Auswirkungen wachsender M&A-Aktivitäten auf das japanische Unternehmenssystem

Jörg Raupach-Sumiya

Die in den 90er Jahren deutlich gestiegenen M&A-Aktivitäten in Japan werfen eine Vielzahl von Fragen über mögliche Veränderungen im japanischen Unternehmenssystem auf. Im vorliegenden Beitrag steht der Aspekt im Vordergrund, inwieweit aktive M&A-Strategien im Rahmen japanischen Unternehmensstrategien an Bedeutung gewinnen ?

1. Der japanische M&A-Markt

Seit Beginn der 90er Jahre ist in Japan ein deutlicher Anstieg in der Zahl von Übernahmen und Fusionen zu verzeichnen. Laut Berichten der japanischen Fair Trade Commission (FTC), bei der bis zur Änderung des Monopolgesetzes zum 1.1.1999, alle Fusionen und Geschäftsübertragungen einer Meldepflicht unterlagen, stieg die Zahl der Übernahmen und Geschäftsübertragungen von einem Niveau von unter 2,000 Fällen pro Jahr in den 80er Jahren auf ein Niveau von deutlich über 3,000 Fällen pro Jahr in den 90er Jahren.[8] Aussagekräftiger als die Zahlen der FTC, die auch eine Vielzahl von Fusionen und Geschäftsübertragungen innerhalb von Konzernen enthalten, sind allerdings Statistiken zu den „echten" M&A-Fällen wie sie von Brokerhäusern wie etwa Daiwa Securities veröffentlicht werden (siehe Abb. 1). Auch hier zeigt sich eine deutliche Zunahme der M&A-Aktivitäten in den 90er Jahren. 1998 wurden 762 Fälle mit einem geschätzten Transaktionswert von ¥2,3 Bil. (ca. DM 40 Mrd.) registriert. Für 1999 wurden bis November bereits 1,035 Transaktionen gezählt.[9] Bemerkenswert ist, daß im Jahre 1998 mehr als 40% des Transaktionswertes auf Übernahmen bzw. Beteiligungen von bzw. an japanischen Unternehmen durch ausländische Investoren (Out-In) entfielen. Dennoch ist der japanische M&A-Markt im internationalen Vergleich noch stark unterentwickelt. Nach Angaben von McKinsey Japan entspricht der japanische M&A-Markt nur 0,5% des japanischen Brutto-Inlandsproduktes von 1998, während er in den USA fast 21% des BIP ausmacht und damit fast fünfzigmal größer ist als der japanische M&A-Markt.[10] Hinzu kommt, daß die meisten Transaktionen zwischen japanischen Unternehmen sehr klein sind. Berechnungen auf Basis der FTC-Zahlen zeigen, daß 68% der M&A-Fälle in Japan auf Transaktionen zwischen kleinen und mittleren Unternehmen mit Gesamtaktiva von weniger als ¥5 Mrd. (etwa DM 100 Mil.) entfallen. Transaktionen zwischen großen Unternehmen mit Gesamtaktiva von mehr als ¥50 Mrd. (etwa DM 1 Mrd.) belaufen sich auf nur 1% aller Transaktionen.

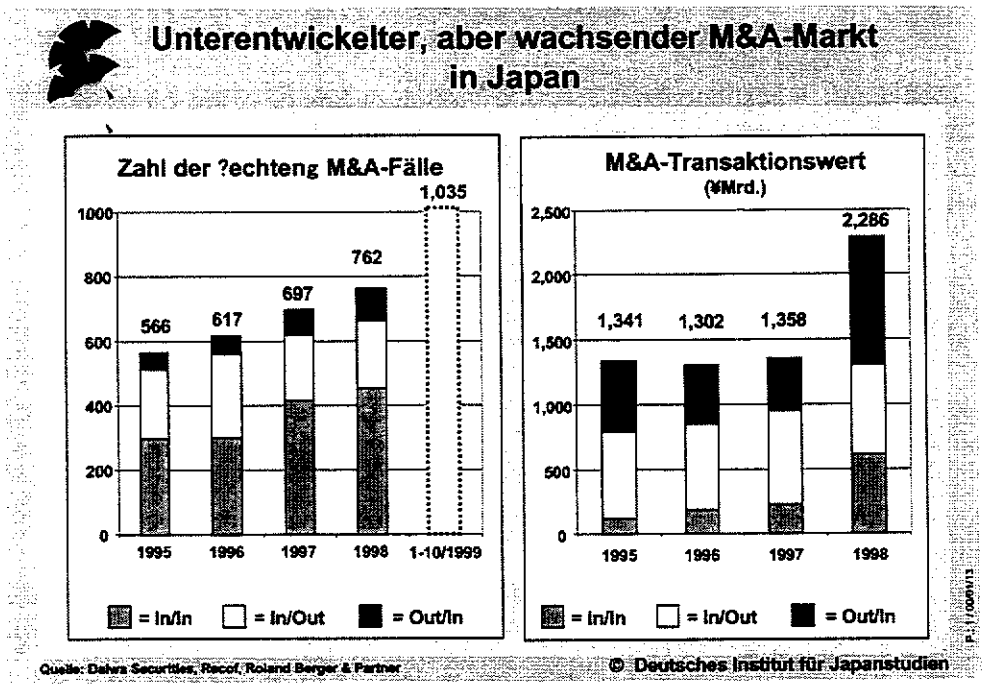
---

[8] Kōsei Torihiki Iinkai (1999) Anmerkung: U.a. wurden §15 und §16 geändert. Fusionen bzw. Geschäftsübertragungen sind demnach nur dann meldepflichtig, wenn die Gesamtaktiva der fusionierten Gesellschaften mehr als ¥10 Mrd. bzw. die Gesamtaktiva der zu übernehmenden Gesellschaft mehr als ¥1 Mrd. betragen. Bei Geschäftsübertragungen zwischen Mutter- und Tochtergesellschaften mit mehr als 50% Anteil entfällt die Meldepflicht.

[9] Nihon Keizai Shimbun vom 12.12.1999, S. 1.

[10] McKinsey (1999)

Abb. 1:



2. M&A als strategische Option japanischen Unternehmen

2.1 Typologie von M&A-Fällen

Bislang stellte M&A keine wirkliche strategische Option im Rahmen „typischer" japanischer Unternehmensstrategien dar.[11] Die Logik des Systems der Dauerbeschäftigung und des Senioritätsprinzips legte eine Bevorzugung von internem gegenüber externem Wachstum nahe. Horizontale und vertikale Netzwerkbeziehungen ersetzten zudem Integrationsstrategien, wodurch strategische Vorteile von M&A relativiert wurden. Insofern war die strategische Nachfrage nach M&A kaum ausgeprägt.

Zudem fehlt es an einem Angebot. Der Verkauf des Sozialgebildes „Unternehmen" galt und gilt gemeinhin als ein gesellschaftliches Tabu. Stabile (Überkreuz-) Beteiligungen, wie sie sich am ausgeprägtesten in den *keiretsu*-Gruppen finden, gelten gemeinhin als der Hauptgrund für die Unterentwicklung des japanischen M&A-Marktes. Ihnen liegen weniger finanzielle Motive zugrunde, sie dienen vielmehr zur Unterlegung von Geschäftsbeziehungen und als Abwehrmechanismus gegen feindliche Übernahmeversuche.[12] Untersuchungen des NLI Research Institutes zufolge besteht das Beteiligungsportfolio von Unternehmen zu 50% aus Überkreuzbeteiligungen, also aus Aktienbesitz an Unternehmen, die umgekehrt ebenfalls am eigenen Unternehmen Anteile halten.[13] Weitere 30% der Beteiligungen gelten als stabil. Diese Struktur im Beteiligungsportfolio ist dabei seit Mitte der 80er Jahre bis 1996 weitgehend stabil geblieben und hat

[11] Siehe Darstellungen zum japanischen Unternehmenssystem etwa bei Abegglen/Stalk (1986), Aoki (1994), Fruin (1992), Odagiri (1994)
[12] Kester (1991)
[13] NLI Research Institute (1999)

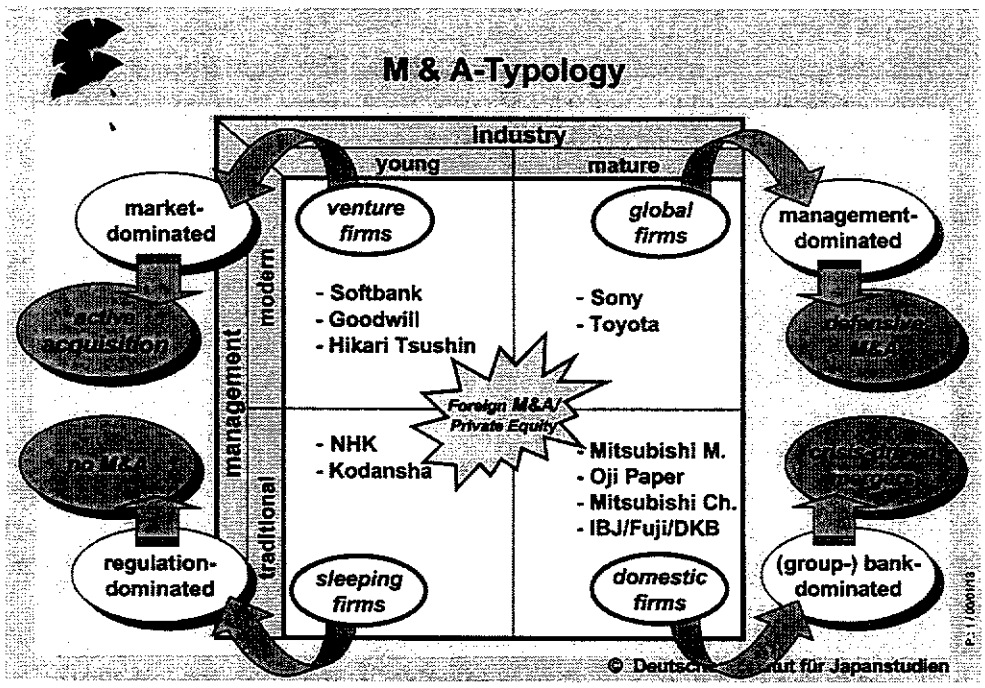
dazu geführt, daß die Mehrheit der Aktien nicht gehandelt wird. Übernahmeversuche, insbesondere feindlicher Art, sind daher von vorneherein zum Scheitern verurteilt.

