



▲ Jochen Legewie, Leiter des Tokio-Büros und Chairman Asia von CNC

Japan im Fokus von Aktionärsaktivisten

Jochen Legewie kennt als Leiter des Tokio-Büros und als Chairman Asia von CNC, einer strategischen Kommunikationsberatung mit Schwerpunkt auf Finanzkommunikation, beide Seiten bei Unternehmensbeteiligungen.

Das Interview führte Martin Kölling

JM: In Südkorea hat der Autobauer Hyundai Motors den Kampf gegen den amerikanischen Aktionärsaktivisten Elliott Management verloren und den geplanten Verkauf von zwei hochprofitablen Unternehmen innerhalb der Gruppe zurückgezogen. Der Hedgefonds Oasis Management aus Hongkong wirbt unter Aktionären für eine Aktion gegen das japanische Unternehmen Alps Electric, das das verbundene Unternehmen Alpine Electronics erwerben will. Wie erklären Sie, was hier international vor sich geht?

Legewie: Dies ist Teil eines globalen Trends. Es gibt derzeit sehr viel Kapital, das nach lukrativen Anlagen sucht. Das gilt besonders für Hedgefonds, die im heutigen Niedrigzinsumfeld höhere Risiken eingehen müssen, um ihren Kunden hohe Margen liefern zu können. Sie gehen daher nun in Märkte hinein, die wie Japan und Korea lange als schwierig galten und links liegen gelassen wurden.

JM: Wo lagen die Herausforderungen bei Japan?

Legewie: Verglichen mit dem bereits hohen Verhältnis zwischen Aktienpreis und Gewinnen in anderen Märkten galten japanische Firmen lange als recht „billig“. Das hat Gründe. Die japanische Unternehmenswelt wurde traditionell von stabilen Überkreuzbeteiligungen unter Firmen und Banken geprägt. Das Management stand daher wenig unter Druck. Auch agierten heimische Großinvestoren wie der staatliche Pensionsfonds

Government Pension Investment Fund (GPIF) eher passiv. Da war für aggressive Investoren wenig zu holen. Allerdings hat sich das inzwischen drastisch geändert.

JM: Was hat Japan für Investoren attraktiver gemacht?

Legewie: Schon unter Premierminister Junichiro Koizumi Anfang des Jahrtausends hat die Regierung Reformen auf den Weg gebracht, um die Aktionäre zu stärken und so die Kapitaleffizienz von Unternehmen zu erhöhen. Zwischen 2006 und 2008 haben ein paar aktivistische Fonds versucht, Japan zu „knacken“. Doch richtig Schwung kam erst mit Ministerpräsident Shinzo Abe und seinen Reformen in den Markt.

JM: Was hat Abe anders gemacht?

Legewie: Neben seiner wachstumsfreundlichen Wirtschaftspolitik hat er als Teil seiner Reformpolitik die Unternehmensführung durch die Reform von Corporate Governance im Sinne der Aktionäre geändert. Er hat einen Governance Code eingeführt, der die Unternehmen dazu bringen soll, die Interessen der Aktionäre stärker zu berücksichtigen. Außerdem hat er durch Veränderungen des sogenannten Stewardship Code (*Anmerkung der Redaktion: Dieser legt die Grundsätze für eine verantwortungsvolle, effektive Verwaltung der Beteiligungen institutioneller Anleger an börsennotierten Unternehmen fest*) die institutionellen Großinvestoren zu aktiverem Handel ermutigt.

JM: Und gesprochen hat er darüber auch in diversen Reden im Ausland...

Legewie: Mehr als das. Er hat nicht nur sehr stark im Ausland für Japan geworben, sondern tatsächlich auch den Ton innerhalb von Japan verändert. Die Kritik durch Abe wiederum an Unternehmen, die wie Toshiba in Bilanzskandale verwickelt waren, wurde im In- und Ausland wahrgenommen. Damit entstand zu Recht der Eindruck, dass sich Japan öffnet.

