner – meist in Form verbundener Unternehmen – einen Schutz vor liquiden ausländischen Investoren aufzubauen. Der Trend des Wiederauflebens dieser so genannten Überkreuzbeteiligungen wird von der Beobachtung gestützt, dass der Anteil der M&A-Aktivitäten mit dem Ziel, bereits bestehende Beteiligungen an anderen Unternehmen auszuweiten, in den letzten Jahren stark angestiegen ist. Im Jahr 2007 machten diese Art der Transaktionsgeschäfte mit 10,9 Prozent der Gesamtfälle etwa sieben Prozent mehr aus als im vorangegangenen Jahr. Schon eine Studie des Nomura Securities Financial and Economic Research Center im Fiskaljahr 2006 kam zu dem Schluss, dass bei Überkreuzbeteiligungen erstmals seit 1990 wieder eine Zunahme zu beobachten sei. Das Forschungszentrum bezifferte den Marktwert der gegenseitig gehaltenen Anteile bei gelisteten Aktiengesellschaften im Jahr 2006 auf insgesamt etwa 65 Mrd. JPY (Japan Times, 2.9.2007; Bundesagentur für Außenwirtschaft 2008).

Auf dem japanischen Markt bestehen darüber hinaus nach wie vor zahlreiche systemische und institutionelle Hindernisse, die einem Erfolg feindli-

<sup>2</sup> Unter diesem Begriff wird eine Reihe von Abwehrmechanismen gegen feindliche Übernahmeangebote zusammengefasst. Eine häufig angewandte Methode ist die hier beschriebene Ausgabe neuer Aktien durch das bedrohte Unternehmen, um den Wert der Anteile des Erwerbers zu reduzieren und die Übernahme damit weniger attraktiv zu machen.

cher Übernahmen entgegenstehen. Ein großes Hindernis stellt das Senioritätsprinzip innerhalb japanischer Unternehmen dar, weswegen Manager der Zielgesellschaften starken Widerstand gegen die Akquisition entwickeln. Die Führungskräfte haben häufig die Sorge, dass dabei die vom früheren Arbeitgeber garantierten Rechte (Betriebsrente, Gehaltserhöhungen nach einer bestimmten Zahl von Berufsjahren etc.) verloren gehen könnten. Häufig wird bei feindlichen Übernahmen der gesamte Vorstand des Unternehmens ausgetauscht. Ein weiteres Hindernis ist das Fehlen rechtlicher Einschränkungen hinsichtlich defensiver Aktionen seitens der Übernahmekandidaten. Das FIEA enthält kein Verbot von Giftpillen oder anderen Abwehrmaßnahmen. Zudem gibt es kaum verbindliche gesetzliche Vorgaben, die Manager dazu zwingen, den Gebrauch dieser Mechanismen zuvor von der Aktionärsversammlung absegnen zu lassen. Wenn von Seiten der Geschäftsleitung bereits Verteidigungsmaßnahmen eingeleitet wurden, ist es für die Aktionäre im Nachhinein meist schwierig, Korrekturen vorzunehmen (Arai 2007; Osugi 2007: 154-155).

Es gibt aber auch Anzeichen für eine wachsende Anerkennung feindlicher Übernahmen als Strategieinstrument. Eine Umfrage des Japan Center for Economic Research (JCER) und der Nikkei Financial Daily unter M&A-erfahrenen Unternehmen ergab, dass bereits 61 Prozent der befragten Gesellschaften feindliche Übernahmen unter bestimmten Umständen für akzeptabel halten (Arai 2007). Beim Erwerb ausländischer Unternehmen haben japanische Investoren längst umgedacht. Hier gelten feindliche Übernahmen schon lange nicht mehr als Tabu und werden in großer Zahl angewendet (Miyake 2007). Grenzüberschreitende Unternehmensakquisitionen werden immer häufiger konstruktiv für den Erwerb neuer Technologien und die Gewinnung von Expertise genutzt. Der aktuelle Trend ist dabei grundverschieden von den „Trophäenkäufen“ japanischer Unternehmen zu Zeiten der Bubble Economy, als vor allem in den USA nach prestigeträchtigen Werten gesucht und u. a. das Rockefeller Centre in New York aufgekauft wurde. Japanische Unternehmen haben sich im Laufe der letzten Jahre darauf einstellen müssen, die wachsenden Mitspracherechte ihrer Anteilseigner stärker zu berücksichtigen und getätigte Akquisitionen nachvollziehbar zu begründen (Financial Times, 19.10.2007).