Es fragt sich angesichts dieser „systemimmanenten" M&A-Barrieren nach den Hintergründen und strategischen Orientierungen des in den 90-er Jahren zu verzeichnenden deutlichen Zuwachses von M&A-Aktivitäten.

Für diesen Zweck scheint die Bildung einer heuristischen Typologie geeignet, die japanische M&A-Aktivitäten auf qualitative Art und Weise hinsichtlich ihrer strategischen Hintergründe, Triebkräfte und Ziele versucht zu ordnen. In Abb. 2 wird für einzelne M&A-Fälle die Orientierung der involvierten Unternehmen anhand von zwei Kategorien in einem Vierfelderschema klassifiziert:

- Managementkultur: modern i.S.v. anglo-amerikanisch vs. traditionell i.S.v. japanisch
- Phase im Branchenlebenszyklus: etabliert/reif vs. neu/jung

Abb. 2:



Nach traditionell japanischen Managementprinzipien geführte Unternehmen in etablierten Branchen sind häufig stark binnenorientiert und in Gruppen integriert. Es dominieren krisengetriebene, horizontale Fusionen, die häufig von Bank- und Gruppeninteressen geprägt werden. Dieser M&A-Typ hat in Japan eine lange, industriepolitisch geprägte Tradition.

Bei modern geführten Unternehmen in etablierten Branchen handelt es sich oft um global orientierte Unternehmen, die sich in einem erheblichen Maße über internationale Kapitalmärkte finanzieren. Entweder initiiert das Management selbst aktiv M&A-Strategien, vorwiegend im Ausland, oder es versucht defensiv Übernahmen durch fremde, ausländische Investoren abzuwehren.

In jungen, neuen Branchen wie Software oder Informationstechnologien bewegen sich junge, aggressive Venture-Firmen, die sich an anglo-amerikanischen, kapitalmarktbestimmten Managementmethoden orientieren und aktive M&A-Strategien betreiben.

In einigen jungen Branche wie etwa Medien oder Verlage spielen M&A-Strategien in Japan bislang keine Rolle.

Zwei sehr unterschiedliche Kräfte sorgen gegenwärtig auf dem japanischen M&A-Markt für Bewegung. Zum einen suchen ausländische Investoren vermehrt über Übernahmen und Beteiligungen den Zugang zum japanischen Markt. Zum anderen treten verstärkt sog. Private-Equity-Fonds auf den Plan, die gezielt Übernahmen von Divisionen, Management-Buy-Outs (MBO) und Beteiligungen an Venture-Firmen zu finanzieren suchen.

Im folgenden wird versucht, die charakteristischen Merkmale einzelner M&A-Strategien zu veranschaulichen und eine qualitative Bewertung zu Stand und Perspektiven für den japanischen M&A-Marktes zu geben.

2.2 Gruppenorientierte, horizontale Fusionen als dominante M&A-Strategie in Japan

Bei einem Großteil der großen M&A-Transaktionen, die seit Beginn der 90er Jahre sprunghaft angestiegen sind und für Schlagzeilen in der Presse sorgen, handelt es sich um horizontale Fusionen, also um Zusammenschlüsse innerhalb eines Geschäftsfeldes oder einer Branche. Diese Fusionen finden häufig zwischen Unternehmen einer *keiretsu*-Gruppe statt und betreffen Branche und Industriezweige, die sich in der Reifephase befinden oder durch wachsenden, internationalen Wettbewerb infolge fortschreitender Deregulierung und technologischer Innovation gekennzeichnet sind. Es sind zudem Branchen, die immer noch einem starken Einfluß der japanischen Ministerialbürokratie (z.B. Miti, MoF, Ministry of Post & Telecommunication) unterliegen.

Zu typischen Reifebranchen, in denen auffällig viele, große Transaktionen zu verzeichnen sind, zählen etwa die Grundstoffindustrie (Papier, Zement), der Energiesektor (Ölraffinerien) und die Chemie. Typische Beispiele sind die Fusion von Mitsubishi Metal und Mitsubishi Mining & Cement zu Mitsubishi Material im Jahre 1990, die Fusion von Chichibu Cement und Onoda Cement zu Chichibu Onoda Cement 1994, der weitere Zusammenschluß von Chichibu Onoda Cement und Nihon Cement zu Taiheiyo Cement 1997, sowie die Integration des Zementgeschäftes von Mitsubishi Materials und Ube Industries im Jahre 1998. In der Papierindustrie führten die Fusionen von Jujo Paper und Sanyo Kokusaku Pulp zu Nippon Paper Industries im Jahre 1993, sowie im gleichen Jahr von Oji Paper und Kanzaki Paper zu New Oji Paper, die dann 1997 mit Honshu Paper zu Oji Paper fusionierten, zu einem deutlichen Konzentrationszuwachs. Die Fusion von Mitsubishi Kasei und Mitsubishi Petrochemical zu Mitsubishi Chemical 1994, und die Fusion von Mitsui Petrochemical Industries und Mitsui Toatsu Chemicals zu Mitsui Chemical 1997 veränderten die Anbieterstruktur in der japanischen Chemie nachhaltig, zumal in einzelnen Produktfeldern ebenfalls eine Vielzahl von Fusionen zu verzeichnen war. In der japanischen Ölindustrie, eine typische Reifebranche, die zudem –wie andere Energiesektoren auch- sukkzessive dereguliert wird, forcierte der Mega-Merger von Esson, Mobil und General auch die Konzentrationsbestrebungen in Japan und brachte 1999 den Zusammenschluß von Nippon Oil und Mitsubishi Oil.

Die Telekommunikation oder der Finanzsektor sind Branchen, in denen Deregulierung, Globalisierung und wachsender Technologiewettbewerb die Bildung größerer Unternehmenseinheiten erzwingen. Beide Branche unterlagen lange Zeit strikten Regulierungen seitens einer starken Ministerialbürokratie, und waren von sehr traditionellen Management- und Geschäftsgebahren geprägt. Der rasante Innovationswettbewerb, in dessen Folge weltweit neue Wettbewerber und

Produkttechnologien auf den Plan treten, bedroht nunmehr etablierte Positionen traditioneller Anbieter und führt zu sektoralen Neuordnung.

Die 90er Jahre bescherten dem japanischen Finanzsektor eine wahre Welle von Großfusionen, die 1999 mit den angekündigten Megafusionen von Industrial Bank of Japan, Dai-Ichi Kangyo Bank und Fuji Bank zur Mizuho Bank, von Sumitomo Bank und Sakura Bank, und von Asahi Bank und Tokai Bank ihren vorläufigen Höhepunkt fand. In Vergessenheit gerät dabei leicht die Tatsache, daß schon seit Beginn der 90er Jahre eine Reihe von Großfusionen den Finanzsektor neu prägten wie etwa 1996 die Fusion von Mitsubishi Bank und Tokyo Bank und daß einige Akteure der jetzigen Fusionswelle erst kürzlich aus Zusammenschlüssen entstanden waren, etwa die Sakura Bank 1990 aus der Fusion der Mitsui und Taiyo Kobe Bank, oder die Asahi Bank aus der Kyowa und Saitama Bank.

Auch die japanische Telekommunikationsbranche durchläuft seit Beginn der 90er Jahre infolge der Aufhebung des NTT-Monopols, rapider Globalisierung und rasantem Technologiewettlaufs einen forcierten Strukturwandel. Die für das Jahr 2000 angekündigte Fusion von KDD, IDO und DDI ist in diesem Kontext als Strategie gegen die Dominanz der neustrukturierten NTT-Gruppe und den Markteintritt globaler Anbieter wie AT&T, British Telecom oder C&W zu intepretieren.

Kennzeichnend für diese Art von großen, horizontalen Zusammenschlüsse sind u.a. drei Merkmale:

Erstens dominieren nach wie vor Zusammenschlüsse innerhalb einer Unternehmensgruppe, auch wenn es in jüngster Zeit vermehrt auch zu *keiretsu*-übergreifenden Fusionen kommt. Die Fusionen etwa in der Chemieindustrie oder der Papierindustrie orientieren sich strikt an der etablierten Gruppenstruktur, konkret Mitsubishi-Gruppe und Mitsui-Gruppe.

Zweitens haben sie einen unmittelbaren Einfluß auf die Wettbewerbs- und Branchenstruktur und führen zur weiteren Marktanteilskonzentration und ggfs. Oligopolisierung mit entsprechender Signalwirkung für den zukünftigen Wettbewerb.

Zum Dritten erfolgen sie in einem industriepolitischen Kontext. Große, horizontale Fusionen sind auch als Teil sektoraler Restrukturierungsprozesse zu betrachten, die durch industriepolitische Flankierung und zum Teil auch Koordination mit dem Ziel einer wettbewerblichen Flurbereinigung und Stärkung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit unterstützt werden. Gerade in Reifebranchen, die von hohen Überkapazitäten gedrückt werden, unterstützten gesetzliche und administrative Maßnahmen die Unternehmen z.B. beim Kapazitätsabbau, Geschäftsübertragungen oder bei der Ausgründung unprofitabler Geschäftsfelder. Das „Business Reform Law" (*jigyō kakushinhō*) von 1995, das „Industry Revitalization Law" (*sangyō katsuryoku saisei tokubetsusōchihō*) vom 1.10.1999, oder das ab 1.4.2000 in Kraft tretende „Enterprise Separation Law" (*kaisha bunpaihō*) sind aktuelle Beispiele für eine industriepolitische Flankierung des sektoralen Restrukturierungsprozesses, die auch der Erleichterung von Geschäftsübertragungen, der Zusammenlegung von Geschäftseinheiten und von Fusionen dient.