JM: Warum hat Japans Regierung die Veränderungen angestoßen?

Legewie: Die Abe-Regierung war sich bewusst, dass Japans traditionelles Governance-Modell in Teilen ausgedient hat. Und sie wollte verhindern, dass japanische Unternehmen ihre globale Wettbewerbsfähigkeit und damit auch Attraktivität für Aktionäre verlieren. Außerdem sorgt sie sich um die Finanzierung der Renten und will beziehungsweise muss daher die Profitabilität der Unternehmen erhöhen, damit die institutionellen Investoren wie zum Beispiel der staatliche Pensionsfonds höhere Renditen erzielen können.

JM: Können Sie ein Beispiel geben, wie die Reformen Japan interessanter für Aktionärsaktivisten machen?

Legewie: Eine der Neuerungen ist beispielsweise die Regel „comply or explain“. Die Unternehmen müssen ihren Aktionären erklären, warum sie Aktien an Unternehmen halten, wenn diese nicht in das gleiche strategische Geschäftsfeld fallen. Dies erhöht den Druck, solche Aktien zu verkaufen. Der Verkauf solcher nichtstrategischer Felder ist eine klassische Forderung von Aktionärsaktivisten.

JM: Aber haben die Fonds nicht mit diesem aggressiven Vorgehen viel Widerstand erzeugt, gerade in Japan?

Legewie: Als Fonds wie Steel Partners und TCI vor zehn Jahren in Japan aktiv waren, traten sie oft mit Forderungen wie der Entlassung des Vorstands oder dem Verkauf ganzer Sparten auf. Doch das war in Japan zu radikal und stieß nicht nur politisch, sondern auch in der Öffentlichkeit auf Widerstand. Außerdem konnten die Angriffe auch legal leicht ausgehebelt werden, weil die Gerichte anders reagieren als in den USA.

JM: Worin liegen diese juristischen Unterschiede?

Legewie: Anders als in den USA haben in Japan, ähnlich wie in Deutschland, die Gerichte stärker die Belange anderer Beteiligten im Blick, und nicht nur die der Aktionäre. Außerdem dauern in Japan die Verfahren länger, während die Gerichte in den USA eher bereit sind, relativ schnell einstweilige Verfügungen auszusprechen. Der Rechtsweg lohnt sich daher in Japan selten.

JM: Und haben die Fonds nach den Niederlagen der Pioniere ihr Verhalten geändert?

Legewie: Die Fonds haben in den letzten Jahren stark dazugelernt. Sie machen jetzt ihre eigenen detaillierten Analysen und

kommen mit teils intelligenten Vorschlägen.

JM: Wie gehen die Aktivisten vor?

Legewie: Stark vereinfacht gibt es drei Stufen: Es beginnt in der Regel mit einem Brief an den Vorstand, in dem zum Teil mit Nachdruck Gespräche gefordert und manchmal sogar konkrete Vorschläge gemacht werden. Kommt es bei diesen noch internen Kontakten zu keiner Einigung oder dauert es den Aktivisten zu lange, gehen sie in einem zweiten Schritt an die Öffentlichkeit. Hier reichen die Maßnahmen von einer simplen Veröffentlichung bisher interner Forderungen bis hin zu offener Kritik am Vorstand. Dies wird aggressiv über die Medien gespielt. Dabei argumentieren sie oft mit eigenen Zahlen und Analysen und behaupten öffentlich, dass es Verfehlungen gab. Die finale Stufe ist dann der Proxy-Kampf auf der Aktionärsversammlung.

„Es ist zu Recht der Eindruck entstanden, dass sich **Japan öffnet**.“

JM: Was heißt dies konkret?