## 5. Ausblick: Notwendiges Umdenken

Die vorangehende Analyse hat gezeigt, dass ein Umdenken hinsichtlich einer konstruktiven Einschätzung von M&As in Japan bislang vorwiegend einseitig erfolgt. Während feindliche Übernahmen für japanische Investoren auf der globalen Suche nach Wettbewerbsvorteilen schon lange kein Fremdwort mehr sind, verhärtet sich auf dem Binnenmarkt die protektionistische Stimmung. Die Gesetzesinitiativen der Regierung setzen dieser Entwicklung wenig entgegen, da sie nach wie vor kaum Einschränkungen im Hinblick auf die Anwendung defensiver Mechanismen vorsehen und Besonderheiten der japanischen Unternehmensstrukturen im Wesentlichen unberücksichtigt lassen.

Die Sorge japanischer Unternehmen vor unerwünschten Akquisitionen wird bislang nicht durch reale Fälle bestätigt. Feindliche Übernahmeveruche haben sich in Japan insgesamt als wenig erfolgreich erwiesen und sind in den letzten Jahren zurückgegangen. 2007 stieg die Zahl der Übernahmen zwar auf 102 Fälle, doch als feindlich konnten davon nur fünf Transaktionen eingestuft werden (Bundesagentur für Außenwirtschaft 2008).

Analysten warnen zudem vor den negativen Auswirkungen der Einrichtung einer marktverzerrenden Übernahmeverteidigung, insbesondere mittels „stabiler“ Anteilseigner:

*[...] efforts to increase the number of stable shareholders may wind up sowing the seeds of inefficient management. Companies doing so are likely to be asked by their 'partners' for certain favors in return for holding onto their shares as requested. Companies adopting defensive measures against hostile TOBs that deviate from the principles of sound management are asking for trouble (Miyake 2007).*

Überkreuzbeteiligungen als Teil unternehmensinterner Mechanismen zur Übernahmeverteidigung seien problematisch, weil sie Entscheidungen verzerrten, die ausschließlich aus Effizienzgesichtspunkten getroffen werden sollten. Die Verlierer dieser Vorgänge seien dann die Anteilseigner, die keinen Vorteil aus der Beziehung der sich gegenseitig schützenden Unternehmen ziehen könnten (Arai 2007).

Das noch aus der Zeit des starken japanischen Wirtschaftswachstums in den 1960er und 1970er Jahren stammende System, die unternehmerische Entscheidungsmacht allein in die Hände sicher positionierter Manager zu legen, hat sich in dem veränderten Geschäftsumfeld der Gegenwart zu einem Nachteil gewandelt. M&A-Aktivitäten können hier

den notwendigen externen Druck erzeugen, um nicht wettbewerbsfähige Unternehmen zur Umstrukturierung zu zwingen und durch die Abstoßung nichtprofitabler Geschäftsbereiche das Kerngeschäft zu stärken. Angesichts der Herausforderung einer immer schneller alternden Gesellschaft wird ein solcher Strukturwandel für Japan immer wichtiger. M&A-Aktivitäten können durch die Förderung von Effizienz und internationaler Wettbewerbsfähigkeit erheblich dazu beitragen, das langfristige Wachstumspotenzial der japanischen Wirtschaft zu erschließen. Aus diesem Grund sollten Unternehmensakquisitionen weitaus stärker den Gesetzen des Marktes folgen können und konstruktiv als Konjunkturmotor genutzt werden, ohne sie kategorisch allein wegen ihrer Beweggründe abzulehnen:

*Fundamentally, M&As are an important option in the arsenal of corporate strategies, and as such should not be censured simply for being hostile to the executives of target companies* (Arai 2007).

Neben einer positiveren Einstellung der japanischen Unternehmerwelt gegenüber ausländischen Investoren wird es daher künftig von zentraler Bedeutung sein, dass auch von der japanischen Regierung deutliche Signale zur weiteren wirtschaftspolitischen Deregulierung ausgehen und dass systemische Hindernisse für Unternehmensakquisitionen kontinuierlich abgebaut werden.

## Literatur

Abe, Kazuyoshi (2008): Subprime repercussions will last well into 2008, in: Asahi Shimbun, 3 January, <http://asahi.com/english/Herald-asahi/TKY200801030037.html> (Abruf 15.01.2008).