Die gegenwärtige Welle großer, horizontaler Fusionen steht damit durchaus auch in der japanischen Tradition einvernehmlicher, industriepolitisch orchestrierter Lösung sektoraler Strukturkrisen. Im Unterschied zu den 70er Jahren scheint allerdings die Initiative aus dem unternehmerischen Lager zu kommen. So ist es in Japan ein offenes Geheimnis, daß das „Industry Revitalization Law" auf Drängen der Großindustrie, insbesondere auch der Stahlindustrie, zustandegekommen ist. Es ist daher nicht verwunderlich, daß gerade Unternehmen der Stahlindustrie wie Kobe Steel, Sumitomo Metals oder NKK sowie bedeutende Großunternehmen wie Hitachi, Nissan oder Showa Shell dieses Gesetz als Erste in Anspruch nehmen, um Werke als Tochtergesellschaften mit dem Ziel des Kapazitätsabbaus oder des Verkaufs auszugründen. In absehbarer Zeit

ist daher mit weiteren Großfusionen horizontaler Art zu rechnen, etwa im Schiffsbau, im Energiesektor oder in der Stahlindustrie.

2.3 Vermehrte Chancen aktiver M&A-Strategien im Zuge der Restrukturierung und Refokussierung im Unternehmenssektor

Auch wenn weiterhin die Tradition horizontaler Großfusionen die japanische M&A-Welt prägt, läßt sich eine deutliche Tendenz in Richtung einer wachsenden Bereitschaft zum Verkauf von Unternehmen und Unternehmensteilen feststellen. Insofern steigt die Akzeptanz von M&A und somit das Angebot und die Chancen für aktive (freundlich gesinnte) M&A-Strategien.

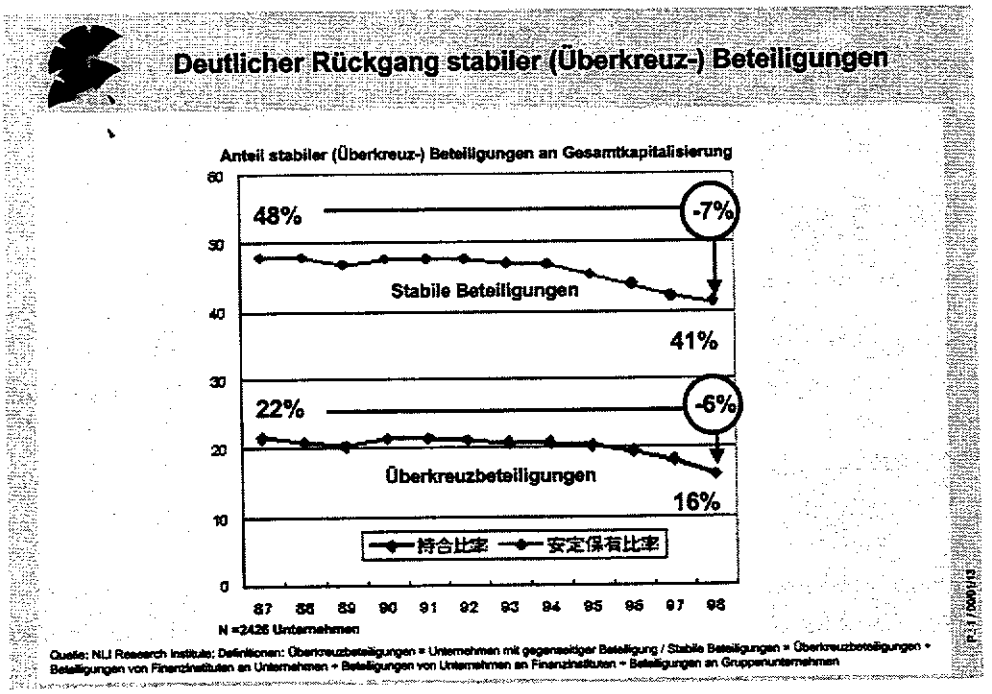
Zwei Triebkräfte hinter dieser Entwicklung lassen sich hervorheben:

Erstens läßt sich seit 1995 eine deutliche Tendenz zur Auflösung stabiler (Überkreuz-) Beteiligungen feststellen.

Zweitens trennen sich Unternehmen im Zuge der Restrukturierung und Refokussierung vermehrt von Beteiligungen, die nicht (mehr) zum Kerngeschäft gezählt werden.

Industrieunternehmen und insbesondere der Bankensektor trennen sich von unprofitablen und/oder strategisch als nicht notwendig erachteten Aktienbeständen. Laut einer jüngsten Untersuchung des NLI Research Institutes ist der Anteil stabiler Aktienbeteiligungen am gesamten Aktienkapital zwischen 1994 und 1998 um 7% von 48% auf 41% gesunken, und der Anteil von Überkreuzbeteiligungen hat sich um 6% von 22% auf 16% verringert (siehe Abb. 3). Dies ist angesichts der ausgeprägten Stabilität der Anteilseignerstrukturen eine erstaunlich rasante Entwicklung, die sich im Jahre 1999 akzeleriert fortgesetzt hat.

Abb. 3:

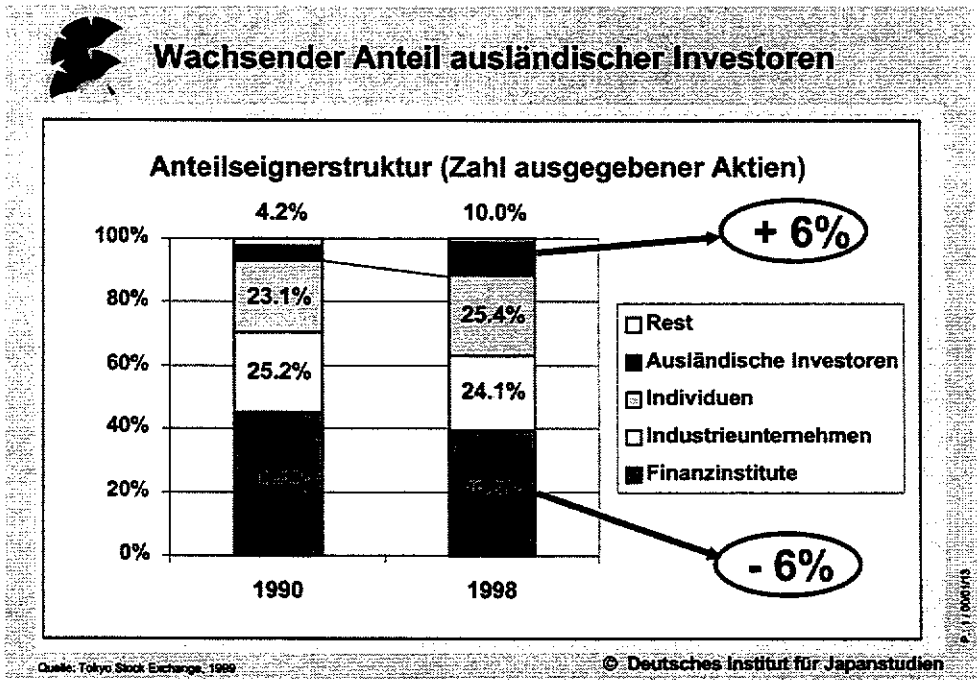


Die Last der uneinholbaren Kredite, der globale Druck zur Stärkung der Rentabilität und Finanzkraft, sowie die Notwendigkeit zur Anpassung und Einhaltung internationaler Eigenkapitalstandards (BIZ-Standards) zwingen japanische Banken zur Sanierung ihrer Bilanzen und zur Bereinigung ihres Beteiligungsportfolios. Desweiteren unterliegen sie einem wachsenden Druck

institutioneller Anleger wie etwa der Lebensversicherungen, die von den Banken verbesserte Rentabilität und Kurspflege einfordern, um ihrerseits ihren (Rendite-) Verpflichtungen gegenüber ihren Kunden nachkommen zu können.

Während der japanische Finanz- und Industriesektor seit Mitte der 90er Jahre in großem Stile als Netto-Verkäufer von Aktien auftritt, haben sich institutionelle Anleger, insbesondere auch aus dem Ausland im Aggregat als Netto-Käufer etabliert. Entsprechend haben sich die Anteilseignerstrukturen japanischer Unternehmen verändert. Der Anteil von Finanzinstituten an der Zahl der ausgegebenen, börsennotierten Aktien ist zwischen 1990 und 1998 um fast 6% von 45,2% auf 39,3% gesunken, während der Anteil ausländischer Investoren im gleichen Zeitraum um fast 6% von 4,2% auf 10% anstieg (siehe Abb. 4). Dies ist eine beachtliche Entwicklung, läßt sie doch für die Unternehmen in Zukunft unter anderem einen deutlich wachsenden Druck auf Verbesserung von Rentabilität und Kurs-Performance seitens (ausländischer) institutioneller Investoren erwarten.[14]

Abb. 4:



Im industriellen Sektor spielen eine Vielzahl von Faktoren zusammen, die im Kern auf eine Stärkung der Rentabilität- und Cash-Flow-Orientierung hinwirken und die Unternehmen zu einer strategischen Re-Fokussierung auf Kerngeschäfte veranlassen.