Legewie: Sie versuchen, möglichst viele Aktionäre zu überzeugen, ihnen deren Stimme zu übertragen oder mit ihnen zu stimmen. Sie versuchen oft, einen eigenen Vertreter in den Vorstand zu wählen oder gar den Chef zu stürzen. Aber in Japan gelingt dies selten. Allerdings gibt es Zeichen, dass sich das ändern wird.

JM: Auch in Japan?

Legewie: In Japan hat es vielleicht länger gedauert als in vielen westlichen Staaten. Aber auch hier sind die Tendenzen ähnlich. Interessanterweise hören die großen Fonds, seien es private wie Blackrock oder staatliche, aufmerksamer zu als zuvor. Auch sie müssen schließlich immer höhere Rendite erzielen. Wenn in einem Konflikt die Argumente der Aktivisten überzeugender sind als die des Managements, stellen sich die großen Investmentfonds schon mal hinter den Herausforderer. Dies müssen die Unternehmen im Blick haben.

JM: Fällt Ihnen ein Beispiel für eine Kampagne ein?

Legewie: Das Paradebeispiel für einen Angriff und eine gelungene Verteidigung in Japan war Sony im Jahr 2013. Third Point hatte sich in Sony eingekauft und eine partielle Abspaltung von Sony Pictures gefordert. Sony hat sich zwar offen für Gespräche gezeigt, aber die Abspaltung seiner Filmsparte letztlich abgelehnt. Allerdings hat das Unternehmen intern reagiert. Der heutige Präsident Yoshida wurde damals zum Finanzchef befördert und machte gleich mit aktionärsorientierten Aussagen und echten Reformprogrammen intern Druck. Sony begann, viele bisher interne Kennzahlen öffentlich zu kommunizieren, was Third

Point den Wind aus den Segeln nahm. Third Point wechselte daraufhin die Strategie, lobte die neue Sony-Führung und verkaufte angesichts eines gestiegenen Aktienkurses ein Jahr später die gehaltenen Anteile mit hohem Gewinn.

JM: Das Ignorieren der Aktivisten ist also keine gute Lösung?

Legewie: Die Lehre ist eher, dass die Leitung sich in die Aktivitäten hineinendenken und entsprechend handeln sollte. Auch ohne den Druck von Aktionären sollten Vorstände jede Gelegenheit zur Steigerung des Unternehmenswertes analysieren, etwa durch Maßnahmen wie Aktienrückkäufe, höhere Dividenden, die Abwicklung von Überkreuzbeteiligungen, aggressive Firmenkäufe und Spartenverkäufe. Bevor es andere tun und mit öffentlicher Kritik den Vorstand in die Ecke drängen, sollten die Unternehmen selbst proaktiv mit dem Kapitalmarkt kommunizieren und ihre Strategie erklären.

JM: Ist das nicht zu radikal, besonders in Japan?

Legewie: Ich predige ja nicht das blinde Zerschlagen von Konglomeraten, wie es viele rein opportunistisch handelnde und allein auf kurzfristigen Gewinn ausgerichtete Aktionäre tun. Das ist in der Regel genauso schädlich wie zu radikale interne Reformen. In Ausnahmefällen sollte man sogar eine heilige Kuh leben lassen, um die – gerade in Japan so wichtige – Unternehmenskultur nicht über Nacht zu zerstören. Es gibt 3.500 Unternehmen in Japan, die älter als 200 Jahre sind, deutlich mehr als die 800 ähnlich geschichtsträchtigen Unternehmen, die wir in Deutschland haben. Dies spricht für den Erfolg langfristiger Orientierung. Aber generell haben japanische Unternehmen viel Raum für Verbesserungen, ohne gleich ans Eingemachte zu gehen. Denn Japans Schwäche ist bisher eher zu viel Bewahrung als zu viel Reformgeist, eher zu viel traditionelles Reporting als geschickte Kommunikation mit Investoren und der Finanzpresse.

JM: Und gibt es Bewegung in diese Richtung?