Arai, Tomio (2007): Hostile takeovers should be positively utilized, M&A Study Report, Japan Center for Economic Research (JCER), April, [www.jcer.or.jp/eng/pdf/arai0704.pdf](http://www.jcer.or.jp/eng/pdf/arai0704.pdf) (Abruf 15.01.2008).

Bundesagentur für Außenwirtschaft (2008): Bedeutung von Übernahmen und Fusionen steigt in Japan weiter, in: Datenbank Länder und Märkte, 16.01., [https://www.bfai.de/nsc\\_true/DE/Navigation/Metanavigation/Suche/sucheUebergreifendGT.html](https://www.bfai.de/nsc_true/DE/Navigation/Metanavigation/Suche/sucheUebergreifendGT.html) (Abruf 21.01.2008).

BOJ (Bank of Japan) (2008): Regional Economic Report (Summary), January 15, [www.boj.or.jp/en/type/ronbun/chiiiki\\_rep/chiiiki0801.htm](http://www.boj.or.jp/en/type/ronbun/chiiiki_rep/chiiiki0801.htm) (Abruf 23.01.2008).

JIC (Japan Investment Council) (2006): Regarding the Facilitation of Measures for the Promotion of Foreign Direct Investment in Japan, Resolution of the

8th JIC on June 20, [www.investment-japan.go.jp/statements/files/20060620-1.pdf](http://www.investment-japan.go.jp/statements/files/20060620-1.pdf) (Abruf 28.01.2008).

Miyake, Shingo (2007): Fighting hostile takeovers invites risk, in: Nikkei Weekly, 10.12., [www.nni.nikkei.co.jp/AC/20071210/TNW/Nni20071210OP5MIYAK.htm](http://www.nni.nikkei.co.jp/AC/20071210/TNW/Nni20071210OP5MIYAK.htm) (Abruf 29.01.2008).

Osugi, Kenichi (2007): What is Converging? Rules on Hostile Takeovers in Japan and the Convergence Debate, in: Asian-Pacific Law & Policy Journal, Vol. 9, Issue 1 (Winter), S. 143-162.

Thomson Financial (2007): Mergers & Acquisitions Review, 4th Quarter, 12, [www.thomson.com/pdf/financial/league\\_table/ma/4Q2007/4Q07\\_MA\\_Financial\\_Advisory](http://www.thomson.com/pdf/financial/league_table/ma/4Q2007/4Q07_MA_Financial_Advisory) (Abruf 23.01.2008).

## ■ Die Autorin

Nadine Burgschweiger M.A. ist Koeditorin der Zeitschrift „Japan aktuell – Journal of Current Japanese Affairs“ und Doktorandin am GIGA Institut für Asien-Studien.

E-Mail: [burgschweiger@giga-hamburg.de](mailto:burgschweiger@giga-hamburg.de), Website: <http://staff.giga-hamburg.de/burgschweiger>.

## ■ GIGA-Publikationen zum Thema

Herbes, Carsten/Vaubel, Dirk (2007): On the Importance of Successful Post Merger Integration for M&As in Japan, in: Japan aktuell, Nr. 3, S. 43-62.

Dorow, Wolfgang/Herbes, Carsten (2006): M&A in Japan – Konfliktpotenziale für ausländische Erwerber in der Integrationsphase, in: Pohl, Manfred/Wieczorek, Iris (Hg.): Japan 2006. Politik und Wirtschaft, Hamburg: Institut für Asienkunde, S. 127-149.

Das **GIGA German Institute of Global and Area Studies** – Leibniz-Institut für Globale und Regionale Studien in Hamburg gibt *Focus*-Reihen zu Afrika, Asien, Lateinamerika, Nahost sowie zu Globalen Fragen heraus, die jeweils monatlich erscheinen. Der GIGA *Focus* Asien wird vom Institut für Asien-Studien redaktionell gestaltet. Die vertretene Auffassung stellt die des/der jeweiligen Autors/Autorin und nicht unbedingt die des Institutes dar. Download unter [www.giga-hamburg.de/giga-focus](http://www.giga-hamburg.de/giga-focus).

Redaktion: Günter Schucher; Gesamtverantwortlicher der Reihe: Andreas Mehler

Lektorat: Vera Rathje; Kontakt: [giga-focus@giga-hamburg.de](mailto:giga-focus@giga-hamburg.de); GIGA, Neuer Jungfernstieg 21, 20354 Hamburg

**G I G A** *Focus*  
German  Institute of Global and Area Studies  
Institut für Asien-Studien

IMPRESSUM