Der steigende Rentabilitätsdruck resultiert vornehmlich aus einem wachsendem Wettbewerb auf den Produktmärkten, auf denen infolge von Rezession und Deflation einerseits, sowie Deregulierung, Marktöffnung und Globalisierung andererseits die Margen unter Druck geraten sind. Gleichzeitig erfordern Innovation und technologischer Fortschritt erhebliche Ressourcen zur Finanzierung von Investitionen in neue Produkt- und Prozeßtechnologien. Beispielhaft zu nennen sind etwa die enormen Investitionsvolumina in Informationstechnologien etwa in der Finanz- und Telekommunikationsindustrie, oder in neue Umwelttechnologien etwa in der Auto-

[14] Inwieweit sich hierdurch auch Veränderungen für das japanische Corporate Governance System ergeben hat der Autor an anderer Stelle analysiert. Vgl. Raupach-Sumiya (forthcoming)

mobilindustrie. Die im internationalen Vergleich deutlich niedrigere Kapitalrentabilität japanischer Industrieunternehmen [15]läßt viele Unternehmensführer befürchten, ohne eine nachhaltige Steigerung der Ertragskraft im globalen F&E- und Investitionswettlauf nicht mehr mithalten zu können.

Hinzu treten Änderungen im rechtlichen Umfeld, die die Unternehmen zu einer stärkeren Rentabilitätsorientierung zwingen. Die ab dem Geschäftsjahr 2001 vollständig in Kraft tretenden neuen Publizitäts- und Rechnungslegungsvorschriften machen es durch ihren Zwang etwa zur Konsolidierung, zur Bewertung von Aktiva zu Marktpreisen, oder zum Ausweis von Cash-Flow und ungedeckten Pensionsverpflichtungen in Zukunft schwieriger, ertragsbelastende Faktoren außerhalb der Bilanzen zu verstecken.[16]

Die zunehmende Rentabilitätsorientierung japanischer Unternehmen wird auch durch jüngste empirische Erhebungen bestätigt. Einer Umfrage des japanischen Unternehmerverbandes, Keizai Doyukai, nach zukünftigen Zielprioritäten zufolge, nimmt die Bedeutung von Zielen wie Eigenkapitalrentabilität, Cash Flow, Economic Value Added (EVA) und Gewinn pro Aktie zu, während die traditionelle Zieldominanz von Umsatzwachstum und Marktanteil deutlich an Gewicht verliert.[17]

Der Verkauf von Finanzbeteiligungen und insbesondere die Trennung von unrentablen und/oder wenig zukunftsträchtigen Produkt- und Geschäftsfelder sind zunehmend an Bedeutung gewinnende Elemente einer Strategie der Rentabilitätsverbesserung. Als hierfür typische Beispiele aus der jüngsten Vergangenheit sind zu nennen:

- Nippon Steel: Verkauf des Halbleitergeschäftes an den taiwanesischen Hersteller UMC
- Kobe Steel: Verkauf des Werkzeugbereiches an Mitsubishi Material
- Toshiba: Verkauf des Bankautomatengeschäfts an Oki Electric, Verkauf von Teilen des Weiße Ware Bereiches an Nidec Corporation, Zusammenlegung des Klimagerätegeschäftes mir der US-Firma Carrier
- Nissan: Verkauf des Gabelstaplergeschäftes an Naco Material Handling, Verkauf von Nissan Texsys and Toyoda Automatic Loom
- Kanebo: Verkauf des Pharmaziebereiches an Organon
- Nisshinbo: Verkauf der Textilbeteiligung Toyo Rayon an Teijin

In diesem Prozeß der De-Investition und Re-Fokussierung auf Kerngeschäfte nehmen ausländische Investoren eine Katalysatorfunktion wahr. Der Erwerb führender Beteiligungen an japanischen Unternehmen oder der Kauf von Unternehmensteilen oder ganzen Unternehmen stellt für eine wachsende Zahl ausländischer Unternehmen eine tragbare Wachstumsstrategie auf dem japanischen Markt dar.[18] Zu nennen sind etwa die spektakulären Akquisitionen von Teilen von Yamaichi Securities durch Merrill Lynch, von der zeitweile verstaatlichten Long Term Credit Bank durch ein internationales Finanzkonsortium unter der Führung der Ripplewood Holding sowie führenden Beteiligungen von Renault an Nissan und von der Travellers Group an Nikko Securities. Deutsche Beispiele aus der jüngsten Zeit sind etwa die Mehrheitsbeteiligung von Bosch an dem japanischen Automobilzulieferer Zexel, der Erwerb einer führenden Beteiligung von Mahle an Izumi Kogyo, ebenfalls aus der Automobilzulieferbranche, und die Übernahme von Uchida Hydraulics durch Mannesmann Rexroth. Auffällig ist bei diesen Transaktionen allerdings, daß es sich vielfach –insbesondere bei Industrieunternehmen- um Transaktionen zwi-

[15] OECD (1996)
[16] The Diamond Weekly vom 23.10.1999, S. 28-92.
[17] Keizai Doyukai (1996)
[18] McKinsey (1999), Roland Berger & Partner (1999), Novartis (1999)

schen Unternehmen handelt, die bereits auf eine recht lange Geschäftsbeziehung zurückblicken konnten. M&A stellt sich damit für die ausländischen Unternehmen als eine natürliche Verlängerung ihrer bisherigen Japan-Strategie dar. Hervorzuheben ist dennoch, daß diese strategische Option, die bislang kaum in Erwägung gezogen werden konnte, in Zukunft noch weiter an Bedeutung gewinnen wird.

2.4 Defensive M&A-Orientierung global agierender Unternehmen

Die fortschreitende Globalisierung der Kapitalmärkte und Auflösung stabiler Beteiligungsverhältnisse stellt einige global agierende japanische Unternehmen vor besondere Herausforderungen. Eine Vielzahl japanischer „global players" verkaufen, produzieren, beschaffen und entwikkeln nicht nur global, sie finanzieren sich auch in einem erheblichen Maße direkt auf ausländischen Kapitalmärkten. Die breite und globale Streuung ihres Aktienkapital macht die Pflege der Interessen ausländischer, insbesondere institutioneller Investoren zu einem wichtigen Anliegen des Unternehmens. Die breite und globale Streuung erhöht aber auch das potentielle Risiko, über Nacht zum Ziel feindlicher Übernahmedrohungen zu werden. Dieses Risiko erscheint insbesondere in technologieintensiven Branchen mit starken globalen Wettbewerb wie die Automobilindustrie, die Elektronik oder die Telekommunikation als besonders virulent. Um so wichtiger wird aus Unternehmenssicht die Pflege langfristig angelegter Beteiligungen.

Es ist vielleicht verfrüht, in diesem Zusammenhang von einem Trend zu sprechen, aber einige Unternehmen scheinen durch Aufstockung ihrer Beteiligungen an strategisch bedeutsamen Gesellschaften ihrer Gruppe auch das Ziel zu verfolgen, diese gegen etwaige feindliche Übernahmeversuche oder zumindest gegen unfreundliche, gruppenferne Einflüsse schützen zu wollen. Die jüngsten Maßnahmen von Toyota oder Sony zur Reorganisation der Gruppenstruktur lassen sich beispielhaft anführen.

Die Stärkung der Konzernstruktur von Toyota durch Aufstockung der Kapitalbeteiligungen und Stärkung des Managementeinflusses bei Kerngesellschaften wie Denso, Aisin Seiki oder Daihatsu[19], oder die Ankündigung von Sony, drei börsengelistete Tochtergesellschaften auf dem Wege des Aktientausches in Verbindung mit De-Listing in den Konzern zu reintegrieren[20], lassen sich –neben anderer strategischer Motive- auch als Beispiele für defensiv orientierte M&A-Strategien zur Stärkung des Konzernzusammenhaltes und zur Präventivmaßnahme gegen etwaige Übernahmeversuche von wichtigen Kerngesellschaften interpretieren, die durch ihre ausgeprägte Exponierung auf internationalen Kapitalmärkten bedingt ist. Reichte hierzu in der Vergangenheit eine Beteiligung von wenigen Prozent, weil das Gruppenunternehmen im Netz gegenseitiger Beteiligungen befreundeter Unternehmen und Finanzinstitute vor gruppenfremden Einflüssen sicher war, so fällt dieser Schutz im Zuge der zunehmenden Auflösung stabiler (Überkreuz-) Beteiligungen immer mehr weg. Die Aufstockung der Beteiligungen durch die Kerngesellschaft und die Verstärkung direkter Einflußnahme erscheint somit als Gegentendenz, die im Kern zu einer verstärkten Konzernbildung führt. Letztlich erhöht sich hierdurch die Transparenz über Beteiligungsverhältnisse und macht faktische Einfluß- und Machtstrukturen offenkundig. Insofern äußert sich auch hier die zunehmende Bedeutung von M&A und kapitalmarktlicher Logik, allerdings in Form einer Defensivstrategie.

[19] Nikkei Weekly vom 19.4.1999, S. 1/27.
[20] Nikkei Weekly vom 15.3.1999, S. 7.