Legewie: Die Japan AG geht da nicht im Gleichschritt. Es gibt inzwischen immer mehr Unternehmen, die guten Vorschlägen aufgeschlossen gegenüberstehen und auch proaktiv kommunizieren. Andere sperren sich. Ein Unternehmenstypus, der in Japan bis heute weit verbreitet ist, ist besonders interessant: die von charismatischen Gründern oder Chefs geleitete Firma. An der können sich Aktivisten leicht die Zähne ausbeißen. Allerdings ist gleichzeitig für diese Firmenlenker die Fallhöhe besonders groß und wächst weiter.

JM: Aber die Regierung drängt doch sehr deutlich auf Veränderungen. Der Governance Code fordert beispielsweise auch die Wahl von mehr externen Vorstandsmitgliedern. Wie reagieren die Unternehmen?

Legewie: Es gibt eindeutig mehr Diversität in den Vorständen und dieser frische Blick kann sehr guttun. Aber die Lage ist keineswegs perfekt. Gefragt sind Fachwissen und die Bereitschaft,

kritische Fragen zu stellen. Die „Alibi-Frau“, der „Alibi-Ausländer“ oder – noch schlimmer – der „Buddy“ des Präsidenten helfen hier de facto wenig weiter. Das verändert noch nicht das Denken innerhalb einer Organisation. Wenn in solchen Unternehmen Aktivisten in den Vorstand kommen, kann das eine starke Wirkung haben.

JM: Trotz des zweifelhaften Rufs der Aktivisten, der diesen in Japan bisher vorseilt?

Legewie: Es gibt viele Beispiele, wo schon der Einstieg von Aktivisten positiv gewirkt hat. Bei Olympus ging Ende Mai nach dem Bekanntwerden der Beteiligung eines Fonds der Aktienkurs in wenigen Stunden um rund 10 Prozent in die Höhe und blieb danach stabil. Der Trend ist klar: Corporate Governance-Reformen, der Druck von Aktionären und die Vorwegnahme der Aktionärsinteressen durch die Führungen wirken zusammen. Japan bewegt sich in Richtung westlicher Standards. Denn die Unternehmen sehen, dass sie etwas verändern müssen, da sie sonst weniger attraktiv werden. ■

Ausländische Investoren setzen auf Angriff

Die Japan AG gerät immer mehr unter Druck durch Aktionäre. Der für sein aggressives Vorgehen bekannte Investmentfonds Elliott Management hatte sich bis zum Sommer bereits mit mehr als 5 Prozent in Alpine Electronics eingekauft. Das Unternehmen baut Sound- und Navigationssysteme für Autos. Der Auslöser dafür war, dass der Hauptaktionär Alps Electric ein Übernahmeangebot für das ganze Unternehmen abgegeben hatte. Die Aktivisten hoffen, durch Widerstand den Kaufpreis nach oben treiben zu können.

Elliott hat diese Strategie bereits 2017 beim Kauf von Hitachi Kokusai durch den Private-Equity-Fonds KKR erfolgreich durchgezogen. Die Forderungen des Fonds wurden zwar nicht erfüllt, aber er konnte seinen Anteil mit 14 Prozent Gewinn an KKR verkaufen. Im Fall von Alps hat Elliott vielleicht noch bessere Chancen. Denn der Hongkonger Fonds Oasis Management versucht schon seit Monaten die Aktionäre zu überzeugen, dass das Angebot von Alps an die Alpine-Aktionäre zu billig sei. Im Dezember soll auf einer außerordentlichen Aktionärsversammlung die Entscheidung fallen.

Auch der Fernsehsender Tokyo Broadcasting System (TBS) kam dieses Jahr unter Druck. Der britische Fonds Asset Value Investors versucht, das Management dazu zu zwingen, Kreuzbeteiligungen zu verkaufen und den Profit an die Anleger auszuschütten. TBS hält 40 Prozent an Tokyo Electron, einem Hersteller von Produktionsanlagen für Halbleiter.