2.5 Potentiale für aktive Akquisitionsstrategien in jungen Wachstumsindustrien

Unternehmen, die bewußt nach externem Wachstum streben und aktiv andere Unternehmen akquirieren, waren und sind in Japan eine Rarität. Bekannte Ausnahmen wie Minebea oder Tostem, die immer wieder zitiert werden[21], bestätigen diese Regel. Und dennoch zeichnet sich in einer Reihe von Entwicklungen eine wachsende Bedeutung von Strategien externen Wachstums ab. Gerade Unternehmen in jungen Wachstumsindustrien, an vorderster Front Venture-Firmen aus der Dienstleistungs-, Telekommunikations-, Software- und Internetbranche, agieren dabei als Trendsetter. Anglo-amerikanische Managementorientierungen sind ein prägendes Merkmal dieser „neuen" japanischen Unternehmergeneration. Wachstum meint in diesem Verständnis weniger rein volumen- und marktanteilsorientiertes Umsatzwachstum, sondern in erster Linie Steigerung des Unternehmenswertes und die Sicherung wachsender Renditen für die Investoren. Cash-Flow, Kurswert und Return-on-Equity sind daher selbstverständliche Zielgrößen. Insofern stellen Kapitalbeteiligungen, sei es in Form von mit wenigen Prozent unterlegten Allianzen, Mehrheitsbeteiligungen oder glatten Übernahmen, für diese Unternehmen einen kohärenten Teil ihrer Wachstumsstrategien dar, die auf eine Steigerung des Unternehmenswertes entweder auf dem Wege der Diversifikation in zukunftsträchtige Geschäftsfelder, oder auf Wertsteigerungen in Form zukünftiger Kapitalerträge („capital gain") abstellen. Am ehesten lassen sich diese Unternehmen als eine Mischung aus Venture-Unternehmen und Investmentgesellschaft charakterisieren.

Als typische Beispiele für diese Unternehmen sind zu nennen etwa Softbank, Hikari Tsushin oder Goodwill, deren Gründer Masayoshi Son (42, Softbank), Yasumitsu Shigeta (34, Hikari Tsushin) und Masahiro Origuchi (38, Goodwill) auch als Leitfiguren für eine neue, junge Unternehmergeneration gelten. Die von ihnen geführten Unternehmensgruppen haben sich in den vergangenen Jahren zu potenten und einflußreichen Größen in der japanischen Unternehmenslandschaft entwickelt. So konnten etwa Softbank und Hikari Tsushin in den letzten Jahren enorme Kurswertsteigerungen verzeichnen und haben mittlerweile traditionsreiche, aber als innovativ geltende Unternehmen wie Honda bezogen auf den Kurswert überholt.

Softbank wurde 1981 von dem damals 24-jährigen Son, der mittlerweile zum charismatischen Modellunternehmer für die „New Economy" in Japan avancierte, als PC- Softwarehandelshaus und Zeitschriftenverleger gegründet.[22] Mit der Notierung am OTC-Markt im Jahre 1994 mutierte Softbank dann immer mehr zu einer Venture-Capital-Investmentgesellschaft, die gezielt in – meist amerikanische- Software- und Internet-Firmen investierte, um sie aggressiv an internationalen Börsenplätzen einzuführen. Die Wertsteigerungen dieser Beteiligungen rückkoppeln sich seither in Kurswertsteigerungen für Softbank. Repräsentatives Beispiel ist der Internet-Provider Yahoo, an dem Softbank 1995 eine 5%-ige Beteiligung erwarb. Softbank führte dieses Unternehmen 1996 auf dem amerikanischen NASDAQ-Markt ein und erhöhte gleichzeitig den eigenen Anteil auf 37%. Zeitgleich errichteten Yahoo (40%) und Softbank (60%), das japanische Pendant, Yahoo Japan, als joint venture, welches dann Ende 1997 am japanischen OTC-Markt notiert wurde. Die phänomenalen Wertsteigerungen von Yahoo sowohl in den USA wie darauffolgend in Japan spiegelten sich postwendend in einem ähnlich phänomenalen Anstieg im Unternehmenswert von Softbank als größtem Anteilseigner von Yahoo wieder. Anfang 1999 senkte Softbank seine Beteiligung an Yahoo Inc. auf 28%, um den so generierten Cash in neue Venture-Beteiligungen zu investieren. Der Anteil von Softbank an Yahoo ist dennoch immer noch gewichtig genug, um den eigenen Kurswert zu stützen. Dieser stieg Ende 1999 auf deutlich über ¥ 7 Bil. (ca. 130 Mrd. DM) und war dabei rechnerisch zu mehr als 40% auf nichtrealisierte Kurssteigerungsgewinne der Yahoo-Beteiligung zurückzuführen. Ähnliche, kaum weniger spektakuläre Beteiligungsstrategien verfolgt Softbank bei den amerikanischen Venture-Firmen Ziff-Davis, E-trade, WebVan und bei japanischen Venture-

[21] Kester (1991) / Muramatsu (1995)
[22] Shūkan Tōyō Keizai vom 15.1.2000, S. 28-37 / Nikkei Business vom 25.10.1999, S. 60-67 / Hurwitz (1999)

Davis, E-trade, WebVan und bei japanischen Venture-Firmen wie Pasona Softbank oder Softbank Technologie. Im Oktober 1999 erfolgte die Reorganisation der Softbank-Gruppe in eine Holding-Gesellschaft, die über 5 Zwischengesellschaften Beteiligungen an mehr als 100 Unternehmen hält. Softbank engagiert sich dabei in den verschiedensten Bereichen des Internet-Marktes wie E-Commerce, E-Finance, E-Marketing, und ist in einem Gemeinschaftsunternehmen u.a. mit Tokyo Electric und KDD an dem Aufbau einer neuen, kostengünstigen Internet-Infrastruktur beteiligt. Daneben hat Softbank zusammen mit NASDAQ und dem Osaka Stock Exchange ein Gemeinschaftsunternehmen NASDAQ Japan gegründet, das bis Ende 2000 eine neue Börse in Japan errichtet, an der zum einen die NASDAQ-Werte, zum anderen japanische Venture-Firmen gehandelt werden sollen.[23] Softbank verkörpert insofern ein für Japan neuartiges Unternehmenskonzept, in dem der Erwerb und Verkauf von Beteiligungen das zentrale, strategische Instrument zur Wachstumsgenerierung darstellt.

Bei Hikari Tsushin[24] zeichnet sich seit 1999 eine ähnliche Strategie ab, wobei sich das Unternehmen verstärkt auf Venture-Firmen im Bereich der Telekommunikation zu konzentrieren scheint. Der Aufstieg des 1988 gegründeten Unternehmens, dem innerhalb von nur 10 Jahren die Notierung in der 1. Sektion des Tokyo Stock Exchange gelang, resultierte im wesentlichen aus dem explosionsartigen Wachstum des japanischen Mobilfunkmarktes. Innerhalb weniger Jahre errichtete Hikari Tsushin auf Basis eines innovativen Dienstleistungskonzeptes, welches stationäre Vertriebsstellen mit Telemarketing und Franchise-Vertrieb verknüpft, ein japanweites Vertriebs- und Leasing-Netz für Handy-Telefone, Telefondienste und Bürogeräte. Seit Beginn 1999 diversifiziert Hikari Tsushin aggressiv in das Venture-Investment-Geschäft, zum einen durch eigene Gründungen, zum anderen durch Beteiligungen an Technologie-Venture-Firmen und die Errichtung eines eigenen Venture-Fonds. Die strategische Stoßrichtung liegt dabei auf der zukunftsträchtigen Verbindung von mobiler Telekommunikation und Internet-Dienstleistungen. So hält Hikari Tsushin zum Beispiel Beteiligungen an Phone.com und Tumbleweed Communications, beides amerikanische Unternehmen, die über Schlüsseltechnologien für die Verbindung mobiler Kommunikation und Internet verfügen. Zusammen mit Softbank ist das Unternehmen auch in Japan Internet-Ventures wie E-Career und Digital Club beteiligt. Und im Juli 1999 legte es einen eigenen Venture-Fond mit einer Kapitalisierung von ¥ 33,1 Mrd. (ca. DM 60 Mio.) auf, die in Internet- und Kommunikations-Ventures mit dem Ziel der Börseneinführung investiert werden. Hikari Tsushin ist so zwar nicht im klassischen Sinne extern über Akquisitionen gewachsen ist, aber aktive Beteiligungsstrategien zeichnen sich mittlerweile als natürliche Verlängerung des bisherigen Unternehmenskonzeptes ab.

Die Goodwill Group[25], gegründet 1995, hat sich innerhalb weniger Jahre zu einem führenden Personalvermittlungsunternehmen entwickelt. In der kurzen Unternehmensgeschichte stellen Akquisitionen einen entscheidenden Faktor zur Sicherung und Ausweitung des Wachstums dar. 1997 festigte es seine Marktposition bei der Personalvermittlung durch die Übernahme der Personalvermittlungsagentur RTC. 1999 stieg Goodwill durch die Akquisition von Comns in das Geschäft der Altenpflege und Heimdienste ein. Mit der für April 2000 bekanntgegebenen Akquisition von Nihon Kaigo Service, ebenfalls ein Anbieter von Dienstleistungen im Altenpflegebereich, wird Goodwill über ein ganz Japan abdeckendes Netz von über 100 Filialen mit über 600 Altenpflegern verfügen und damit zur bestimmenden Kraft in diesem zukunftsträchtigen Dienstleistungsbereich avancieren.[26]

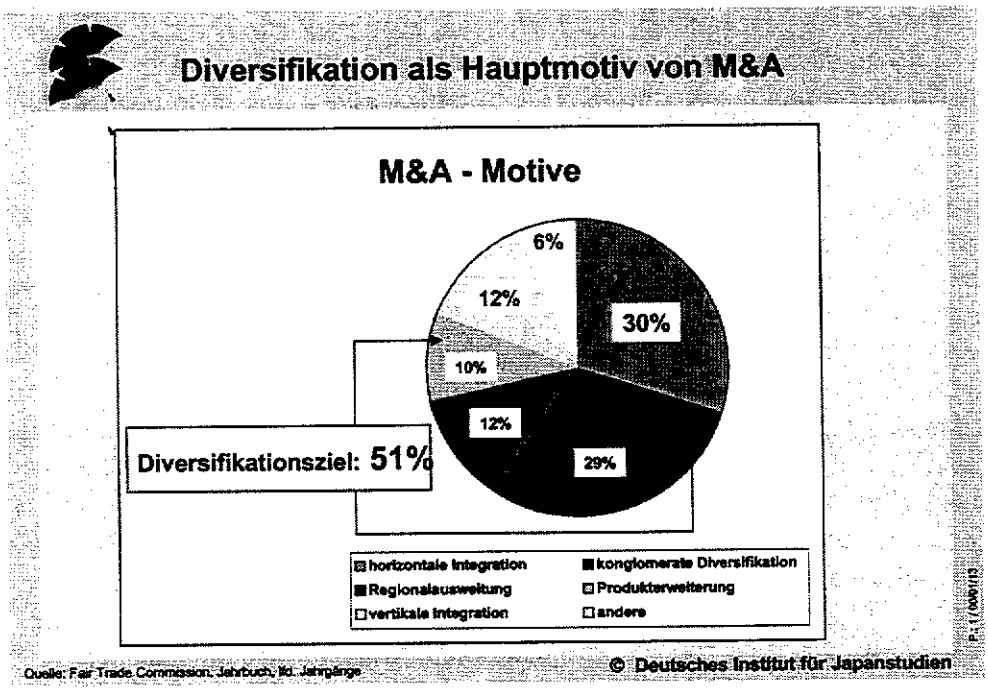
Unternehmen in jungen Wachstumsbranchen wie Softbank, Hikari Tsushin oder Goodwill haben gewissermaßen eine Rolle als Trendsetter übernommen, die aktive Akquisitions- und Beteili-

---

[23] Nihon Keizai Shimbun vom 25.12.1999, S. 3.
[24] http: // www.hikari.co.jp/
[25] http: // www.gwg.co.jp/
[26] Nihon Keizai Shimbun vom 16.11.1999 / Nikkei Business vom 3.1.2000, S. 36-37.

gungsstrategien auch in Japan hoffähig machen. Sie sind damit beispielhaft für den Trend wachsender M&A-Aktivitäten, der -wie die eingangs erwähnten Zahlen der Fair Trade Commission deutlich machen- insbesondere auch kleinere und mittlere Unternehmen erfaßt hat. Insgesamt drückt sich hierin einerseits eine wachsende Offenheit für M&A bei Unternehmern, sowie andererseits das Entstehen einer M&A-freundlichen Investitionskultur aus. Gerade in kleineren und mittleren Unternehmen betrachten Eigentümerunternehmer den Verkauf des Unternehmens zunehmend als legitimes und probates Mittel der Nachfolgesicherung.[27] Und eine Analyse der dominanten M&A-Motive offenbart, daß Beteiligungen oder Unternehmenserwerb insbesondere auf Diversifikationszielen wie regionale Ausweitung, Produkterweiterung oder Aufbau neuartiger Betätigungsfelder basieren. Demgegenüber besitzen Strategien der horizontalen oder vertikalen Integration eine relativ geringere Bedeutung im Rahmen von M&A (siehe Abb. 5)

Abb. 5:



Die bisherigen Ausführungen sollten dennoch nicht darüber hinweg täuschen, daß das Transaktionsvolumen auf dem japanischen M&A-Markt insgesamt und die Relevanz aktiver Akquisitionsstrategien im internationalen Vergleich unverändert gering ist. Die jüngsten Tendenzen in Richtung verstärkter Akquisitions- und Beteiligungsaktivitäten in jungen Wachstumsindustrien und im Bereich Venture-Business deuten verborgene Potentiale an. Ihr faktisches Ausmaß ist aber dennoch im internationalen Maßstab stark begrenzt.

Wichtige Ursachen hierfür liegen meiner Ansicht nach vor allem in einem unzureichend liquiden Kapitalmarkt und einer risikoaversen Investitionskultur begründet, die die Bereitstellung von Kapital für risikobehaftete Beteiligungen und Investitionen in Form etwa von MBO-Fonds, M&A-Fonds oder Investment Partnerships behindern. Eine derartige innovative Investitionskultur erfordert neben risikobereiten Investoren vor allem aber auch eine Infrastruktur in Form von Märkten und Institutionen, die Investoren die Möglichkeit zum Austieg aus der Investition („Exit") schaffen, um so die Kapitalerträge realisieren zu können. Die bedeutenste „Exit"-

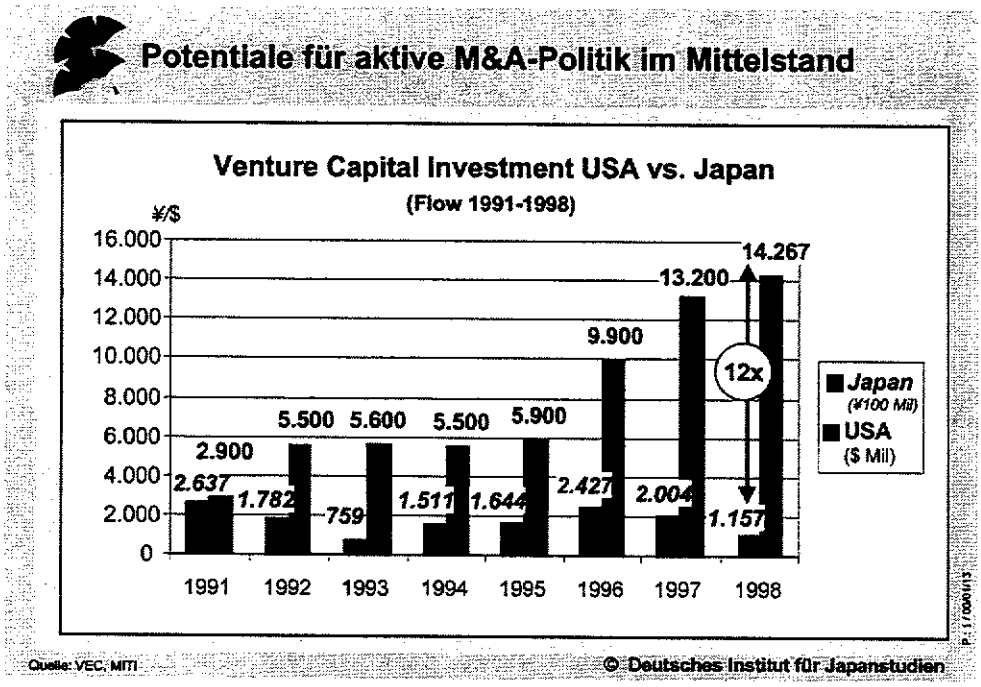
[27] Nihon Shōken Keizai Kenkyūjo (1990) / Nihon Keizai Shimbun vom 29.10.1999, S. 1.

Strategie ist die Börseneinführung („Initial Public Offering"), andere „Exit"-Möglichkeiten eröffnen sich durch die Möglichkeit zur Übertragung von Fondanteilen oder Beteiligungen oder eben durch den Verkauf des Unternehmens etwa über eine M&A-Börse.

Diese Überlegungen sollen kurz am beispielhaften Vergleich des japanischen und amerikanischen Venture-Capital-Marktes konkretisiert werden.

Der japanische Venture-Capital-Markt war im Fiskaljahr 1998 (4/1998 – 3/1999) mit einem jährlichen Investitionsvolumen von ¥116 Mrd (ca. DM2,1 Mrd.) um Faktor 10 kleiner als der US-amerikanische und ist zudem seit 1996 rückläufig (siehe Abb. 6).[28]

Abb. 6:



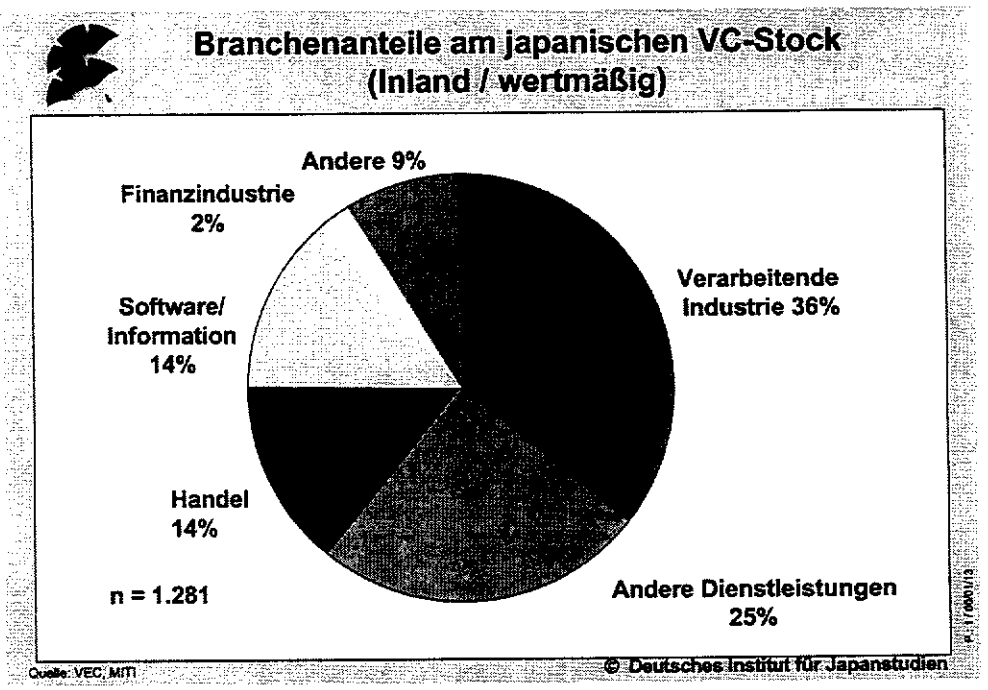
Der amerikanische Venture-Capital-Stock war 1998 mit einem Volumen von $84,2 Mrd. um Faktor 11 größer als der japanische (¥ 761 Mrd. bzw. $7,5 Mrd.) mit einer deutlichen Tendenz in Richtung einer akzelerierten Ausweitung dieser Differenz. Allein im zweiten Quartal 1999 wurden in den USA $7,6 Mrd. neues Venture Capital mobilisiert, mehr als in Japan insgesamt zur Verfügung steht.

Eine nähere Analyse verdeutlicht dabei, daß sich die Struktur der japanischen Venture-Capital-Industrie deutlich von der amerikanischen unterscheidet. Die japanische Venture-Capital-Industrie wird von firmengebundenen Finanzinstitutionen, insbesondere von Banken und Wertpapierhäusern, dominiert während die in den USA so bedeutsamen privaten Investoren („angels") und institutionellen Anleger („Pension Funds", „Mutual Funds") nur eine geringe Rolle spielen. Während die US-amerikanische Venture-Capital-Industrie stark fragmentiert und divers ist, kennzeichnet Japan eine hohe Konzentration; die Top 3 Venture-Capital-Firmen vereinigen 42% des Investitionsvolumens auch sich. Deutliche Unterschiede existieren auch im Hinblick auf das Investitionsverhalten. US-Venture-Firmen partizipieren aktiv und in einem relativ frühen

[28] Eine Detailanalyse des japanischen Venture-Capital-Marktes findet sich bei Hurwitz (1999) / Statistische Angaben basieren weitgehend auf JAFCO / VEC (1999)

Stadium der Unternehmensentwicklung am Risiko und Management der Beteiligungsfirmen. Demgegenüber zeichnen sich japanische Venture-Firmen durch ein eher passives, risikoaverses Verhalten aus. Japanische Venture-Capital-Firmen beteiligen sich eher in einem späteren Entwicklungsstadium und der bedeutenste Anteil ihre Beteiligungen konzentriert sich auf Herstellerfirmen in verarbeitenden Industrien und Dienstleistungen, und weniger auf risikoreichere, aber wachstumsträchtigere High-Tech-Branchen wie Informationstechnologien oder Software (siehe Abb. 7).

Abb. 7:



Die stärkere Risikoaversität japanischer Venture-Capital-Firmen ist sicherlich der Hauptgrund für das rückläufige Investitionsvolumen und steht im engen Zusammenhang mit der lang anhaltenden Rezession in Japan. Für die amerikanische Venture-Capital-Industrie läßt sich demgegenüber ein eher anti-zyklisches Investitionsverhalten feststellen, d.h. Venture-Capital-Firmen tendieren in schwierigeren, gesamtwirtschaftlichen Zeiten zu einer Ausweitung ihres Engagement.

Hinzu treten steuerliche und rechtliche Rahmenbedingungen, die eine stärkere Mobilisierung von Risikokapital etwa durch private „Angels" oder in Form von Private-Equity-Partnerships behindern. Letzteres bezeichnet einen Zusammenschluß von Investoren, die InvestitionsFonds auflegen, diese Mittel in private, also nicht öffentlich gehandelte Unternehmen investieren und aktiv das Management der Beteiligungsfirmen unterstützen. Die Finanzierung von Unternehmensgründungen („start-ups") ist ebenso ein Investitionsziel von Private-Equity-Partnerships wie die Finanzierung von Management-Buy-Outs bzw. Management-Buy-Ins oder M&A-Transaktionen etwa im Zusammenhang mit Restrukturierungen. Häufiges Ziel einer Beteiligung ist, das Unternehmen in einem klar definierten Zeitraum börsenfähig zu machen („IPO") und über die Börsennotierung hohe Kapitalerträge zu erwirtschaften.

Wichtige Investitionsbarrieren haben bis vor kurzem die Entstehung von Private-Equity-Fonds in Japan behindert. Zu nennen sind insbesondere:[29]

- Fehlende Haftungsbeschränkung für passive Investoren in einer Investment Partnership: Bis zur Verabschiedung des „Limited Partnership Act for Venture Capital Investment" (*tōshi jigyō yūgensekinin kumiaihō*) zum 1.11.1998 waren alle Mitglieder einer Partnership unbeschränkt haftbar. Das neue Gesetz beschänkt die Haftung der passiven Investoren auf ihre Einlage, während die aktiven Investoren und Manager unverändert mit ihrem gesamten Privatvermägen haften.
- Unzureichende Publizitätsanforderungen: Unzureichende Transparenz über das Unternehmensgeschehen in den Beteiligungsfirmen erhöht das Risiko für die Investoren. Das neue Gesetz hat die Publizitätsanforderungen verschärft und macht u.a. ein externes Audit erforderlich.
- Beschränkte Übertragbarkeit der Anteile: Die Übertragung von Anteilen an einer Private-Equity-Partnership erfordert eine einstimmige Zustimmung aller Partner.
- Unzureichende Incentives für Fonds-Manager: Die Möglichkeit zur Partizipation an Gewinnen oder Kapitalerträgen etwa in Form von Aktienoptionen ist ein wichtiger Anreiz für Fonds-Manager und andere Beteiligte eines Unternehmens. Bisher grenzt das japanische Handelsrecht allerdings die Möglichkeit zur Ausgabe von Aktienoptionen und den Kreis der Empfangsberechtigten relativ stark ein. Allerdings stehen auch hier rechtliche Lockerungen an.

Waren bislang die Investitionsaktivitäten in der japanischen Venture-Capital-Industrie aus Gründen mangelnder Infrastruktur, Risikobereitschaft und rechtlicher Barrieren stark unterentwickelt, so zeichnet sich seit 1999 eine Wende ab. Im Jahre 1999 wurde Japan von einer wahren Gründungswelle kapitalstarker Investitionsfonds heimgesucht, die explizit der Finanzierung von Venture-Firmen, von MBOs und M&A-Transaktionen gewidmet sind.[30] Die Hauptakteure sind insbesondere ausländische Investmentgesellschaften wie Ripplewood Holdings, Hambrecht&Quist, Warburg Pincus, GE Capital, Patricof/APAX, Rothchild, 3i oder Paribas Principal Investment, aber auch japanische Brokerhäuser wie Nomura, Nikko oder Daiwa, sowie die großen japanischen Generalhandelshäuser (*sōgō shōsha*) wie Mitsubishi Corporation, Mitsui Bussan, Sumitomo Corporation, Marubeni oder C. Itoh. Jüngste Beispiele hierfür sind etwa:

- der gemeinsam von Ripplewood, Merill Lynch, Mitsubishi Corporation, Tokyo Fire & Marine Insurance u.a. gegründete RHJ Industrial Partners Funds, der in den kommenden 10 Jahren insgesamt $ 1 Mrd. in etwa 10 Akquisitionen investieren will[31]
- ein von Daiwa SCBM, Sumitomo Corporation und GE Capital errichteter und mit ¥300 Mrd. kapitalisierter M&A-Fond[32]
- ein von Patricof und Globis Corp. errichteter High-Tech-Fond, der in den kommenden 5 Jahren Investitionen in Venture-Firmen in Höhe von ¥100 Mrd. plant[33]
- ein von Rothchild und Mitsui Bussan aufgelegter M&A-Fond für Akquisitionen von ungelisteten Firmen mit einem geplanten Volumen von ¥100 Mrd. in den kommenden 3 Jahren[34]

---

[29] MITI (1999)
[30] Rückert/Naumann (1999)
[31] Nihon Keizai Shimbun vom 21.11.1999, S. 1.
[32] Nihon Keizai Shimbun vom 10.11.1999, S.5.
[33] Nihon Keizai Shimbun vom 5.3.1999, S. 11.
[34] Nikkei Weekly vom 12.4.1999

- Eine exakte Schätzung des in der Summe bereitstehenden Investitionsvolumen ist sehr schwer, aber es sind allein 10 Fonds bekannt, die ein Volumen von ¥500 Mrd (ca. $4.9 Mrd) für Akquisitionen in Japan publik gemacht haben.[35] Allein dieses Volumen entspricht schon über 60% des gesamten Venture-Capital-Stock in Japan.

Hintergrund dieser Entwicklung sind sicherlich die oben erwähnten massiven Restrukturierungsbemühungen der japanischen Industrie, die für viele Investoren interessante Potentiale für Beteiligungen, Übernahmen oder MBOs schaffen. Zu nennen sind vor allem aber auch die sich abzeichnenden grundlegenden Veränderungen in dem kapitalmarktlichen und rechtlichen Umfeld. Die Gründung der „Mothers"-Sektion am Tokyo Stock Exchange und die Ankündigung der gemeinschaftlichen Gründung einer „NASDAQ-Japan-Börse" durch Softbank, NASDAQ und Osaka Stock Exchange schafft deutlich erleichterte Bedingungen für das Listing von jungen Wachstumsunternehmen und Spin-offs restrukturierter Firmen, und damit attraktive „Exit"-Optionen für Investoren. Die erwähnten rechtlichen und steuerlichen Erleichterungen für Venture-Firmen und die staatliche Förderungspolitik von Neugründungen und Venture-Firmen haben zu einer deutlichen Verbesserung des Investitionsklimas beigetragen. Diese Entwicklungen lassen hoffen, daß in naher Zukunft die Potentiale für aktive Beteiligungs- und Akquisitionsstrategien in Japan, gerade auch in jungen Wachstumsindustrien in einem quantitativ bedeutsamen Maße zur Entfaltung kommen. Die amerikanische Erfahrung in den 90er Jahren mit dem Aufstieg der NASDAQ-High-Tech-Börse zum kapitalstärkstem Aktienmarkt der Welt und den zahlreichen Mega-Mergern gerade in High-Tech-Bereichen wie Telekommunikation, Medien und Internet[36] lassen die These berechtigt erscheinen, daß auch in Japan hier die bedeutensten Potentiale für aktive Akquisitionsstrategien liegen. Die Tatsache, daß eine traditionsreiche Firmen wie Hitachi öffentlich die Bereitstellung von explizit für Akquisitionen im Bereich der Informationstechnologien gewidmete Investitionsmitteln in Höhe von ¥ 300 Mrd. als zentrales Element des Geschäftsplanes bis zum Jahre 2002 verkündet, unterstreicht diese Einschätzung.[37]

3. Zusammenfassung und Schlußbetrachtung

In den 90er Jahre hat Japan einen deutlichen Anstieg der M&A-Transaktionen erlebt, wobei Japans Unternehmenslandschaft in den Jahren 1998 -1999 geradezu von einer M&A-Welle erfaßt wurde. Diverse Entwicklungen wie die massiven Restrukturierungsbemühungen japanischer Unternehmen, der Rückgang stabiler (Überkreuz-) Beteiligungen, der Einfluß neuartiger Unternehmenskonzepte in Japans jungen Wachstumsindustrien, sowie verbesserte rechtliche Rahmenbedingungen deuten daraufhin, daß sich dieser Trend in Zukunft noch verstärken wird und eine aktivere M&A- und Investitionskultur im Entstehen ist. Dies darf dennoch nicht darüber hinweg täuschen, daß der japanische M&A-Markt im internationalen Maßstab noch weit unterentwickelt ist und quantitativ von kleinen „deals" im Mittelstand dominiert wird.

Die Analyse führt zu folgenden Schlußfolgerungen zu Stand und Perspektiven auf dem japanischen M&A-Markt:

- Der japanische M&A-Markt wird –gemessen am Transaktionswert- nach wie vor von großen, gruppeninitiierten sowie z.T. industriepolitisch flankierten, horizontalen Fusionen in Reifeindustrien dominiert. Aktive, ggfs. feindliche Übernahmestrategien stellen unverändert eine Ausnahme dar.

---

[35] Nihon Keizai Shimbun vom 12.12.1999, S. 1.
[36] Nihon Keizai Shimbun vom 30.12.1999, S. 7 / Der jüngste Zusammenschluß von Time Warner und AOL ist ein Paradebeispiel für diese Entwicklung
[37] Nihon Keizai Shimbun vom 20.11.1999, S.7.

- Dennoch bieten sich in etablierten Branchen im Rahmen aktiver Restrukturierungsbemühungen der Unternehmen zunehmend Chancen für freundliche Übernahmen und Beteiligungen. Ausländische Unternehmen sind eine bedeutende Kraft.
- In global orientierten Industrien und Unternehmen führt die Globalisierung der Kapitalmärkte und die fortschreitende Auflösung stabiler (Überkreuz-) Beteiligungen tendentiell auch zu einer verstärkten, kapitalmäßig untermauerten Konzernbildung als Mittel der Kontrollsicherung über Kerngesellschaften.
- Aktive Akquisitionsstrategien stellen für dynamische Wachstumsfirmen und insbesondere für Venture-Unternehmen in jungen Industrien eine echte strategische Option zur Wachstumsgenerierung dar. Hier liegen die vielversprechensten Potentiale für externe Wachstumsstrategien, deren Mobilisierung in einem quantitativ bedeutsamen Maße allerdings wesentlich von der Etablierung ein kapitalmarktlichen Infrastruktur mit hoher Liquidität und investorgerechten Risikoklassifizierung abhängt. Jüngste Entwicklungen stimmen hier zuversichtlich, daß eine Entwicklung vergleichbar der in den Vereinigten Staaten seit Beginn der 90er Jahre auch für Japan durchaus realistisch erscheint.

Auf einem anderen Blatt hingegen steht die Frage, ob M&A-Strategien im Kontext traditioneller japanischer Managementkultur erfolgreich implementiert werden können. Ich selbst hege die Vermutung, daß in etablierten Unternehmen und Industrien die Existenz impliziter Verträge und Verpflichtungen, insbesondere gegenüber den Beschäftigten die Erfolgsaussichten und die Effizienz einer aktiven M&A-Politik erheblich beeinträchtigt. Insbesondere bei Fusionen oder Übernahmen zwischen japanischen Unternehmen existieren zahlreiche systemimmanente Integrationsbarrieren gegenüber einer erfolgreichen Post-Merger-Integration. Zu nennen sind insbesondere ausgeprägte, in sich geschlossene, clan-ähnliche Unternehmenskulturen, deutliche Unterschiede zwischen den Unternehmen in Bezug auf Personalführungs-, Entlohnungs-, Pensions- und Anreizsystemen sowie der Zwang, bei Fusionen den Anschein der Gleichberechtigung zu wahren.[38] Diese Hindernisse werden umso bedeutsamer je größer der Zwang zur Verkleinerung und Ausdünnung von Führungsstrukturen und zum Personalabbau wird. Die weitere Entwicklung bei Nissan wird hier vielleicht eine deutliche Weichenstellung markieren. Sollten die weitreichenden Restrukturierungsmaßnahmen des von Renault zu Nissan entsandten CEO, Carlos Ghosn, die u.a. den Abbau von 21.000 Stellen, die Schließung von 5 Werken und die weitgehende Auflösung der vertikalen, kapitalmäßig unterlegten Zuliefernetzwerke vorsieht, effektiv umgesetzt und in ihren Effizienzwirkungen erfolgreich sein, ließe dies ein Modell für erfolgreiche Post-Merger-Integration entstehen.[39] Ich persönlich sehe aber auch hier, im Bezug auf effektive und effiziente Post-Merger-Integration, die vielversprechendsten Potentiale für Fusionen und Akquisitionen aufgrund ihrer anglo-amerikanisch ausgerichteten Managementkultur wiederum eher bei jungen Wachstumsunternehmen.

Literatur

Abegglen, James C. / Stalk, George Jr.: Kaisha – Das Geheimnis des japanischen Erfolges. Düsseldorf / Wien, 1986.

Aoki, Masahiko: The Japanese Firm as a System f Attributes: A Survey and Research Agenda. In: Aoki, Masahiko / Dore, Ronald: The Japanese Firm – Sources of Competitive Strength. Oxford / Nw York, 1994, S. 11-40.

[38] So ist es beispielsweise in Japan ein offenes Geheimnis, daß nach dem Zusammenschluß der Dai-Ichi Bank und der Kangyo Bank in den 70er Jahren über 20 Jahre hinweg eine duale Personalorganisation existierte.
[39] Nikkei Weekly vom 25.10.1999, S. 1/21.

Daiwa Shōken SB Capital Markets: M&A tōkeishiryō [Daiwa Securities SB Capital Markets: Statistische Materialien zu M&A] Tokyo, Juni 1999.

Fruin, Mark W.: The Japanese Enterprise System – Competitive Strategies and Cooperative Structures. Oxford / New York, 1992.

Hurwitz, Seth L.: The Japanese Venture Capital Industry. The MIT Japan Program Working Papers MITJP 99-04, Center for International Studies, Massachusetts Institute of Technology, Boston 1999.

JAFCO Co., Ltd.: Private Equity and the developing Japanese Model. Tokyo, 21.7.1999 (unveröffentlichtes Präsentationsmaterial)

Kester, Carl W.: Japanese Takeovers – The Global Contest for Corporate Control. Boston, 1991.

Keizai Doyukai: Daijūnikkai kigyo hakusho – Nihonkigyō no keiei kōzōkaikaku [12. Unternehmensweißbuch – Reformen der Managementstrukturen japanischer Unternehmen]. Tokyo, Mai 1996.

Kōsei Torihiki Iinkai: Heisei 10 nendo ni okeru dokusenkinshihō dai 4-shō kankei todoke nado no dōkō ni tsuite. 15.6.1999. [Fair Trade Commission: Pressemitteilung zur Entwicklung von Meldungen auf Basis des Kap. 4 des Antimonopolgesetzes im Fiskaljahr 1998].

Ministry of International Trade and Industry – Small and Medium Enterprise Agency: Policies on Private Equity in Japan. Tokyo, 21.7.1999 (unveröffentliches Präsentationsmaterial)

Muramatsu, Shinobu (Hg.): Nihon no M&A – Keieitakakukasenryaku to kigyō risotorakucharingu [M&A in Japan – Unternehmerische Diversifikationsstrategien und Unternehmensrestrukturierung]. Tokyo, 1995.

McKinsey & Company, Inc. Japan: Mergers and Acquisitions in Japan: A growth Opportunity for Foreign Affiliates in Japan?. Tokyo, April 1999, S.4.

Nissei Kisō Kenkyūjo: Kaishō ga kasoku suru kabushiki mochiai [NLI Research Institute: Die Auflösung von Überkreuzbeteiligungen beschleunigt sich]. Tokyo, 1999. Abrufbar unter http//www.nli-research.co.jp/

Novartis: Mergers and Acquisitions in Japan – Perception and Reality, Presentation by Paul Dudler to Swiss-Japanese Chamber in Zurich, 9.4.1999 (unveröffentlichtes Manuskript)

Odagiri, Hiroyuki: Growth through Competition, Competition through Growth – Strategic Management and the Economy in Japan. Oxford / New York, 1994.

Organisation for Economic Co-Operation and Development: OECD Economic Surveys 1995-1996 – Japan. Paris, 1996.

Raupach-Sumiya, Jörg: Reforming the Japanese Corporate Governance System: Will the Markets Gain Control ?. DIJ-Working Paper 1/2000, Tokyo (forthcoming).

Roland Berger & Partner Japan: Markt und Strategie für M&A in Japan – Vortrag von Ivo Naumann, Frankfurt 25.2.1999 (unveröffentlichte Studie)

Rückert, Sabine / Nauman, Ivo: Venture-Fonds entdecken Japan. In: Die Bank, 12/1999, S. 845-849.

VEC (Venture Enterprise Center: Bencha- kyapitaru tōshi jōkyō chōsakekkahyō – 1999 nen 3 gatsumatsu gensai[VEC: Übersichten zur Erhebung zur Situation von Venture-Capital-Investitionen am Ende März 1999]. Tokyo, 1999.